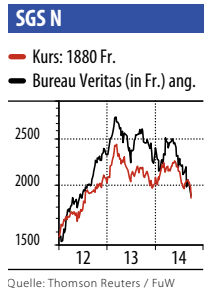


Die SGS-Aktien sind angezählt

SCHWEIZ Die Minerals-Sparte bremst den Warenprüfer. Auch das Öl- und Gasgeschäft verlangsamt sich. Das Wachstumsziel ist wohl unerreichbar.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

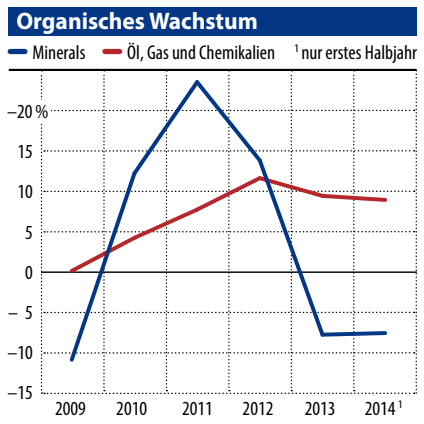
Am letzten Donnerstag haben die Aktien des Warenprüferkonzerns SGS 4,3% verloren und erstmals seit dem Sommer 2012 unter 1900 Fr. notiert. Als Grund für den jüngsten Kurseinbruch gilt eine Studie der Credit Suisse, die die Titel von «Neutral» auf «Underperform», also auf «Verkaufen», zurückgestuft hat.

Das ist eine vordergründige Erklärung. Die Aktien waren schon angezählt. «SGS hat derzeit eine Wachstumsdynamik, die unter dem langjährigen Durchschnitt liegt, ist aber bewertet wie eine Top-Wachstumsgesellschaft», erläutert Daniel Bürki, Analyst der Zürcher KB.

Die Wachstumsbremse

Obwohl die Titel vom Allzeithoch von 2450 Fr. im März 2013 über ein Fünftel verloren haben, sind sie nach wie vor mit einem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis 2014 von 22 und 2015 von 21 bewertet. Das Wachstum aber stockt: Die SGS-Führung erklärte im Januar, sie erwarte für die nächsten drei Jahre eine organische Umsatzzunahme von 6 bis 9% pro anno. Für dieses Jahr wird, wie mit dem Halbjahresbericht im Juli mitgeteilt, ein Plus «um 6%» anvisiert – im ersten Halbjahr stieg der Umsatz organisch aber nur 4%.

Es bräuchte in der zweiten Jahreshälfte also eine Wachstumsbeschleunigung, doch woher soll die kommen? Die Sparte Minerals Services, vor ein paar



Quelle: Geschäftsberichte / Grafik: FuW, ck

Jahren der wichtigste Wachstumstreiber, ist heute die grosse Wachstumsbremse. Sie leidet unter dem Abschwung resp. der Ausgabebeherrschung in der Bergbau- und Mineralindustrie. Organisch sank ihr Umsatz im ersten Halbjahr erneut, um 7,6%. Und es sieht weiter nicht gut aus. Ein Indiz dafür gibt das australische Prüfunternehmen ALS, das zu einem grossen Teil auf die Mineralindustrie ausgerichtet ist und vor gut zwei Wochen eine Gewinnwarnung erlassen hat, weil das Marktumfeld angespannt geblieben ist.

Ölmultis investieren weniger

Mit einem organischen Umsatzplus von 8,9% hat Oil, Gas & Chemicals Services von allen zehn SGS-Sparten im ersten Halbjahr den höchsten Wachstumsbeitrag geliefert. Doch auch da gibt es Anlass zur Sorge: Die Öl- und Gasmultis haben Pläne angekündigt, ihre Kapitalausgaben (Capex) zurückzuführen.

Wie Credit Suisse annimmt, wird dieser Investitionsrückgang die SGS-Sparte Oil, Gas & Chemical Services (OGC) tangieren bzw. ihr Wachstum verlangsamen. Jean-Philippe Bertschy, Analyst von Vontobel, spricht aber von einem limitierten Effekt und meint, das OGC-Geschäft unterscheide sich von dem der Problemsparte Minerals Services. Letztere gilt als viel zyklischer (vgl. Grafik). Jean-Luc de Buman, bei SGS zuständig für Konzernentwicklung und Kommunikation, erklärt wiederum, die Auswirkungen des besagten Capex-Rückgangs auf die OGC-Sparte seien «komplex und können variieren», je nach Segment in der Öl- und Gasindustrie. Gerade etwa das Geschäft im Bereich Schiefergasförderung in den USA sollte stark wachsen.

