

«Auf die Ölreserven kommt es an»

Wie man die Aktien von Ölgesellschaften richtig bewertet
—
Im Vergleich mit anderen Branchen unterbewertet

Dieser Sonderdruck wird Ihnen überreicht durch:

DIEM CLIENT PARTNER



ANDRÉ DIEM
Partner, lic. oec. HSG

Diem Client Partner AG · Goldhaldenstrasse 23 · CH-8702 Zollikon
T +41 43 888 55 88 · M +41 79 777 01 01 · F +41 43 888 55 89
diem@clientpartner.ch



Finanz und Wirtschaft AG, Hallwylstrasse 71, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35, Fax 044 298 35 00
verlag@fuw.ch, www.finanzinfo.ch, www.finanzundwirtschaft.net

Wie man die Aktien von Ölgesellschaften richtig bewertet – Im Vergleich mit anderen Branchen unterbewertet

Auf die Ölreserven kommt es an

Von André Diem

Ölkonzerne sind keine Nahrungsmittelhersteller. Trotzdem werden sie von Analysten meistens so bewertet. Neben dem erwarteten Ölpreis und den Dividendenausschüttungen an die Investoren sind die Ölreserven das wichtigste Analysemerkmal. Bei jeder Fahrt an die Zapfsäule können Konsumenten das Geschehen an den Ölmärkten am eigenen Portemonnaie spüren: Die Preise gehen rauf, schwanken aber innerhalb kürzester Zeit enorm. Obwohl der Ölkursindex in den USA im vergangenen Jahr eine Aufwärtsbewegung von 25% gemacht hat, sind Ölk Aktien immer noch erheblich unterbewertet. Dafür sprechen drei Beobachtungen.

Ölkonzerne sind im Branchenvergleich tief bewertet. Der gebräuchlichste Massstab, um börsenkotierte Unternehmen zu vergleichen, ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Stellt man die Aktien der Ölgesellschaften anderen Branchen im S&P-500-Index gegenüber, fällt auf, dass der Ölsektor substantiell tiefer bewertet wird als andere Wirtschaftszweige. Die Titel der Ölunternehmen werden mit einem KGV von durchschnittlich 11 bewertet. Das ist etwa 40% tiefer als der Branchendurchschnitt im Index von Standard & Poor's (KGV von 18).

Werden Ölk Aktien mit ihrem Bewertungsniveau vor 30 Jahren verglichen, sind sie ebenfalls zu tief eingestuft – und zwar unabhängig davon, welche Bewertungsmethode angewendet wird. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist derzeit rund 30% tiefer als Anfang der Siebzigerjahre. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Kennzahl EV/Ebitda, welche den EV (Enterprise value, d. h. Unternehmenswert) mit dem Ebitda (Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte) ins Verhältnis setzt. Zudem sind die realen Dividendendenden heute rund 35% höher als in den Siebzigerjahren.

Auch sind die Ölpreise derzeit keinesfalls hoch. Sie notieren weit unter ihrem Höchst Ende der Siebzigerjahre. Der Ölpreis betrug damals real 94 \$. Er war damit fast 50% höher als die gegenwärtige Notierung von rund 68 \$. Das ist umso bemerkenswerter, weil China zu jenem Zeitpunkt noch zu den Erdölexporteuren gehörte. Inzwischen steuert die Volksrepublik ein Drittel zum Weltwirtschaftswachstum bei und ist mit 6 Mio. Barrel Tagesverbrauch der zweitgrösste Ölverbraucher der Welt. Der Pro-Kopf-Jahresverbrauch von 2 Barrel Öl in China entspricht dem Verbrauch von Japan oder Südkorea vor 25 Jahren. Es ist kaum auszu-denken, was mit dem Ölpreis passieren würde, wenn Chinas Verbrauch auf das Niveau von Lateinamerika stiege.

Defizite in der Bewertung

Wie erwähnt sind Ölkonzerne keine Nahrungsmittelhersteller oder Industrieunternehmen. Sieht man sich aber die Bewertungskriterien der etablierten Bankanalysten genauer an, fällt auf, dass sie Ölgesellschaften analog zu herkömmlichen, grosskapitalisierten Unternehmen untersuchen. Genau wie in der Bewertung eines Nahrungsmittelkonzerns wie Nestlé oder eines Industrieunternehmens wie ABB werden in erster Linie Kurs-Gewinn-Verhältnisse, Kapitalrenditen verschiedenster Art und andere Kennzahlen zur Bestimmung des Unternehmenswertes herangezogen. Wer einen aktuellen Bericht einer der grossen US-Investmentbanken aufschlägt, kann die Gewichtung leicht nachprüfen: Rund 197 der 200 Seiten drehen sich nur um solche Kennzahlen. Sie sind zwar notwendig, aber keinesfalls hinreichend, um zu einer zutreffenden Bewertung der Ölunternehmen zu gelangen. Eine Ölgesellschaft unterscheidet sich grundsätzlich von einem traditionellen S&P-500-Unternehmen. Vor allem ist es ein Real-asset-Unternehmen, handelt also mit Rohstoffen. Der wirkliche Wert eines Ölunternehmens für den Investor kann im Wesentlichen auf drei Elemente zurückgeführt werden.

