



Der schöne Schein trägt – Macaus Spielhöhlen verzeichnen seit bald anderthalb Jahren sinkende Einnahmen.

BILD: COLOURBOX.COM

ken, die wie die Pfandhäuser und Junket Operators wie Neptune Group grosszügig Kredite erteilt haben und dabei oft die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen unterlaufen haben. Die Aktien der in Hongkong kotierten Neptune Group sind nicht zuletzt auch wegen angeblicher Verwicklungen des Unternehmens mit dem organisierten Verbrechen eingebrochen.

Angesichts der veränderten wirtschaftlichen und politischen Lage ist es unwahrscheinlich, dass in Macau die «guten alten Zeiten» zurückkommen werden, in denen Milliardeninvestitionen für neue luxuriöse Spielhöhlen teilweise innerhalb von weniger als zwei Jahren amortisiert werden konnten. Doch scheint die Industrie dennoch erhebliches Wachstumspotenzial zu haben, was sich etwa daran zeigt, dass es in den USA auf eine Million Menschen drei Kasinos gibt, während es in Asien gerade einmal 0,05 sind.

Die meisten Kasinobetreiber sind mittlerweile dabei, sich an das neue Umfeld anzupassen. Die Mehrheit der neu auf den Markt kommenden Kasinos sind nicht mehr reine Glücksspielhöhlen, sondern werden durch Kinos, Themenparks oder auch Museen ergänzt.

Damit soll Macau, wenn es nach dem Willen der Regierung geht, weniger abhängig von der Monokultur werden. Trotz neuer Marktverhältnisse investieren die Kasinos weiter, doch verlangen sie von der Regierung klarere Signale, wohin die Reise gehen soll. Wynn Resorts etwa weiss wenige Monate vor Eröffnung seines 4,1 Mrd. \$ teuren Komplexes immer noch nicht, wie viele Spieltische zugelassen werden. «Wie können wir unter solchen Umständen unseren lokalen Angestellten ihre Stellen garantieren, Werbung machen und ganz allgemein neue Chancen schaffen,» sagte der US-Milliardär Steve Wynn Mitte Oktober vor der Presse. Das chinesische Brokerhaus CLSA empfiehlt während der Umbruchphase lediglich zum Halten der Macau-Kasinoaktien.

Segment, in dem es um Einsätze von teilweise mehreren Millionen Patakas geht. Das war auch der Grund, dass in Macau zumindest vor der Krise der durchschnittliche Wetteinsatz 13-mal grösser war als in Las Vegas. In den nur auf Einladung zugänglichen VIP-Zimmern erzielten die Kasinobetreiber auch die grössten Gewinne.

### Aktienkurse unter Druck

Doch ist der Sektor seit Mitte 2014 nicht nur in den Strudel des sich abschwächenden Wirtschaftswachstums Chinas geraten, sondern vor allem in dem von der chinesischen Regierung angesagten Kampf gegen die Korruption. Zu spüren bekommen haben dies nicht nur die Kasinobetreiber. Betroffen sind auch Schattenban-

# Wo in der Ölbranche bald die Post abgeht

INTERNATIONAL Ein Experte setzt auf US-Onshore-Förderer, meidet aber Multis.

MARTIN GOLLMER

Mit dem Absturz des Ölpreises sind auch die Öllaktien getaucht. In jüngster Zeit haben sich aber beide etwas erholt – die Öllaktien dabei mehr als der Ölpreis (vgl. Chart). Ist das ein Zeichen, dass man jetzt wieder in den Ölsektor investieren kann? Ja, meint Pascal Menges, Betreuer des LO-Funds Global Energy von Lombard Odier Investment Managers. Er empfiehlt die Titel agiler US-Onshore-Ölförderer und ihnen nahestehender Ölfelddienstleister.

