REYL
innovative banking

MARKET INSIGHT

Januar 2018

REYL
innovative banking

BÖRSENGANG VON SAUDI ARAMCO

Saudi Arabien hat seine Absicht bekanntgegeben, fünf Prozent seiner staatseigenen Erdölfördergesellschaft Aramco zu verkaufen, dessen Wert von der Regierung auf 2›000 Milliarden US-Dollar geschätzt wird. Diese Schätzung entspricht zwei Dritteln der Marktkapitalisierungen aller an der Londoner Börse notierten Unternehmen. Aramco wäre damit mehr als doppelt so viel wert wie Apple. Wenn dieser Verkauf zustande kommt, hätte die Gesellschaft nicht nur die höchste Börsenkapitalisierung aller Zeiten, die bei rund 100 Milliarden (?) US-Dollar läge. Der Börsengang würde auch einen Einblick in die interne Funktionsweise eines der öffentlichkeitsscheusten und verschwiegensten Unternehmen der Welt erlauben.

Die Entscheidung, Aramco-Anteile zu verkaufen, ist Teil des Plans von Kronprinz Mohammed bin Salman (MbS) zur Einrichtung des grössten Staatsfonds der Welt. Er will damit das Königreich ein wenig von der Erdölabhängigkeit befreien. Eine noch grössere Motivation für das Königreich ist in Wahrheit die Notwendigkeit, das Haushaltsdefizit von 83 Milliarden US-Dollar zu verringern. Das entspricht mehr als 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2016.

Sparmassnahmen in Saudi Arabien
Im Rahmen der Bemühungen, dieses Defizit auszugleichen, hat die Regierung die Subventionen gekürzt und die Löhne im öffentlichen Sektor gesenkt. Da diese ersten Massnahmen nicht ausreichten, beschloss das Königreich, durch eine Diversifizierung der Einnahmequellen bis zum Jahr 2030 die Effizienz der staatlichen Wirtschaft zu verbessern. Derzeit macht das Öl fast 90 Prozent der gesamten Staatseinnahmen aus.

Die Privatisierung von Aramco wird folglich der erste Schritt zur Wiederherstellung des wirtschaftlichen Gleichgewichts sein. MbS hofft, Riads Abhängigkeit vom Erdöl durch die Trennung des Konzerns vom Staat zu reduzieren und zugleich über Kapital für Investitionen in neue Wirtschaftszweige zu verfügen, vom Technologiesektor – mit einer Investition von 45 Milliarden US-Dollar in den Softbank Vision Fund – bis hin zum Gesundheits- und Tourismussektor.

Die Privatisierung dieses saudischen Nationalguts ist für diesen Prozess zwar entscheidend, sie ist jedoch auch mit Hindernissen verknüpft: Vom Krankenhausmanagement bis hin zum Bau von Strassen und Stadien – die Aramco-Gesellschaft hat sich zu einem Konglomerat entwickelt, dessen Interessen weit über die Energie hinausgehen. Die Abspaltung der Nebenaktivitäten wird sich also als komplexes Unterfangen herausstellen. Sie ist aber notwendig, damit sich Investoren auf das Erdölpotenzial von Aramco konzentrieren können.

Zudem wird es schwierig sein, den Markt vom angekündigten Wert von 2›000 Milliarden US-Dollar zu überzeugen, denn Aramco hat nur wenige Finanzinformationen mitgeteilt. Einige Zahlen sind nicht im Jahresbericht enthalten. Das betrifft insbesondere die Umsätze und Gewinne des Konzerns. Ausserdem sind die komplexe Struktur der Gesellschaft, ihre einzigartige und systemrelevante Rolle im Königreich und die mit dem geplanten Börsengang verbundenen rechtlichen Probleme nur einige der Schwierigkeiten, mit denen die saudi-arabischen Behörden bei einem internationalen Börsengang konfrontiert sein werden. So rechnen die Analysten von Sanford C. Bernstein & Co. und Rystad Energy AS mit einer etwa halb so hohen Bewertung, ohne die Frage nach der tatsächlichen unter dem Sand der saudischen Wüste verborgenen Ölmenge zu berücksichtigen.

Wie hoch sind die Ölreserven?
Die Menge an Öl, die Aramco nach eigenen Angaben kontrolliert, ist eine grundlegende Frage, die noch ungeklärt ist. Aramco müsste die gesamten von der Regierung bekannt gegebenen Ölreserven im Umfang von 261 Milliarden Barrel kontrollieren, um den angepeilten maximalen Börsenwert zu erzielen. Die wiederholten Bekräftigungen des Königreichs, dass der Wert von 2›000 Milliarden US-Dollar gerechtfertigt sei, legen nahe, dass die Erfassung der gesamten Ölreserven in der Bilanz vorgesehen ist. Aller Voraussicht nach werden die 8,43 Milliarden Kubikmeter Erdgas (entspricht 49 Milliarden Barrel Öl) ebenfalls berücksichtigt.

