



CEE Öl- und Gassektor leidet unter globalem Aktienabverkauf, Ertragslage für 2008 aber immer noch solide

24.09.2008

CEE Öl- und Gassektor unterbewertet; für die meisten CEE-Aktien gilt Buy-Empfehlung...
 ...Knackpunkt ist allerdings die anhaltende globale Abverkaufswelle
 Ausblick für 2008 und die weitere Zukunft: In EUR stabiler Ölpreis und niedrigere Margen



Trotz der über den Erwartungen liegenden Ölpreise, der derzeit negativen Stimmung und des globalen Abverkaufs an den Aktienbörsen liegt die Profitabilität im Öl- und Gassektor laut Einschätzung der Analysten der Erste Group sogar über dem Niveau von 2007. Zudem notieren die meisten Aktien trotz der erwarteten geringfügigen Verschlechterung des Marktumfelds (sinkende Ölpreise und Raffineriemargen) mit deutlichen Abschlägen.

Die CEE-Aktien werden derzeit auf Basis des Gewinns 2008 zu einem KGV von 8,0 (ohne INA sogar mit nur 6,1) und auf Basis der Schätzungen für 2009 zu einem KGV von 7,3 (ohne INA 6,2) gehandelt, während die europäischen Vergleichsunternehmen in diesem Sektor zu einem KGV von 10,8 auf Basis 2008 und 9,8 auf Basis 2009 notieren. Die Unterbewertung des CEE Öl- und Gassektors wird auch im EV/EBITDA der kommenden zwei Jahre deutlich, wenngleich diese Zahlen durch die hohen Werte von Petrom und insbesondere INA, wo das Übernahmeangebot von MOL stützt, nach oben getrieben wurden.

Angesichts der derzeit negativen Marktstimmung notiert der CEE Öl- und Gassektor nach Ansicht der Erste Group Analysten am KGV, EV/EBITDA und EV/Umsatz gemessen nicht nur unter dem Niveau der europäischen Vergleichsunternehmen, sondern auch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 8-12 (auf Basis KGV). „Beide Feststellungen erscheinen unter den gegebenen Umständen plausibel, da die Investoren CEE-Aktien als hochriskant einschätzen und die Aktienkurse dank der derzeitigen an den Finanzmärkten herrschenden Ausverkaufsstimmung unter Druck sind. Die Betriebsleistung der Unternehmen ist allerdings sehr hoch“, meint Jakub Zidon, Oil & Gas Sektor Analyst und Verfasser des Berichts.

Für die meisten CEE-Aktien gilt Buy-Empfehlung

Angesichts ihres starken Engagements im Upstream-Segment und einer geplanten Produktionserhöhung bleibt **OMV** mit einer Buy-Empfehlung und einem Kursziel von EUR 55,0 der Spitzentitel.

MOL profitiert derzeit von hohen Margen bei Diesel – die für die Zukunft allerdings keine potenziellen Wachstumstreiber darstellen – und liefert auf Betriebsergebnisebene Quartalszahlen, die fast Rekordhöhe erreichen. Die Erste Group Analysen haben ihre Bewertung von Hold auf Buy gesetzt, das Kursziel jedoch leicht auf HUF 22,500 zurückgenommen. Die polnischen Raffinerien konnten im 1H08 von enormen Aufwertungsgewinnen ihrer Vorräte profitieren. Beim Ausblick ist allerdings Vorsicht geboten (man erwartet ein Absinken der Raffineriemargen). Dank des deutlichen Rückgangs ihrer Aktienkurse werden sowohl **Lotos** als auch **PKN Orlen** auf Buy hinaufgestuft. Auf Zwölfmonatssicht lauten die Kursziele PLN 33,0 bzw. PLN 45,0.

Unipetrol wurde durch die länger als erwartete Schließung seiner Anlage in Litvinov und der deutlichen Reduzierung der Margen im Petrochemiegeschäft schwer in Mitleidenschaft gezogen. Dennoch bleiben die Erste Group Analysten bei ihrer Buy-Empfehlung, haben das Kursziel jedoch deutlich auf CZK 250 zurückgenommen.



