

Russische Öl- und Gasaktien erholen sich

RUSSLAND Die durch die Ukraine Krise bewirkten Kursabschläge waren nicht von Dauer. Die Politik ist aber für die Unternehmen weiterhin ein Risiko.

PAMELA TSCHIRKY

Die Ukraine Krise spielt den russischen Öl- und Gasunternehmen übel mit. Weil ein Stopp der Lieferungen in die Ukraine und Sanktionen des Westens gegen Russland drohen, wurden ihre Aktien im Frühjahr mit einem Abschlag gehandelt. Da sich gezeigt hat, dass die Suppe nicht so heiss gegessen wird, wie sie gekocht wurde, haben viele Titel im Mai Boden gutgemacht. Die Ukraine Krise zeigt: Wer in russische Öl- und Gasunternehmen investieren will, muss damit rechnen, dass die Politik dreinfunkt. Gefragt ist eine gehörige Portion Risikofähigkeit.

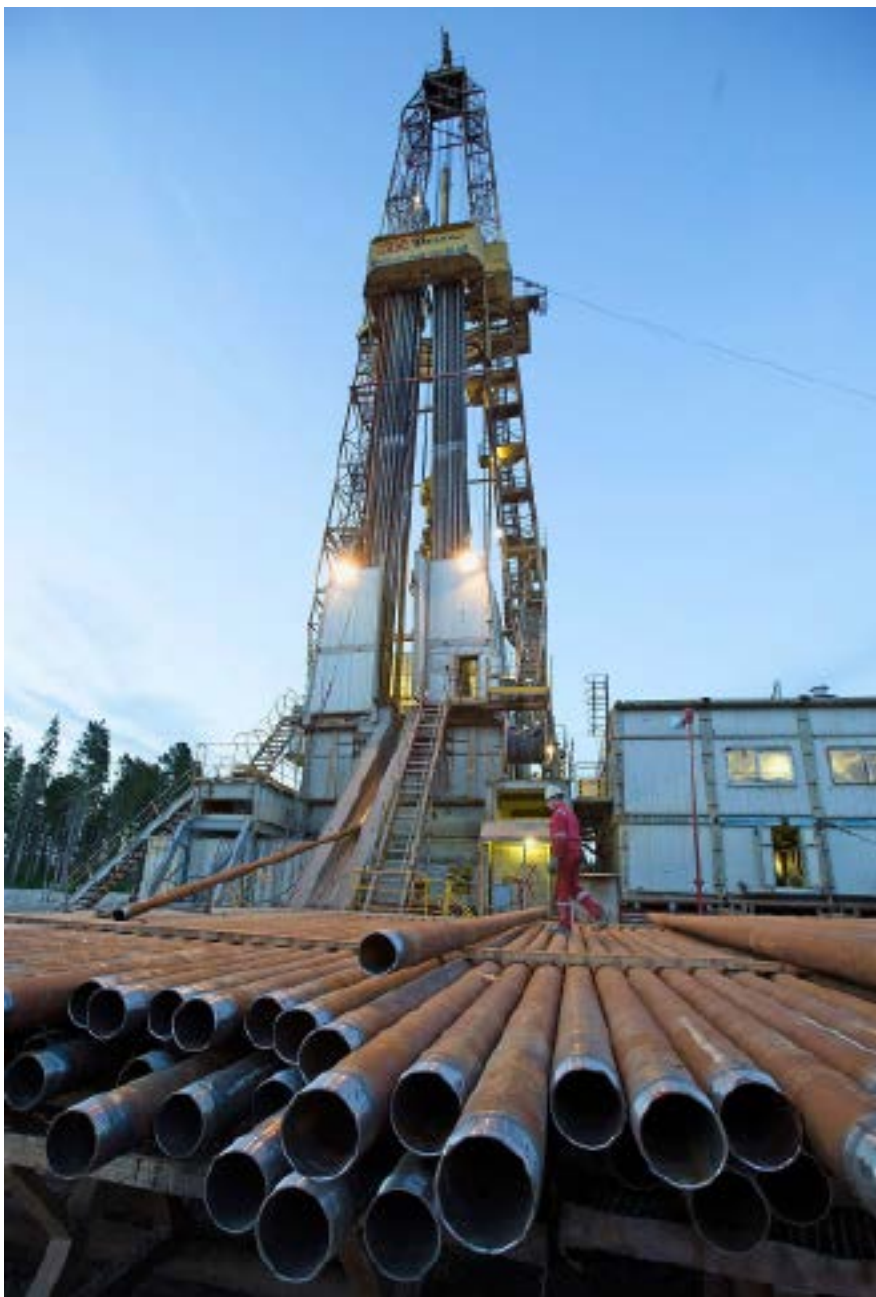
Die Verhandlungen über einen Kompromiss im Gasstreit zwischen Russland und der Ukraine gestalten sich zäh. Russland grollt und verleiht seinem Unmut über die bürgerkriegsähnlichen Entwicklungen im Nachbarland im verlangten Preis für Erdgaslieferungen Ausdruck.

