

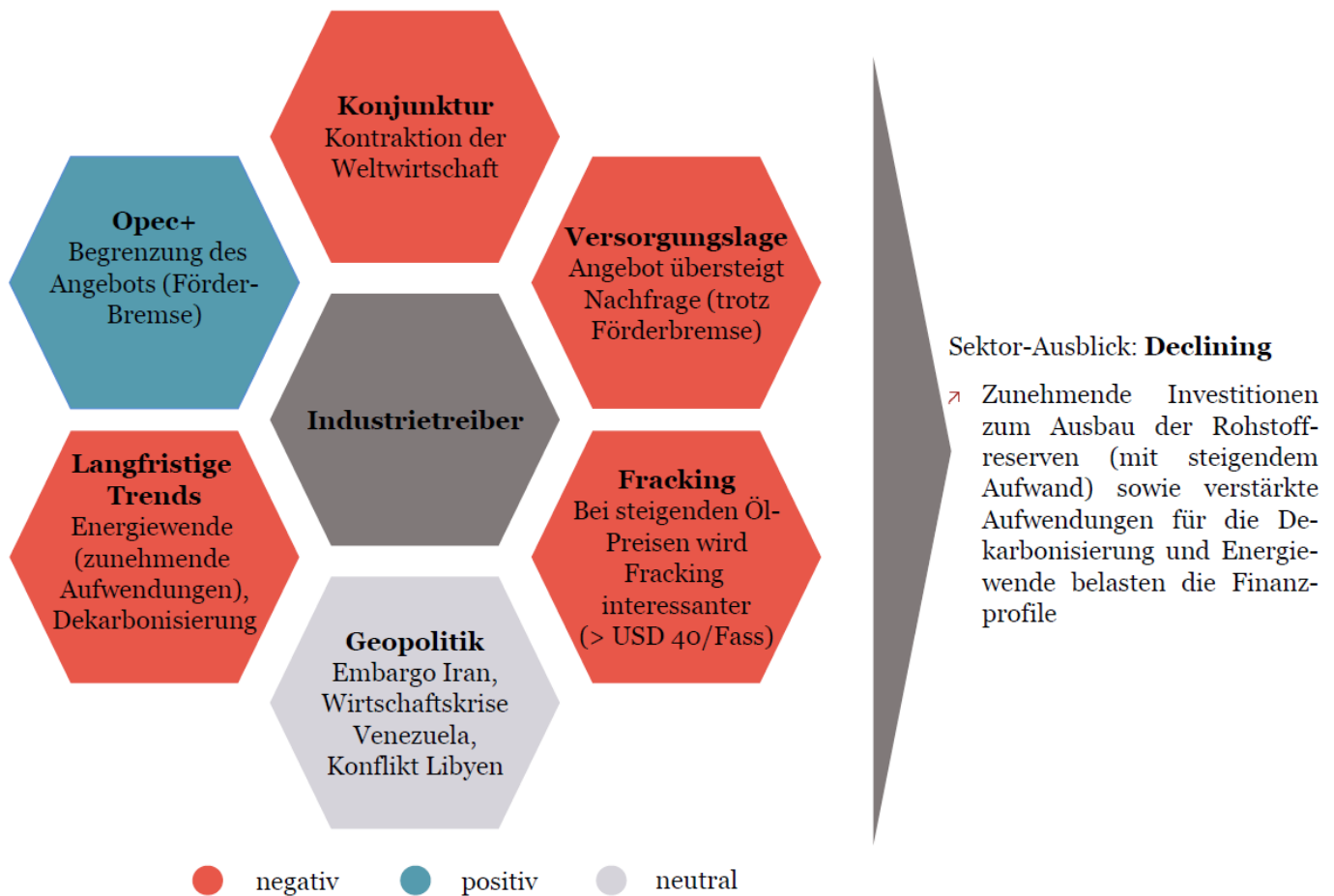
Branchen-Review: 15. Juli 2020/IST

Energiekonzerne im Wandel

Sektorencharakteristik

- Branche wird dominiert von multinationalen Ölkonzernen (Oil Majors) sowie von staatsnahen bzw. -eigenen Energieunternehmen. Diese vertikal integrierten Unternehmen haben Aktivitäten in den Bereichen Exploration und Produktion (Upstream; hohe Margen), Marketing, Raffination, Transport und Vertrieb (Downstream; tiefe Margen)
- Zyklischer Sektor, abhängig von der globalen Konjunktorentwicklung
- Hohe Investitionen zur Erschliessung neuer Rohstoffreserven sowie zunehmende Aufwendungen für erneuerbare Energieträger (Energiewende) oder umweltfreundlichere Treibstoffe (Erdgas)
- Hohe stabile Cashflows und solide EBITDA-Margen; ausgeprägte aktionärsfreundliche Finanzpolitik; flexible Kostenbasis
- Dynamik der Nachhaltigkeit (ESG) bei den Investoren führt zu Druck, die Energieunternehmen klimaverträglicher aufzustellen
- Opec (Organisation erdölexportierender Länder) kann durch Festlegung bzw. Begrenzung/Ausweitung der Angebotsmengen den Ölpreis beeinflussen
- Rohöl bleibt dominanter Energieträger und ist für die Weltwirtschaft unerlässlich

Industrie-Treiber und Auswirkungen auf die Bonität



Auswirkungen Covid-19/Opec+

