

## Ölpreis vor Stabilisierung, Raffineriegeschäft weiterhin schwierig

[Zurück](#)

28.09.2009

- Die Aussichten auf einen Konjunkturaufschwung wirken auf den Ölpreis stützend; langfristig wird er bei EUR 65 bis 68 je Fass erwartet
- Gastransport und -speicherung rezessionsfest, allerdings wird Umsatzrückgang prognostiziert
- Nabucco – bessere Diversifizierung der Bezugsquellen, doch geringere Abhängigkeit von Russland unwahrscheinlich
- Die Analysten der Erste Group empfehlen Vorsicht beim Kauf von Aktien mit hohem Anteil im Downstream-Bereich (Raffinerien). OMV bleibt Top Pick.

Development of oil prices in last 2 years



### Ölsektor

Mit der Entwicklung von Herbst 2007 bis Ende 2008 hat sich der Rohölpreis die Eintragung in die Geschichtsbücher von Finanzmarktblasen gesichert. Nach einer einmaligen Kursrallye, die den Ölpreis über die Marke von USD 140 je Fass trieb, brachen die Preise noch dramatischer ein, als sie zuvor angestiegen waren und sackten vom Höchststand um etwa 68% ab. Der Ölpreis (Sorte Brent) hat sich nach seiner allmählichen Erholung von der jähen Talfahrt nun wieder im Bereich von EUR 40-50 je Fass stabilisiert.



[Download \[jpg; 361.9 KB\]](#)

### Mittelfristiger Ausblick

Die Weltwirtschaft befindet sich nach der schwersten Nachkriegsrezession klar im Aufwind, was für den Ölverbrauch bessere Aussichten bedeutet, so die Analysten der Erste Group. Insbesondere die asiatischen Volkswirtschaften (einschließlich Chinas) verzeichnen eine neue Wachstumsdynamik. Die OECD-Länder sollten hingegen noch wesentlich länger unter der Konjunkturschwäche leiden. Wir erwarten für die USA und die EU noch einige Jahre mit unterdurchschnittlichem Wachstum. Die in den OECD-Ländern herrschende relative Konsumzurückhaltung sollte das Kurspotenzial für den Ölpreis nach oben dämpfen. Daneben sind jedoch noch weitere Faktoren zu berücksichtigen:

„Erstens könnten wir – ähnlich wie in der Zeit vor der letztjährigen

Blase – eine weitere Welle von Investitionen in Rohstoffe erleben. Zweitens könnte ein deutlicher Rückgang der

Upstream-Investitionen ein ungenügendes Wachstum der Produktionskapazitäten und damit ein labiles Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage bewirken“, so Jakob Zidon, Öl- und Gassektoranalyst der Erste Group.

### Langfristig wird der Ölpreis bei EUR 65 bis 68 je Fass erwartet

Die Analysten der Erste Group schließen ein zeitweiliges Sinken des Ölpreises nicht aus, bleiben aber bei der langfristigen Prognose von EUR 65 bis 68 je Fass. Die Nachfrageseite, die zuletzt wegen der Rezession unter Druck stand, verbessert sich mit der Aufhellung der Aussichten für die Weltwirtschaft stetig. Ihrer Einschätzung nach wird langfristig jedoch die Angebotsseite die Preisentwicklung bestimmen. Da die Produktion immer kostenintensiver wird, die erforderlichen massiven Investitionen jedoch nur zu einem Bruchteil getätigt werden (laut Studien muss 80% der Infrastruktur bis 2020 ersetzt werden) und auf zahlreichen Ölfeldern – ja in ganzen ölproduzierenden Ländern – die Ölförderung nach Erreichung eines Maximums bereits wieder sinkt, erwartet man langfristig ein höheres Preisniveau.