Freundschaft aufgekündigt

Moskau zeigt sich bereit, die hochgeschraubten Preisforderungen etwas zu reduzieren. Kiew will jedoch nur den Preis berappen, der zuletzt unter dem abgesetzten Präsidenten Wiktor Janukowitsch bezahlt wurde. Für Russland war das jedoch ein Freundschaftspreis. Gleichzeitig läuft die Zahlungsfrist für die milliardenhohen ukrainischen Gasschulden nur noch bis Montag. Lieferung auf Vorauszahlung oder gar Lieferstopps sind erneut angedroht. Ob es so weit kommt, ist fraglich, zumal Russland den Ablauf früherer Fristen ohne Konsequenzen verstreichen liess.

Die Analysten der US-Investmentbank Morgan Stanley bewerten die Risikoprämie wegen Spekulationen über den Stopp von Lieferungen in die Ukraine und allfälliger Embargos des Westens gegen Russland als zu pessimistisch. Russische Rohstofftitel machten deshalb im März und April Kurstaucher. Den Unternehmen kommt zugute, dass die einzelnen europäischen Staaten kurzfristig keine Alternative zu Öl und Gas aus Russland haben und die europäische Produktion stagniert. Im Mai haben die Aktien vieler russischer Rohstoffkonzerne wieder stark zugelegt.

Der staatlich dominierte russische Gasriese Gazprom ist im Konflikt mit der Ukraine politisches Instrument der Regierung. Er pocht im Gasstreit auf den ursprünglich vereinbarten Preis. Gleichzeitig ist die Uk-



Ölbohrung in Salym in der autonomen russischen Region Khanty-Mansi.

	Kurs		Börsenwert in Mrd. Rubel	Umsatz in Mrd. Rubel			Gewinn/Verlust pro Aktie in Rubel			KGV	Div.-Rend.
	am 13.6.	Perf. seit 1.1. in %		2013	2014 ^A	2015 ^A	2013	2014A	2015A		
Gazprom	146.40	+5,5	3466	5250	5482	54.02	48.83	46.35	3	5,5	
Rosneft	249.66	-0,8	2646	4546	5474	51.42	44.23	39.61	6	4,1	
Lukoil	2097.90	+2,8	1784	3796	4796	10.38	13.73	11.68	5	5,7	
Novatek	400.70	+0,3	1217	298	376	421	36.31	35.14	40.20	10	2,6
SurgutNG (Präf.)	28.15	+8,8	217	838	1040	1059	7.81	6.70	4.14	6	7,3
Transneft (Präf.)	76 510.00	-11,6	119	750	743	764	27 568.00	22 228.00	22 784.00	3	1,0
Tatneft (Präf.)	125.10	+3,0	18	455	481	475	33.36	35.89	35.06	6	4,2

^ASchätzung 1 Rubel = 0.03 Fr.
Quelle: Bloomberg

raine aber das wichtigste Transitland, über das knapp die Hälfte der Gazprom-Gesamtexporte fliesst. Mit dem zurzeit vorangetriebenen Pipelineprojekt South Stream versucht Russland, die Ukraine zu umgehen. Die Leitung soll das Risiko des Transits in den Westen reduzieren.

Zusätzlich orientiert sich Russland nach Asien, um die Abhängigkeit von Gasexporten in den Westen zu verringern. Im Mai hat Gazprom einen milliarden schweren Gasliefervertrag mit China abgeschlossen. Ob der Konzern noch anderswo nach Asien liefern kann, ist aber fraglich. Die Analysten von Morgan Stanley schätzen die Konkurrenz durch Flüssiggas (LNG) aus den USA und Australien als grösstes Risiko für Gazprom ein. Diesen Trend hat der unbewegliche Riese verschlafen. Das setzt der zukünftigen Umsatz- und Gewinnentwicklung Grenzen und dürfte den Kursspielraum der Gazprom-Aktien nach oben einschränken.

Rosneft sucht Grossinvestor

Auch Gazproms Pendant im Ölsektor, Rosneft, bemüht sich um Streuung der Exporte. Öllieferungen, die über Kasachstan nach China gelangen, stiegen im ersten Quartal 2014 um 25%. Der Konzern gehört zu 69,5% dem russischen Staat. Dieser plant jedoch die Veräusserung eines 19,5%-Anteils an den Höchstbietenden. Konzernchef Igor Setschin teilte zudem bei einem Treffen mit Staatspräsident Wladimir Putin mit, man wolle 400 Mrd. \$ in die Erschliessung der Ölvorkommen in der Arktis investieren. Es scheint, als ziele Rosneft deshalb neben dem britischen Multi BP (19,5%-Anteil) auf einen weiteren Grossinvestor ab.

