

# Ölmultis schreiben ungedeckte Checks

**INTERNATIONAL** Dividenden können nicht aus den operativen Cashflows bezahlt werden.

MARTIN GOLLMER

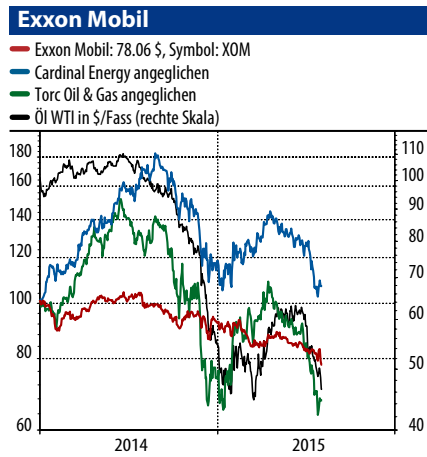
Mit rund 50 \$ pro Fass ist der Ölpreis zurzeit weniger als halb so hoch wie im vergangenen Sommer. Das hat tiefe Spuren in den Zweitquartalsresultaten der Öl- und Gasmultis hinterlassen: Gewinne und Cashflows sind fast durchs Band deutlich gesunken (vgl. Tabelle). Das beeinträchtigt die Fähigkeit der Konzerne, Geld an die Aktionäre zurückzuführen. Doch bisher hat nur Eni (Italien) die Dividende gekürzt. Weniger tabu scheinen die Aktienrückkäufe zu sein: Exxon Mobil (USA) will sie kürzen, Royal Dutch Shell (Niederlande/Grossbritannien), BP (Grossbritannien) und Chevron (USA) haben sie gar ganz eingestellt.

Ein Blick auf die Zweitquartalszahlen zeigt, dass bei mehr als der Hälfte der europäischen Öl- und Gasmultis allein schon die Investitionen den operativen Cashflow übersteigen (vgl. Tabelle). Das ist bei Shell, Total (Frankreich) und Statoil (Norwegen) der Fall. Eni kann die Kapitalausgaben gerade noch knapp aus dem betrieblichen Geldfluss bezahlen. Einzig bei BP und Exxon ist der operative Cashflow höher als die Investitionen.

## Nicht gefährdet

Aus dem betrieblichen Geldfluss müssen die Öl- und Gasmultis aber nicht nur die Kapitalausgaben bezahlen, sondern auch die Ausschüttungen an die Aktionäre. Rechnet man diese dazu, ergeben sich überall negative freie Cashflows. «Die Dividenden der Öl- und Gasmultis sind zurzeit nicht gedeckt durch die intern generierten Geldflüsse», konstatiert Roberto Cominotto, Manager des JB Energy Transition Fund bei GAM, im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft».

Müssen die Aktionäre deshalb um die hohen Dividenden fürchten? Nein, sagt Cominotto: «Die Dividenden der Öl- und Gasmultis sind nicht gefährdet, zumindest bei Exxon, Shell und Total nicht.» Sie wüssten, dass die Dividende bei vielen Anlegern das wichtigste Argument sei für einen Aktienkauf. Selbst wenn der Ölpreis in den nächsten Jahren niedrig bleibe – 50



Quelle: Thomson Reuters / FuW

bis 60 \$ pro Fass –, würden diese Gesellschaften die Dividende nicht kürzen. «Sie würden sonst einen grossen Teil ihrer Investoren verlieren», glaubt Cominotto.

Wie unbeeindruckt manche Öl- und Gasmultis vom niedrigen Ölpreis und den daraus folgenden Gewinn- und Cashfloweinbussen sind, zeigen Exxon, Shell und Chevron. Exxon gab mit dem Zweitquartalsresultat sogar eine Dividenderhöhung bekannt. So weit ging Shell zwar nicht. Sie bestätigte aber die Quartalsdividende von 0.47 \$ pro Aktie für 2015 und erklärte, diese werde in 2016 «mindestens so hoch» sein. Chevron erhöhte zwar die Quartalsdividende vorerst ebenfalls nicht, sagte aber die Fortsetzung der seit 27 Jahren andauernden Serie von Erhöhungen habe «erste Priorität».