Fakt ist, das organische Wachstum der OGC-Sparte hat sich zu verlangsamen begonnen. SGS wird die konzernweite Jahresvorgabe kaum erreichen – was das Vertrauen ins Management, das sich mit seinen Zielen wiederholt vertan hat, beeinträchtigt. Fazit: SGS ist ein rentables Unternehmen – doch angesichts der Wachstumsbedenken zu hoch bewertet. Da gilt zurzeit wohl die Devise: nicht ins fallende Messer greifen. **AK**

Alle Finanzdaten zu SGS im Online-Aktienführer: fuw.ch/SGSN



Überkapazitäten im Markt für Offshore-Bohrungen

INTERNATIONAL Mieten für Bohrgerät und Aktienkurse von Bohrkonzernen sind im freien Fall.

MARTIN GOLLMER

Es ist kein Boden in Sicht, und 2015 wird wahrscheinlich zunehmend schlechter werden: So beschreiben die Analysten von Goldman Sachs die Lage im Markt für Offshore-Bohrungen. Sie ist gekennzeichnet von Überkapazitäten bei den Bohrunternehmen und nachlassender Nachfrage. Das lässt die Tagesmieten für Bohranlagen sinken und erhöht ihre Stillstandszeiten. Beides schmälert den Gewinn der Bohrunternehmen. Die Kurse ihrer Aktien sind fast durchweg auf ein 52-Wochen-Tief gefallen (vgl. Tabelle).

Die Marktschwäche hat nachfrage- und angebotsseitige Gründe. Nachfrageseitig fällt ins Gewicht, dass die Öl- und Gaskonzerne sich vor einiger Zeit der Erhöhung der Kapitaleffizienz verschrieben haben. Sie investieren weniger – geben Geld nur noch für die rentabelsten Projekte aus. Die Rentabilität wird dabei von den Preisen für Öl und Gas bestimmt. Diese haben wegen des Schieferbooms in den USA und des global schwachen Wirtschaftswachstums sinkende Tendenz. Die Folge: Manche Bohrprojekte werden abgesagt oder aufgeschoben.

Schwache Auslastung

Eine Auswirkung auf die Nachfrage haben auch die Sanktionen der EU und der USA gegen Russland wegen der Unterstützung der Separatisten in der Ukraine. Die Sanktionen verbieten die Lieferung von Technologie zur Ölförderung und untersagen Geschäftskontakte mit bestimmten Führungsfiguren von russischen Ölunternehmen. Bereits mussten deswegen Bohrungen in der arktischen Karasee eingestellt werden. Dort war eine Anlage von Seadrill im Einsatz. Die Sanktionen stellen auch einen in diesem Sommer geschlossenen Kooperationsvertrag zwischen dem staatlich kontrollierten russischen Ölkonzern Rosneft und der norwegischen Bohrgesellschaft North Atlantic Drilling in Frage.

Der nachlassenden Nachfrage steht ein überreichliches Angebot gegenüber. Deswegen konnten die meisten Bohrunternehmen bereits im laufenden Jahr nicht alle ihre Anlagen vermieten. Die Auslastung schwankt dabei zwischen 100% für Ocean Rig und Pacific Drilling und 74% für Diamond Offshore (vgl. Grafik). Für 2015 beträgt die Auslastung je nach Unternehmen erst zwischen 80 und 53%. Dabei ist allerdings möglich, dass in den nächsten Monaten einige stillstehende Anlagen noch einen Mieter finden.

Das Überangebot an Offshore-Bohrgerät könnte sich in den nächsten Jahren noch verschärfen. So verlassen in den Jahren bis Ende 2016 65 neue Floaters (schwimmende Bohranlagen) die Werften (vgl. Tabelle). Doch nur für knapp die Hälfte von ihnen besteht bereits ein Mietvertrag. Bei den Jack-ups (Hubbohrinseln) sieht die Lage noch schlechter aus: Von 129 Neuauslieferungen besteht für nur gerade 14 schon eine Einsatzmöglichkeit.