Das erste Bewertungskriterium eines Ölunternehmens ist dessen regelmässige Ausschüttung an die Aktionäre in Form von Dividenden. Allerdings gibt es grosse Unterschiede in der Ausschüttungspoli-



Im Wettlauf um die Ölreserven sorgte CNOOC mit dem Versuch, Unocal zu übernehmen, für Schlagzeilen.

BILD: BLOOMBERG

itik. So ist es beispielsweise ein grosses Plus für Royal Dutch, dass das Unternehmen seit Jahren überdurchschnittlich hohe Dividenden an den Aktionär ausbezahlt. Zurzeit ist die Dividendenrendite von Royal Dutch mit 3,5% rund 40% höher als beispielsweise die von Exxon Mobil. Für den einkommensorientierten Investor ist die Dividendenausschüttung also ein wesentliches Auswahlkriterium und ein wichtiger Sicherheitsfaktor für das eigene Portfolio (vgl. untenstehende Grafik).

Ein weiteres Kriterium ist der für die Zukunft erwartete Ölpreis. Er lässt sich nicht nur schätzen, sondern in Form von Ölfutures am Markt bis zu sechs Jahre im Voraus handeln. Gegenwärtig notiert der Sechsjahres-Future pro Barrel Öl rund 68 \$. Der vorsichtige Investor berechnet den Gegenwartswert einer Ölgesellschaft mit nur 45 \$ pro Barrel und baut sich so ein gutes Sicherheitspolster ein. Sogar auf Basis eines derart tiefen Zukunftspreises scheinen die Bewertungen vieler Ölkonzerne immer noch sehr tief zu sein. Selbst wenn der Ölpreis auf 35 \$ fallen würde, erwirtschaften die Ölkonzerne weiterhin hohe Gewinne, besonders im Vergleich zum Ölpreis von weniger als 10 \$ im Jahr 1998. Doch so schlimm wird es kaum kommen.

Ende Oktober meldete zum Beispiel die britisch-niederländische Ölgruppe Royal Dutch Shell ein Gewinnplus von 68% im dritten Quartal 2005. Der Gewinn von 5,8 Mrd. \$ fiel erheblich über den Analystenschätzungen aus. Die rund 350 Mio. \$ Kosten infolge von Schäden durch Wirbelstürme konnten das Rekordergebnis keineswegs trüben. Im Gegenteil: Der höhere Ölpreis hat diese Schäden um ein Vielfaches wettgemacht.

Das wichtigste Bewertungskriterium für einen Ölkonzern sind dessen geprüfte Ölreserven. Es wird dabei zwischen entwickelten und nicht entwickelten Reserven unterschieden. Besonders mit Blick auf die nicht entwickelten Reserven kann die Schätzung der verschiedenen unabhängigen Agenturen bis zu 20% variieren. Das mussten viele Investoren schmerzhaft am Beispiel von Royal Dutch erfahren, als Anfang 2004 plötzlich verlautbart wurde,

dass das Unternehmen über 20% geringere Reserven verfüge als ursprünglich angenommen. Der Aktienkurs sank innerhalb kurzer Zeit 15%, obwohl das Unternehmen von vielen Investoren als sichere Anlage eingeschätzt wurde. Tatsächlich wurde Royal Dutch – wie auch andere Ölkonzerne – eher durchschnittlich gemangelt und hatte seine eigenen Reserven über Jahre hinweg überschätzt. Ein ähnliches Schicksal ereilte vergangene Woche den spanischen Ölkonzern Repsol, als er seine nachgewiesenen Reserven um 25% nach unten berichtigte (vgl. FuW. Nr. 7 vom 28. Januar).

