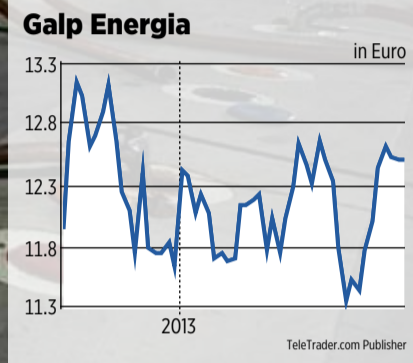
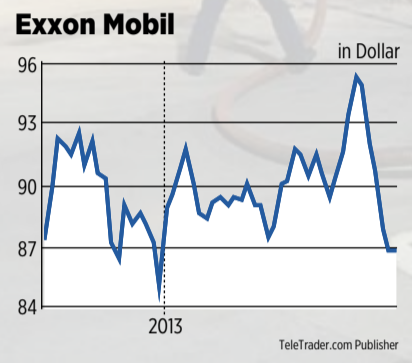
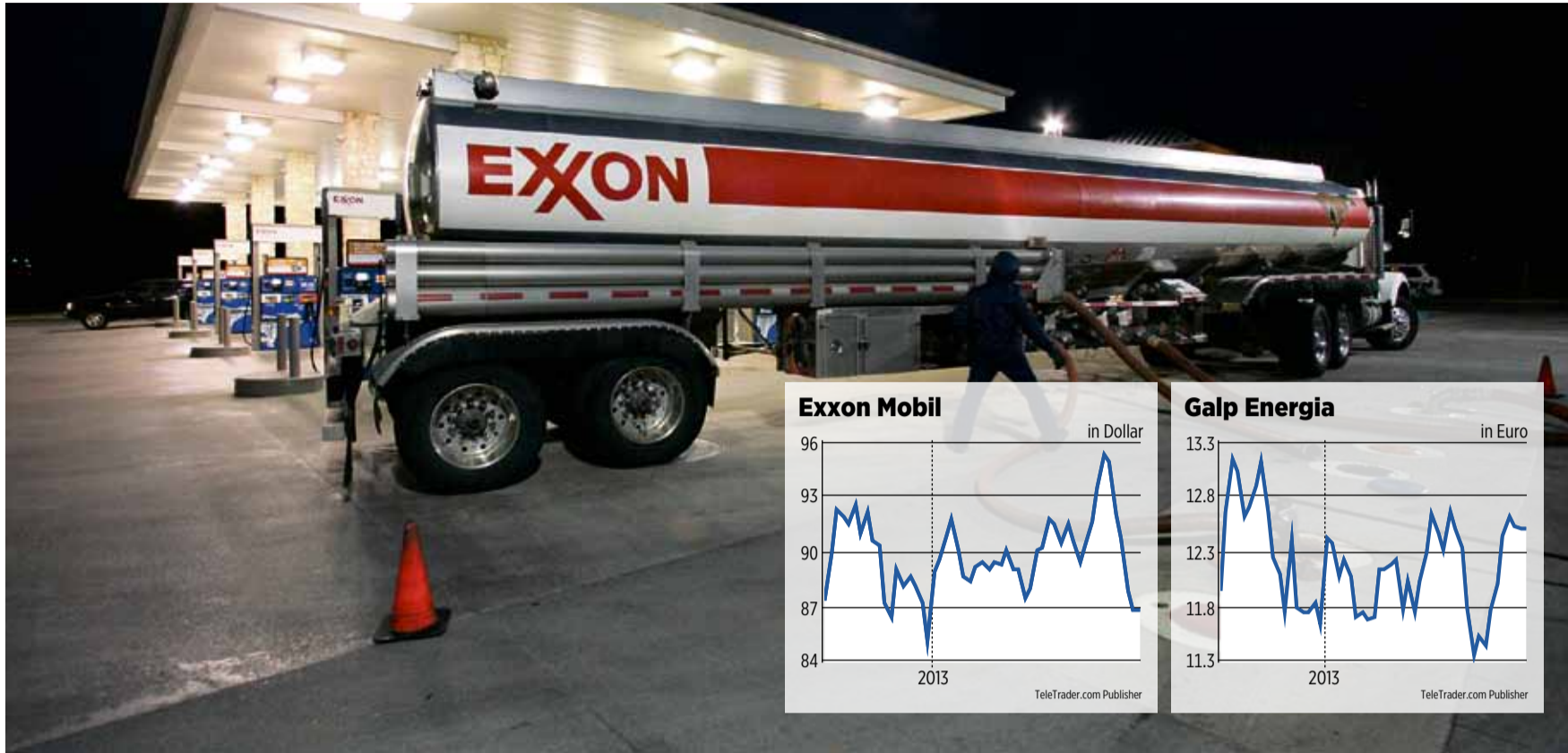