- Die Ausbreitung der Covid-19 Pandemie in Kombination mit der Einschränkung von Mobilität und Reisen sowie der praktischen Stilllegung der Wirtschaft in zahlreichen Ländern hat zu einem beispiellosen Einbruch der Energienachfrage und einem Zerfall des Ölpreises geführt
- Russlands und Saudi-Arabiens Uneinigkeit über die Fördermenge hat den Rückgang des Ölpreises zusätzlich verstärkt. Die Opec mit den Kooperationspartnern (Opec+) hat sich im April 2020 nach langwierigen Verhandlungen über eine Drosselung von 10% der globalen Tagesproduktion geeinigt, um der tieferen Nachfrage Rechnung zu tragen. Allerdings will das Ölkartell die Preise nicht zu sehr hochtreiben, da dies der Fracking-Industrie helfen würde, welche bei Preisen über USD 40/Fass kostendeckend produziert
- Seit dem Tiefst im April haben sich die Ölpreise mit der Unterstützung des Ölkartells erholt, welches die Förderbremse bis Ende Juli verlängerte. Die Ölpreise befinden sich jedoch immer noch über 30% unter den Werten als vor der Pandemie (aktuell: Brent USD 43/Fass; WTI USD 41/Fass)
- Die Internationale Energieagentur rechnet für 2020 mit einem historischen Rückgang der Nachfrage nach Rohöl von nahezu 10%
- Die Preisentwicklung bleibt fragil und abhängig von der weiteren Entwicklung der Pandemie, der daraus resultierenden Rezession (Länge und Tiefe) sowie der Opec+ (Verlängerung bzw. Aufhebung der Förderbremse)

