

## CEE Öl- und Gassektor: Upstream-Segment wird wieder attraktiver

[Zurück](#)

**31.03.2009**

- Die Rohölpreise sollten bis Jahresende allmählich auf über USD 65/Fass anziehen
- Die Erträge sollten im Downstream-Bereich sinken, im Upstream-Geschäft jedoch zulegen
- Positive Bewertung von Upstream-Unternehmen – OMV und Petrom als Topempfehlungen

Der deutliche Rückgang der Rohölpreise im 2H08 hatte im Wesentlichen zwei Auswirkungen auf den CEE Öl- und Gassektor: Einerseits bewirkte er einen Rückgang der Profitabilität im Upstream-Segment und eine deutliche Abwertung der Öllagerbestände; andererseits lagen die Raffineriemargen im vergangenen Jahr sehr hoch. Die Analysten der Erste Group erwarten jedoch, dass sich der Rohölpreis 2009 zuerst stabilisieren und danach bis Jahresende über die Marke von USD 65/Fass hinaus steigen wird. Damit sollten sich die Raffineriemargen gegenüber 2008 um 40% sinken. Obwohl in den nächsten zwei bis drei Jahren zusätzliche Kapazitäten auf den Markt kommen und die Estandkosten sinken sollten, erwartet man einen deutlichen Rückgang der Nachfrage nach Raffinerie- und Petrochemieprodukten. Hauptsächlich aus diesem Grund rechnet man in der kommenden Periode im Downstream-Bereich mit sinkenden Erträgen.

### **Die Rohölpreise sollten bis Jahresende allmählich auf über USD 65/Fass anziehen**

Nach dem dramatischen und hartnäckigen Preisverfall im 2H2008 konnte sich der Rohölpreis im Bereich von USD 40-47/Fass stabilisieren. Derzeit ist das Preisniveau vor allem wegen des globalen Wirtschaftsabschwungs und der damit einher gehenden schwachen Nachfrage unter Druck. Gegenüber 2008 soll der Ölverbrauch 2009 um 1,6 Mio. Fass pro Tag zurückgehen. Deshalb erwarten die Erste Group Analysten zur Stützung der Ölpreise weitere Rücknahmen der Produktionskapazitäten durch die OPEC, solange Öl unter einem Fasspreis von USD 75 gehandelt wird. Bis Mitte 2009 sollten die Überschüsse auf dem Weltmarkt jedoch weitgehend abgebaut sein. „Wir erwarten den Ölpreis im Sommer dieses Jahres in einer Bandbreite von USD 55-65/Fass und Ende des Jahres bei USD 60-75/Fass“, so Jakub Zidon, Öl- und Gassektoranalyst und Verfasser des Berichts.

Während bisher hauptsächlich die Nachfrageseite im Zentrum des Interesses stand, erwartet man, dass in Zukunft die Entwicklung des Ölpreises klar von der Angebotsseite her bestimmt werden wird. Die Produktion wird immer kostenintensiver, da bis 2020 ein Großteil der Infrastruktur ersetzt werden muss und auf vielen Ölfeldern die maximal mögliche Fördermenge bereits überschritten wurde. Auf Grund dieser Faktoren wird langfristig mit einem höheren Preisniveau gerechnet. Die Erste Group Analysten bleiben bei ihrer langfristigen Preisprognose von USD 80/Fass.

### **Die Erträge sollten im Downstream-Bereich sinken, im Upstream-Geschäft jedoch zulegen**

Für das erste Halbjahr 2009 erwarten die Analysten im 1Q auf Grund der (winterbedingten) geringeren Gesamtnachfrage nach Raffinerieprodukten schwächere Raffineriemargen bei relativ stabil bleibendem Produktionsvolumen. Dieser Trend sollte sich auch im zweiten Quartal des Jahres fortsetzen, wobei die Margen dann durch steigende Fahrleistungen leicht gestützt werden sollten. Insgesamt erwartet man kurzfristig eine Marge von USD 4,0/Fass.

