

Ölpreiszerfall kennt Gewinner und Verlierer

INTERNATIONAL Raffinerien profitieren von niedrigeren Einstandspreisen. Sinkende Einnahmen der Ölförderer strahlen auf Dienstleister und Zulieferer aus.

MARTIN GOLLMER

Der Ölpreis fällt und fällt. Davon profitieren Automobilisten, die mit Benzin oder Diesel fahren, Hausbesitzer, die mit Heizöl heizen, Fluggesellschaften, die mit Kerosin fliegen. Raffinerien, die diese Produkte herstellen, profitieren ebenfalls, da sie den Rohstoff Öl günstiger einkaufen können. Auch ölkonsumierende Länder, die selbst kein Öl produzieren, profitieren. Für sie wirkt der Ölpreiszerfall wie ein Wirtschaftsstimulierungsprogramm.

Ein fallender Ölpreis kennt aber auch Verlierer. Zu ihnen gehören in erster Linie ölfördernde Unternehmen, die mit dem Verkauf ihres Produkts weniger verdienen und deren Förderprojekte möglicherweise unter die Gewinnschwelle fallen (vgl. fuw.ch/181014-6). Hinzu kommen Dienstleister und Zulieferer rund um die Ölindustrie, die weniger Aufträge erhalten, wenn die Ölförderer weniger einnehmen und Projekte aufschieben oder stornieren. Ölproduzierende Länder gehören ebenfalls zu den Verlierern. Sie haben Mühe, ihre Staatshaushalte ausgeglichen zu halten, wenn die Einnahmen aus der Ölförderung nicht mehr sprudeln wie bis anhin.

Ungefähr seit Mitte Juni fällt der Ölpreis. Öl der europäischen Referenzsorte Brent hat seither 23% auf 87.10 \$ pro Fass am Freitagmittag nachgegeben, amerikanisches WTI-Öl reduzierte sich 20% auf 82.70 \$ pro Fass. Der Preiszerfall ist vor allem auf ein reichliches Angebot zurückzuführen – in den USA boomt die Schieferölförderung, libysches Öl ist nach einem unruhebedingten Unterbruch wieder auf dem Markt und der Irak kann die Förderung



BILD: ANDREY RUDAKOV/VELOOMBERG

Die Marge von Ölraffinerien ist zurzeit knapp 6 \$ höher als im vierten Quartal 2013.

rung trotz IS-Terror hoch halten. Gleichzeitig ist die Nachfrage schwach, weil sich das globale Wirtschaftswachstum verlangsamt und weil Motoren und Heizungen immer effizienter werden.

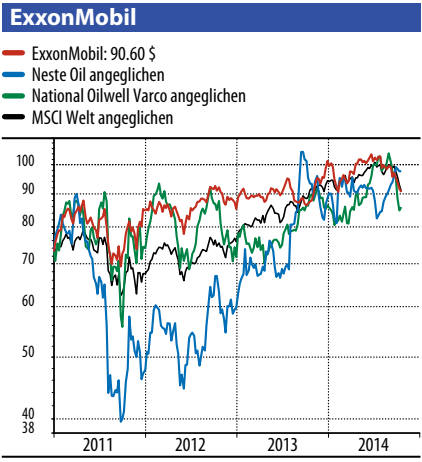
Für die grossen integrierten Ölkonzerne wie ExxonMobil und Chevron in

den USA oder Royal Dutch Shell und BP in Europa ist der Ölpreiszerfall nicht nur schlecht. Zwar verdienen sie weniger, wenn sie das geförderte Öl verkaufen. Aber sie sind eben nicht nur in der Förderung (Upstream) aktiv, sondern auch in der Raffinierung (Downstream). Dort pro-

Kennzahlen von ölfördernden und ölnahen Unternehmen											
	Kurs am 17.10. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. \$	Umsatz in Mrd. \$			Gewinn pro Aktie in \$			KGV	Div.-Rend. 2014 ^A in %
	2013	2014 ^A	2015 ^A	2013	2014 ^A	2015 ^A	2013	2014 ^A	2015 ^A	2015	
Integrierte Ölkonzerne											
ExxonMobil (\$)	90.60	-10,5	386,4	390,2	433,4	403,9	7.37	7.64	7.51	12	3,0
Royal Dutch Shell (€)	26.58	+2,6	219,9	451,2	449,8	446,8	2.60	3.46	3.82	9	5,5
Unabhängige Raffineriegesellschaften											
Phillips 66 (\$)	69.71	-9,6	39,0	157,7	181,1	186,3	6.02	5.64	7.46	9	2,6
Neste Oil (€)	16.16	+12,5	5,2	23,2	20,9	21,1	2.71	1.18	1.79	12	3,9
Service-, Bohr- und Zulieferunternehmen											
Schlumberger (\$)	90.64	+0,6	117,5	45,3	49,1	53,7	5.10	5.56	6.67	14	1,7
Transocean (Fr.)	28.59	-34,2	11,0	9,5	9,0	8,5	3.87	4.43	2.87	11	9,5
Nabors Industries (\$)	17.53	+3,2	5,3	6,2	6,7	7,1	0.51	1.20	2.15	8	1,1
National Oilwell V. (\$)	71.21	-0,7	30,6	22,9	21,5	22,9	1.42	1.54	1.60	11	2,2
^A Schätzung LW=Landeswährung											