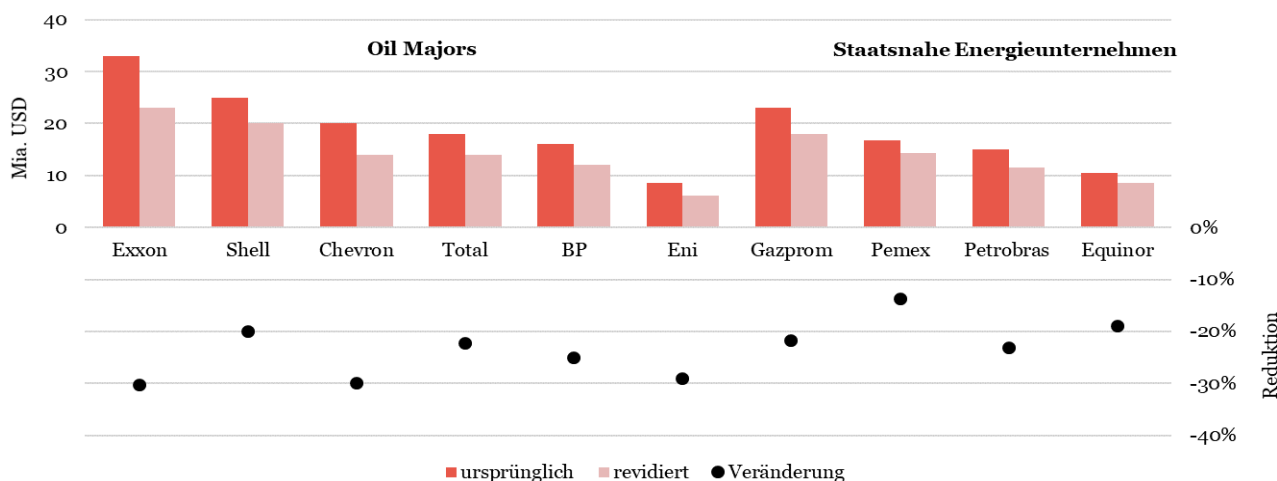
Kreditprofile

Seit der letzten Energiekrise 2014-15 haben die grossen Energieunternehmen ihre Bilanzen mittels verschiedenen Massnahmen gestärkt und gehen somit in besserer Verfassung in die Covid-19-Krise. Als Folge des Nachfrageeinbruchs haben die Ölkonzerne ihre Fördermengen reduziert, Investitionsbudgets angepasst (Darstellung 1), Devestitionen sowie zusätzliche Kosten- und Effizienzprogramme angekündigt. Darüber hinaus wurden die Aktienrückkaufsprogramme mehrheitlich ausgesetzt oder beendet (Darstellung 3). Der beispiellose Ölpreiseinbruch hat jedoch bei einigen Unternehmen bezüglich Aktionärsfokus zu einer historischen Zäsur geführt. Shell hat angekündigt, die Ausschüttung seit über 70 Jahren zum ersten Mal zu kürzen und Exxon wird seit über 37 Jahren eine unveränderte Dividende zahlen. Zudem hat die in den kommenden Jahren voraussichtlich gedämpfte Nachfrage nach Erdöl und -gas bei einigen Konzernen zu Wertberichtigungen auf Anlagen und Erdölfeldern geführt (BP USD 17.5 Mia., Shell USD 15-22 Mia.), da sich bei tiefen Preisen die Erschliessung gewisser Vorkommen (z.B. Tiefseevorkommen) nicht mehr lohnen.

Die Konzerne verfügen nach unserer Meinung aber immer noch über genügend finanzielle Flexibilität, um einem weiteren Preiszerfall zu widerstehen und wir gehen davon aus, dass die Unternehmen weiterhin vorsichtig agieren und falls nötig die bereits getroffenen Massnahmen (Förderkürzungen, Devestitionen, Investitionskürzungen, Abkehr von einem ausgeprägten Aktionärsfokus) ausweiten werden. Grosse integrierte Ölkonzerne können zudem Phasen mit tiefen Ölpreisen durch ihre Raffinerie- und Marketingsparten (Downstream) abfedern. Allerdings ist der Spielraum für weitere Kostensenkungen heute viel begrenzter als nach dem letzten starken Rückgang der Ölpreise im 2014-15, da bereits viele Effizienzsteigerungen realisiert wurden.

Infolge der massiven Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Aktivitäten erwarten wir zwar deutliche Umsatzrückgänge, aufgrund der vertikalen Integration jedoch stabile Margenentwicklungen und insgesamt unveränderte Bonitätseinstufungen.

