

GELD ODER BRIEF

Analysten sind für PKN Orlen skeptisch

Von Sebastian Becker, Warschau

Börsen-Zeitung, 20.12.2013

Der polnische Ölkonzern PKN Orlen, der auch in Deutschland Tankstellen betreibt, ist in Polen zweifelsohne ein Konzern von großer Bedeutung. Das halbstaatliche Unternehmen dominiert mit jährlichen Erlösen von mehr als 25 Mrd. Euro nicht nur den einheimischen Markt, sondern gilt auch in der gesamten Region als lokale Macht. Doch war das zu Ende gehende Jahr 2013 keine leichte Zeit für die Führungsriege um den Vorstandsvorsitzenden Dariusz Krawiec. Denn die Ergebnisse stehen seit zwei Jahren unter Druck, und es droht eine verstärkte Konkurrenz der russischen Raffinerien. Außerdem zeigt sich der Aktienmarkt den Polen gegenüber skeptisch. Damit es sieht ganz danach aus, als werde den Managern weiterhin der Wind ins Gesicht blasen. Die Aktie hat in den vergangenen zwölf Monaten ungefähr 13 % Prozent an Wert eingebüßt. Aktuell notiert sie mit 40,52 Zloty. Somit trug das Schwergewicht im neuen polnischen Leitindex WIG 30 nicht unwesentlich dazu bei, dass die Entwicklung des polnischen Aktienmarkts für viele Marktteilnehmer 2013 eher enttäuschend verlaufen ist.

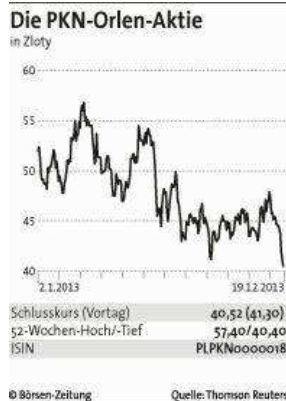
Rückläufige Preise

Hintergrund: Die Polen haben Probleme mit ihrem Raffineriegeschäft, das ihnen sonst einen wichtigen Beitrag zum Ergebnis liefert. Nach den ersten neun Monaten 2013 ist der Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 37 % auf weniger als 2,6 Mrd. Zloty (620 Mill. Euro) abgesackt. Die Erlöse schrumpften um 3 % auf 86,2 Mrd. Zloty (20,6 Mrd. Euro). Die Preise für Raffinerieprodukte waren rückläufig. Zusätzlich haben Wechselkurseffekte die Bilanz belastet.

Wie empfindlich dieser Rückgang war, wird auch daran deutlich, dass die Zuwächse, die es beim Benzinverkauf sowie beim Geschäft mit petrochemischen Produkten gegeben hat, dieses Manko nicht wettmachen konnten. Dabei liegen diese Entwicklung im Trend der vergangenen zwei Jahre. Seit 2010 sind Ebitda,

Gewinn vor Zinsen und Steuern (Ebit) sowie die Margen zurückgegangen.

PKN Orlen und die Mitbewerber aus der Region stehen vor einem Problem: Die russischen Ölkonzerne werden zu einer immer härteren Konkurrenz. Russland hat im Jahr 2011 ein Steuersystem ins Leben gerufen, das den Export hochwertiger Diesels und anderer Produkte anstelle von minderwertigem Heizöl



mit spürbaren Steuererleichterungen fördert. Die Russen wollen ihre Unternehmen dazu bringen, verstärkt in die Herstellung hochwertiger Produkte zu investieren.

Dadurch soll das einheimische Angebot gesichert und die Qualität des Exports verbessert werden. Die russischen Raffinerien dürften dann verstärkt ihre Waren in nahen Märkten wie Osteuropa, Westeuropa und der Türkei anbieten. Die Steuererleichterungen geben den Russen die Möglichkeit, ihre Produkte kostengünstig auf diese Märkte zu bringen.

