

Ölpreis im Anstieg, Raffineriegeschäft mit Aufholbedarf

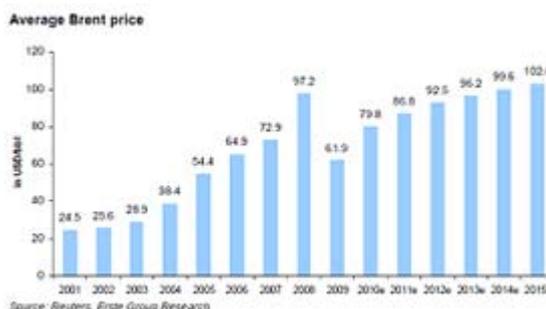
Zurück

30.09.2010

- Weltweite Nachfrage nach Rohöl steigt, langfristige Preisprognose von USD 102,6/bbl
- Downstream-Bereich unter Druck, komplexe Raffinerien (MOL, INA) profitieren
- EU gleicht niedrige Gasreserven durch unkonventionelle Gasexploration aus – Ressourcen in Nordeuropa, Polen und Rumänien konzentriert
- OMV bleibt Spitzenempfehlung; Petrom, MOL – Accumulate; INA – Buy

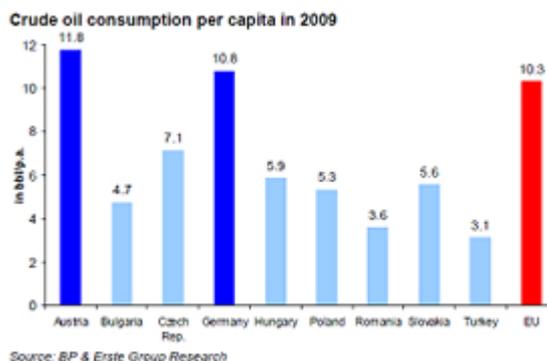
Ölsektor

Einen Anstieg des Rohölpreises erwarten die Analysten der Erste Group, nachdem dieser in den vergangenen zwölf Monaten zwischen 64 und 87 USD je Fass schwankte. „Wir prognostizieren für Ende 2010 einen durchschnittlichen Ölpreis von USD 79,8 je Fass, bis Ende 2011 einen Anstieg auf USD 86,8 und längerfristig (Ende 2015) auf USD 102,6“, erklärt Thomas Unger, Öl und Gas Analyst der Erste Group.



Zu den Einflussgrößen, die den Rohölpreis in Zukunft bestimmen werden, zählt vor allem der Lagerbestand der OECD, der auch die Volatilität dämpfen soll. Zu Versorgungsengpässen sollte es in den nächsten zwei bis drei Jahren nicht kommen, da die Ölproduktion mit dem wachsenden Verbrauch durchaus Schritt halten kann. „Die weltweite Nachfrage nach Rohöl ist wieder gestiegen (plus 2% gegenüber dem Durchschnitt im Jahr 2009) und sollte sich sowohl kurz- als auch mittelfristig weiter erhöhen“, so Unger weiter. Im Allgemeinen ist zu erwarten, dass die in den entwickelten Ländern geplanten Energiesparmaßnahmen durch das starke Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern (insbesondere China) wettgemacht werden. Die Bevölkerungsentwicklung und die Konvergenz der Volkswirtschaften werden damit auch weiterhin zu einem Anstieg des Rohölverbrauchs beitragen. Zudem werden steigende Produktions-, Explorations- und Entwicklungskosten den Rohölpreis in die Höhe treiben.

In Europa wird die Nachfrage nach Rohöl angesichts der strengeren EU-Bestimmungen für CO2-Emissionen im Verkehr bis 2020 auch weiterhin um etwa 0,7% p.a. sinken. Zusätzlich gerät der Verbrauch aufgrund der zunehmenden Attraktivität elektrisch betriebener Autos unter Druck. Allein für 2020 sollte dies den Rohölverbrauch um etwa 4 Mio Tonnen reduzieren. „Die CEE-Region meldet einen deutlich niedrigeren Pro-Kopf-Verbrauch von Rohöl, wenngleich zwischen den einzelnen Ländern große Unterschiede bestehen (siehe Grafik). Von den CEE6 scheinen Polen und Rumänien das höchste Wachstumspotenzial aufzuweisen. Ausgehend von 60% des EU-Durchschnitts würde dies eine zusätzliche Nachfrage von 13,5 Mio Tonnen Rohöl bzw. 2% des gesamten EU-Bedarfs bedeuten“, merkt der Erste-Analyst an.