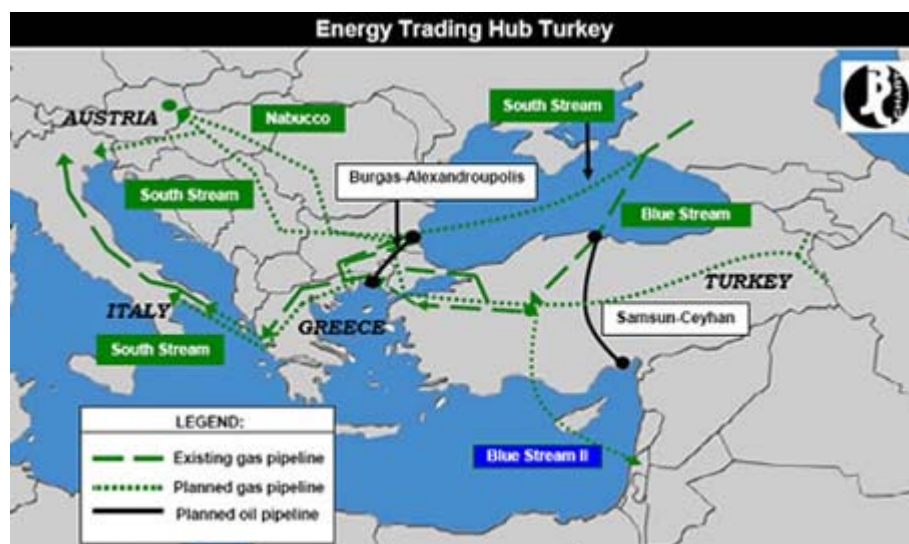
### Gassegment

Die größte positive Überraschung des Sektors kam vor kurzem aus dem Gassegment, da die Unternehmen nun von der vertikalen Integration des Gasgeschäfts profitieren. So ist zum Beispiel die OMV (in Österreich, Rumänien, etc.) in der Exploration und Produktion (E&P) tätig, mit dem Speicher- und Transportbereich (Gas-Knoten Baumgarten und Eigentum an Pipelines) aber auch in der Gaslogistik und mit EconGas im Vertriebs- und Handelsgeschäft. Der Gassektor ist immer noch relativ „gering gewichtet“ (8,5% des bereinigten EBIT 2008 der OMV), bietet aber beträchtliches Steigerungspotenzial – Gaspipelines nach Europa, Speichereinrichtungen, etc.

Was die Gesamtregion betrifft, hat sich das Gasgeschäft im Lauf der Zeit als äußerst stabil und praktisch krisenfest (Transport, Speicherung) erwiesen und damit ein hohes Maß an Cashflow-Stabilität geboten, so die Analysten der Erste Group. Andererseits erwartet man beim Verkauf – angesichts des Wirtschaftsabschwungs in der Gesamtregion – eine sinkende Nachfrage, insbesondere aus dem Industriebereich.

Nach Meinung der Analysten wird die Bedeutung des Gassegments auf Grund verschiedener Faktoren in Zukunft weiter steigen.

- Weitere Diversifizierung der langfristigen Lieferungen, auch durch die Erschließung neuer Lieferquellen
- Bau neuer Pipelines (wie Nabucco, siehe detailliert im Bericht) wird zur zweiten Säule beitragen
- Errichtung mehrerer LNG-Terminals – Gate LNG in Rotterdam, Adria LNG in Kroatien
- Bau gasgefeuerter Kraftwerke (ein bereits im letzten Sektorbericht beschriebenes neues Phänomen im Bereich Öl und Gas)
- Ausbau bestehender Gaspipelines wird zwecks Erweiterung der Transportkapazität fortgesetzt



### Nabucco – bessere Diversifizierung, doch Reduktion der Abhängigkeit von Russland unwahrscheinlich.

Nach Ansicht der Erste Group Analysten ist die politische Unterstützung durch die Türkei (eines wichtigen Transitlandes) für die zukünftige Entwicklung des Projekts wichtig. Allerdings hat das Konsortium bis jetzt noch keine Liefergarantien für Gas erhalten. Aserbeidschan und Turkmenistan (die über ausreichend Gas verfügen und von wo der Gastransport ohne Durchquerung problematischer Länder möglich ist) sind bereits anderen Abnehmern (South Stream, China) verpflichtet. Der Iran kommt trotz seiner riesigen Reserven wegen des politischen Klimas nicht als Lieferant für Nabucco in Frage. Unter den Lieferanten der „zweiten Reihe“ ist der Irak besonders

hervorzuheben, der über enorme, noch unerschlossene Vorkommen an Erdgas verfügt. Sowohl OMV als auch MOL haben einen Ausbau ihres E&P-Portfolios in diesem Land angekündigt.

Dennoch wird die Region ihre Abhängigkeit von russischem Erdgas nicht wesentlich reduzieren können. Der Hauptnutzen der diversen Projekte (Nabucco, South Stream, Blue Stream, etc.) wird sich aus einer besseren Diversifizierung des Transports ergeben, was nach Meinung der Analysten der Erste Group schon als halber Sieg anzusehen ist.

