

Den Ölmultis zerrinnen die Gewinne

INTERNATIONAL Nach dem Fördergeschäft schrumpft nun auch das Raffineriebusiness. Um Investitionen und Dividenden zahlen zu können, steigt die Verschuldung.

MARTIN GOLLMER

Die Öl- und Gasmultis seien ein zweimotoriges Flugzeug, bei dem ein Motor kaputt ist und der andere zu stottern beginnt, schrieb die Wirtschaftsnachrichtagentur Bloomberg kürzlich. Der Motor, der nicht läuft, ist das Fördergeschäft (Upstream). Weil die Preise für Öl- und Gas so niedrig sind (vgl. Seite 17), lässt sich damit kaum mehr Geld verdienen. Im zweiten Quartal 2016 resultierten bei Royal Dutch Shell, Eni und Chevron sogar Verluste (vgl. Tabelle). Zurückzuführen sind die niedrigen Preise im Wesentlichen auf ein Überangebot.

Das war bisher nicht so schlimm, weil es mit dem Raffineriegeschäft (Downstream) einen Motor gab, der noch funktionierte. Denn das Öl, der Rohstoff für die Produktion von Benzin, Diesel und Flugpetrol, wurde wegen des Mitte 2014 einsetzenden Preiszerfalls immer günstiger und bescherte den Multis steigende Margen, weil die Notierungen für die Endprodukte nicht im gleichen Ausmass nachgaben. Mit den grösseren Gewinnen im Raffineriegeschäft konnten die Konzerne dabei die Einnahmehausfälle im Fördergeschäft zumindest teilweise wettmachen.

Rückgang um 50%

Doch jetzt beginnt der Motor Raffineriegeschäft zu stottern. Weil Benzin, Diesel und Flugpetrol günstiger wurden, erwarteten die Multis eine steigende Nachfrage und begannen, auf Hochtouren zu produzieren. Doch dann stieg die Nachfrage nicht so stark wie erwartet. Jetzt sitzen die Konzerne auf vollen Lagern, die Preise für Benzin, Diesel und Flugpetrol sinken weiter und die Raffineriemargen brechen ein. Statoil konstatierte im zweiten Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahresquartal einen Rückgang um 50%. BP sprach von den niedrigsten Margen seit 2010.

Die Folge sind stark rückläufige Gewinne im Raffineriegeschäft (vgl. Tabelle). Und weil das Fördergeschäft auch nicht läuft, sinken die Gesamtgewinne der Multis kräftig. BP, Eni, Statoil und Chevron mussten im zweiten Quartal 2016 sogar Gesamtverluste hinnehmen.

Auf die Situation, dass ein Motor kaputt ist, haben die Multis reagiert. Sie entliessen Personal, senkten die Betriebskosten, reduzierten die Investitionen und verkauften Projekte, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Nur eines taten sie bisher nicht: die stattlichen Dividenden kürzen, die den Aktionären hohe Renditen bescherten (vgl. Tabelle).

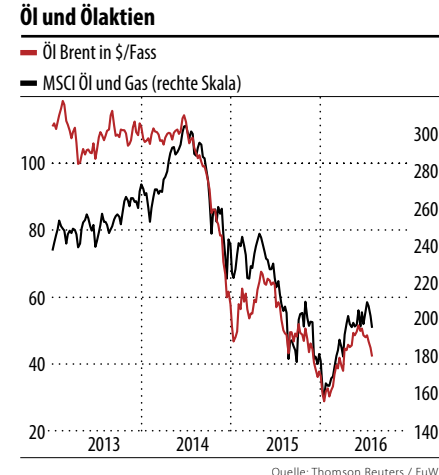
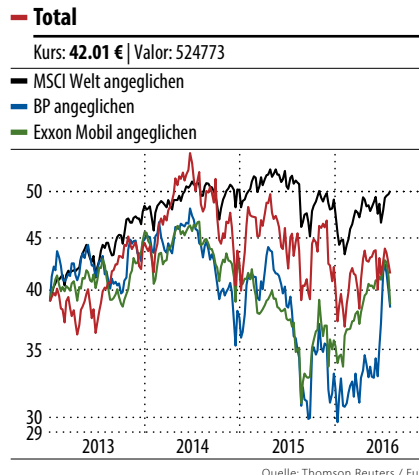
Darauf, dass jetzt der zweite Motor stottert, steht die Reaktion noch aus. Neue Sparmassnahmen wurden bisher noch nicht getroffen. Die Folge ist, dass im zweiten Quartal die Verschuldung mehrerer Multis stieg. Um trotz niedrigeren Cashflows Investitionen und Dividenden zahlen zu können, mussten sie Geld auf-