Im Downstream-Bereich verbuchten die meisten Unternehmen während des Abschwungs beträchtliche Verluste und fahren auch derzeit nur bescheidene Gewinne ein. Der Ausblick auf die Zukunft erscheint eher düster. Die Analysten der Erste Group weisen auf jene Faktoren hin, die die Kapazitätsauslastung, die Margen und die Investitionen in das europäische Raffineriesegment in Zukunft beeinflussen werden: langfristig der Umstieg der Konsumenten von Benzin auf Dieselautos; die von der EU verordnete Reduktion des CO₂-Ausstoßes im Verkehr; Elektroautos (Hybridfahrzeuge); und Energiesparprogramme. Insbesondere setzen die Europäer auch weiterhin zunehmend auf Dieselfahrzeuge. Daher gestaltet sich die europäische Handelsbilanz von Destillaten für Diesel negativ und für Benzin positiv. Davon sollten in Europa ganz klar Raffinerien mit höherer Komplexität, die einen hohen Anteil an mittleren Destillaten produzieren können, profitieren. In dem von der Erste Group analysierten Universum ist MOL am besten positioniert (Raffinerie in Bratislava). INA modernisiert derzeit Raffinerieanlagen in Sisak und Rijeka.

Gassegment

Der europäische Gasmarkt ist speziell durch langfristige Verträge und ein sehr dichtes Pipeline-Netz gekennzeichnet. Derzeit wird Gas zum Großteil aus drei Regionen geliefert: der Nordsee (Norwegen, Niederlande und Großbritannien), Russland und Naher Osten/Afrika. In der Vergangenheit wurde hauptsächlich russisches Gas in den CEE-Raum geleitet, während Westeuropa die zwei anderen Quellen nutzen musste. Obwohl die europäische Abhängigkeit von Russland oft diskutiert wird, förderte die EU laut BP immerhin 58% des eigenen Bedarfs (2009 insgesamt 464 BCM).

Andererseits verfügt die EU nur über einen kleinen Bruchteil der weltweit existierenden Gasreserven. Den größten Anteil daran besitzt Norwegen (etwa 10 Verbrauchsjahre bzw. 17 Förderjahre). Thomas Unger erklärt: „Global gesehen sind die EU-Reserven vernachlässigbar niedrig, da sich die derzeit bekannten Lagerstätten hauptsächlich in Russland (GUS) und im Nahen Osten befinden. Unkonventionelle Formen der Gasexploration könnten hier jedoch eine Änderung bewirken. Für Europa bestehen starke Anreize zur Ausweitung seiner Gasressourcen, da die bestehenden bald erschöpft sein werden. Zudem sollen auch die CO₂-Emissionen gesenkt (bei der Verbrennung von Gas entstehen nur halb so viele Emissionen wie bei der Verbrennung von Kohle) und die Energiesicherheit erhöht werden. Die Ressourcen scheinen vorwiegend im nördlichen Teil Europas konzentriert zu sein – in der Nordsee, in Schweden, Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Polen und den Baltischen Ländern, aber auch in den Karpaten (Rumänien).“

Was den Gastransport betrifft, werden viele Projekte vermutlich auf Eis gelegt, da die Gaspreise derzeit äußerst niedrig sind. Flüssigerdgas (LNG) wird jedoch eine zunehmend wichtige Rolle spielen (die Ukraine plant einen 10-BCM-Terminal für Flüssigerdgas, und auch Polen und die Baltischen Länder überlegen den Bau von Terminals). Allerdings wird Flüssigerdgas immer die teurere Option bleiben, verglichen mit einer lokalen Förderung bzw. konventionellen Gasexporten über Pipelines.

Das Vorkommen von (unkonventionellem) Gas ist hingegen relativ ausgiebig und fair verteilt. Der Nachfrageeinbruch, das zunehmende Angebot an Flüssigerdgas (womit Gas zu einem handelbaren Rohstoff wird) und die Erschließung von Schiefergas bringen den Preis von Erdgas unter Druck. Andererseits veranlassen die geforderte Reduzierung von CO₂-Emissionen in Europa die Stromproduzenten dazu, von Kohle auf alternative Energieträger umzusteigen, wobei gasbefeuerte Anlagen die am schnellsten verfügbare Alternative darstellen (etwa drei Jahre Bauzeit, halbe Menge an CO₂-Emissionen). Natürlich sollte auch die Energienachfrage aus Asien dazu beitragen, dass Angebot und Nachfrage bei Erdgas im Gleichgewicht bleiben. Was den mittelfristigen Ausblick für den Erdgaspreis betrifft, bleiben die Analysten eher optimistisch und erwarten einen Preis von USD 5,5 – 6,5/MCF.