^ASchätzung LW=Landeswährung

Quelle: Bloomberg

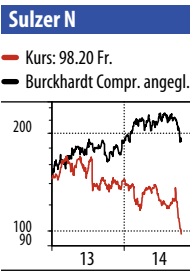


Quelle: Thomson Reuters / FuW

etwa kann für jeden Dollar pro Fass, um den sich die Raffineriemarge verbessert, 500 Mio. \$ zusätzlichen Betriebsgewinn generieren. In den vergangenen Wochen war diese Marge knapp 6 \$ höher als im vierten Quartal 2013. Von einer Margenausweitung profitieren natürlich auch unabhängige Raffinerien wie Phillips 66 (USA) oder Neste Oil (Finnland). Gewinner eines fallenden Ölpreises sind zudem Chemieunternehmen wie Lonza in der Schweiz, für die der Rohstoff ebenfalls ein wichtiges Inputgut ist (vgl. Text unten).

Verlierer des Ölpreiszerfalls sind reine Förderer wie die US-Firmen EOG Resources oder Continental Resources. Sinkende Erträge aus dem Verkauf könnten sie dazu zwingen, die Investitionen in Förderprojekte zurückzufahren. Das würden dann Dienstleister wie Schlumberger (USA) oder SGS (Schweiz), Bohrunternehmen wie Transocean (Schweiz) oder Nabors (USA) sowie Zulieferer von Anlagen und Komponenten wie National Oilwell Varco (USA) oder Sulzer (Schweiz) zu spüren bekommen (vgl. Texte unten).

Investitionsgüter: gemischt

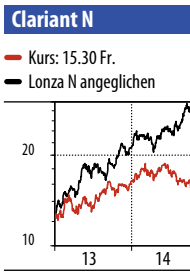


Quelle: Thomson Reuters / FuW

Sulzer hat am Donnerstag über den Bestellungseingang im dritten Quartal berichtet. Dabei zeigte sich, dass der rückläufige Trend weiter angehalten hat. In den neun Monaten bis Ende September sank der Ordereingang um 7,4% auf 2,3 Mrd. Fr. (bereinigt um Akquisitionen und Währungen waren es -3,6%). Damit haben sich Hoffnungen auf eine Besserung im zweiten Halbjahr, wie sie Sulzer noch im Juli geäussert hat, zerschlagen. Als Grund für die Schwäche gibt das Unternehmen die «erhöhte Kapitaldisziplin seitens grosser Ölgesellschaften» an. Will heissen: Die Neigung zu Investitionen in der Öl- und Gasindustrie – mit der Sulzer rund 50% des Konzernumsatzes erzielt – nimmt ab. Bleibt der Ölpreis niedrig, dürfte auch 2015 schwierig werden.

Burckhardt Compression erwartet keine Auswirkungen vom niedrigeren Ölpreis auf die Geschäftsfelder, so lange kein weiterer und vor allem kein länger andauernder Abwärtstrend einsetzt: Erfahrungsgemäss veränderten kurzfristige Preisschwankungen das Investitionsverhalten in den fraglichen Anwendungsgebieten Raffinerie, erhöhte Ölausbeute (enhanced oil recovery) und Petrochemie nicht, sagt CFO Rolf Brändli auf Anfrage – umso weniger, als der Ölverbrauch kaum auf Preisänderungen reagiert. Langfristig bleiben Investitionen in Raffinerien wichtig, weil die Ölqualität abnimmt; auch Investitionen in die Produktivität der erhöhten Ölausbeute sind zentral, da sonst der Output bei gleichen Kosten sinkt. **AM/CB**

Chemie: vorteilhaft

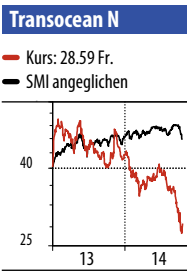


Quelle: Thomson Reuters / FuW

Die Chemie insgesamt zieht Vorteile aus dem Zerfall des Ölpreises. Öl gilt als ihr wichtigster Rohstoff; der Einfluss von Preisänderungen auf die einzelnen Gesellschaften variiert aber stark: Je weiter weg die Positionierung von der Basischemie, desto geringer die Auswirkungen. Der günstige Effekt niedrigerer Rohstoffkosten auf die Marge ist auch nicht von Dauer: Zumindest ein Teil der Einsparung ist an die Kunden weiterzureichen.