Das Problem mit dem Überangebot an Offshore-Bohrgerät könnte sich aber insofern etwas entschärfen, als ältere Anlagen in den nächsten Jahren ausser Betrieb genommen werden. So sind von den gegenwärtig rund 300 aktiven Floaters 128 älter als 25 Jahre. Seadrill schätzt, dass 70 dieser 128 Anlagen bis Ende 2017 in die Fünfjahresüberprüfung müssen. Dabei dürften für die Aufrüstung auf die neuesten (Sicherheits-)Standards Investitionen von bis zu 100 Mio. \$ notwendig werden. Angesichts sinkender Tagesmieten könnten sich diese Investitionen nicht mehr lohnen und manche der betroffenen Anlagen stillgelegt werden.

Zu viele alte Anlagen

Ein besonderes Problem mit dem Alter ihres Bohrgeräts hat Diamond Offshore. Das Unternehmen verfügt über eine der ältesten Flotten in der Branche. 64% der Anlagen weisen denn auch nur tiefe Spezifikationen auf. Bereits hat Diamond Off-



Ölplattform von BP in der Nordsee, wo die Nachfrage nach Bohrgerät schwach ist.

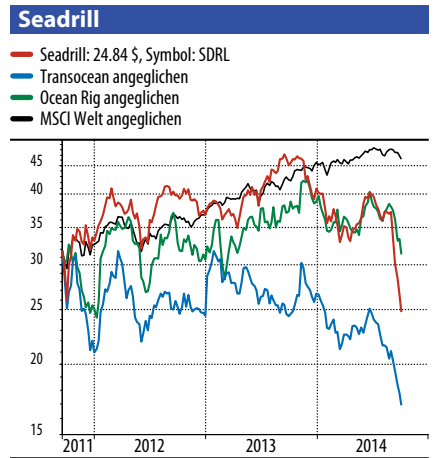
shore das zu spüren bekommen: Der Öl- und Gasmulti Statoil kündigte den Vertrag für eine 1982 gebaute Bohrinself der dritten Generation, noch bevor sie im Juni wieder in Einsatz hätte gehen sollen. Grund: Das Gerät erfüllte die neuesten Vorschriften Norwegens für Offshore-Bohrungen nicht mehr. Ebenfalls einen hohen Anteil – 44% – älterer Bohranlagen mit tiefen Spezifikationen weist Transocean auf. Sowohl sie wie auch Diamond Offshore haben aber ein Programm zur Erneuerung ihrer Flotte gestartet.

Dividenden gefährdet

Überangebot und Überalterung drücken auf die Tagesmieten, die für Bohranlagen verlangt werden können. So konnte etwa Nobel Corp für einen Floater der neueren sechsten Generation im September nur

noch eine Tagesmiete von 317000\$ aushandeln. Zuvor war die Bohrinself für einen Tagessatz von 498000\$ vermietet gewesen. Ältere Anlagen erreichen aktuell Tagesmieten von nur noch unter 200000\$.