Die Polen haben die weitere Schwierigkeit, dass sie sich auf das Downstream-Geschäft konzentrieren, so dass sie Schwankungen in den einzelnen Geschäftsbereichen schlechter abfedern können – anders als der direkte Konkurrent MOL. Der ungarische Konzern verfügt auch über Offshore-Aktivitäten. Er hat gerade Mitte Dezember von Wintershall in der Nordsee Assets und 14 Förderlizenzen für 375 Mill. Dollar übernommen.

Deswegen bemüht sich PKN Orlen, das Upstream-Geschäft auf die Beine stellen. So hat das Unternehmen im November Trioil Resources Ltd, eine kanadische Gasfördergesellschaft, für umgerechnet 131 Mill.

Euro übernommen. Außerdem sind die Polen im eigenen Land im großen Umfang an den riesigen Schiefergasprojekten beteiligt, die von der Regierung gefördert werden. Experten vermuten große Vorkommen des Rohstoffes, der in den USA bereits einen wichtigen Beitrag zur Gasversorgung leistet. Doch steht es nach wie vor in den Sternen, wann eine rentable Förderung tatsächlich möglich ist.

Entsprechend skeptisch zeigt sich auch der Markt: Von 21 Analysten, die Reuters befragt hat, bewerten 15 die Aktie mit „Sell“ oder „Underperformer“. Nur vier raten, das Papier zu kaufen, bzw. setzen es auf „Outperform“. Der Durchschnittswert für das Kursziel liegt bei 43,29 Zloty. Auf Basis der Schätzungen für 2014 beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 11,9 und die Dividendenrendite 3,59 %. Die Marktkapitalisierung liegt derzeit bei 19 Mrd. Zloty oder 4,5 Mrd. Euro.

Interesse weckt das Deutschland-Geschäft des Konzerns. Der Markteintritt im Jahr 2003 galt für die Regierungen beider Länder als eine Art Meilenstein in der Geschichte. Schließlich war PKN Orlen der erste große polnische Konzern mit umfangreichem Markenauftritt beim westlichen Nachbarn. Mittlerweile haben sich die Polen nach anfänglichen Verlusten regional in Ost- und Norddeutschland etabliert, wo sie Tankstellen betreiben. Die Margen haben sich Unternehmensangaben zufolge im dritten Quartal 2013 weiter verbessert – wie auch die Verkaufsmengen.

Mit ihren fast 560 Tankstellen haben sie Ende September 2013 hochgerechnet knapp 4 % des gesamten deutschen Marktes kontrolliert. Darüber hinaus erklärte die Führungsriege in einem Interview im August, dass sie in den kommenden fünf Jahren ihr Netz auf 750 Filialen ausweiten wolle. Das Problem: Der deutsche Tankstellenmarkt ist kein leichtes Terrain – nicht zuletzt deswegen, weil hier mit ExxonMobil, BP und Royal Dutch Shell die ganz Großen der Branche den Ton angeben. Viele Analysten vernachlässigen dieses Engagement von PKN Orlen in Deutschland, weil es aus ihrer Sicht für die Gesamtgeschäfte eine nachrangige Bedeutung hat.

Einfluss der Regierung

Grundsätzlich ist wichtig, dass das Unternehmen eine große politische Bedeutung hat, so dass keine Regierung es fallen lassen wird. Der Staat hält 27,5%, der Rest ist Free Float. Die Statuten sehen vor, dass er ein

Aufsichtsratsmitglied bestimmen darf. Die Führungsriege hat sich zuletzt kaum verändert: Seit 2008 führt der 46-jährige Dariusz Krawiec den Vorstand.

In Polen ist es üblich, dass jede Regierung, die neu an die Macht kommt, ihre Gefolgsleute in den

staatlichen Unternehmen platziert. Seit 2007 regiert ununterbrochen Premierminister Donald Tusk, so dass im Konzern eine relative Stabilität herrscht. Zumindest kann man davon ausgehen, dass die Strategie in naher Zukunft nicht aus politischen Gründen geändert wird.