Darstellung 1: Veränderungen der Investitionsbudgets für 2020

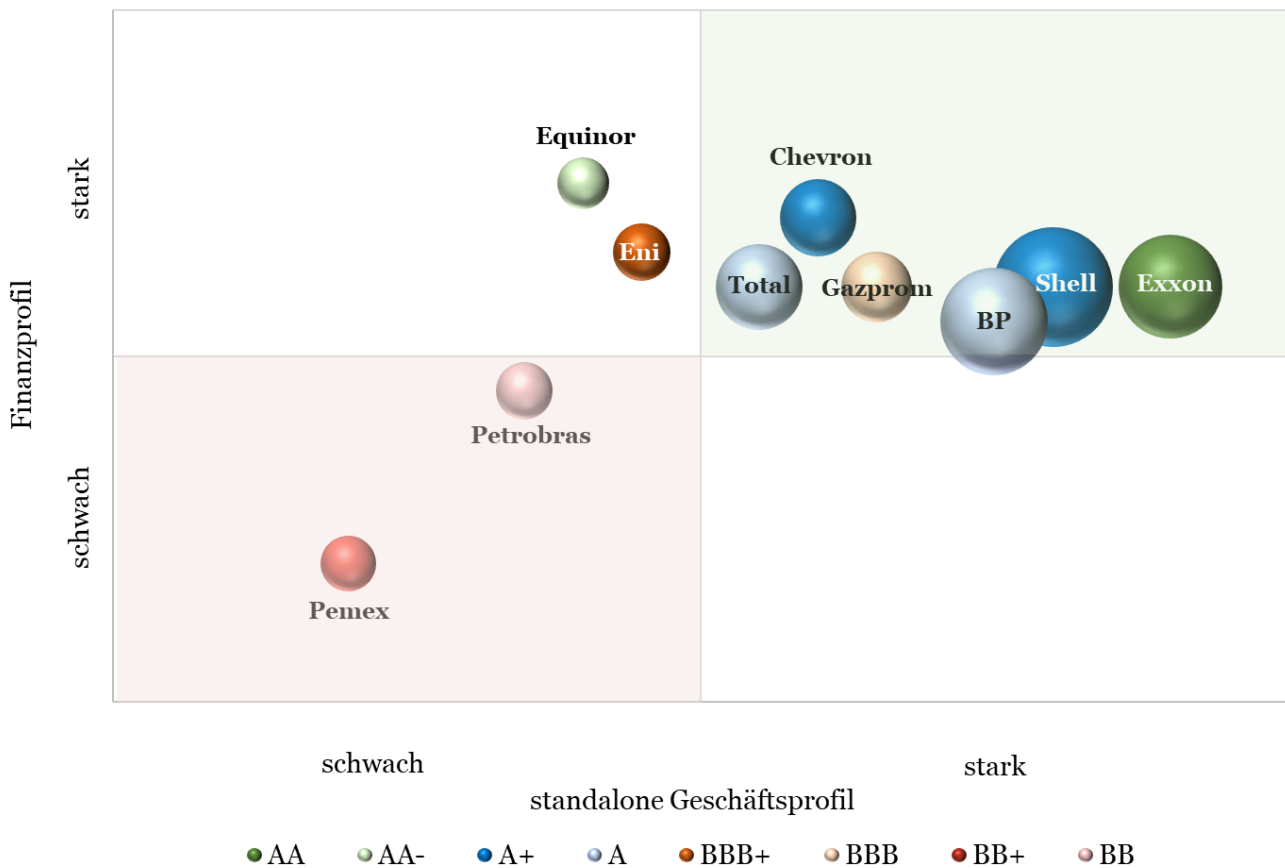


Quellen: IFCV, Unternehmensangaben

Konklusion

Im Gegensatz zum letzten Einbruch des Ölpreises haben die Ölkonzerne diesmal auch aufgrund des starken Nachfrageeinbruchs schneller und konsequenter agiert und drastische Massnahmen angekündigt. Wenngleich eine Nachfrageerholung zu erwarten ist, erscheint uns ein dauerhaftes Ansteigen der Energiepreise aktuell unwahrscheinlich, was bei den internationalen Konzernen auch zu M&A-Transaktionen (Marktkonsolidierer im Bereich der Schieferöl- und Gasförderer) führen wird. Obwohl wir bei unserem Basisszenario nicht von einer schnellen Erholung der Weltwirtschaft ausgehen, haben wir unsere Einstufungen bestätigt, jedoch einige Fundamentals auf Declining angepasst (Darstellung 3). Unsere defensive Rating-Einschätzung gegenüber den Agenturen beruht vor allem auf den zunehmenden Investitionen zur Erschliessung neuer Vorkommen (z.B. Arktis, Tiefwasser) sowie der fortschreitenden Energiewende. Im aktuellen Umfeld favorisieren wir Konzerne mit einem starken Geschäftsrisikoprofil, d.h. mit einer hohen Reservebasis, mit breiter geografischer Diversifikation mehrheitlich in OECD-Ländern (Darstellung 3), einer ausgeprägten vertikalen Integration sowie einem soliden Finanzprofil (Darstellung 2). Vorsichtig sind wir bei staatseigenen und -nahen Unternehmen (Pemex, Petrobras), welche häufig in Korruptionsfälle verwickelt sind sowie Eni (geografische Diversifikation; Länderrisiken Afrika). Aus Relative Value Sicht interessant erscheinen uns die Nachranganleihen von BP (EUR und USD) und Total (EUR).

