

# Ölpreis und Ölgesellschaften

Die regelmässig abgehaltenen Zusammenkünfte der OPEC mit dem Ziel der Einschränkung der Ölförderung und somit höheren Ölpreisen halten uns die finanzielle Abhängigkeit dieser Länder von der Förderung und dem Preis des schwarzen Goldes vor Augen. Für den an Aktienanlagen interessierten Investor stellt sich daher die Frage, ob der Ölpreis für Ölwerte eine ebenso wichtige Determinante darstellt, wie dies für die Förderländer der Fall ist.

## 1. Erwartete Ölpreisentwicklung

Die Ölpreissituation ist trotz diversen OPEC-Treffen nach wie vor labil, was sich in relativ grossen täglichen Preisschwankungen äussert. Betrachtet man jedoch die Volatilität auf Jahresbasis, so betrug diese seit 1974 lediglich 9,83% (Standardabweichung). Während wir 1988 mit einem durchschnittlichen Ölpreis des WTI (West-Texas-Intermediate = Referenzpreis für Öl) von rund 16 \$ rechnen, erwarten wir 1989 einen Durchschnittspreis von knapp 15 \$.

Es stellt sich nun die Frage, ob Ölk Aktien trotz dem von uns erwarteten Ölpreistrückgang eine attraktive Anlage darstellen. Mit anderen Worten ist der Einfluss des Ölpreises auf die Unternehmensgewinne und Aktienkurse abzuschätzen, wobei zu bedenken ist, dass für die Ölgesellschaften nicht der Ölpreis während einiger Tage, sondern der Jahresdurchschnittspreis ausschlaggebend ist.

## 2. Die Sensitivität der Ölgesellschaften bezüglich des Ölpreises

Für den Investor ist letztlich die Veränderung des Aktienkurses massgebend, welche primär von der Verfassung des Aktienmarktes sowie von der Gewinnsituation der Unternehmen abhängt. Um den Einfluss des Ölpreises auf den Aktienkurs der Öltitel zu schätzen, gehen wir von einem

unveränderten Aktienmarkt aus. Das heisst, dass die prozentuale Aktienkursveränderung der prozentualen Gewinnveränderung entspricht. Unsere Schätzungen bezüglich der Preissensitivität der Öltitel kann der Tabelle auf der folgenden Seite entnommen werden, wobei die Auswahl der Firmen primär anhand ihres Bekanntheitsgrades erfolgte.

Die **relativ geringe Sensitivität der grossen Ölgesellschaften**, wie z.B. Royal Dutch, deren Gewinn pro Aktie bei einem Ölpreistrückgang von 16 \$ auf 15 \$ (-6,25%) lediglich um 4,5% abnimmt, mag den Leser erstaunen. Die Erklärung ist darin zu finden, dass Ölgesellschaften nicht nur Öl fördern, sondern dieses auch raffinieren und zusätzlich ein Standbein in der Chemie haben. Wir schätzen, dass die von uns untersuchten Gesellschaften 1988 im Schnitt ungefähr je einen Drittel des Betriebsgewinnes mit der Förderung, der Raffinerung und der Chemie erarbeitet haben.

Die unterschiedliche Sensitivität der Öltitel hängt daher im wesentlichen von der Aufteilung des Umsatzes und Gewinnes auf die drei Bereiche ab. Durch diese Diversifikation werden die Schwankungen des Ölpreises ziemlich stark geglättet, da z.B. im Falle sinkender Ölpreise die Gewinne im Förderungsbereich zwar nachgeben, aber zugleich die Margen im Raffineriegeschäft ansteigen. Dies daher, weil sich die Einstandskosten des Rohmaterials Öl sofort reduzieren, während die Absatzpreise z.B. für Benzin erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung und meist nur unvollständig gesenkt werden. Zugleich gehen die integrierten Ölgesellschaften bei tiefen Ölpreisen dazu über, vermehrt Öl auf dem Markt einzukaufen, statt es selbst zu fördern. Der Erfolg des Chemiebereichs hängt demgegenüber nicht primär vom Ölpreis, sondern vor allem von der konjunkturellen Entwicklung der Wirtschaft ab.

