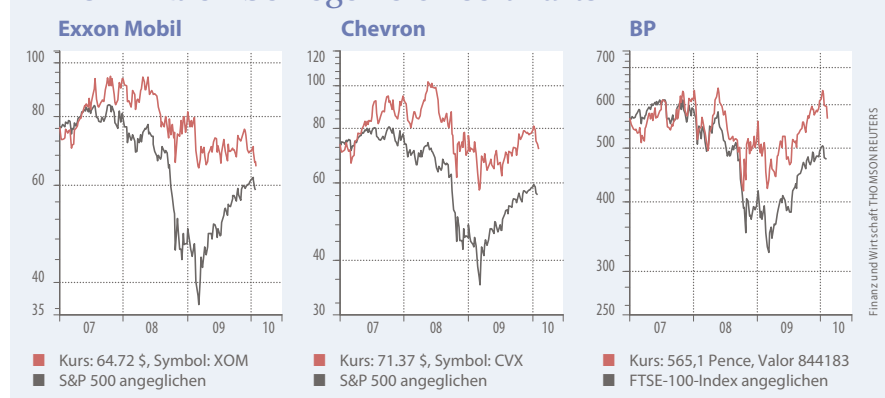


Europäische Öl- und Gasmultis sind Dividendenperlen

	Kurs am	Perf. in %	Börsenwert	Umsatz in Mrd. \$			Gewinn/Aktie in \$			KGV	Div.-Rendite
	4.2. in \$	seit 1.1.		2009	2010 <sup>A</sup>	2011 <sup>A</sup>	2009	2010 <sup>A</sup>	2011 <sup>A</sup>		
Exxon Mobil	64.72	-5,1	307	285	403	490	4.01	5.30	6.64	11	2,7
Chevron	71.37	-7,3	143	167	193	258	5.69	7.55	10.04	9	3,9
Conoco Phillips	48.16	-5,7	71	149	208	246	3.62	5.97	7.16	8	4,2
Royal Dutch Shell	54.52	-9,5	167	278	331	360	2.04	3.07	3.67	8	6,3
BP	53.48	-7,8	167	236	294	321	0.89	1.02	1.14	8	6,4

<sup>A</sup>Schätzung Quelle: Bloomberg

Exxon-Aktien bewegen sich seitwärts



In der Raffinerieindustrie gibt es rezessionsbedingt Überkapazitäten.

# Raffineriegeschäft belastet

Öl- und Gasmultis melden Verluste im Downstreambereich – Langfristig keine Besserung in Sicht

MARTIN GOLLMER

Die schwache Ertragslage der Raffinerien lastet auf den Ergebnissen der Öl- und Gasmultis für das vierte Quartal 2009. Bislang letzter Zeuge ist Royal Dutch Shell, die am Donnerstag über das vergangene Vierteljahr berichtete. Der britisch-niederländische Konzern konnte zwar wieder einen Gewinn von 1,96 Mrd. \$ erwirtschaften, nachdem im Vorjahr noch ein Verlust von 2,81 Mrd. \$ herausgeschaut hatte. Doch in der Downstreamdivision, welche die Raffinerie des geförderten Öls und die Vermarktung der raffinierten Produkte umfasst, resultierte ein Verlust von 427 Mio. \$.

In den Tagen zuvor hatten schon andere Energiemultis ein schlecht laufendes Raffineriegeschäft gemeldet. Die britische BP machte auf Basis der Wiederbeschaffungskosten einen hauchdünnen Gewinn von 15 Mio. \$, verlor aber mit den Raffinerien in den USA 625 Mio. \$. Die amerikanische Exxon Mobil verzeichnete im Downstreambereich ein Minus von 189 Mio. \$, die kleineren US-Konkurrenten Chevron und Conoco Phillips mussten 613 respektive 204 Mio. \$ ans Bein streichen. Wie Shell erzielten diese Konzerne jedoch im vierten Quartal über alle Geschäftsbereiche hinweg einen Gewinn.

## Margen unter Druck

Grund für die Verluste im Raffineriegeschäft sind die gesunkenen Margen. Höhere Notierungen für das Ausgangsgut Öl konnten nicht mit höheren Preisen für raffinierte Produkte wie Benzin, Diesel oder Flugpetrol kompensiert werden. Wegen der

Rezession in grossen Teilen der Welt ging die Nachfrage nach diesen Waren zurück. BP-Chef Tony Hayward sagte, die Raffineriemargen hätten sich in den letzten drei Monaten von 2009 «auf dem tiefsten Niveau seit fünfzehn Jahren» befunden.