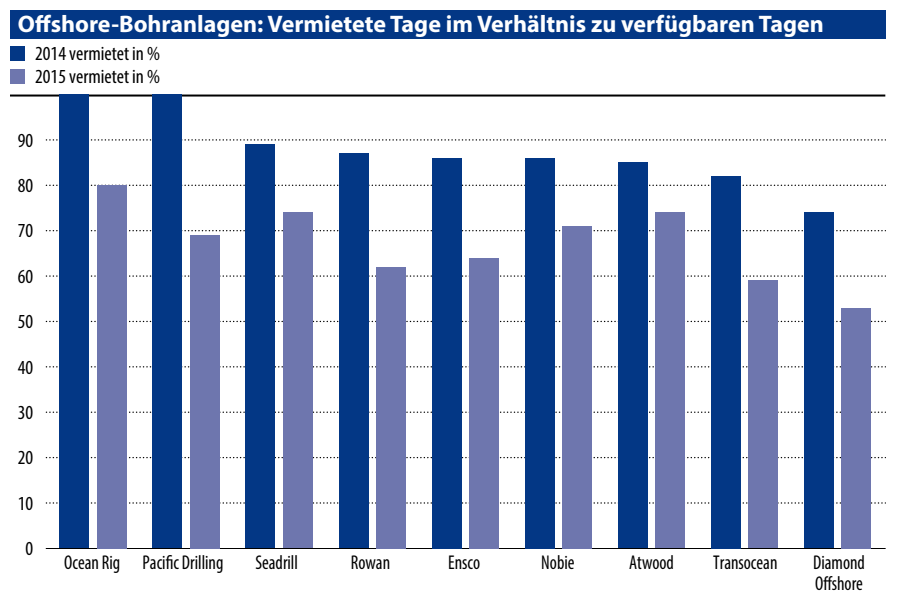
Sinken die Tagesmieten, sinkt auch der Gewinn der Bohrunternehmen. Das wiederum gefährdet die teilweise sehr stattlichen Dividenden. Anleger sollten sich aber von hohen Renditen nicht zu einem Aktienkauf verleiten lassen. Dieser ist erst angezeigt, wenn der Offshore-Bohrmarkt eine Bodenbildung zeigt – nach Ansicht von Seadrill-Finanzchef Rune Magnus Lundetrae wahrscheinlich erst nach 2015. Dann sind Seadrill, Ocean Rig und Pacific Drilling am besten platziert, um vom folgenden Aufschwung zu profitieren. Sie verfügen über den höchsten Anteil an Bohrgerät mit hohen Spezifikationen in der Branche.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Periode	Floaters ¹		Jack-ups ²	
	Auslieferungen	davon vermietet	Auslieferungen	davon vermietet
Q3 14	4	1	7	0
Q4 14	11	7	11	3
2014	15	8	18	3
Q1 15	8	5	15	5
Q2 15	5	3	6	0
Q3 15	5	2	13	0
Q4 15	11	2	31	0
2015	29	12	65	5
Q1 16	3	3	13	0
Q2 16	4	1	15	3
Q3 16	4	4	7	1
Q4 16	10	3	11	2
2016	21	11	46	6
2017+	30	21	11	2
Total	95	52	140	16

¹schwimmende Bohrinself ²Hubbohrinseln
Quelle: Goldman Sachs/ODS Petrodata



Quelle: Pacific Drilling / Grafik: FuW, vp

Unternehmen	Kurs am 6.10. in \$	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. \$	Umsatz in Mio. \$			Gewinn/Verlust in \$			KGV	Div.-Rend. 2015 2014 ^a in %
				2013	2014 ^a	2015 ^a	2013	2014 ^a	2015 ^a		
Seadrill	24.84	-39,5	12,2	5170	5024	5989	5,66	8,80	3,48	8	15,9
Transocean	30.94	-37,4	11,2	9484	9000	8550	3,87	4,44	3,02	10	9,2
EnSCO	38.52	-32,6	9,0	4920	4856	5034	6,09	0,01	5,38	7	7,7
Noble Corp	20.56	-37,2	5,4	4234	4176	3640	3,05	3,08	2,54	8	7,3
Diamond Offshore	33.67	-38,1	4,6	2920	2878	3356	3,95	3,10	3,59	10	10,4
Rowan Companies	24.84	-29,8	3,1	1579	1804	2405	2,03	2,13	3,85	6	1,2
Atwood Oceanics	41.73	-21,8	2,7	1064	1180	1512	5,32	5,01	7,03	6	0
Ocean Rig	15.27	-20,7	2,0	1180	1702	1913	0,48	1,70	2,22	7	4,4
Pacific Drilling	7.91	-31,0	1,7	746	1069	1423	0,12	0,78	1,16	7	0
North Atlantic Drilling	6.28	n. v.	1,5	1324	1280	1295	1,04	1,03	0,99	7	15,5

^aSchätzung
Quelle: Bloomberg

UCITS

GAM Star North of South EM Equity

Ein anderer Blick auf die Schwellenländer

Mehr Informationen erhalten Sie unter 058 426 30 30 oder beim Besuch unserer Internetseite www.gam.com

GAM Star North of South EM Equity I) ist ein Subfonds des GAM Star Fund plc. GAM Star Fund plc ist ein irischer Umbrella-Fonds, dessen Subfonds nicht gegenseitig haften. Herausgeberin dieser Anzeige und Fondsvertreterin in der Schweiz ist GAM Anlagefonds AG, Klausstrasse 10, CH-8034 Zürich. Dort sind der Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), die Satzung sowie die Jahres- und Halbjahresberichte kostenlos erhältlich. Die Zahlstelle in der Schweiz ist die State Street Bank GmbH, Zweigniederlassung Zürich, Beethovenstrasse 19, CH-8027 Zürich.