Die Margen sinken: Grandpuits-Raffinerie von Total im Südosten von Paris.

nehmen. BP etwa beschaffte sich im zweiten Quartal 2016 zusätzliche 900 Mio. \$ am Kapitalmarkt. Das Gearing, das Verhältnis von Nettoschulden zu eingesetztem Kapital, kletterte von 18,8% im Vorjahresquartal auf 24,7%. Statoils Gearing stieg von 28,1% auf 31,2%. Damit trotz der hohen

Dividende nicht so viel Geld abfließt, ermuntert der norwegische Konzern seine Aktionäre, einen Teil der Ausschüttung in Form von Aktien zu beziehen. Shells Gearing steht jetzt bei 28,1%, nach 12,7% im zweiten Quartal 2015. Grund für den starken Anstieg sind allerdings nicht nur hohe



Problemreiche Grossprojekte

Öl- und Gasmultis verfügen über Tausende von hoch qualifizierten Mitarbeitern und jahrzehntelange Erfahrung mit Grossprojekten. Und dennoch **laufen solche Vorhaben regelmässig aus dem Ruder**.

Beispiel 1: 2009 wurde geschätzt, dass Gorgon, das Flüssiggasprojekt von Chevron vor der Küste Nordwest-Australiens, 37 Mrd. \$ kosten und 2014 in Produktion gehen würde. **Schliesslich schlug das Projekt mit 54 Mrd. \$ zu Buche** und ging in diesem Jahr online. Kaum hatte es den Betrieb aufgenommen, kam es zu einem Gasleck, und die Produktion musste gestoppt werden.

Beispiel 2: Kashagan, das 50 Mrd. \$ schwere Ölprojekt im Kaspischen Meer in Kasachstan, **brauchte nach dem Startschuss in 2004 neun Jahre, bis es in Produktion ging**. Nur Wochen, nachdem das erste Öl gefördert werden konnte, wurde entdeckt, dass Korrosion verursachendes Gas aus den Pipelines leckte. Die Produktion musste eingestellt werden, um die Schäden zu reparieren. Erwartet wird, dass die Förderung nächstes Jahr wieder aufgenommen werden kann.

Partner im Kashagan-Projekt sind einige der bekanntesten Öl- und Gasmultis wie Eni, Exxon Mobil, Royal, Dutch Shell und Total.

Gorgon und Kashagan sind keine Einzelfälle. Vielmehr sind solche Vorkommnisse die Regel. Das zeigt eine Studie von Ernst & Young. Die Beratungsfirma untersuchte 365 Megaprojekte im Öl- und Gasbereich. **64% der Vorhaben verzeichneten Kostenüberschreitungen und 73% lagen hinter dem ursprünglichen Zeitplan zurück**.

Angesichts niedriger Öl- und Gaspreise kürzen die Multis die Investitionen kräftig. Die Folge ist, dass Dienstleistungen und Ausrüstungen für Öl- und Gasprojekte günstiger werden. Deshalb müssten jetzt die Ausgaben für neue Vorhaben wieder gesteigert werden. Sie wären dann betriebsbereit, wenn die Öl- und Gaspreise sich erholt haben. **Doch die Unternehmen sind wegen der Probleme, die mit Grossprojekten verbunden sind, vorsichtig geworden**. Zwischen 2007 und 2013 nahmen sie jährlich rund vierzig grosse Vorhaben in Angriff. 2015 waren es nur noch acht, 2016 sollen es zehn sein.

Dividendenzahlungen, sondern auch die teilweise mit Krediten finanzierte Übernahme von BG Group.

