

CHECK

Wichtiger Hinweis: CHECK untersucht und bewertet die Wirtschaftlichkeit von Beteiligungen. Auch eine positive Benennung bedeutet keine Gewähr gegen das **Verlustrisiko**. Unternehmensbeteiligungen der hier untersuchten Art sind keine sicheren Geldanlagen im Sinne eines Pfandbriefs, einer Festgeldanlage oder eines Sparbuchs. CHECK wertet Informationen des Angebotes zum **aktuellen Zeitpunkt** der Prüfung aus. CHECK ist keine Finanzanalyse im Sinne des WpHG.

**UPDATE:
CHECK-
AUDIT-
RESEARCH
Q 2/2015**

FOLGEN DER VERÄNDERUNGEN DES KANADISCHEN ÖL- UND GASMARKTS 2014/2015 FÜR DIE ANLEGER DER POC-FONDS

**Kernpunkte des
CHECK-Audit-Research 2015**

Vorwort

Die Öl- und Gasfördererunternehmensgruppe POC/COC muss aus aktuellem Anlass zur Sicherung der durch Anlegerkapital finanzierten kanadischen Öl- und Gasbeteiligungen unpopuläre, aber dringend erforderliche Maßnahmen einleiten. Nach CHECK-Überprüfung sind stimmig sowohl die POC-Aussagen zum kanadischen Öl- und Gasmarkt, als auch die Hinweise auf erforderliche Kosteneinsparung zur Senkung der Break-Even-Schwelle der Öl- und Gasproduktion in Kanada, um eine längere Zeitspanne mit niedrigen Öl- und Gaspreisen unter USD 50,-/Boe durchstehen zu können.

Rettung oder Zwang

Glaubhaft versichert wurde uns, dass das deutsche Management bei den Einsparungen bereits in Vorleistungen getreten ist. Eine aktenkundliche Überprüfung ist uns nicht möglich.

Sicherung der Fondsliquidität

Von Bedeutung ist die Tatsache, dass die Solvenz der Fonds ohne Zufluss aus Kanada illiquide werden könnten. Beide Seiten, die kanadische, wie auch die deutsche, stehen unter massivem Druck. Die ultimative Forderung der kanadischen Bank und die niedrigen Öl- und Gaspreise fordern alle Reserven. Eine entschlossene Konsolidierung ist unausweichlich. Dabei hat sich eine wesentliche Einsicht noch nicht hinreichend durchgesetzt: Der Löwenanteil der Einsparungen kann nur von der kanadischen Seite kommen. In dieser brenzligen Situation der Assetrettung ist die Überprüfung von Verwaltungskosten zwar ein wesentlicher Baustein. Es ist aus unserer Sicht jedoch abwegig, dem Management ein anderes als das unmittelbare Erhaltungsinteresse an den werthaltigen COGI-Assets zu unterstellen.

Rückforderung im Insolvenzfall

An dieser Stelle geben wir gleichfalls weiter, dass für den Fall einer zwangsweisen Fondsverwaltung durch einen Insolvenzverwalter die Betreibung der Vorabentnahmen voraussichtlich von Gerichten wegen erfolgen würde. Aller-

dings mit dem Nachteil, dass dann wertvolle COGI-Asset-Erhaltungspositionen bereits aufgegeben werden mussten und Illiquidität eingetreten sein könnte. Dagegen kann der jetzt eingesetzte, zurückgezahlte EUR/CAD ein Vielfaches seines nominellen Wertes erhalten helfen (Verhinderung eines Fire-Sale der Kernassets). Die nachträglich zwangsweise zurückgeforderte Entnahme wird dies dann nicht mehr leisten können.

Neubewertung nach dem Fire-Sale-Prinzip

In unserer aktuellen Marktanalyse des kanadischen Öl- und Gasmarkts, in der wir die 2013 verglichenen COC-Wettbewerber nach marktüblichen Kennziffern untersucht hatten, haben wir herausgefunden, dass die Bewertungskriterien für die Schuldentragfähigkeit eines kanadischen Öl- und Gasoperators durch die Bank massiv verschärft wurden (Stresstest mit USD 34,-/Boe/Tag).