Trotz dieser Einschränkung geht aus unserer Übersicht aber klar hervor, dass – ausser bei Burmah Oil – die **Gewinne** der Ölgesellschaften insgesamt von einem steigenden Ölpreis profitieren und umgekehrt **unter einem fallenden Ölpreis leiden**. Somit läge die Schlussfolgerung nahe, dass aufgrund des von uns erwarteten Ölpreisszenarios Bestände an Ölk Aktien zu reduzieren sind. Dieser Schluss ist allerdings voreilig, da die Aktienkurse der Ölpapiere eben nicht nur von den erwarteten Gewinnen abhängen.

## Ölgesellschaften

Gesellschaft	Land	Betawert (5 Jahre)	Dividenden- rendite per 30.12.1988 in % <sup>1</sup>	Dividenden- ausschüttungs- quotient (1988E)	Geschätzte Veränderung in % <sup>2</sup>	
					Gewinn je Aktie	Aktienkurs
Burmah Oil	GB	1,11	4,6	0,40	0,3	0,3
Elf Aquitaine	F	0,86	5,8	0,35	- 4,0	- 4,0
Royal Dutch / Shell	NL (I)	0,69	5,6	0,65	- 4,5	- 4,5
Exxon	USA (I)	0,55	5,0	0,60	- 6,0	- 6,0
Phillips Petroleum	USA	1,07	3,7	0,25	- 6,0	- 6,0
Amoco	USA	0,55	4,7	0,45	- 6,5	- 6,5
Pennzoil	USA	0,27	4,2	0,90	- 7,0	- 7,0
Mobil	USA (I)	0,94	5,3	0,50	- 7,5	- 7,5
Atlantic Richfield	USA	0,78	5,0	0,50	- 9,0	- 9,0
British Petroleum	GB (I)	0,83	6,9	0,80	-10,0	-10,0
Imperial Oil	CDA	1,03	3,2	0,50	-10,5	-10,5
Chevron	USA (I)	0,80	5,7	0,60	-11,0	-11,0
Amerada Hess	USA	0,90	1,9	0,50	-13,5	-13,5
Unocal	USA	0,97	2,6	0,60	-18,0	-18,0
Texaco	USA (I)	0,60	5,9	0,90	-19,5	-19,5
Durchschnitt		0,80	4,7	0,57	- 8,9	- 8,9

<sup>1</sup> An Lokalbörse

<sup>2</sup> Bei einem Ölpreisrückgang (West-Texas-Intermediate) von 16 \$ auf 15 \$ pro Barrel (andere Faktoren konstant)  
(I) = Internationale Ölgesellschaft

### 3. Gründe für zu erwartende Abweichungen von der theoretischen Kursveränderung

Die Annahme, dass die übrigen relevanten Rahmenbedingungen bei Änderungen des Ölpreises stabil bleiben, ist wirklichkeitsfremd. Damit die Analyse nicht zu kurz greift, sind Sekundäreffekte mitzubersichtigen.

Gingen wir bisher von der Stabilität des Aktienmarktes aus, so reagiert dieser in der Realität stark auf Ölpreisveränderungen. Aufgrund höherer Ölpreise steigen die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, wodurch die Obligationenpreise gedrückt werden und deren Renditen sich erhöhen. Hierdurch verliert der Aktienmarkt gegenüber dem Obligationenmarkt an Attraktivität, was zu einer Tieferbewertung der Dividendenpapiere führt. Umgekehrt lassen bei fallenden Ölnotierungen die Inflationbefürchtungen nach, was steigende Bondpreise und einen starken Aktienmarkt zur Folge hat. Aus diesen Überlegungen folgt, dass die Ölpapiere bei steigendem Ölpreis wohl zulegen, aber nicht in dem von uns gemäss obiger Tabelle erwarteten Ausmass, da zugleich der Markt schwächer tendieren wird. Bei fallenden Ölpreisen stellt sich das umgekehrte Ergebnis ein, d.h. die Ölk Aktien werden kursmässig weniger stark als erwartet fallen, da der Aktienmarkt nach oben tendieren wird. Mit anderen Worten: Unter dem von uns erwarteten Szenario fallen der Ölpreise dürften die Kursverluste der Ölk Aktien geringer als gemäss Tabelle ausfallen.