Grundlage für Menges' Zuversicht ist die Entwicklung der Lage am Ölmarkt. Er stellt fest, dass mit den gegenwärtig niedrigen Ölpreisen das Wachstum der Nicht-Opec-Produktion sehr rasch sinkt und sogar negativ werden könnte. «Vor allem die US-Förderung befindet sich in einem klaren Abwärtstrend,» sagt Menges im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft».

### Nachfrage wächst kräftig

Zugleich hat das Wachstum des Opec-Angebots, zuletzt vor allem von Saudi-Arabien und dem Irak gespeist, gemäss Menges «ein Plateau erreicht». Weiteres Wachstum könne nächstes Jahr nur noch vom Iran kommen, allerdings nur, sofern die Sanktionen gegen dieses Land aufgehoben würden.

Einem sich abschwächenden Angebotswachstum steht eine dank niedriger Ölpreise kräftig wachsende Nachfrage gegenüber. «Das Nachfragewachstum in 2015 wird so stark werden wie in den vergangenen zehn Jahren nicht mehr», konstatiert Menges. Vor allem die USA, China und Indien hätten mehr Öl verbraucht. Und in Europa sei aus einem Nachfragerückgang eine Nachfragezunahme geworden. Menges erwartet, dass sich das Nachfragewachstum auch 2016 fortsetzen wird.

Noch befindet sich der Ölmarkt in einer Situation des Überangebots. «Desen Spitze ist aber hinter uns,» ist Menges überzeugt. «Das Überangebot wird dabei aufgrund der sinkenden Produktion und der steigenden Nachfrage langsam verschwinden und zwischen Mitte 2016 und Anfang 2017 einem Unterangebot weichen» (vgl. Grafik).

Diese Entwicklung bleibt nicht ohne Folgen für den Ölpreis. Menges glaubt, dass er steigen und sich «bei 60 bis 70 \$ pro Fass einpendeln» wird. Dass der Ölpreis nicht mehr auf frühere Niveaus von 100 \$ pro Fass und mehr klettern werde, hänge damit zusammen, dass der Preiszerfall eine Kostendeflation mit sich gebracht habe.

In dieser Situation eröffnen sich für Menges wieder Investitionschancen im Ölsektor. Es gelte sich rechtzeitig zu positionieren, um dabei zu sein, wenn der Ölpreis wieder zu steigen beginne und die Öllaktien anzögen – wie sie das im Ansatz jetzt schon tun.

Menges bevorzugt dabei Unternehmen, «die fähig sind, über längere Zeit einen niedrigen Ölpreis auszuhalten, dabei aber wieder investieren und wachsen können, wenn der Ölpreis steigt». Das seien typischerweise Firmen, «die in den besten Geologien aktiv sind, die rasch ihre Kosten senken und Effizienzgewinne realisieren können, die



BILD: JIM WEST/SCIENCE PHOTO LIBRARY/REXSTONE

Mit Schieferölbohrungen kann schnell auf Ölpreisschwankungen reagiert werden.

### Kennzahlen von Ölgesellschaften mit Potenzial bei steigenden Ölpreisen

	Kurs am	Perf. seit 1.1.	Marktkap.	Umsatz in Mio.			Gewinn/Verlust pro Aktie			KGV Div.-Rend.	
	19.10.	in %		2014	2015 <sup>A</sup>	2016 <sup>A</sup>	2014	2015 <sup>A</sup>	2016 <sup>A</sup>	2016	2016 in %
<b>US-Onshore-Ölförderer</b>											
EOG Resources (\$)	84.81	-7,9	46 575	16 728	10 058	11 498	+5,32	-0,71	+0,58	449	0,8
Cimarex Energy (\$)	116,53	+9,9	11 007	2432	1502	1755	+5,78	-9,15	+1,40	127	0,6
Diamondback Energy (\$)	73,31	+22,4	4852	506	515	590	+3,64	-2,59	+1,09	82	0
PDC Energy (\$)	58,69	+42,2	2354	545	546	749	+4,24	+0,10	+1,45	40	-
Carrizo Oil&Gas (\$)	38,73	-6,9	2258	697	597	603	+4,85	-0,90	+0,19	170	-
<b>Ölfelddienstleister</b>											
Halliburton (\$)	37,36	-5,0	31 933	32 870	23 928	23 585	+4,03	-0,28	+1,27	29	2,0
Canadian Energy S.&T. (kan. \$)	5,81	-8,5	1264	973	773	852	+0,31	+0,09	+0,17	35	5,7

<sup>A</sup>Schätzung

Quelle: Bloomberg

eine solide Bilanz aufweisen und deshalb die Fähigkeit haben, jetzt günstige, gute Aktiva opportunistisch zu kaufen».