Handlungsoptionen:

Nicht zur Verfügung stehen nach unseren Informationen und laut POC-Schreiben vom 06.07.2015 (Aufforderung zur Rückzahlung der Vorabauszahlungen) folgende Handlungsoptionen:

- eine Verlängerung der Bankkredite
- eine Stundung der Tilgungszahlungen
- eine Erhöhung der Besicherungsbasis zugunsten der Bankkredite,
- eine Kulanzserhöhung der Bank über die Fristverlängerung bis Oktober 2015 hinaus
- eine Umschuldung
- eine spontane Steigerung des Cash Flows (Erhöhung der Bonität)
- ein Darlehen eines Privatinvestors
- ein Verkauf der Schulden (Umwandlung der Schulden in Eigenkapital)

Kosten mindestens halbiert

Unseren Recherchen zufolge haben alle Wettbewerbsunternehmen ihre operativen Kosten im Durchschnitt drastisch, in der Regel mindestens um die Hälfte reduziert. Nicht so, aus-



Anleger können durch Mithilfe bei der Schuldentilgung ihre Position stärken



Konsolidierung durch FK-Tilgung und Innenfinanzierung - Notfall-Krisenmanagement erforderlich



Milestones für Master LP nicht erreicht - Markteinbruch vereitelt Expansionsziele



Kostenanpassung erforderlich - Senken der Breakeven-Schwelle zwingend



Substanzstärkung statt Vorabauszahlungen



Effizienz durch Rationalisierung und steigern der Produktivität



Liquiditätsreserve zur Risikovorsorge Schlüsselbedeutung



Preis-"Krieg" erzwingt für alle Wettbewerber die Aktivierung eines nachhaltigen Risikomanagements (Funding, Hedging, Assetverkauf, Kostensenkung)



Massive Kürzungen bei Fachkräften erforderlich



Langfristige Seitwärtsbewegung des Ölpreises möglich - Stresstest mit USD 34,-/Barrel

CHECK - ANALYSE

Angesprochen und als durchführbar diskutiert wurden dagegen bisher folgende Optionen:

- ein Verkauf der Vermögenswerte der Gesellschaft bis zur Höhe der Schulden (Fire-Sale)
- ein Darlehen eines Investors oder mehrerer Investoren zu Vorzugsbedingungen (externe oder interne Investoren)
- die Tilgung der Verbindlichkeiten durch Rückführung von Entnahmen

kunftsgemäß, das kanadische COC-Management. Von der Büromiete angefangen (mit fünfstelligen Monatskosten) bis zu den teuren Spezialkräften, die zurzeit keine unmittelbare operative Aufgabe mehr erfüllen können.

unpopuläre Maßnahmen

Vor dem Hintergrund, dass Presseberichten zufolge zurzeit ca. die Hälfte der kanadischen Fieldoperator und Drilling-Teams entlassen worden sind, erwartet das deutsche POC-Management unpopuläre, aber kaufmännisch notwendige Maßnahmen. Zu diesen Maßnahmen gibt es – nachvollziehbar – aus der Sicht des POC-Managements keine Alternative. Diese Sichtweise erscheint uns plausibel.

Interessenkonflikt

Das operative COC-Management Kanadas befindet sich in einem Interessenkonflikt der offenbar zugunsten der Anleger nur durch die zwangsweise Reduktion des COC-Managements und des COC-Personals sowohl auf operativer als auch auf administrativer Ebene des Beschäftigtenstands gelöst werden kann. Die Wettbewerbsunternehmen haben ihre Verwaltungskosten wie Geologie, Planung, Geschäftsentwicklung, Büro- und Buchhaltungskosten, drastisch zurückgeführt. Während teure Unternehmen dafür anteilig bis zu USD 17,7,-/Boe aufwenden, kommen andere mit wenig mehr als USD 2,-/Boe aus. Check liegt eine Statistik mit 14 kanadischen Vergleichsunternehmen vor, deren Median bei CAD 4,-/Boe lag (aus Quarterly Report Q3 2014)