Trotz der prognostizierten Einengung der Raffineriemargen sollte sich die Lage für Raffineriebetriebe in CEE nach Einschätzung der Analysten nicht allzu ungünstig entwickeln. Sie verweisen darauf, dass die Raffinerieeffizienz der CEE-Unternehmen über dem globalen Durchschnitt liegt, womit auf Veränderungen in den Marktverhältnissen flexibler reagiert werden kann. Damit sollte sich der erwartete Rückgang der Raffineriemargen in der CEE-Region

nicht allzu deutlich bemerkbar machen. Außerdem haben diese Unternehmen bessere Aussichten, dieses negative Szenario durchzutauchen.

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 westeuropäischen Vergleichsunternehmen, sondern auch deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 10 (auf Basis KGV). Beide Feststellungen erscheinen plausibel, da CEE-Aktien nach Ansicht der Investoren derzeit hochriskant sind und die Aktienkurse zusätzlich durch den allgemeinen Abverkauf auf den Finanzmärkten unter Druck geraten sind. Da es sich bei den Unternehmen der CEE-Region hauptsächlich um Raffineriebetriebe handelt (mit Ausnahme von OMV und Petrom, die stark im Upstream-Geschäft engagiert sind), schlägt sich der erwartete Rückgang der Raffineriemargen in deren Bewertungen nieder. Allerdings erklären die Erste Group Analysten, „die Profitabilität der CEE-Unternehmen sollte sich in den kommenden Jahren trotz der erwarteten Schrumpfung der Raffineriemargen absolut gesehen nicht verschlechtern, da wir keine riesigen Einmaleffekte wie im 3Q und 4Q 2008 mehr erwarten“.

- OMV bleibt trotz der angekündigten niedrigeren Produktionsziele und des niedrigeren Kursziels (EUR 39 je Aktie) der Top Pick mit einer Buy-Empfehlung. Vor allem angesichts des für die kommenden Monate prognostizierten Anstiegs des Ölpreises erscheint das starke Engagement des Unternehmens im Upstream-Segment als Vorteil.
- MOL wird (von Buy) auf Accumulate zurückgestuft, das Kursziel auf Zwölfmonatssicht auf HUF 13,000 gesenkt. Trotz der immer noch positiven Empfehlung des Titels raten die Erste Group Analysten beim Kauf von MOL wegen der Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds in Ungarn, das auf das Unternehmen einen wesentlichen Einfluss hat, zur Vorsicht.
- Die polnischen Raffinerieunternehmen wurden durch riesige Abwertungsverluste stark in Mitleidenschaft gezogen. Außerdem wurden die Investoren durch die zunehmende Verschuldung verschreckt. Bei den Aktienkursen besteht nach unten hin nicht mehr viel Platz für weitere Verluste, doch kann eine Kurserholung insbesondere im Falle des kleineren und labileren Unternehmens Lotos eine geraume Zeit in Anspruch nehmen. Lotos und PKN Orlen werden auf Reduce bzw. Hold herabgestuft. Die 12-Monatskursziele liegen bei PLN 15,5 bzw. PLN 27.
- Unipetrol hat stark unter dem Zusammenbruch des Petrochemie-Bereichs gelitten. Das Umfeld könnte kaum ungünstiger sein. Allerdings könnten die polnischen Eigentümer die solide Bilanz nutzen, was für die zukünftige Strategie des Unternehmens einen bedeutenden Unsicherheitsfaktor darstellt. Die Erste Group Analysten haben daher das Kursziel auf CZK 120 gesenkt und geben eine Reduce-Empfehlung ab.
- Trotz der noch nicht sichtbaren Ergebnisse der Umstrukturierung favorisieren die Analysten Petrom wegen des starken Engagements im Upstream-Bereich. Da man ein Ansteigen des Rohölpreises erwartet, lautet die Empfehlung für Petrom "Accumulate" bei einem Kursziel von RON 0,17.