### Hohe Dividenden trügerisch

Solche Unternehmen hat Menges vor allem unter den meist in den Schieferölgebieten der USA aktiven Onshore-Förderern gefunden – etwa EOG Resources, Cimarex, Diamondback Energy, PDC Energy oder Carrizo Oil & Gas. Sie können schneller auf steigende Ölpreise reagieren und Bohrungen wieder aufnehmen als Offshore-Firmen, deren Grossprojekte eine längere Anlaufzeit haben. Weiter favorisiert Menges Unternehmen, die für US-Onshore-Gesellschaften Dienste erbringen. «Steigt der

Ölpreis auf 60 bis 70 \$ pro Fass, wird im US-Onshore-Bereich wieder investiert. Davon werden Ölservicegesellschaften profitieren wie Halliburton oder Canadian Energy Services & Technology.»

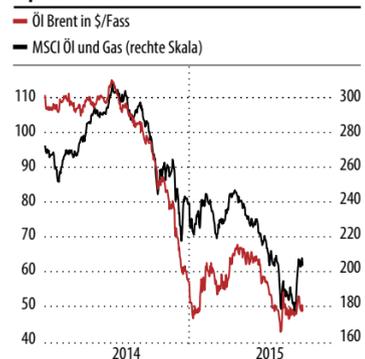
Aktien von Ölmultis meidet Menges dagegen – trotz meist sehr hohen Dividenden. Denn im jetzigen Preismfeld sei keiner dieser Konzerne fähig, die Dividende aus dem freien Cashflow zu bezahlen. Stattdessen finanzierten sie diese mit Investitionskürzungen, Aktivverkäufen, der Aufnahme von Schulden oder der Ausgabe neuer Aktien – indem sie den Aktionären offerieren, die Dividende in Form von Aktien zu beziehen, was einer Kapitalerhöhung gleichkomme. «Das ist nicht nachhaltig,» urteilt Menges.

## EINE IKONE GEWINNT AN GRÖSSE

DIE NAVITIMER 46 mm

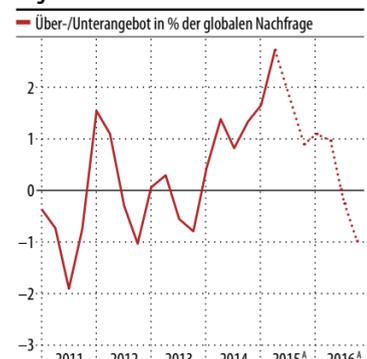
**Galli**  
GALLI HAT ZEIT – SEIT 125 JAHREN  
Am Bellevue, Zürich

### Ölpreis und Öllaktien



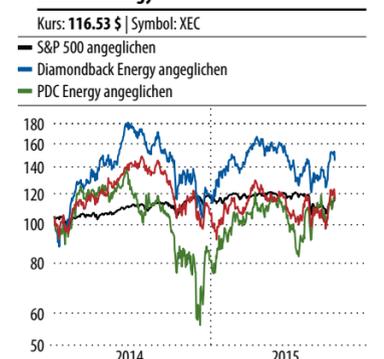
Quelle: Thomson Reuters / FuW

### Angebotssituation im Ölmarkt



<sup>A</sup>Schätzung ab Q2 2015 Quelle: Bloomberg, IEA, OPEC, EIA / Grafik: FuW, sb

### Cimarex Energy



Quelle: Thomson Reuters / FuW