Mit der Rückwärtsintegration und einem eigenen Cracker steht **Lonza** mit einem Fuss direkt in der Basischemie. Das verschafft der Gruppe nun einem Pluspunkt: Ein halber Prozentpunkt in der Marge sei denkbar, schätzt Martin Schreiber von der Zürcher Kantonalbank. Bei **Ems-Chemie** dürfte es nicht ganz so viel sein: Die Entwicklung des Ölpreises habe keinen direkten Einfluss auf die Rohstoffkosten, wird auf Anfrage erklärt. Angebot, Nachfrage und Kapazitätsauslastung auf den entsprechenden Stufen der Wertschöpfungskette seien da bedeutsamer. Ein Nachteil ist der Ölpreizrückgang aber sicher nicht. Auch **Clariant** wird im Einkauf ein wenig profitieren. Doch mit dem Bereich Oil & Mining Services ist der Spezialchemiekonzern auch Zulieferer der Ölindustrie. Die Investitionszurückhaltung, die sich wegen des niedrigeren Ölpreises in dem Kundensegment womöglich einstellt, könnte auf Oil & Mining abfärben, sagt Martin Schreiber und meint, per saldo dürften sich die zwei gegenläufigen Effekte in etwa aufheben. **CB**

Transocean leidet

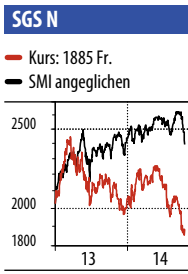


Quelle: Thomson Reuters / FuW

Der Schweizer Tiefseeböhrkonzern **Transocean** befindet sich in einem perfekten Sturm. **Der Markt für Offshore-Bohrungen ist von Überkapazitäten gekennzeichnet.** Gleichzeitig schwächt die Nachfrage,

weil die Öl- und Gaskonzerne sich neuerdings der Verbesserung der Kapitaleffizienz verschrieben haben und weniger investieren. Der Ölpreiszerfall drückt zusätzlich auf die Investitionsbudgets. **Für Transocean wird es deshalb schwieriger, ihre Bohrseln und -schiffe zu vermieten.** Wenn es trotzdem gelingt, müssen niedrigere Tagesmieteätze in Kauf genommen werden. Der jüngste Flottenbericht zeugt davon: Für 2015 sind die Stillstandszeiten gestiegen. Und eine Bohranlage konnte nur noch für 335 000 \$ pro Tag vermietet werden. Für den vorangehenden Einsatz hatten noch 400 000 \$ pro Tag herausgeschaut. **MG**

SGS-Ziel wackelt



Quelle: Thomson Reuters / FuW

SGS N Oil, Gas & Chemicals Services ist mit einem Umsatzanteil von 21% die grösste, wenn auch nicht rentabelste unter den zehn Sparten des Warenprüfungskonzerns SGS – und sie lieferte im ersten Halbjahr mit einem organischen Umsatzplus von 8,9% den grössten Wachstumsbeitrag. Die von den Öl- und Gaskonzernen angekündigten **Investitionskürzungen werden ihre Geschäfte aber beeinträchtigen.** SGS weist darauf, dass die Auswirkungen des Investitionsrückgangs «komplex» seien und je nach Segment der Öl- und Gasbranche variieren können. Doch **das Umsatzwachstum in der Sparte Oil, Gas & Chemicals, das 2013 organisch 9,4% betrug, hat sich bereits zu verlangsamen begonnen.** Dies erschwert es SGS, das diesjährige Ziel eines organischen Konzernwachstums um 6% – das zur Jahresmitte schon auf wackligen Füßen stand – noch zu erreichen. **AK**

Syngentas Sparprogramm setzt zur rechten Zeit ein

SCHWEIZ Weil es für das Unternehmen künftig schwieriger wird zu wachsen, gewinnen Sparprogramme zur Margensicherung an Bedeutung.