Ein weiteres Hindernis für den Börsengang zum angekündigten Preis ist der eingeschränkte Zugang zum Öl. Bei früheren Privatisierungen von Ölgesellschaften, zum Beispiel dem norwegischen Unternehmen Statoil, hatte die Regierung ausländischen Konkurrenten nicht nur die Erschliessung von Ölvorkommen im Land, sondern auch den Besitz von Teilen des norwegischen Festlandsockels gestattet. Durch diesen Ansatz konnten Investoren sich ein klareres Bild von der Leistung von Statoil im Vergleich zu seinen internationalen Pendants verschaffen. Auch die Überprüfung der Ölreserven wurde dadurch erleichtert. Umgekehrt hatten ausländische Ölgesellschaften seit der Verstaatlichung dieser Industrie 1980 nur begrenzt Zugang zu Öl aus Saudi-Arabien, zum Beispiel durch Joint Ventures oder auf anderem Wege.

Zudem lassen manche Annahmen darauf schliessen, dass Saudi Arabien nur einen Teil von Aramco privatisieren würde (vor allem das Raffineriegeschäft), um den grössten Teil der Gesellschaft vor der Öffentlichkeit abzuschirmen. Unserer Analyse zufolge wird dies jedoch nicht der Fall sein. Der Börsengang wird voraussichtlich die gesamte Gesellschaft betreffen, darunter auch die Ölförderung sowie die nachgelagerte Raffination und chemische Aufbereitung. Ganz gleich,

wie hoch die kontrollierte Öl- und Gasmenge ist, Gewinne spielen für den Markt eine wichtigere Rolle als Vermögenswerte. Die Höhe dieser Gewinne hängt von zwei Faktoren ab: von den Ölpreisen und Steuersenkungen. Im vergangenen März wurde mit einem königlichen Erlass der Steuersatz im Öl- und Gassektor gesenkt. Für Aramco reduzierte sich dadurch die Steuerbelastung von 85 Prozent auf 50 Prozent, was den Konzern attraktiver machte.

London, New York oder Hongkong?
Der Ort der Notierung könnte auch einen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens haben. Die Börsen in New York und London stehen bei der Emission im Ausland an erster Stelle, aber auch Hongkong wäre gerne mit von der Partie. Obwohl die USA mit dem grössten Finanzmarkt der Welt und London mit seiner internationaleren Ausrichtung attraktiver erscheinen, stellt der Eintritt in diese beiden Börsenplätze dennoch eine Herausforderung dar. Zwar sind schon viele multinationale Rohstoffunternehmen an der Londoner Börse notiert, jedoch könnten einige Vorschriften für Aramco abschreckend wirken. So besteht an der britischen Börse für jedes Unternehmen die Pflicht, 25 Prozent seiner Aktien an der Börse zu platzieren. Aramco ist aber nur bereit, fünf Prozent der Gesellschaft zu verkaufen. Es müsste folglich eine Ausnahmeregelung getroffen werden, damit Aramco in diesen Markt eintreten kann. Eine Notierung an der New York Stock Exchange wäre hingegen mit anderen Schwierigkeiten verbunden: Im September 2017 überstimmte der US-Kongress ein Veto des Präsidenten, und verabschiedete den «Justice Against Sponsors of Terrorism Act», der Klagen von US-Bürgern gegen Staaten erlaubt, wenn diese sich selbst von Terroristen aus einem bestimmten Land bedroht führen. Seit der Verabschiedung dieses Gesetzes wurden gegen das Königreich bereits Klagen wegen der Beteiligung von Saudi Arabern an den Anschlägen vom 11. September 2001 eingereicht. Die saudi-arabische Regierung ist somit Risiken in Verbindung mit Gerichtsverfahren ausgesetzt. Im Falle einer Notierung in New York würde das auch für Investoren erhebliche Risiken mit sich bringen.

Letztlich könnten alle Bedenken über das Länderrisiko am Markt negative Auswirkungen auf die vom Königreich angestrebte Bewertung von 2›000 Milliarden US-Dollar haben. Die saudi-arabischen Behörden müssen dies im Blick behalten.

Der Börsengang des Unternehmens dürfte aller Voraussicht nach nicht vor 2019 abgeschlossen sein. Die Gesellschaft erwägt auch eine Privatplatzierung ihrer Aktien bei anderen Staatsfonds, zum Beispiel in China.

Auch wenn die Transaktion rund um Saudi Aramco von gigantischem Ausmass erscheint, so ist sie durchaus machbar, sofern den Investoren die notwendigen Informationen ordnungsgemäss mitgeteilt werden. Wie sich dieses königliche Juwel optimal bewerten lässt, bleibt weiter unklar. Saudi-Arabien könnte sich bei der Verwirklichung dieses Ziels aber noch einer anderen Herausforderung gegenübersehen: der Bereitschaft der Behörden, die nationalen Erdölaktivitäten des Königreichs mit einer skeptischen und mitunter kritischen Welt zu teilen.

KINAN KHADAM-AL-JAME
HEAD OF INVESTMENTS & PORTFOLIO MANAGEMENT
REYL FINANCE (MEA) LTD.

"Die Börsen in New York und London stehen bei der Emission im Ausland an erster Stelle, aber auch Hongkong wäre gerne mit von der Partie."

REYL
innovative banking

WICHTIGER HINWEIS - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL" genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung.

Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.

WWW.REYL.COM