Erläuterung zur Entscheidungs begründung

Die jetzt anstehenden Entscheidungen (Rückführung der Bankkredite) können das Risiko eines drastischen Wertverlustes reduzieren. Die Frage nach Managementfehlern ist in dieser Situation wenig hilfreich, denn die wirtschaftlichen Rahmendaten, wie der um ca. 50 % eingebrochene Ölpreis, lassen für eine Erörterung eines vermeintlichen Managementversagens wenig Spielraum. Der Blick auf die Finanzierungssituation der COC-Wettbewerbsunternehmen am kanadischen Öl- und Gasmarkt für mittelständische Unternehmer vergleichbarer Art zeigt, dass das Risikomanagement bei allen Unternehmen in ähnlicher Form zu ungewöhnlichen Maßnahmen geführt

hat, um die Kredite zu reduzieren, den Cash-Flow zu steigern, sowie operative- und Verwaltungskosten als auch das Personal drastisch zu reduzieren.

Cash-Flow-Prognose und Schuldentragfähigkeit

Während der COC Jahres-Cash-Flow zurzeit nach unserer Schätzung etwa 1:1 dem Schuldenstand entspricht, sind bei den meisten Wettbewerbsunternehmen Schuldenstände des 1,5 bis 3-fachen des Cash-Flow zu registrieren. Für die Schuldentragfähigkeit spielen außer dem verpfändbaren Cash Flow auch andere Faktoren eine Rolle, wie die Decline-Rate, die unmittelbar verfügbaren Reserven (proved developed producing), die Kostenstruktur, die Break-even-Schwelle für das fließende Barrel, die Risikoschwelle ab der die Produktion operativ unwirtschaftlich wird und der aktuelle Schuldenstand. In diesem Bedingungsrahmen muss jedes Unternehmen seine eigene Entschuldungs- oder Bonitätserhöhungsstrategie herausfinden und mit seinen Gläubigern abstimmen. Das Überleben dieser Unternehmen hängt von der Geduld und Kapitalkraft ihrer Gläubiger ab.

Ultimatum statt Alternativen

An dieser Stelle soll in aller Kürze verständlich gemacht werden, warum die verfügbaren Handlungsalternativen zur Risikoreduktion auf faktisch eine ultimative Option hinauslaufen.

Option Fire-Sale

Unsere Marktanalysen haben gezeigt, dass der Verkauf unter Zwangsveräußerungsbedingungen zu einem potenziellen Wertverlust von ca. 60 % bis 80 % des tatsächlichen inneren Wertes der Vermögenswerte führen kann. Dabei ist davon auszugehen, dass die Bewertungsgrundlage unter aktuellen Marktbedingungen neben den unmittelbaren förderfähigen Reserven (PDP) wesentlich auf die langfristige Kostentragfähigkeit abzielt.

Langfristige Kostentragfähigkeit

Der Investor berechnet einen Abschlag auf den Ertragsanteil, auf den er infolge des niedrigen Ölpreises verzichten muss. Sollte der Ertrag zu gering sein, könnte der Käufer bei entsprechender EK-Stärke die Produktion herunterfahren und zu einem Zeitpunkt reaktivieren, zu dem wieder lohnende Bedingungen eintreten. Käufer entwickeln ein Kaufinteresse, wenn sie z. B. durch Skaleneffekte bei den Produktionskosten mit einem Basisszenario zurecht kommen (z. B. bei halbierten Kosten/Boe).

Beleihungsbasis Tagesproduktion

Die Schuldentragfähigkeit des kanadischen Unternehmens wird unseren Recherchen zufolge z. B. bankseitig daran gemessen, wie das Unternehmen mit einem Barrel-Preis von CAD 34,-/Barrel bis CAD 45,-/Barrel zu recht kommt (konservativer Ansatz).