Klein schlägt Gross

Aktien Die grossen Ölfirmen kämpfen mit hausgemachten Problemen. Interessanter sind jetzt Nischenplayer.



Tankwagen von Exxon: Die Super-Ölkonzerne werden zunehmend Opfer ihrer eigenen Grösse.

JULIA GROSS

«Horrorvorstellung» nannten Analysten der amerikanischen Investmentbank Jefferies die Resultate von Exxon und Chevron. Genau wie die europäischen Konkurrenten BP und Shell lieferten die beiden Ölmultis im zweiten Quartal enttäuschende Ergebnisse. Exxons Gewinn brach gegenüber dem Vorjahresquartal um 56 Prozent ein. Bei Chevron schrumpfte der Überschuss um ein Viertel. BP und Shell erzielten ebenfalls 20 bis 25 Prozent weniger Gewinn. Die Aktienkurse gaben entsprechend nach.

Dabei deutete in den vergangenen Monaten vieles auf glänzende Geschäfte für die grossen Ölkonzerne hin. Der steigende Preis für die amerikanische Ölsorte WTI, der anhaltende Schiefergas- und Ölboom in den USA sowie die Erholung der Wirtschaft liessen die Kurse von Exxon- und Chevron-Aktien auf neue Allzeit-Höchststände klettern.

Ende Juli folgte das böse Erwachen. Zusammen erzielten die vier Ölriesen im abgelaufenen zweiten Quartal einen Gewinn von 28 Milliarden Dollar. Das klingt zwar nach einer überwältigenden Summe. Vor fünf Jahren waren es allerdings noch 10 Milliarden Dollar mehr. Auch die Produktion der vier Mammutkonzerne lag 2008 noch um 300 000 Fass über der aktuellen Menge von 13,6 Millionen Fass Öl pro Tag.

Tatsächlich spiegeln die schlechten Ergebnisse tiefere Probleme der Ölriesen wider, die viele Investoren aufgrund der scheinbar günstigen Bewertung, der um-

fangreichen Aktienrückkaufprogramme und der Dividendenrenditen verdrängt haben. Fakt ist: Die integrierten Super-Ölkonzerne werden zunehmend Opfer ihrer eigenen Grösse. Es wird für sie immer schwieriger, ihre Produktionsmengen zu steigern. Gleichzeitig leiden die Margen unter steigenden Produktionskosten.

Kleine Anbieter besser aufgestellt

Für Anleger gibt es bessere Alternativen. «Mittelgrosse amerikanische Ölfirmen konnten positiv überraschen», sagt zum Beispiel Branchenexperte Daniel Würmli, Manager des Equity Fund Selection Energy bei der Kantonalbanken-Fondstochter. Auch bei den Ölservice- und einigen Gasunternehmen läuft das Geschäft wesentlich runder als bei den Branchenführern – vor allem ist bei ihnen deutlich besser abzusehen, wie die Entwicklung in den kommenden Jahren aussehen könnte.