Zudem drücken Überkapazitäten auf die Preise für raffinierte Produkte. «Es gibt einen bedeutenden Kapazitätsüberhang in der Raffinerieindustrie, der durch die Rezession noch verschärft worden ist», erklärte Peter Voser, CEO von Shell. Iain Conn, Leiter des Downstreambereichs von BP, schätzte diesen Überhang weltweit auf 13 Mio. Fass (zu 159 Liter) pro Tag. Zur Überschusskapazität und zu den geschwundenen Margen beigetragen haben zahlreiche neue Raffinerien in Asien, die ihre Produkte zu sehr günstigen Preisen auf den Markt bringen.

Langfristig wird sich die Lage kaum verbessern – im Gegenteil. In Europa und in den USA führen Massnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz und zur Senkung des CO<sub>2</sub>-Ausstosses sowie die Präsenz von Ethanol und anderen Biotreibstoffen dazu, dass die Nachfrage nach Ölprodukten sinkt. Hayward sagte am Weltwirtschaftsforum in Davos, dass der Bedarf an Benzin in den entwickelten Ländern im Jahr 2007 die Spitze erreicht habe und seither zurückgehe.

Wie reagieren die Öl- und Gasmultis auf diese Situation? Shell hat gemäss Voser Initiativen auf den Weg gebracht, um den «Fussabdruck des Downstreambereichs auf weniger, aber profitablere Märkte» zu beschränken. Im laufenden Jahr soll die Zukunft von täglich 560 000 Fass Raffineriekapazität überprüft werden. Damit verbunden sein sollen ein Abbau von tau-

send Stellen und Kosteneinsparungen von mindestens 1 Mrd. \$. Auch Chevron will unprofitable Raffinerien und Tankstellen abstossen, gewisse Märkte verlassen und Arbeitsplätze streichen. Und Conoco Phillips beabsichtigt über zwei Jahre für 10 Mrd. \$ Assets zu verkaufen, liess aber offen, um welche es sich dabei handelt.

BP hat dagegen keine Pläne für Kapazitätsreduktionen im Raffineriegeschäft, hat aber in den vergangenen Jahren Millionen in die Modernisierung existierender Anlagen gesteckt. Exxon will ebenfalls an den vorhandenen Raffinerien festhalten.

## Auf Chevron und BP setzen

Was den Konzernchefs bei solchen Entscheidungen Kopfzerbrechen bereitet, ist, dass das Raffinieren ein sehr zyklisches Geschäft ist. Zwischen 1992 und 2003 betrugen die Margen zwischen 3 und 6 \$ pro Fass. In den sogenannten goldenen Jahren zwischen 2005 und 2008 stiegen sie auf durchschnittlich 12 \$. Im vierten Quartal 2009 war es nur noch ein Bruchteil davon: 1.49 \$ – 70% weniger als in der Vergleichsperiode des Vorjahres.

Auch Anleger haben unter solchen Umständen die Qual der Wahl. Zu empfehlen sind die Aktien von Chevron, weil sie das Raffinerieproblem offensiv angeht und weil sie in der Ölförderung überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten aufweist, die dank gut gefüllter Projektpipeline auch in Zukunft hoch gehalten werden können. Wer eine Dividendenstrategie fahren möchte, kann auf die europäischen Öl- und Gasmultis setzen, wobei BP in den Kostensenkungsbemühungen weiter fortgeschritten ist als Shell.

# Shell investiert gross in brasilianisches Ethanol

Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens mit Cosan – Andere Energiemultis sind vorangegangen

Royal Dutch Shell hat diese Woche die bisher grösste ausländische Investition in die brasilianische Ethanolindustrie angekündigt. Der britisch-niederländische Öl- und Gasmulti plant ein milliardenschweres Gemeinschaftsunternehmen mit dem Zucker- und Alkoholhersteller Cosan, um Ethanol zu produzieren und zu verkaufen, das aus Zuckerrohr gewonnen wird.