Professor Jeronim Perovic, der an der Universität Zürich über Macht und Rohstoffe in Russland forscht, weist im Interview mit «Finanz und Wirtschaft» darauf hin, dass Russland ein ambivalentes Verhältnis zu ausländischen Investoren hat. Geschichtlich gesehen könne man «bestimmte Zyklen feststellen»: Es gebe Zeiten, in denen ausländische Investoren willkommen geheissen wurden, bis die Ölwirtschaft und andere Sektoren wieder modernisiert waren. Danach wurden sie indessen wieder aus dem Land gedrängt (vgl. Interview unten).

Rosneft scheint weniger am Gängelband des Kreml zu laufen als Gazprom und ist auch effizienter geführt. Allerdings ist CEO Setschin von den westlichen Staa-



Quelle: Thomson Reuters / F&W

ten wegen der Ukraine Krise mit einer Einreiseperrre belegt worden.

Neben den staatlich kontrollierten Giganten gibt es mittlere und kleine Gas- und Ölproduzenten, die interessante Anlageoptionen bieten. Novatek, Gazproms grösster Konkurrent, musste nach einem Brand auf einem Gasfeld in Urengoijskoye die Wachstumsprognosen in der Gasförderung im laufenden Jahr von 7 bis 8% auf 2 bis 3% korrigieren. Gemäss den Analysten von J.P. Morgan sind die Schätzungen konservativ und die Produktionsniveaus von 2015 nicht betroffen. Die Aktien Novatek dürften deshalb wieder zulegen.

Attraktive Dividentitel

Aus Dividendensicht interessant sind Tatneft und SurgutNG mit ihren Vorzugsaktien. J.P. Morgan prognostiziert im laufenden Jahr einen Dividendenanstieg von 15%. Aktuell rentieren SurgutNG mit 7,3%, Tatneft mit 4,2% (vgl. Tabelle).

Die Lukoil-Aktien gehören zu den russischen Rohstofftiteln, die im Mai wieder zugelegt haben. Weitere Kursavancen scheinen möglich. Lukoil ist mit dem französischen Multi Total eine Partnerschaft zur Entwicklung von Schieferölvorkommen eingegangen und konnte die Beteiligung an einer Gesellschaft in Kasachstan für 1,2 Mrd. \$ an Sinopec verkaufen.

Risikoaversen Anlegern ist von Engagements im russischen Öl- und Gassektor abzuraten. Der Bereich ist für das Land von strategischer Bedeutung, weshalb der Staat seinen Einfluss geltend macht und weiter zu festigen versucht. Davor sind auch Unternehmen nicht gefeit, die nicht direkt vom Staat kontrolliert werden.

«Man hat dann einfach auf das falsche Pferd gesetzt»

Jeronim Perovic, Geschichtsprofessor, über Russlands machtvollen Umgang mit Öl und Gas sowie sein ambivalentes Verhältnis zu ausländischen Investoren.

Unter Wladimir Putin hat die russische Regierung die Kontrolle über den Öl- und Gassektor zurückerobert. Jeronim Perovic, der an der Universität Zürich über Macht und Rohstoffe in Russland forscht, erklärt im Interview mit «Finanz und Wirtschaft», wie der Staatschef Öl und Gas nun als politisches Mittel einsetzt und was das für Investoren heisst.

Herr Perovic, ein Grossteil des russischen Öl- und Gassektors ist staatlich kontrolliert. Warum ist dem so?

In der Sowjetunion gehörte alles dem Staat. Russland setzte in den Neunzigerjahren auf Schocktherapie und Privatisierung, um die marode Wirtschaft zu reformieren. Dabei wurde auch der Ölsektor, die Milchkuh des Landes, veräussert. Der Staat hat unter Putin in den Nullerjahren begonnen, diesen als strategisch wichtig erachteten Wirtschaftszweig zurückzuerobern. Immerhin generiert der Export von Öl und Gas den grössten Teil des Staatsbudgets. Zudem ist er auch politisch wichtig. Die Versorgung mit günstiger Energie trägt zum sozialen Frieden bei. Nach aussen stellen Exporte ein Mittel der internationalen Beziehungen dar.

Russland setzt Rohstoffe ein, um Druck auszuüben oder um Allianzen zu schmieden. Wie geschieht dies heute?