«Die Visibilität bei Exxon ist wirklich schlecht», sagt Charles Whall, einer der Portfoliomanager des Investec-Global-Energy-Fonds. «Der Konzern hat jahrelang zu wenig investiert. Jedes Fass, das ein Unternehmen fördert, muss durch mindestens ein Fass neuer Reserven ersetzt werden. Bei Exxon könnte die Quote der ersetzten Reserven in Zukunft unter 100 Prozent fallen.» Shell und BP liegen bereits jetzt unter dieser Marke. Zwar spricht man beim texanischen Multi Exxon von aggressivem Wachstum der Produktionsmenge – plus 14 Prozent in den kommenden vier Jahren. Tatsächlich ist die Produktion in

den vergangenen acht Quartalen aber geschrumpft. Gleichzeitig sinkt die Profitabilität. Exxons Gewinn pro Fass Öl oder Gas fiel beispielsweise um 23 Prozent. Daran sind nicht nur niedrigere Rohstoffpreise schuld. «Die Kosten bei den grossen Konzernen laufen aus dem Ruder», meint Charles Whall. Erschliessungsprojekte werden immer teurer.

Tiefseebohrungen und unkonventionelle Förderungen beispielsweise aus Teersand rechnen sich erst bei Ölpreisen um die 100 Dollar pro Fass. Etwa die Hälfte der Investitionen der Ölriesen entfällt mittlerweile auf solche Vorkommen. Auf andere Reserven haben die Multis immer seltener Zugriff, weil staatlich kontrollierte Konzerne wie Petro China oder Pemex zum Zug kommen. Zudem steigen die Personalkosten, weil es mit den vielen neuen kleineren Öl- und Gasfirmen viel mehr Wettbewerb um Angestellte gibt.

Wachstum in Brasilien

Ausgerechnet beim Schiefergas- und Ölboom in den USA bewiesen Exxon & Co. kein gutes Händchen. Zu spät erkannten sie das Potenzial, kauften sich dann teuer ein. Bei Weitem nicht alle Vorkommen werfen bei dem derzeit niedrigen Gaspreis wirklich attraktive Profite ab. Am besten gelingt dies noch Firmen, die hochspezialisiert und fokussiert auf das Marktsegment sind. Shell schrieb im zweiten Quartal 2 Milliarden seiner 24 Milliarden Dollar schweren Schiefergasinvestitionen in Amerika ab.

«Die kleinen Unternehmen sind interessanter», resümiert Daniel Würmli von

Swisscanto. In den USA gelten etwa Cabot Gas und Range Resources als die Firmen, die sich die besten Förderregionen für Schiefergas gesichert haben. Range Resources überraschte im Juli mit einem 50-prozentigen Umsatzanstieg auf 673 Millionen Dollar fürs zweite Quartal. Marktbeobachter hatten nur mit 420 Millionen Dollar gerechnet. Die Aktie legte nach dieser Nachricht um glatte 12 Prozent zu. In den kommenden Jahren soll Range Resources um 20 bis 25 Prozent pro Jahr wachsen.

Als aussichtsreich gelten auch die britische BG Group und Galp aus Portugal. Beide sind mit Rechten an Rohstoffvorkommen in Brasilien sehr gut aufgestellt. Die BG Group ist aber stark in Ägypten engagiert und könnte bei weiteren politischen Unruhen dort unter Druck geraten. Galp baut seine Produktion zurzeit massiv aus. Die neueste Offshore-Anlage in Brasilien ist soeben planmässig in Betrieb gegangen und soll bis Ende des Jahres 75 000 Fass Öl pro Tag fördern. Das ist das Dreifache der durchschnittlichen Gesamtproduktion von 2012.