Die Ratingagenturen haben auf die steigende Verschuldung der Konzerne reagiert und deren Kreditwürdigkeit herabgestuft. Anleger sollten sich vorsehen:

Ändert sich an der schlechten Ertragslage der Multis nichts oder verschlimmert sie sich sogar noch, dürften auch die Dividenden unter Druck kommen.

Abstossender Cocktail

Sinkende Gewinne, steigende Verschuldung und unsichere Dividenden sind nicht gerade ein Cocktail, den man Anlegern mit gutem Gewissen empfehlen kann. Wer der Verlockung hoher Dividendenrenditen trotzdem nicht widerstehen kann, sollte ein Auge auf Total werfen.

Der französische Multi erwirtschaftet immer noch Gewinn und weist ein solides Produktionswachstum aus (vgl. Tabelle). Die Dividende ist hoch, aber nicht überzogen. Und mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2017 von 11 haben die Aktien noch Potenzial nach oben.

Öl- und Gasmultis im zweiten Quartal 2016

	Kurs am 2.8. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. \$	Gewinn			Produktion			Div.-Rendite 2017 in % ^A			
				Gesamthaft	Upstream ¹	Downstream ²	in Mio. Fass pro Tag ³	+/- in %	KGW 2017				
Europa													
Royal Dutch Shell (€)	22.25	+5,5	203,1	0,24	-93	-1,33	-	1,82	-39	3,51	+28	13	7,5
Total (€)	42.01	+1,8	117,8	2,09	-30	1,13	-28	1,02	-25	2,42	+5	11	5,6
BP (£)	4.17	+17,8	103,6	-2,25	-	0,03	-94	1,51	-19	2,09	-1	14	7,2
Eni (€)	13.35	-3,3	54,4	-0,50	-	-0,05	-	0,15	+32	1,72	-2	19	6,0
Statoil (nKr.)	131.00	+5,9	49,6	-0,30	-	0,66	-71	0,33	-52	1,96	+6	14	5,7
USA													
ExxonMobil (\$)	85.86	+10,2	356,0	1,70	-59	0,29	-86	0,83	-45	3,96	0	20	3,6
Chevron (\$)	99.11	+10,2	186,8	-1,47	-	-2,46	-	1,28	-57	2,53	-3	22	4,5

LW=Landeswährung ¹=Upstream=Exploration & Produktion, bereinigte Zahlen ²=Downstream=Raffinerie & Marketing, bereinigte Zahlen ³=Öl äquivalente KGW=Kurs-Gewinn-Verhältnis ⁴Schätzung Quelle: Bloomberg, Unternehmen

OC Oerlikon verschlankt Konzernspitze

SCHWEIZ Der Ergebnismrückgang hält an. Nur eines von drei Segmenten macht Gewinn. Doch es gibt auch Lichtblicke.

ANDREAS MEIER

Der Industriekonzern OC Oerlikon kann im zweiten Quartal den rückläufigen Trend in der Ergebnisentwicklung nicht stoppen. Doch es gibt einen Lichtblick: Der Auftragseingang ist im zweiten Quartal gegenüber dem ersten etwas gestiegen. Allerdings mit 1% bloss geringfügig.

Ansonsten weisen die Zahlen südwärts. Der Umsatz ist im ersten Halbjahr gruppenweit 15,3% auf 1169 Mio. Fr. gefallen, der Bestellungseingang 11,3%. Das niedrigere Geschäftsvolumen hat die Ertragskraft des Unternehmens spürbar beeinträchtigt. Der Betriebsgewinn ist 56,7% auf 68 Mio. Fr. gesunken, wodurch sich die Marge von 11,4% auf 5,8% verengte. Als Reingewinn verblieben 43 Mio. Fr., nach 87 Mio. Fr. in der Vorjahresperiode.

Auf Stufe der drei Segmente hat sich das Schwergewicht der Ertragskraft noch stärker auf das Oberflächengeschäft (Sur-

face Solutions) verschoben. Dieses hat im ersten Halbjahr unverändert 76 Mio. Fr. Betriebsgewinn (Ebit) erwirtschaftet. Die beiden anderen Geschäfte – Manmade Fibers und Drive Systems – sind dagegen leicht defizitär und weisen einen Betriebsverlust von 3 Mio. Fr. aus. Vor Jahresfrist brachten diese beiden Geschäfte immerhin noch 80 Mio. Fr. Ebit auf die Waage, leicht mehr als Surface Solutions.