Das hat unsere vergleichende Banken-Stresstestanalyse ergeben. Für diesen Fall würden die unmittelbar verfügbaren Sicherheiten aus dem COC-Cash Flow nicht ausreichen, den noch bestehenden Kredit zurückzuführen. In der Logik der Bank ist damit ein Überschuldungsrisiko eingetreten und die Fälligkeit der Verbindlichkeiten nach den Risiko-Eskalationsregeln der Bank zwingend.

Banken nehmen Stresstests vorweg

Zur Vermeidung drohender negativer Ergebnisse aus den pflichtgemäß zu erstellenden Stresstests der kanadischen Banken und dem drohenden Erfordernis, Eigenkapital nachschießen zu müssen, fahren die Kreditinstitute ihre Öl- und Gasengagements zurzeit entschlossen herunter. Hintergrund ist, dass in einem Krisenszenario die kanadischen Bankverluste zurzeit ca. CAD 4,5 Mrd. betragen könnten (Moody's-Analyse, David Beattie, Senior-Vice-President, ECONOMY, 28.04.15). Das entspricht etwa dem hälftigen Gesamtgewinn des ersten Quartals 2015 aller kanadischen Großbanken. Die Banken sind im Grunde durch ihre Großkunden überschuldet, aus deren Engagement sie nicht ohne erhebliche Verluste herauskommen! Dafür zahlen auch bisher solide zahlende Mittelständler ihren Preis. Die Aufsichtsbehörden befürchten "big losses" für die Banken, wenn der Ölpreis niedrig bleibt, bzw. weiter sinkt. Und die Banken befürchten einen Kaskadeneffekt, der durch zusammenbrechende Energieunternehmen ausgelöst wird. Drastische Ausfälle drohen z. B. durch den Ausfall der Konsumentenkredite. Aufgrund der Arbeitslosigkeit des technischen Personals, können viele Home-loans nicht mehr bedient werden (und ein guter Grund, an ihren Jobs, solange es geht, zu "kleben").

Konsolidierungsbedarf bei den COGI-Gesellschaften

Zum Jahresbeginn haben die COC-Wettbewerber begonnen, die seinerzeit Mitte 2013 Gegenstand unserer CHECK-Vergleichsstudie waren, Kapital durch Anleiheverkäufe, durch Ausgabe neuer Beteiligungen/Aktien, durch Verkauf von Fördergebieten und durch Kostensenkungen fehlendes Kapital zu beschaffen. Auch für die COGI-Gesellschaften müssen alternative Finanzierungswege gefunden werden. Z. B. durch Kostensenkung: würden die operativen und kanadischen umsatzabhängigen Verwaltungskosten von 2013 schätzungsweise ca. CAD 1 Mio. p. m. um die Hälfte sinken, könnte die Gesellschaft, grob geschätzt, binnen 6 Monaten aus den Einsparungen eine Horizontalbohrung finanzieren. Faktisch könnten die Kosten unseren Schätzungen zufolge auf 1/4el sinken, ohne dass die Produktion unterbrochen werden müsste. Alle Wettbewerbsunternehmen haben ihre Overheadkosten an die Preisentwicklung drastisch anpassen

CHECK - ANALYSE

müssen, um ihre Gläubiger von einer Fortführungsperspektive zu überzeugen.