Empfehlungen und Kursziele der Erste Group Analysten:

9/27/2010 Company	Curr. EUR/mn	Meap price	Current		Target price		Upside potent.	Recommendation		Performance (EUR terms)			
			price	NEW	OLD	NEW		OLD	NEW	OLD	1M	3M	6M
INA	HRK	2,249	1,640	2,200	1,658	34.1%	Buy	Accumulate	0.0	-4.1	-7.3	-1.4	
Kuczyk Oil Ventures	PLN	154	1.56	2.00	—	28.2%	Buy	—	-3.1	-12.4	—	—	
Lotos	PLN	1,030	31.35	32.00	25.00	2.1%	Hold	Reduce	5.3	2.8	4.0	27.9	
MOL	HUF	7,727	20,500	24,400	18,500	19.0%	Accumulate	Hold	-1.7	10.2	0.8	31.3	
OMV	EUR	8,028	26.88	36.50	39.00	35.8%	Buy	Buy	3.7	7.5	-1.5	2.1	
Petkim	TRY	1,158	2.30	2.54	2.40	10.4%	Accumulate	Accumulate	6.5	10.1	28.4	49.8	
Petrom	RON	4,411	0.33	0.38	0.32	14.8%	Accumulate	Accumulate	-0.6	9.3	-2.9	27.9	
PKN	PLN	4,381	40.49	43.00	30.00	6.2%	Hold	Reduce	4.1	8.0	4.6	35.0	
Tupras	TRY	4,602	36.50	40.00	39.50	9.6%	Hold	Buy	7.4	17.7	9.0	48.4	
Unipetrol	CZK	1,564	212.00	191.00	140.00	-9.9%	Reduce	Reduce	-5.7	13.4	35.2	49.7	

Source: Erste Group estimates

- OMV ist einer der Spitzentitel. Die Erste Analysten wiederholen die Buy-Empfehlung. Die OMV-Aktien erhalten zwar nicht jene Aufmerksamkeit, die sie verdienen, doch sind die Analysten davon überzeugt, dass das Unternehmen in der Lage sein wird, sein solides Betriebsergebnis zu halten. Auf Grund von Änderungen in der Bewertungsmethode liegt das neue Kursziel nun bei EUR 36,5 (zuletzt EUR 39).
- Das Kursziel von Petrom hat sich um 19% auf RON 0,38 je Aktie erhöht und liegt damit über dem letzten Zielkurs von RON 0,32. Angesichts dieser Steigerung und dem für Upstream-Einrichtungen anhaltend günstigen Umfeld geben die Analysten eine Accumulate-Empfehlung ab. Die Erhöhung des Kursziels ergab sich aus einer Überarbeitung der Schätzung. Rumänien plant den Verkauf eines 9,8%-Anteils an Petrom, was den Streubesitz ausweiten wird. Nach Abschluss dieser Maßnahme ist 2011 mit großer Wahrscheinlichkeit eine

Kapitalerhöhung um EUR 600 Mio zu erwarten. Diese wurde in den Schätzungen jedoch nicht berücksichtigt, da sie noch nicht endgültig beschlossen wurde.

- INA blieb in den vergangenen zwölf Monaten auf Grund niedriger Liquidität und der schwachen Wirtschaftsentwicklung in der Balkanregion hinter anderen Öl- und Gasunternehmen zurück. Die Finanz- und Geschäftsaussichten sind für INA jedoch viel versprechend. Impulse für ein Gewinnwachstum sollten vor allem die Modernisierung von Raffinerien (höhere Auslastung), eine steigende Produktion von Kohlenwasserstoffen und Kostensenkungsmaßnahmen liefern. Das 12M-Kursziel beträgt HRK 2.200/Aktie – Buy-Empfehlung.
- MOL ist dank der kürzlich erfolgten Konsolidierung von INA ein voll integriertes Öl- und Gasunternehmen mit wachsenden Upstream-Kapazitäten. Steigende Preise für Kohlenwasserstoffe, eine wachsende Produktion, eine allmähliche Erholung des Raffinerie- und Petrochemiegeschäfts und ein stabiles Gasgeschäft sollten dem EBIT eine kräftige Wachstumsdynamik verleihen. Das 12M-Kursziel wurde von HUF 18.500 auf HUF 24.400 erhöht und die Analysten empfehlen für MOL Accumulate.
- Unipetrol war in Prag 2010 bisher eine der Aktien mit der besten Performance. Dank des starken Petrochemiesegments konnte Unipetrol im operativen Geschäft wieder einen Gewinn verzeichnen. Für 2011 sehen die Erste Analysten allerdings kaum Potenzial für eine weitere Margenverbesserung. Die Analysten haben das 12M-Kursziel von CZK 140 auf CZK 191 angehoben, behalten aber deren negative Einschätzung für das Unternehmen bei und empfehlen Reduce.

[Report CEE Oil & Gas \[pdf; 1.7 MB\]](#)

[Zurück](#)