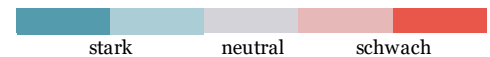
Darstellung 2: Picks & Pans (Grösse der Blase stellt den Konzernumsatz dar)



Quellen: Geschäftsberichte, I-CV

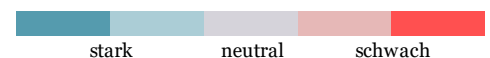
Darstellung 3: Peervergleich (2019) private Ölkonzerne

Name	ExxonMobil	Chevron	Royal Dutch Shell	BP	Total
Land	USA	USA	Niederlande	UK	Frankreich
I-CV Ratings / Fundamentals	AA / Declining	A+ / Declining	A+ / Stable	A / Stable	A / Stable
Rating S&P	AA neg	AA neg	AA- neg	A-	A+ neg
Rating Moody's	Aa1 neg	Aa2	Aa2 neg	A1 neg	Aa3 neg
Rating Fitch	NR	NR	AA-	A	AA-
Staatsbeteiligung	-	-	-	-	-
Umsatz USD Mia.	255.6	139.6	344.9	278.4	176.2
EBITDA-Marge	11%	30%	16%	13%	19%
CAPEX/Umsatz	10%	10%	7%	6%	7%
Net Debt/EBITDA (x)	1.8	0.6	1.5	1.6	0.8
Aktionärsfreundlichkeit / (Div. & Aktienrückk.)/FFO	sehr hoch / 53	hoch / 46	sehr hoch / 59	mittel / 29	hoch / 36
Dividenden	unverändert	unverändert	reduziert	unverändert	unverändert
Aktienrückkaufsprogramm	weitergeführt	ausgesetzt	ausgesetzt	beendet	ausgesetzt
weltweit nachgewiesene Ölreserven in Mio. BOE	22'445	11'431	11'096	19'341	12'681
5-Jahres-Veränderung	-11%	3%	-15%	10%	10%
kalkulatorische Lebensdauer der Reserven (Jahre)	15	10	8	13	11
Reserven-Ersatzquote in %	-	44	-	-	157
Anteil nachgewiesene & erschlossene Reserven in %	66	69	79	58	67
Anteil Öl/Gas in %	58/42	57/43	47/53	59/41	41/59
geographische Diversifikation Rohstoffreserven					
Nord- & Süd-Amerika	57%	37%	31%	29%	15%
Europa	1%	1%	8%	50%	38%
Asien	33%	26%	39%	15%	7%
Afrika	3%	10%	8%	3%	15%
Australien/Ozeanien	6%	26%	14%	3%	-
Mittlerer Osten	-	-	-	-	25%



Darstellung 3: Peervergleich (2019) staatlich kontrollierte bzw. staatsnahe Ölkonzerne

Name	Equinor	Eni	Pemex	Gazprom	Petrobras
Land	Norwegen	Italien	Mexiko	Russland	Brasilien
I-CV Ratings / Fundamentals	AA- / Declining	BBB+ / Declining	BB+ / Declining	BBB / Declining	BB / Stable
Rating S&P	AA- neg	A- neg	BBB neg	BBB-	BB-
Rating Moody's	Aa2 neg	Baa1	Ba2 neg	Baa2	Ba2
Rating Fitch	NR	A-	BB-	BBB	BB- neg
Staatsbeteiligung	67%	30.1%	100%	50.2%	60.5%
Umsatz USD Mia.	62.9	78.2	72.8	118.4	76.7
EBITDA-Marge	35%	25%	13%	23%	44%
CAPEX/Umsatz	16%	12%	8%	23%	11%
Net Debt/EBITDA (x)	0.7	1	11	1.3	2.4
Aktionärsfreundlichkeit / (Div. & Aktienrückk.)/FFO	mittel / 28	mittel / 28	-	mittel / 23	tief / 8
Dividenden	reduziert	unverändert	-	stabil	ausgesetzt
Aktienrückkaufsprogramm	ausgesetzt	ausgesetzt	-	nein	nein
weltweit nachgewiesene Ölreserven in Mio. BOE	6'004	7'268	7'182	127'544	9'590
5-Jahres-Veränderung	13%	10%	-42%	5%	-25%
kalkulatorische Lebensdauer der Reserven (Jahre)	8	11	7	34	9
Reserven-Ersatzquote in %	75	92	120	149	98
Anteil nachgewiesene & erschlossene Reserven in %	61	71	60	-	63
Anteil Öl/Gas in %	43/57	50/50	83/17	9/91	85/15
geographische Diversifikation Rohstoffreserven					
Nord- & Süd-Amerika	21%	8%	100%	-	99%
Europa	71%	14%	-	99%	-
Asien	5%	26%	-	1%	-
Afrika	3%	51%	-	-	1%
Australien/Ozeanien	-	1%	-	-	-
Mittlerer Osten	-	-	-	-	-



Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.