Bei **Petrom** geht die Umstrukturierung weiter, doch sind die Ergebnisse – hauptsächlich wegen der steigenden Produktionskosten – noch nicht deutlich sichtbar. Eine geringfügige Änderung der Bewertung auf RON 0,570 ist dem über den Erwartungen liegenden Ölpreis zuzuschreiben.

Die Erste Group Analysten haben **INA** auf Reduce hinuntergestuft, da der Aktienkurs derzeit durch das Übernahmeangebot von MOL in Höhe von HRK 2,800 gestützt wird. Dieser Preis liegt über dem Kursziel von HRK 2,550. Die potenziellen Synergien mit MOL könnten jedoch bis zu HRK 460 pro Aktie wert sein und damit das aktuelle Kursniveau rechtfertigen.

List of recommendations and target prices					
Company	Previous recomm.	Current recom.	Previous target price	Current target price	Report released
Lotos	Accumulate	Buy	PLN 40.5	PLN 36.0	24/09/2008
MOL	Hold	Buy	HUF 24,125	HUF 22,500	24/09/2008
OMV	Buy	Buy	EUR 59.7	EUR 55.0	24/09/2008
PKN Orlen	Accumulate	Buy	PLN 44.6	PLN 45.0	24/09/2008
Unipetrol	Under review	Buy	CZK 358.0	CZK 255.0	24/09/2008
Petrom	Accumulate	Buy	RON 0.608	RON 0.570	24/09/2008
INA	Accumulate	Reduce	HRK 2,490	HRK 2,550	24/09/2008

Source: Erste Group.

Ausblick für 2008 und die weitere Zukunft: In EUR stabiler Ölpreis, niedrigere Margen

„Wir haben unsere Prognose für Rohöl für 2008 (auf USD 105/Fass) und darüber hinaus (mit einem allmählichen Absinken auf einen Preis von USD 80/Fass, der langfristig aufrecht zu erhalten sein sollte) im Gleichschritt mit unserer EUR/USD-Prognose erhöht“, so Jakub Zidon. „Was die Margen betrifft, erwarten wir bei den Raffineriemargen wegen des angebotsseitigen Drucks mittelfristig ein Absinken, während die Petrochemie-Margen sich in den kommenden Jahren bei sinkenden Naphtha-Preisen etwas erholen sollten. Bei den CEE-Unternehmen favorisieren wir auf kurze Sicht immer noch im Upstream-Geschäft tätige Unternehmen (OMV, Petrom) bzw. Raffinerie-Gesellschaften mit einem hohen Anteil an Mitteldestillaten (MOL).“

Development of oil prices



Weitere Konsolidierung in den kommenden Jahren

Die Erste Group Analysten erwarten, dass die Konsolidierung sich im Öl- und Gassektor noch eine Zeit lang fortsetzen wird. Der gegenwärtige globale Abverkauf hat die Aktienkurse nach unten gedrückt, womit relative Bewertungen sehr schwierig sind. Eine Fusion zwischen PKN Orlen und Lotos könnte nach den nächsten Parlamentswahlen in Polen wieder aktuell werden, während eine Fusion von OMV und MOL aus aktueller Sicht langfristig nicht wahrscheinlich ist. Die

dritte Möglichkeit – eine Fusion MOL/PKN – ist derzeit auch unwahrscheinlich, aber ihrer Ansicht nach nicht unrealistisch. Das OMV/MOL-Projekt blieb wegen der tatsächlich geringen Synergieeffekte erfolglos, während eine MOL/PKN-Fusion den Norden und den Süden der Region verbinden würde, ohne dass es nach der Fusion zu einer Ausgliederung von Unternehmensteilen kommen würde.

[Erste Sector Oil & Gas Under selling pressure \[pdf\]](#)

[Presentation CEE Oil and Gas Sector report \[ppt; 295,0 KB\]](#)