Shell wird über zwei Jahre verteilt 1,63 Mrd. \$ in das Joint Venture investieren. Für den europäischen Konzern ist es der erste bedeutende Vorstoss ins Gebiet der Biotreibstoffe. Zugleich handelt es sich um die bisher grösste Investition eines westlichen Energieunternehmens in die Ethanolpro-

duktion und -distribution. Die Partnerschaft mit Cosan gibt Shell Zugang zu einem der global grössten Märkte für Biotreibstoff: In Brasilien sind alle neu verkauften Autos mit sogenannten Flexfuel-Motoren ausgerüstet, die mit jedem beliebigen Gemisch von Ethanol und Benzin betrieben werden können. Das Gemeinschaftsunternehmen wird mit rund 4500 Tankstellen einer der grössten Treibstoffverkäufer in Brasilien sein.

Die Shell-Cosan-Verbindung gehört zu einer ganzen Reihe von Deals, welche die grossen Öl- und Gasunternehmen der Welt im Bereich der Biotreibstoffe in letzter Zeit abgeschlossen haben. Die amerikanische Exxon Mobil beispielsweise inves-

tierte in ein Start-up, das Treibstoff aus Algen herstellt. Die britische BP bandelte mit einer Gesellschaft an, die Ethanol aus Pflanzenfasern produziert. Und die amerikanische Chevron schloss eine Partnerschaft mit einem kleinen Unternehmen, das Treibstoff aus Biomasse wie Rutenhirse fabriziert.

Shell konzentrierte sich bisher auf Biotreibstoffe der zweiten Generation, die nicht auf Nahrungsmittelpflanzen beruhen. Der Konzern finanzierte Forschungen der amerikanischen Codexis, die Enzyme entwickelt, die ungeniessbare Pflanzen in Ethanol konvertieren. Shell arbeitet zudem mit der kanadischen logen zusammen, die Treibstoff aus Weizenstreu produziert. **MG**

# Intel behält im Mikroprozessormarkt die Oberhand

Produktoffensive des Chipmarktführers – Finanzielle Lage von AMD hat sich verbessert, doch das Geschäft bleibt herausfordernd – Aktien von Intel bevorzugen

FRANK HEINIGER

Im Rennen der Computerchiphersteller gab es in den vergangenen Monaten – zumindest was die Kursentwicklung anbelangt – einen klaren Gewinner: Advanced Micro Devices (AMD). Während die Valoren von Branchenführer Intel kaum vom Fleck kamen, setzten die kleineren AMD – wohlgerne von einem tiefen Niveau aus – zum Höhenflug an (vgl. Kursgrafik). Auftrieb verlieh den Titeln im November die Meldung, dass der Konzern von Intel eine Entschädigung über 1,25 Mrd. \$ erhalte. Dafür werde AMD Klagen fallen lassen, in denen man den Erzrivalen der Wettbewerbsverzerrung bezichtigte.

Die Geldspritze kommt gelegen: AMD kann damit die hohen Nettoschulden reduzieren, die auf der Bilanz lasten. Operativ steht die Nummer zwei der Branche dafür weiterhin unter Druck. Zwar konnte AMD im Januar erstmals seit drei Jahren schwarze Quartalszahlen präsentieren. Für den Überschuss sorgten jedoch Intels Milliarden – andernfalls hätte ein Fehlbetrag von 57 Mio. \$ resultiert.

An der herausfordernden Situation für den «David» der Branche dürfte sich mittelfristig nichts ändern. Zwar wird auch AMD spürbar von der weiteren Erholung

des Computermarktes profitieren. So rechnet das Researchhaus IDC für das laufende Jahr – bei leicht sinkenden Durchschnittspreisen – mit einem Chipstückzahlwachstum von 15%. Allerdings scheint Intel hinsichtlich der Produktpalette zurzeit deutlich besser positioniert zu sein.

## Intel mit höheren Margen

Intel spielt im Kampf gegen AMD ihre enorme Grösse und Finanzkraft aus. Mit der Tick-Tock-Strategie wird die Schlagzahl im technologischen Wettrennen hoch gehalten: Der «Tick» symbolisiert dabei alle zwei Jahre die Einführung eines neuen Fertigungsprozesses mit kleinerer Strukturgrösse, während im Zwischenjahr mit dem «Tock» eine verbesserte Prozessorarchitektur nachgelegt wird. Früchte der Kombination zwischen der 2008 präsentierten Nehalem-Architektur und dem 32nm-Fertigungsverfahren waren im Januar an der weltgrössten Elektronikmesse CES zu sehen, an der Intel eine breite Palette neuer, leistungsfähiger Chips präsentierte. AMD wird wohl erst 2011 mit grösseren Stückzahlen an 32nm-gefertigten Prozessoren nachziehen können.