Auffallend an Cominottos Aufzählung von Öl- und Gasmultis, deren Dividenden nicht gefährdet seien, ist, dass ein paar bekannte Namen fehlen. Das hat seinen Grund. Eni hat bereits früher in diesem Jahr die Dividende gekürzt. Und bei BP und Statoil rechnen verschiedene Analysten damit, dass sie das noch tun könnten. Zu BP etwa heisst es in einer Kurzstudie von Goldman Sachs, die Dividende sei «längerfristig nicht nachhaltig», wenn der Konzern nicht noch Wege finde, die Kosten weiter zu senken. Und zu Statoil schreibt J. Safra Sarasin: «Angesichts dessen, dass der freie Cashflow weiterhin negativ ist, könnte das Bekenntnis zur hohen

Dividendenrendite von 5,3% nicht halten.» Ob BP und Statoil die Dividende kürzen werden, bleibt abzuwarten. Dividendenkürzungen gelten bei den Öl- und Gasmultis weitgehend als tabu. Das ist anders bei den Aktienrückkäufen, mit denen ebenfalls Geld an die Aktionäre zurückgeführt wird. Sie gelten nicht so sehr als fixes Versprechen wie die Dividendenzahlungen. Entsprechend wird denn auch zurzeit an den Aktienrückkäufen geschraubt. Exxon etwa kündigte an, diese im dritten Quartal von 1 Mrd. auf 500 Mio. \$ zurückzufahren, um Cash zu sparen. Shell, BP und Chevron haben sie – zumindest vorübergehend – gar ganz eingestellt.

## Nicht nachhaltig

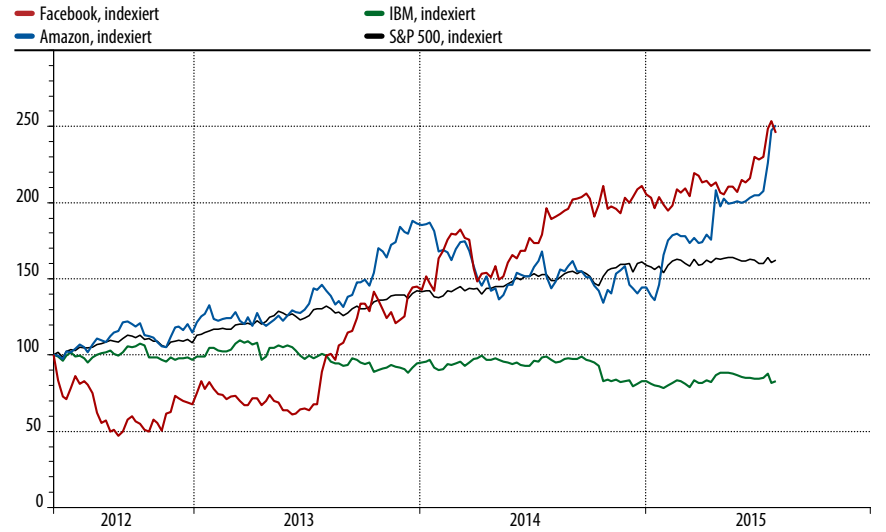
Wie aber finanzieren die Öl- und Gasmultis Dividenden, wenn der operative Cashflow dazu nicht ausreicht? GAM-Fondsmanager Cominotto nennt vier Wege: Sie nehmen Schulden auf, sie verkaufen Aktiva, sie kürzen die Investitionen, und sie geben neue Aktien aus (dort, wo die Aktionäre die Dividende auch in Aktien beziehen können). Damit werde aber das Unternehmen belastet oder geschrumpft oder die Aktionäre würden verwässert. «Das ist eine Strategie, die nicht nachhaltig ist und allein auf der Hoffnung beruht, dass der Ölpreis bald wieder steigt», urteilt Cominotto. Der Weg, zur Finanzierung der Ausschüttungen die Investitionen zu kürzen, führe zudem in ein «Dilemma»: Dann sanken nämlich mit der Zeit Fördervolumen und Reserven.

Die problematische Strategie bildet sich gemäss Cominotto im Aktienkurs der Öl- und Gasmultis ab. Er entwickle sich meist schlechter als derjenige kleinerer Unternehmen, die zu den tiefsten Kosten in der Branche produzieren könnten. «Viele davon gehören zu den nordamerikanischen Schieferöl- und -gasproduzenten wie etwa Memorial Resource Development, Cardinal Energy oder Torc Oil & Gas», sagt Cominotto. Diese seien in der Lage, selbst beim aktuellen Ölpreis zu wachsen, sowohl Investitionen wie auch Dividenden mit operativen Cashflows zu finanzieren und zu akquirieren.