Öl und Gas sind strategisch wichtige Güter, und Russland hat schon immer ver-

standen, dass ihnen auch eine grosse politische Bedeutung zukommt. So war bereits die Sowjetunion bestrebt, den damaligen Ostblock über ein weit verzweigtes Pipelinenetz zu integrieren. Unsicher war man sich in Moskau in den Siebzigerjahren jedoch bei der Frage, wie stark man bei den Rohstofflieferungen in Abhängigkeit vom Westen, vom ideologischen Feind, treten möchte. Trotz Bedenken ging man die Kooperation ein und hat Pipelines gebaut.

«Putin erscheint als Garant für Stabilität – gleichzeitig ist er auch der grösste Unsicherheitsfaktor.»

Führen Pipelines zu Abhängigkeiten?

Energetische Verbindungen über Pipelines sind Segen und Fluch zugleich. Die Probleme, die man heute wieder in den russisch-ukrainischen Beziehungen sieht, sind Nachwehen des Zerfalls der Sowjetunion. In westlichen Medien wird meist nur darüber geschrieben, dass Russland Gas als politisches Druckmittel gegenüber der Ukraine einsetzt. Dabei geht vergessen, dass sich Russland von der Ukraine in Geiselnahme genommen sieht, denn Russlands wichtigste Transportroute für Gas

führt noch immer durch die Ukraine, und damit ist Russland eben auch stark von diesem Land abhängig. Schauen wir uns die letzten Jahre an, dann stellen wir fest, dass Russland alles darangesetzt hat, den Problemfall Ukraine in der Zukunft zu umgehen. Bereits hat es eine Pipeline durch die Baltische See nach Deutschland gebaut, im Süden steht der Bau einer Route durchs Schwarze Meer an.

Wie ist der eben abgeschlossene Gasvertrag mit China einzustufen?

In den Zeitungen war in diesem Zusammenhang oft zu lesen, dass damit die Umorientierung Russlands nach Asien und eine strategische Allianz zwischen Russland und China eingeleitet worden seien. Das ist meiner Meinung nach übertrieben. Europa bleibt für Russland auch in Zukunft der wichtigste Markt.

Russland hat ein ambivalentes Verhältnis zu ausländischen Investoren. Einmal braucht es sie, ein anderes Mal drängt es sie aus dem Land. Was steckt dahinter?

Geschichtlich gesehen lassen sich Zyklen feststellen. Im Zarenreich waren es westliche Unternehmen, die die lukrative Ölindustrie im Kaukasus aufgebaut haben. Nach der Revolution wurde alles verstaatlicht. Dann hat Lenin schnell erkannt, dass die Sowjetunion auf Hilfe von aussen angewiesen ist, um seine Industrie zu modernisieren. Als sich die Ölwirtschaft



Jeronim Perovic forscht über Osteuropa.

bis Ende der Zwanzigerjahre stabilisiert hatte, wurden die Ausländer erneut aus dem Land gedrängt. In den Sechziger- und Siebzigerjahren rückte Moskau vom Autarkieprinzip ab und strebte eine intensive Kooperation mit westlichen Unternehmen an. Die Neunzigerjahre ähneln den Zwanzigerjahren: Die Ausländer wurden aus dem Energiesektor hinausgedrängt, als er wieder lukrativ wurde.

Grundsätzlich können ausländische Unternehmen heute im Energiesektor arbeiten, aber strikte zu russischen Bedingungen. Es ist nicht erlaubt, dass Ausländer Unternehmen in strategischen Sektoren kontrollieren.

Aber hängt nicht alles an Putin?

Putin erscheint als Garant für Stabilität – gleichzeitig ist er auch der grösste Unsicherheitsfaktor. Das zeigt die Ukraine Krise. Hier hat Putin aus westlicher Sicht «nicht rational» gehandelt, weil er dem Land wirtschaftlich schadet. In einem dergleichen personalisierten System besteht noch ein anderes Problem: Beziehungen zu den wichtigen Figuren nach alles. Wenn das System aber zusammenbricht, werden auch die oft informell vereinbarten Regeln obsolet. Man hat dann einfach aufs falsche Pferd gesetzt. Sehen Sie sich den Fall Janukowitsch in der Ukraine an. All diejenigen, die mit ihm verhandelt waren, sind nun ebenfalls diskreditiert. Das System Putin scheint heute zwar stabil, Russland funktioniert, aber es ist immer schwierig, vorherzusagen, wie lange solche Systeme überleben können.

INTERVIEW: MARTIN GOLLMER UND PAMELA TSCHIRKY

Das ausführliche Interview mit Jeronim Perovic lesen Sie online unter: fuw.ch/140614-4