Doch es zeichnet sich zumindest eine Stabilisierung ab. «Wir haben Indizien, dass der Boden in Sicht oder gar schon erreicht ist», kommentierte CEO Roland Fischer in der Telefonkonferenz.

In Manmade Fibers, wo Anlagen zur Herstellung von Kunststoffasern gebaut werden, stellt Fischer ein besseres zweites Halbjahr in Aussicht, was sich darin zeigt, dass der Bestellungseingang erstmals seit längerem stabil blieb und jüngst etwas höher ist als der Umsatz. Darin spiegelt sich, dass sich die Märkte ausserhalb Chinas

positiv entwickeln und das Stapelfasergeschäft anzieht. China, der wichtigste Markt, sendet auf tiefem Niveau Stabilisierungszeichen aus. Der dortige Einbruch in den letzten zwei Jahren ist auf den neuen Fünfjahresplan zurückzuführen, der andere Prioritäten setzt.

Auch im Segment Drive Systems zeigen sich Stabilisierungszeichen. Der Umsatz ist im zweiten Quartal etwas höher ausgefallen als in den drei vorangegangenen Quartalen und Oerlikon erwähnt, man habe neue Projekte und neue Kunden gewinnen können. Die Nachfrage hier leidet unter der flauen Nachfrage nach Bau- und Landmaschinen, für die Drive Systems Getriebe herstellt.

Das wichtigste Segment, Surface Solutions, wird mit der Konzernholding verschmolzen, was zu einer «agileren Organisation» führe. Dies wiederum sei «Voraussetzung, Entscheide schneller zu fällen» und «wirksamer auf Marktbedürfnisse

einzugehen», teilt Oerlikon mit. Geleitet wird das Segment durch Fischer selbst, der bisherige Leiter Roland Herb bekommt den neu geschaffenen Job als Chief Commercial Officer. Im weiteren hält Oerlikon an der Jahresprognose fest, einen Umsatz von 2,3 bis 2,5 Mrd. Fr. und eine Ebitda-Marge im mittleren Zehnprozentbereich zu erzielen.

Der im vergangenen November angekündigte Verkauf des Segments Vacuum (dessen Zahlen nicht mehr im Oerlikon-Ergebnis enthalten sind) sollte noch im August über die Bühne gehen.

Die Aktien OC Oerlikon haben kaum auf den Halbjahresbericht reagiert, die Resultate waren denn auch entsprechend der Erwartungen. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 23 scheinen die Titel optisch hoch, doch trägt derzeit nur eines von drei Segmenten zum Gewinn bei, was die Aussagefähigkeit des KGV mindert. Für Käufe Rückschlüsse abwarten.

Unternehmenszahlen

in Mio. Fr.	1. Sem. 2015	1. Sem. 2016
Bestellungseingang	1332	1181
- Veränderung in %	+10,1	-11,3
Umsatz	1380	1169
- Veränderung in %	+6,2	-15,3
Ebitda	242	157
- in % des Umsatzes	17,5	13,4
Betriebsergebnis (Ebit)	157	68
- in % des Umsatzes	11,4	5,8
Konzerngewinn	87	43
Bilanz	31.12.2015	30.6.2016
Bilanzsumme	4097	4066
Eigenkapitalquote in %	38,0	35,0
Segmente	Umsatz 1. Hj. 2016	Ebit-Marge
Surface Solutions	609	12,4
Manmade Fibers	237	-0,8
Drive Systems	323	-0,2

OC Oerlikon N

SPIX (SPI ohne Dividende) angeglichen	
Kurs 2. August in Fr.	9,07
Rendite 2016 ^A in %	3,3
KGW 2016	23
Börsenwert in Mio. Fr.	3023
Umsatz 2015 in Mio. Fr.	2671
Verlust 2015 in Mio. Fr.	421
Valoren-Nr.	81 682

A Schätzung Quelle: Thomson Reuters / FuW

Alle Finanzdaten zu OC Oerlikon im Online-Aktienführer: www.fuw.ch/OERL