Unternehmen	Kurs am 4.8. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. \$	Gewinn Q2		Cashflow Q2		Investitionen Q2		Produktion Q2		KGV 2015	Div.-Rend. 2015 in %
				in Mio. \$	+/- in %	in Mio. \$	+/- in %	in Mio. \$	+/- in %	in Mio. Fass/T.	+/- in %		
<b>Europa</b>													
Royal Dutch Shell (€) <sup>1</sup>	25,97	-6,1	180,8	3361	-35	6050	-30	7001	-18	2,7	-11	14	6,6
Total (€)	44,36	+4,3	117,4	2971	-4	4732	-10	6590	-24	2,3	+12	12	5,6
Eni (€) <sup>2</sup>	15,81	+9,0	63,0	152	-84	3698	-6	3659	+12	1,8	+11	27	5,3
BP (€) <sup>1</sup>	3,87	-5,8	110,4	-6266	-	6286	-20	4529	-18	2,1	0	15	6,6
Statoil (nKr.)	135,40	+3,2	52,3	1229	-16	2300	+4	4114	+1	1,9	+4	17	5,3
<b>USA</b>													
Exxon Mobil (\$)	78,06	-15,6	326,4	4190	-52	9400	-26	8261	-16	4,9	+4	18	3,7
Chevron (\$)	85,60	-23,7	161,0	571	-90	n.v.	n.v.	8724	-14	2,6	+2	21	5,1

LW=Landeswährung <sup>1</sup> Gewinn zu Wiederbeschaffungskosten <sup>2</sup> bereinigter Gewinn n.v. nicht vorhanden  
 Quelle: Unternehmen, Bloomberg

## Das Traditionshaus IBM wird von Facebook und Amazon abgehängt



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Zweiklassengesellschaft bei Technologieaktien

Aktie	Währung	Kurs am 4.8.15	Perf. seit 1.1.15 in %	Marktkap. in Mrd.	Umsatz in Mrd. 2014	Umsatz in Mrd. 2015 <sup>1</sup>	Gewinn pro Aktie <sup>1</sup> 2015	2016	KBV <sup>2</sup>	KGV <sup>2</sup>
Amazon	USD	535,03	73,66	252,1	89,0	105,7	4,73	8,67	20,7	113,8
Apple	USD	118,4	7,3	675,4	182,8	233,2	3,19	9,73	5,2	13,0
Facebook	USD	94,14	20,25	264,5	12,5	17,2	2,06	2,72	6,3	45,5
IBM	USD	158,7	-0,46	156,4	92,8	83,2	15,75	16,09	9,0	10,2
Microsoft <sup>3</sup>	USD	46,81	0,59	373,7	93,6	90,3	2,53	2,67	4,6	17,5
SAP	€	65,75	13,04	80,9	17,6	20,4	3,50	3,69	3,6	17,8
Sage	£	514	11,23	5,6	1,3	1,4	0,23	0,25	6,5	20,7
Temenos	USD	35,3	0,54	2,5	0,5	0,5	1,64	1,91	6,4	22,2

<sup>1</sup> Schätzung <sup>2</sup> auf Basis Gewinnabschätzungen 2015 <sup>3</sup> verschobenes Geschäftsjahr per Ende Juni  
 Quelle: Bloomberg

# Nicht alle Aktien feiern die Tech-Party mit

**INT** Wem der US-Markt zu heiss ist, schaut nach Europa.

EFLAMM MORDRELLE

Der IT-Sektor ist in Partystimmung, der US-Technologie-Index Nasdaq bewegt sich in Griffnähe des vor zwei Wochen erreichten Allzeithochs. Mit dem sozialen Netzwerk Facebook legte am Freitag ein weiterer Techgigant das Finanzzeugnis zum ersten Semester vor. Die hohen Erwartungen bei Umsatz wie Profitabilität wurden erfüllt, die Aktie notiert seit Anfang Jahr über 20% im Plus.

Zuvor hatten der Onlinewarenhändler Amazon und der Internetwerber Google den Markt mit Zahlen positiv überrascht und zu überschwänglichen Reaktionen veranlasst. Google, aktuell mit einer Marktkapitalisierung von 442 Mrd. \$ ein Börsen-Supertanker, schoss nach Bekanntgabe des Quartalsergebnisses 16% in die Höhe. Das Unternehmen war auf einen Schlag 60 Mrd. \$ mehr wert. Auch Amazon wurden nach der Publikation zeitweise 15% nach oben katapultiert.

Eine Eigenart des derzeitigen Marktes: Solide Zahlen werden auch mit Kursrückschlägen quittiert. So geschehen bei Facebook und Branchennachbar Apple. Trotz Umsatzwachstum von 33% und einer Gewinnverbesserung von 40% straffte der Markt Apple ab. Analysten rechneten mit 49 Mio. abgesetzten iPhones, Apples Hauptsatzträger. Es reichte für «nur» 47,5 Mio. Die Apple-Aktie unterschritt am Montag den gleitenden 200-Tage-Durchschnittskurs – ein technisches Signal, dass es mit den Valoren länger abwärts gehen könnte.