ANDREAS MEIER

Die Aversion der Anleger gegen die Syngenta-Aktie, die nun schon weit über ein Jahr dauert, konnte auch mit dem jüngsten Quartalsbericht nicht gestoppt werden, obwohl die gezeigten Zahlen recht solide sind. Dem Agrokonzern läuft es vor allem im Pflanzenschutzgeschäft recht gut, dem grössten und profitabelsten Geschäftsbereich. Hier ist der Umsatz im dritten Quartal währungsbereinigt 3% gestiegen, in den neun Monaten bis Ende September betrug das Wachstum 5%.

Im laufenden Jahr ist es in erster Linie das neuartige Fungizid Elatus, dem grosses Potenzial vor allem in Brasilien zugeschrieben wird (es wird gegen Rost an Sojapflanzen eingesetzt). Bisher sind dafür Bestellungen für 200 Mio. \$ eingegangen; davon sind bis Ende September 75 Mio. \$ als Umsatz verbucht. Dagegen ist das Saatgutgeschäft

um 1% geschrumpft, was aber auf den Verkauf der Saatgutmarke Dulcinea (Früchte) zurückzuführen ist. Bereinigt um diese Divestition ist der Umsatz 5% gestiegen.

Preisdruck absehbar

Insgesamt hält Syngenta am Wachstumsziel von bereinigt 6% für 2014 fest. Allerdings: Der Zuwachs gründet bloss auf Preiserhöhungen; die Absatzvolumen blieben gleich wie im Vorjahr. Überhaupt hatten Preiserhöhungen in den letzten Jahren bedeutenden Einfluss auf das Wachstum (und die Marge) von Syngenta. Weil die Bauern ihre Einkommen dank der gestiegenen Rohwarenpreise deutlich erhöhen konnten, war die Durchsetzung höherer Preise meist kein Problem.

Doch das könnte sich nächstes Jahr ändern. Die Preise für die wichtigen Feldfrüchte Mais, Soja und Weizen sind seit

Frühjahr deutlich unter Druck, was letztlich einen geringeren Ertrag für die Bauern zur Folge hat. Allerdings wird der Preiseffekt durch den Mengeneffekt etwas gedämpft. Die niedrigen Preise resultierten nämlich aus einem Überangebot, das dank einer rekordverdächtigen Ernte zustande kam. Die Bauern erhalten zwar weniger pro Tonne Mais, doch dafür können sie mehr Menge liefern.

Dennoch: Wenn die Preise auch nächstes Frühjahr niedrig sind, dürften viele Farmer vorsichtiger kalkulieren und beim Einkauf von Spritzmitteln und Saatgut preissensibler handeln – was das Wachstum von Syngenta und anderen Agrarkonzernen bremsen könnte.

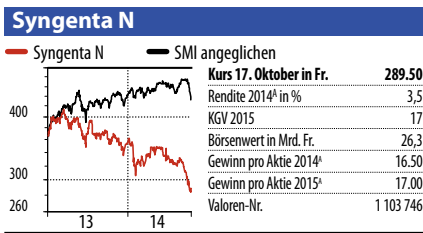
Zur Entwicklung der Margen und der Profitabilität macht Syngenta zum dritten Quartal jeweils nur rudimentäre Angaben. CEO Mike Mack erwartet, dass die Ebitda-Marge (Gewinn vor Zinsen, Steu-

ern, Abschreibungen und Amortisationen) niedriger ausfällt als 2013, weil die Schwäche vieler Schwellenländerwährungen zu Einbussen führt.

Hohe Rendite

Da kommt nun das im Februar kommunizierte Sparprogramm über 1 Mrd. \$ bis 2018 gerade zum richtigen Zeitpunkt. Hieraus soll 2015 eine Erhöhung der Ebitda-Marge um 1 Prozentpunkt resultieren, 2016 sollen es weitere 2 Prozentpunkte sein.

Selbst im Fall stagnierender Geschäfte dürfte es Syngenta unter diesen Bedingungen gelingen, das Profitabilitätsniveau zumindest zu halten. Auf dem jetzt gegenüber dem Höchst von Anfang 2013 über 30% niedrigeren Kursniveau rentieren die Aktien 3,5%, was angesichts der tiefen Zinsen sehr attraktiv ist.



Quelle: Thomson Reuters / FuW

^ASchätzung

Unternehmenszahlen					
9 Monate, in Mio. \$	2013	2014	+/- in \$	+/- in %	
Umsatz	11 306	11 483	+2	+3	
Pflanzenschutz	8325	8583	+3	+5	
- Herbizide	3645	3643	unv.	+2	
- Fungizide	2349	2596	+11	+11	
- Insektizide	1318	1452	+10	+12	
Saatgut	2532	2439	-4	-3	
- Mais und Soja	1229	1215	-15	-13	
Rasen und Garten	521	510	-10	-8	

¹ in Lokalwährungen