Viele der Öltitel stellen heute qualitativ hochwertige Renditepapiere dar, die von vielen Investoren nicht aufgrund der erwarteten Gewinnentwicklung, sondern wegen der hohen Rendite gekauft werden. Werden nun die Gewinnerwartungen für diese Firmen infolge tieferer Ölpreise gekürzt, so werden die Kurse weniger als erwartet fallen, solange keine Dividendenkürzungen zu befürchten sind. Da die durchschnittliche Dividendenausschüttung lediglich rund 57% be-

trägt, dürften die Gewinne theoretisch um 43% fallen, bis eine Dividendenreduktion unumgänglich wäre. Ein Ausschüttungsquotient von 100% wäre aufgrund der hohen flüssigen Mittel, über welche die Mehrzahl der Gesellschaften verfügt, kein Problem. So besitzt z.B. Royal Dutch einen Kassabestand von rund 9 Milliarden US-\$.

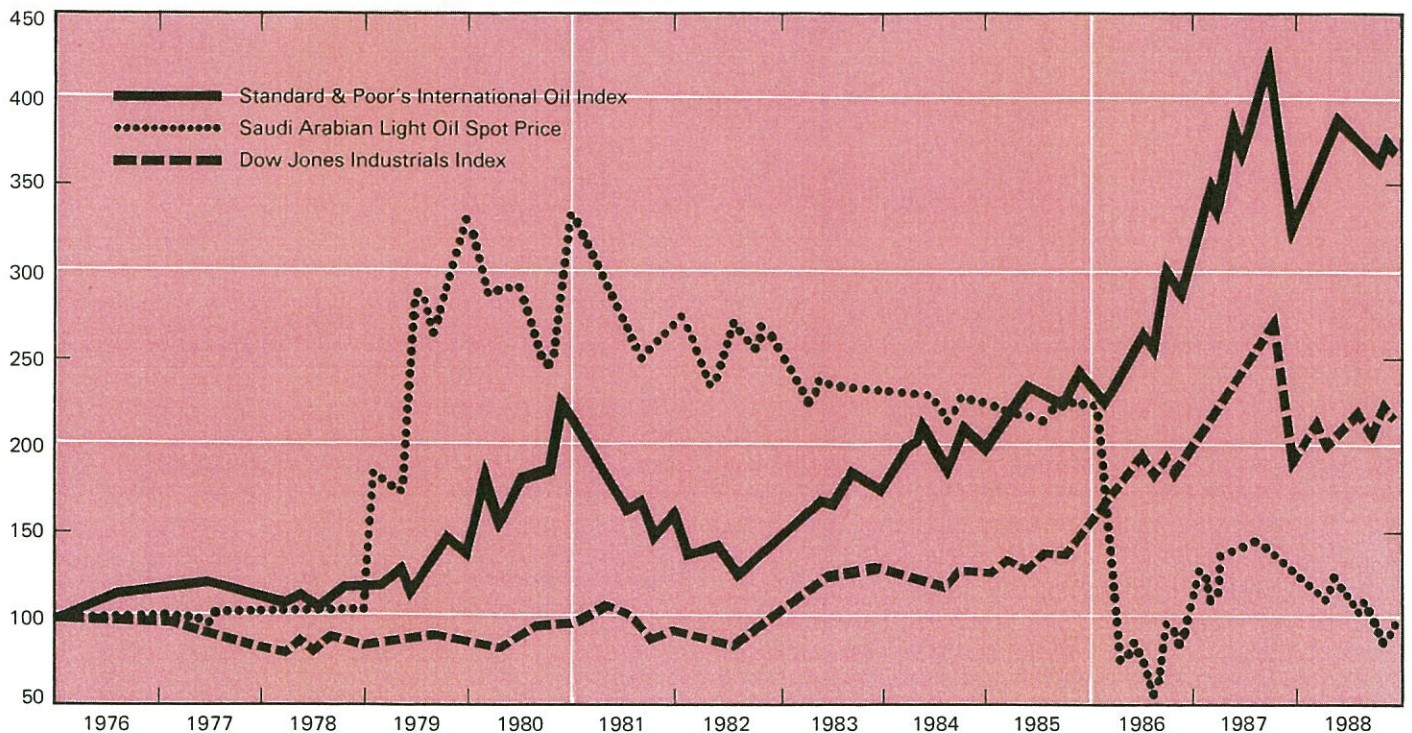
Längeranhaltende extreme Kursrückgänge sind auch durch die in einem solchen Fall zu erwartenden Aktienrückkäufe wenig wahrscheinlich. Dass die Mittel für solche Rückkäufe vorhanden sind, zeigte bereits obiges Beispiel. Die Gründe für die Aufnahme von Aktienrückkäufen, wodurch sich der Gewinn pro Aktie und somit indirekt auch der Aktienkurs erhöht, sind u.a. in der Angst der Managements vor unfreundlichen Übernahmeversuchen zu suchen.