### **Ausblick und Argumente für eine Investition**

Der CEE Öl- und Gassektor ist durch starke Aktivitäten im Bereich R&M (Raffinerien und Marketing) gekennzeichnet. Beim Kauf von Aktien mit ausgeprägter Downstream-Orientierung empfehlen die Analysten der Erste Group allerdings Vorsicht, insbesondere bei stark fremdfinanzierten Unternehmen. Allerdings erwartet man eine Stabilisierung des Ölpreises bei etwa USD 70 je Fass (EUR 45 je Fass) sowie geringfügige Verbesserungen der Raffineriemargen. Für die mittelfristig prognostizierte „Ertragsschwäche“ im Downstream-Segment wird hauptsächlich die rückläufige Nachfrage nach Raffinerie- und Petrochemieprodukten verantwortlich gemacht.

Außerdem erwarten die Analysten der Erste Group in diesem Sektor einige Transaktionen. Gezielte Übernahmen werden hauptsächlich in der SEE-Region (die gegenwärtig unter der Kreditkrise leidet, zur Erfüllung der EU-Qualitätsstandards für Brennstoffe aber hohe Investitionen tätigen muss) und in der Türkei stattfinden. Die meisten CEE-Raffinerieunternehmen konzentrieren sich derzeit auf ihre laufenden Aktivitäten und deren Konsolidierung, nur die OMV scheint Appetit auf Übernahmen zu haben. Allerdings glaubt man nicht, dass das Unternehmen in der Lage ist, außerhalb ihrer Kernregion mit den russischen Riesen zu konkurrieren.

- Fundamental bleibt die OMV-Aktie zweifellos der Top Pick mit einer Buy-Empfehlung und einem Kursziel von EUR 39 je Aktie. Negativ würde sich für das Unternehmen allerdings die Zahlung eines zu hohen Preises für Petrol Ofisi auswirken. Diese Transaktion könnte über eine Kapitalerhöhung finanziert werden.
- Für MOL lautet die Empfehlung Accumulate. Im Jahresabstand sollte der Kurs auf HUF 18,200 steigen. Trotz der eher schwachen Aussichten für das Downstream-Segment verfügt MOL im Raffineriebereich über hervorragende Qualitäten und einen hohen Komplexitätsgrad, womit überdurchschnittliche Raffineriemargen erzielt werden können.
- Zu Vorsicht wird beim Kauf von Lotos und PKN Orlen geraten. Hier werden als Hauptbedenken der schwache Ausblick für das Raffineriegeschäft und die Finanzschwäche genannt. PKN Orlen wird weiterhin mit Hold bewertet. Auf Zwölfmonatssicht sollte der Kurs leicht auf PLN 30 je Aktie zulegen. Für Lotos gilt jetzt Sell bei einem 12-Monatskursziel von PLN 21,0.
- Unipetrol wurde schon im 2H08 vom Einbruch des Petrochemiegeschäfts und im laufenden Jahr durch den Rückgang der Raffineriemargen massiv in Mitleidenschaft gezogen. Das Umfeld könnte kaum ungünstiger sein, und die Erholung wird nur langsam verlaufen. Wegen des Fehlens einer mittelfristigen Strategie lautet die Empfehlung Reduce bei einem Kursziel von CZK 140.
- Für Petrom wurde das Kursziel angesichts des steigenden Ölpreises und eines geringeren Diskontierungszinssatzes bei der Unternehmensbewertung von RON 0,18 auf RON 0,31 angehoben. Das hohe Engagement Petroms im Upstream-Bereich wird positiv bewertet. Da die Umstrukturierung des Raffineriesegments bisher noch keine Ergebnisse gezeitigt hat, erscheint eine Hinaufstufung der Empfehlung über Accumulate hinaus nicht gerechtfertigt.
- INA wird sicher davon profitieren, dass das Unternehmen praktisch von MOL übernommen wurde. Obwohl potenzielle Wachstumstreiber (Erhöhung der Upstream-Produktion, Ausbau des Raffineriebetriebs in Rijeka und Sisak sowie Kostensenkungsprogramme) bereits überwiegend eingepreist sind, erhöhen wir die Empfehlung dennoch auf Accumulate mit einem 12-Monatskursziel von HRK 1.888.

[Zurück](#)