«Wir haben auch Ölservice-Unternehmen stark übergewichtet», sagt Charles Whall von Investec Asset Management. Konzerne wie Halliburton und Schlumberger liefern vielen kleineren Firmen technologische und managementtechnische Expertisen. Beide übertrafen im zweiten Quartal mit 20 Prozent Umsatzanstieg die Erwartungen der Analysten. Halliburton hat zudem ein 3 Milliarden Dollar schweres Aktienrückkaufprogramm gestartet.

AKTIEN-TIPPS



Andreas M.E. Lusser
The Screener Investor Services, Zürich

C&C Group (GCC): Kaufen

Die Börse hat Chef Stephen Glancey nichts geschenkt. Während der irische ISEQ Index dieses Jahr über 20 Prozent zulegen, findet sich der Kurs des global aktiven Mostproduzenten rund 8 Prozent im Minus. Im letzten Quartal sind Umsatz und Ertrag im Heimmarkt eingebrochen. Akquisitionen wie die Vermont Hard Cider Company in den USA beginnen aber Wirkung zu zeigen. Und der optimistische Ausblick von Chef Glancey gab dem Kurs Schwung. **Risiko:** Der Erfolgsausweis der Zukäufe im In- und Ausland ist noch zu erbringen.

Marktkapitalisierung (in Milliarden Franken)	1,75
Dividendenrendite (in Prozent)	2,2
Ausschüttungsquote (in Prozent)	28,5
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2016	12,9
Performance 2013 (in Prozent)	-8

Diageo (DGE): Kaufen

Der Marktwert des grössten Spirituosenherstellers der Welt liegt mit rund 80 Milliarden Dollar doppelt so hoch wie jener der Nummer zwei, Pernod-Ricard. Die Prognosen für den Konzern sind optimistisch. Mit Marken wie Johnny Walker, Smirnoff und Guinness verfügen die Briten über ein starkes Sortiment. Zudem ist Diageo in Wachstumsmärkten stark positioniert. 40 Prozent des Umsatzes stammen bereits von dort. **Risiko:** DGE ist ein klassisch defensiver Ertragswert. Branchenbedingt weist die Aktie ein hohes KGV auf.

Marktkapitalisierung (in Milliarden Franken)	72,8
Dividendenrendite (in Prozent)	2,8
Ausschüttungsquote (in Prozent)	36
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2016	12,8
Performance 2013 (in Prozent)	13

www.thescreener.com

The Screener ist Spezialist für unabhängige Aktienbewertungen und beurteilt Aktien, Fonds und ETF weltweit. Die Analysefirma greift dabei auf öffentlich zugängliche Daten zurück und verarbeitet diese mit mathematischen Modellen zu Ratings und Analysen. Diese finden unter anderem bei Vermögensverwaltern und institutionellen Anlegern Verwendung. Die Unternehmensleitung von The Screener ist selber nicht in die oben vorgestellten Werte investiert. Das Unternehmen unterhält Büros in Nyon, Zürich und Singapur.

BÖRSENAUSBLICK

Reisebranche im Blick

Donnerstag, 22. August Der Zahnimplantate-Hersteller **Nobel Biocare** präsentiert Semesterergebnisse. Die Aktie des als Turnaround-Fall geltenden Unternehmens legte in den letzten sechs Monaten um mehr als ein Drittel zu. Nun wird sich zeigen, ob die Vorschusslorbeeren der Börse gerechtfertigt waren. Ebenfalls Halbjahreszahlen publizieren Fluglinien-Caterer **Gategroup**, Reiseveranstalter **Kuoni** und Nahrungsmittelproduzent **Orior**.

Freitag, 23. August Das Feinchemieunternehmen **Bachem** präsentiert die Zahlen des ersten Semesters. Der Broker Helvea erhöhte kürzlich das Kursziel für die Bachem-Aktie auf 45 Franken. Die Aktie von Bachem notiert zurzeit knapp unter diesem Niveau. Zahlen erreichen die Anleger ausserdem von der Berner Kantonalbank **BEKB** sowie vom Industrieunternehmen **Gurit**. Die Firma hatte letzten Juli den Ausblick für das Gesamtjahr nach unten angepasst und damit den Kurs unter Druck gebracht. Innert sechs Monaten verlor die Aktie 12 Prozent.