Management zu teuer

In unserem CHECK-Audit 2014 hatten wir berichtet, dass die seinerzeit aufgestellte Managementmannstärke (mit einem hochqualifizierten Geologen und einem Marketingmanager) plausibel erschien und zwar auf der Basis einer avisierten Tagesproduktion von 7.500 Barrel/Tag bis 10.000/Barrel/Tag. Dieses Ziel wurde durch das operative Management jedoch nicht erreicht, noch bevor der Markt einbrach (und die OPEC beschlossen hatte, auf keinen Fall das nordamerikanische Fracking über einen hohen Ölpreis zu "finanzieren"). Es wurden – trotz einschlägiger eigener und externer Expertise (weltweit aufgestellte Operator-Dienstleister, Preis für ein Gutachten = Jahresgehalt eines Geologen), in Joffre 6 Horizontalbohrungen vorgenommen, die nicht annähernd die erwartete Tagesproduktion hervorgebracht haben. Dennoch wurde der Überhang an eigenem Fachpersonal den aktuellen wirtschaftlichen Gegebenheiten nicht entsprechend angepasst, im Gegensatz zu allen nordamerikanischen Öl- und Gasförderunternehmen, die wir untersucht haben. Ca. die Hälfte des operativen Personals wurde entlassen.

Controllingpflichten des Finanzmanagements

Die Entlassung von Personal, das in Krisenzeiten nicht zwingend erforderlich ist, ist fester Bestandteil eines vorausschauenden Risikomanagements. Diese Aufgabe, administratives und operatives Personal freizusetzen, gehört zu den Controllingpflichten des Finanzmanagements zugunsten des Kapitalerhalts der Investoren. Der örtliche General Partner steht jedoch in einem Interessenkonflikt. In der Regel ist der General Partner mit seinem örtlichen Team eng und oft freundschaftlich vernetzt. Ein strategisches Controlling im Sinne der Anleger muss dagegen die Interessen der Investoren wahren und unpopuläre Entscheidungen durchsetzen.

POC-Management stärken

Der Unterstützung des POC-Managements bei der Durchsetzung von zwingend erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen kommt dabei aktuell eine besondere Bedeutung zu. Der erforderliche Durchsetzungsrahmen, um die Interessen der deutschen Anleger vor Ort ausreichend zur Geltung zu bringen, kann auskunftsgemäß durch einen hohen Fremdkapitaltilgungsanteil erreicht werden. Damit können erklärtermaßen vorhandene Kontrollrechte zugunsten der deutschen Anleger klarer geregelt und damit auch effektiver umgesetzt werden.

Restwerte nach Fire-Sale

In dem aktuellen Angebotsmarkt ist nur ein reduzierter Wert des langfristig

erzielbaren Anteilswertes der POC-Fonds erlösbar. Nach überschlägiger Kalkulation könnte den Investoren nach Zwangsveräußerung/Zerschlagung aller Assets in aktuellen Marktbedingungen noch 10 % bis 15 % ihrer Einlage zustehen. Die Opportunitykäufer erhalten dagegen gute Öl- und Gasfördergebiete, zurzeit mit einem bis zu 80 % tigen Abschlag. Wesentlicher Vorteil für den Käufer: Die Kernkapitalkosten zur Entwicklung der erworbenen Quellen wurden bereits investiert.

Produktionssteigerung fehlgeschlagen

Die seinerzeit per Anfang 2013 bekannt gegebene Tagesproduktion aller POC und COC-Gesellschaften von ca. 5.000-5.500/Boe/Tag konnte 2014 nicht aufrecht gehalten werden. Zwischenzeitlich mussten 2014 zur Bankschuldentilgung einige Quellgebiete veräußert werden. Die verbleibende Produktion von ca. 3.200-3.000/Boe/Tag liefert dem Unternehmen auskunftsgemäß zurzeit einen kostendeckenden operativen Cash Flow und erwirtschaftet auch bei einem Barrel-Preis von ca. USD 60,-/Barrel einen kleinen Überschuss, der zur Bankschuldentilgung eingesetzt werden kann. Allerdings wurden Zahlungen an die deutschen Fondsgesellschaften auskunftsgemäß faktisch eingestellt. Die Verwaltung von ca. 11.000-Anlegern muss zurzeit offenbar überwiegend aus Reserven getragen werden. Eine Insolvenz der Fonds sollte auf jeden Fall vermieden werden.