Kampf um Energiereserven

Dass es die Ölreserven sind, die den Wert eines Ölkonzerns ausmachen, zeigen auch die jüngsten wirtschaftspolitischen Entwicklungen. Russland beispielsweise hat den zuvor privatisierten Ölkonzern Yukos bereits wieder verstaatlicht. Ein ähnliches Bild eröffnet sich auch in Saudi-Arabien: Das erdölreichste Land der Welt interessiert sich wohl für westliche Technik, Investoren sollten aber lieber ausser Land bleiben. Auch China, dessen Rohstoffhunger nach dem schwarzen Gold in den vergangenen Jahren enorm gewachsen ist, macht sich daran, mit eigenen Unternehmen die Ölquellen der Welt anzuzapfen. Schlagzeilen machte im Sommer 2005 ein Übernahmeangebot des halbstaatlichen chinesischen Ölkonzerns China National Offshore Oil Corporation (CNOOC). Das Unternehmen bot 18,5 Mrd. \$ für den kleinen US-Ölförderer Unocal.

Dieser Vorstoss wurde in Washington zum Politikum, CNOOC-Chef Fu Chengyu zum wirtschaftlichen Gegner hochstilisiert und die Angelegenheit zu einer Frage der nationalen Sicherheit gemacht. Am Ende wurde der Übernahmeversuch abgeschmettert, und Unocal ging für einen geringeren Preis an die amerikanische Chevron Texaco. In China reagierte man sauerlich, zog das Angebot demonstrativ zurück und untersagte der Landespresse, darüber weiter zu berichten. Doch die Asiaten geben nicht auf: Kleinere Akquisitionen in Ecuador, Mauretanien und der

Mongolei sind inzwischen perfekt, genauso wie die Übernahme des kanadischen Energieunternehmens Petro Kazakhstan.

Alternative Teersand

Kanada hat vor zwei Jahren mit seinen Ölressourcen Schlagzeilen gemacht: Quasi über Nacht wurde das Land zur Nummer zwei der ölreichsten Länder der Welt – nach Saudi-Arabien und vor dem Iran, dem Irak und Kuwait. Zu verdanken hat Kanada das der Neubewertung der eigenen Erdölreserven. Mit Hilfe verbesserter Technologien und unter Ausnutzung des hohen Ölpreises lohnt sich für die Ölkonzerne Suncor, Syncrude und Albian Sands die Nutzbarmachung von Teersanden, wie sie beispielsweise in Fort McMurray in der Region Alberta abgebaut werden.

Suchkosten fallen für das Bitumen, so der Name des dickflüssigen Ölschlammes, nicht an. Es muss lediglich aus tieferen Erdschichten ausgebagert werden. Auf einer Fläche von 42 000 Quadratkilometern – also einer Grössendimension, die der Gesamtfläche der Schweiz entspricht – wird in Alberta Teersand abgebaut. Die Ölsande müssen in speziellen Aufbereitungsanlagen gereinigt werden. Hierbei wird der Sand von den Ölteilen getrennt. Der Aufbereitungsprozess kann heute zu einem Bruchteil der Kosten vor 30 Jahren durchgeführt werden, was das Verfahren profitabel macht.

Der wahre Wert

Die Reserven sind das A und O in der Bewertung von Ölkonzernen. Ölreserven lassen sich vergleichsweise einfach in den Analyseprozess einarbeiten, wenn man, vereinfacht ausgedrückt, die Menge der geprüften vorhandenen Ölreserven durch die entsprechende Marktkapitalisierung des Konzerns dividiert. Hierbei ergeben sich allerdings grosse Bewertungsunterschiede zwischen Ölfirmen ähnlicher Grösse hinsichtlich ihrer Ölreserven (vgl. Grafik).

So wird beispielsweise ein Barrel Ölreserve der amerikanischen Exxon Mobil mit 16.10 \$ bewertet. Bei der ebenfalls amerikanischen Conoco Phillips kostet der Barrel Ölreserve hingegen nur 11.07 \$. Natürlich gilt es in dieser vereinfachten und auf Wesentliche reduzierten Methode auch noch die unterschiedlichen Förderungskosten zu berücksichtigen.

In der Beurteilung des Wertes einer Pharmagesellschaft ist unstrittig, dass die Qualität und Lebensdauer der Produkt-Pipeline als Hauptwerttreiber gesehen werden kann. Genauso sollte es in der Beurteilung des Wertes einer Ölgesellschaft sein: Die geprüften vorhandenen Ölreserven stellen die Real assets eines Ölkonzerns und somit den wahren Wert des Unternehmens dar.

Lic. oec. HSG André Diem ist seit 2003 Geschäftsführer der von ihm gegründeten Diem Client Partner in Zollikon, einer Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Spezialisierung auf Ölk Aktien und Risikomanagement.