### 4. Historische Kursentwicklung von Ölk Aktien bei unterschiedlichen Ölpreisen

Bei einer historischen Betrachtung der Auswirkungen unterschiedlicher Ölpreise auf die Aktienkurse internationaler Ölkonzerne bzw. deren relativer Performance fällt auf, dass diese von einem Ölpreiszerfall kaum beeinflusst wurden (vergleiche Grafik auf folgender Seite). Obwohl der Ölpreis Ende 1985 bis Mitte 1986 einem starken Zerfall ausgesetzt gewesen war, konnten die Öltitel performancemässig mit dem Gesamtmarkt mithalten.

Umgekehrt zeigten sie in der Periode 1979 bis 1980 eine bedeutend über dem Markt liegende Entwicklung, als die Ölnotierungen in die Höhe schossen. Es liegt somit die Vermutung nahe, dass die Kurssensitivität der Öltitel bei steigenden Ölnotierungen grösser als bei sinkenden ist.

## Indexierter Kursverlauf von Ölakten, Öl und Aktienmarkt



### 5. Fazit für den Investor

Die Rendite des Investors wird einerseits durch die Kursveränderung und andererseits durch die Dividendenrendite bestimmt.

Bei dem von uns erwarteten Ölpreisrückgang von 16 \$ auf 15 \$ in diesem Jahr ist für die betrachteten Gesellschaften mit einem Gewinnrückgang von durchschnittlich 8,9% zu rechnen. Dieser Gewinnrückgang dürfte von einem Kursverlust begleitet sein, der jedoch aufgrund obenerwählter Faktoren bedeutend weniger als 8,9% betragen wird. Die durchschnittliche Dividendenrendite von knapp 5% dürfte somit den erwarteten Kursverlust weitgehend kompensieren. Betrachtet man defensive Ölwerte (kleine Reaktion auf Ölpreisänderungen), so wird der (überschätzte) erwartete Kursrückgang durch die hohe Rendite sogar mehr als kompensiert.

Aufgrund des erwarteten Ölpreisrückganges drängt sich momentan **keine aggressive Haltung gegenüber Ölkonzernen auf. Defensive, qualitativ gute Werte mit hoher Dividendenrendite sollten jedoch gehalten werden.**

Wie unsere Ausführungen und obenstehende Grafik zeigen, haben internationale Ölgesellschaften längerfristig nicht schlechter als der Gesamtmarkt abgeschnitten. Zugleich weist die Mehrzahl der Aktien ein unter dem Gesamtmarkt liegendes Risiko (Betawert unter 1) auf, wodurch **Ölakten auf längere Sicht über ein positives Chancen/Risiko-verhältnis verfügen**. Aus diesen Überlegungen empfehlen wir längerfristig orientierten Investoren, **Kursrückschläge der erwähnten Papiere zum Aufbau von Positionen auf eine Marktgewichtung (Anteil am S&P 500 rund 11%) zu nutzen**.