Montag, 26. August Der grösste Schweizer Energieversorger **Alpiq** publiziert sein Halbjahresergebnis. Die Betreiberin des Kernkraftwerks Gösgen ist stark von der Debatte rund um den Ausstieg aus der Atomenergie betroffen und befindet sich derzeit in einer Transformationsphase. Der Alpiq-Aktienkurs legte innert einem halben Jahr um 5 Prozent zu. Ebenfalls Semesterzahlen melden der **Flughafen Zürich**, Pharmazulieferer **Siegfried** und das Medienunternehmen **Publigruppe**.

Dienstag, 27. August Das Industrieunternehmen **Bossard** und die Bank **Valartis** publizieren das Ergebnis des ersten Halbjahrs. Ebenfalls von Interesse ist der Zahlenkranz von **Orascom**; das Bauunternehmen errichtet in Andermatt UR ein Ferienresort. In Amerika präsentiert das Schmuckunternehmen **Tiffany** Ertragszahlen – ein Hinweis auf das Geschäft von **Richemont** und **Swatch**.

Mittwoch, 28. August Milchprodukt-Hersteller **Emmi** vermeldet sein Halbjahresresultat. (sg)

ANLEGERFRAGE

«Emmi verkauften wir zur Gänze»

Markus Rügsegger ist Manager des Nebenwerte-Fonds von **Quantex**. Das Vehikel investiert in mittlere, kleinere und kleinste Firmen in der Schweiz und Europa.

Wie schätzen Sie das Anlageklima derzeit ein?

Markus Rügsegger: Die Luft ist ganz klar dünner geworden. Schweizer Aktien – vor allem Mid und Large Caps – haben dieses Jahr eine womöglich zu erfreuliche Performance hingelegt. Vor allem risikobehaftete Titel legten massiv zu. Es stellt sich deshalb die Frage, ob sich die Kurse nicht von der makroökonomischen Lage abgekoppelt haben. Die Krise in Europa ist unseres Erachtens keineswegs ausgestanden und wir gehen davon aus, dass sie nach den Wahlen in Deutschland wieder aufflackern wird.

Wo kaufen Sie derzeit zu?

In den letzten Wochen kam es nur zu kleineren Arrondierungen. So kauften



Markus Rügsegger
Fondsmanager Quantex

wir Bucher und Interroll und stockten unter anderem bestehende Positionen in Centrotec Sustainable, Paul Hartmann und KWS Saat auf.

Welche Positionen stossen Sie ab?

Kursgewinne nutzten wir zur Reduktion der Positionen in Agrana Beteiligungs-AG sowie Carl Zeiss Meditec. Emmi verkauften wir zur Gänze.

Auf welche Werte wollen Sie nicht verzichten?

Nicht verzichten möchten wir auf unsere ausserbörslich gehandelten Aktien. Diese verleihen dem Depot Stabilität.

Welches war Ihr bester Anlageentscheid der letzten Wochen?

Unser Hauptaugenmerk liegt in erster Priorität auf einer überdurchschnittlichen Bilanzqualität. Dazu gesellt sich ein überdurchschnittlich langfristiger Anlagehorizont. Aus diesem Grund sprechen wir bei uns nicht von Wochen. Wenn man trotzdem ein Unternehmen herauspicken will, wäre es sicherlich Kardex, welche dieses Jahr eine Kursavance von über 50 Prozent hinlegen konnte.

Und welches der schlechtesten?

Sehr enttäuscht waren wir vom Investment in K+S Aktiengesellschaft. Nach dem Entscheid von Uralkali, aus dem Kartell auszusteigen, haben wir die Position sofort glattgestellt.

INTERVIEW: ROBERTO STEFANO