Für den Branchenführer spricht gegenwärtig auch das Segment der leistungs-

starken Serverprozessoren, wo das Momentum klar bei Intels Produkten liegt. Die hier erwarteten Marktanteilsverluste dürften AMD angesichts höherer Margen besonders schmerzen. Intels CEO Paul Otellini geht davon aus, dass Unternehmenskunden besonders in der zweiten Hälfte 2010 damit beginnen werden, ihre IT-Infrastruktur zu erneuern.

## Portable Computer gefragt

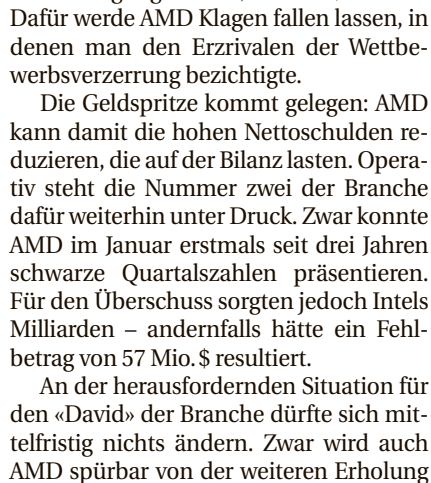
Zu guter Letzt dürfte Intel auch vom anhaltenden Trend zu portablen Rechnern profitieren: Im Dezember hat Intel Chips vorgestellt, deren Besonderheit in der Integration von Speichercontroller und Grafikprozessor liegt. Dadurch konsumieren sie weniger Platz und Strom und lassen sich kostengünstiger produzieren. Auch in diesem Bereich weist AMD laut Aussagen von Branchenanalysten Defizite auf.

Aufholbedarf haben sowohl Intel wie auch AMD im Bereich der Smartbooks, die künftig die Lücke zwischen Notebooks und Smartphones schliessen sollen. Dank steigender Leistungsfähigkeit dürften hier ARM-basierte Chips, die sonst in Mobiltelefonen verbaut werden, zum Zug kommen. Beide Konzerne hatten in diesem Segment eher devestiert: Intel stiess die

Mobilsparte 2006 für 600 Mio. \$ an Marvell ab, während AMD ihr Pendant 2009 an Qualcomm veräusserte.

Investoren sollten den Aktien von Intel den Vorzug geben, die im laufenden Jahr eine Dividendenrendite von 3,3% abwerfen dürften. Dank einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2010 von 11 sind sie moderat bewertet. Zudem weist das Unternehmen eine enorme Nettoliquidität von 11,7 Mrd. \$ auf. AMD hingegen dürfte operativ erst 2011 in die Gewinnzone stossen. Die Bilanz hat sich zwar deutlich verbes-

sert, doch weist der Konzern weiterhin eine Nettoschuldenlast von 1,9 Mrd. \$ auf. Positiv zu werten ist, dass er die Abspaltung von Global Foundries vorantreibt: Im vergangenen Jahr hatte AMD die Fertigungsstätten in ein Joint Venture ausgelagert, an dem der staatliche Investitionsfonds ATIC aus Abu Dhabi die Mehrheit übernahm. Nun wurden Spekulationen laut, dass die Investoren aus dem arabischen Emirat eine vollständige Akquisition der AMD-Anteile am Joint Venture ins Auge fassen würden.



**AMD bleibt operativ in der Verlustzone**

	Intel	AMD
Kurs am 4.2. in \$	19,02	7,19
Börsenkapitalisierung in Mrd. \$	105,0	4,8
Umsatz in Mrd. \$ <sup>A</sup>		
– 2010	40,7	6,4
– 2011	43,3	6,9
Op. Gewinn in Mrd. \$ <sup>A</sup>		
– 2010	13,1	0,3
– 2011	14,1	0,5
Gewinn in Mrd. \$ <sup>A</sup>		
– 2010	9,3	0
– 2011	10,1	0,2
Gewinn je Aktie 2010 in \$	1,66	–0,02
KGV 2010	11	n. s.
Rendite 2010 in % <sup>A</sup>	3,3	0
Anzahl Mitarbeiter	80 800	14 700

<sup>A</sup>Schätzung n. s. = nicht sinnvoll