## Bewertungen und Empfehlungen im Überblick

	Valuations derived from:		12M target price (50%	Recommendation
	DCF model	P.E multiples	50% weights)	
<b>MOL</b> (in HUF)	11,500	14,500	<b>13,000</b>	<b>Accumulate</b>
<b>PKN</b> (in PLN)	27.5	26.5	<b>27.0</b>	<b>Hold</b>
<b>Unipetrol</b> (in CZK)	120	120	<b>120</b>	<b>Reduce</b>
<b>OMV</b> (in EUR)	42.0	35.6	<b>39.0</b>	<b>Buy</b>
<b>Petrom</b> (in RON)	0.20	0.14	<b>0.17</b>	<b>Accumulate</b>
<b>Lotos</b> (in PLN)	17.0	14.0	<b>15.5</b>	<b>Reduce</b>

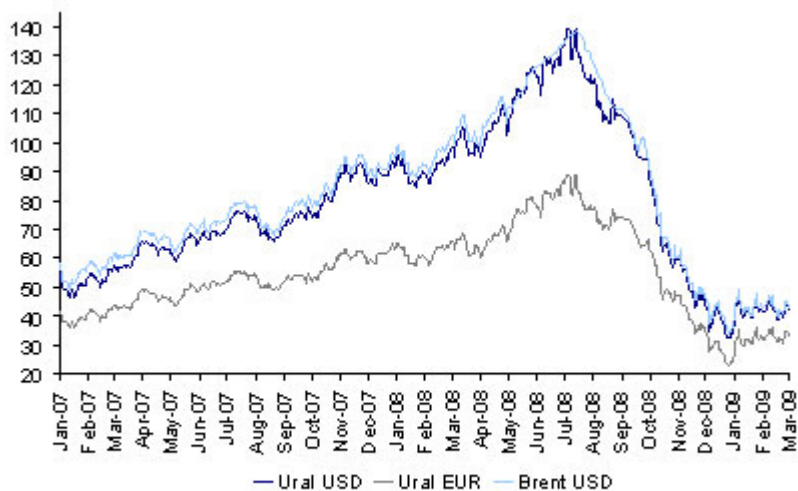
Source: Erste Group calculation

### Ausblick für 2009 und die weitere Zukunft: In EUR stabiler Ölpreis, niedrigere Margen

Das 1H09 wird für das Upstream-Geschäft ungünstig verlaufen, da der Ölpreis im Durchschnitt vermutlich unter USD 50/Fass bleiben wird. Nach dem Ende Juni verzeichneten Rekordniveau von USD 140/Fass stürzte der Rohölpreis im 2H08 auf USD 40/Fass ab. Die Erste Group Analysten haben daher ihre Prognose für den Rohölpreis für 2009 (auf USD 58 je Fass) im Gleichschritt mit ihrer EUR/USD-Prognose zurückgenommen (danach sollte der Ölpreis allmählich auf ein langfristig haltbares Niveau von USD 80 je Fass steigen). Was die Margen betrifft, erwartet man mittelfristig auf Grund des Drucks durch ein höheres Angebot und die Abschwächung der Wirtschaft einen Rückgang der Raffineriemargen, der hauptsächlich die Margen der Mitteldestillate nach unten drücken sollte. Am härtesten trifft die anhaltende Wirtschaftskrise jedenfalls das Petrochemie-Segment, wo derzeit nur eine geringfügige Erholung bzw. eine Stabilisierung auf den aktuell niedrigen Niveaus erwartet werden kann. Von den CEE-Unternehmen wird nach wie vor OMV wegen des starken Engagements im Upstream-Segment, wo in den

kommenden Quartalen mit einer Erholung gerechnet wird, favorisiert. Zudem sollte ihre Raffineriesparte von der Ausweitung der Margen bei Benzin profitieren.

## Entwicklung des Ölpreises in den letzten 2 Jahren



Source: Reuters

[Zurück](#)