## Zweiklassengesellschaft

Tech-Werte sind nicht gleich Tech-Werte. «Unser Ergebnis für das erste Semester 2015 zeigt, dass wir noch dabei sind, unser Geschäftsmodell zu transformieren», liess sich Ginni Romety, CEO des Traditionshauses IBM, zitieren. Diese Aussage hätte genauso von den Chefs von Microsoft oder SAP kommen können. Diese alteingesessenen IT-Player sind derzeit mit sich selbst beschäftigt: Notwendige Investitionen in Cloud-Lösungen oder Software-Subskriptionen führen zu höheren Kosten, Einnahmen aus Software-Lizenzen fallen über längere Zeiträume an. Hinzu kommen bei US-Anbietern Exportnachteile wegen des starken Dollars. Margen und Gewinnausblick leiden.

IBM etwa verzeichnet seit dreizehn Quartalen rückläufige Einnahmen. Der Quartalsumsatz sank im Periodenvergleich 13%, der Gewinn 17%, trotz gutem Wachstum bei Cloud-Lösungen (+50%). Microsoft ist daran, sich neu zu erfinden, gibt das neue Betriebssystem Windows 10 gratis ab und kassiert Lizenzgebühren

bei PC-Herstellern. Doch Altlasten behindern den Veränderungsprozess. CEO Satya Nadella macht derzeit Tabula rasa und schrieb wegen des Kaufs des Handyherstellers Nokia 7,6 Mrd. \$ ab. Das Resultat: der grösste Verlust in der Unternehmensgeschichte (3,2 Mrd. \$).

Für Anleger stellt sich derzeit deshalb die Frage, wo man sich in einen heisslaufenden Markt, wo Erfolg und Misserfolg so nahe beieinander liegen, noch hineintrauen kann. Wem bei den Bewertungen von Facebook oder Amazon etwas schwindlig wird (vgl. Tabelle oben) und die Geduld bei IBM und Microsoft nicht aufbringen mag, sollte den Blick nach Europa richten.

## Bodenständigere Werte

Der IT-Konzern SAP etwa kommt mit den Transformationsbemühungen hin zu mehr Cloud-Lösungen verhältnismässig gut voran. Im zweiten Quartal verdiente er zwar wegen Restrukturierungskosten weniger. Doch das Interesse an der neuen Flaggschiffsoftware S4/Hana ist gross und SAP profitiert von der anhaltenden Euroschwäche. Für Anleger, die sich einen etablierten Wert ins Portfolio legen wollen, ist Europas grösster Software-Anbieter derzeit eine solide Alternative.

Auch Nischenplayer bieten Chancen. Etwa der in London kotierte Anbieter von KMU-Software, Sage. Vorteil: KMU-Kunden sind etwas träger, wechseln nicht zu einer Cloud-Lösung, nur weil es die Technologie gibt. Die Betriebsmargen von Sage sind vergleichbar mit jenen der grossen Wettbewerber (Ebitda-Marge über 25%). Zudem hat ein neues Management ehrgeizige Ziele formuliert. Sage war lange ein Underperformer und sei auch jetzt noch eine Turnaround-Geschichte, sagt IT-Analyst Michael Studer der Bank J. Safra Sarasin. Ein Wehmutstropfen ist die nicht günstige Bewertung. Doch wer eine gewisse Beständigkeit mit Aufwärtspotenzial verbinden will, ist bei Sage gut bedient.

Auch in der Schweiz geniesst ein Technologieunternehmen wieder Anlegeraufmerksamkeit: Das Genfer Bankensoftwarehaus Temenos hat nach zwei enttäuschenden Periodenabschlüssen das Vertrauen mit einem starken zweiten Quartalsergebnis zurückgewonnen. CFO Max Chuard sieht zudem eine «strukturelle Verbesserung des Marktumfelds» und geht dank Neugeschäften von verbesserter Visibilität in den Folgequartalen aus. Bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 22 auf Basis des geschätzten Gewinns für 2015 sind Temenos kein Schnäppchen. Für einen Einstieg sollten deshalb Rückschlüsse genutzt werden.



BP müsse die Kosten weiter senken, wenn sie die Dividende längerfristig hoch halten wolle, meinen die Analysten von Goldman Sachs.