1. Schuldenteil drastisch reduziert

Der Verkauf von ca. 1.500/Boe Tagesproduktion war auskunftsgemäß erforderlich, um der Forderung der Bank nach vorzeitiger Tilgung nachzukommen. Dadurch wurden die Verbindlichkeiten von ca. CAD 93 Mio. auf CAD 49,7 Mio. zurückgefahren.

Bereinigung nicht zentraler Entwicklungsgebiete

Der erzielte Veräußerungspreis von ca. CAD 50 Mio. für ca. 1.500 Barrel/Tag zeigt, das nur ein Bruchteil der ursprünglichen Investitionskosten erzielt wurde. Er liegt deutlich unter dem potenziellen Ertragswert des 5-7-fachen der Jahresproduktion. Für eine Produktion von ca. 1.500/Boe/Tag wurde ein konsolidierter Marktpreis von ca. CAD 33.333/Barrel erzielt. In Nachfragemärkten kann man dafür ca. das Dreifache erzielen.

Überlebenskampf der Öl- und Gaswettbewerber

Die Bohrprogramme – das zeigt die Statistik der Ausrüstungsbestellungen – sind in Kanada um 64 % zurückgegangen. Von 438 im November 2014 auf 156 im Januar 2015. Faktisch wurden damit alle wesentlichen Bohrprogramme eingestellt. (Oil Companies face a new risk: Bankruptcy... IWB, 12.01.2015). Unvermeidbar war daher

die Insolvenz (Bankruptcy protection) des Alberta-Oil und Gasausrüsters "GasFrac".

Umstellung des

COC-Finanzierungsmodells

Laufende Bohrprogramme können zurzeit nicht durch Einnahmen finanziert werden. Die Fremdkapitalaufnahme zur Ausführung von Bohrprogrammen steht zurzeit nicht zur Verfügung, obwohl COC im Vergleich zu den Wettbewerbsunternehmen der Branche Mitte 2013 zu den Unternehmen mit dem geringsten Verschuldungsgrad gehörte, steht eine Kreditlinie zurzeit nicht zur Verfügung. Dazu tragen die sinkenden Förderergebnisse (bei gleichbleibenden Overheads) bei, die in der kmi-Ausgabe vom 10.07.15, Nr. 28, dokumentiert sind.

Finanzierung auf 3 Säulen

Bei dem jetzt eingetretenen und offenbar deutlich längerfristigen Ölpreiseinbruch von teilweise über 50 %, kann ein hochfinanziertes und/oder überteuertes Unternehmen "technisch" bereits überschuldet sein. Daher spricht vieles dafür, die Bank mit ihren kapitalvernichtenden Bonitätskriterien loszuwerden. Wie bei den Wettbewerbsunternehmen, wird die Finanzierung der COGI-Projekte über eine Kombination aus Innenfinanzierung, internen und externen Kapitalgebern und dem Verkauf von Projektrechten/Fördergebieten erfolgen müssen.

Kaufgelegenheit für "Lumpensammler"

In Zeiten des Ölpreisfalls gehen die Großen Cash-Flow-starken Unternehmen (Shell, Cenovus, ConocoPhillips, BG Group) auf Einkaufstour und schnappen sich für Budgetkurse lukrative Assets der kleineren, wegen ihrer dünnen Kapitaldecke wesentlich verwundbareren Unternehmen. "When weak companies give up hope of continuing independently, stronger companies go shopping for reserves and production at cheaper prices than they would develop themselves." (Financial Post 08.04.14). Bill Costello, Portfolio-Manager Westwood Small Cap Value fund: "...Wir sind jetzt in der Lage Unternehmen für 30 % bis 40 % günstiger einzukaufen als noch vor 3 Monaten." ("Oil price declines have small-cap shale investors scrambling, Reuters 30.10.14). Inzwischen dürfte sich dieser Rabatt verdoppelt haben.

Restrukturierung Schlüsselfrage

Für den Fortbestand des Unternehmens ist von ausschlaggebender Bedeutung, wer, wann mit welcher Entscheidungskompetenz die kaufmännisch notwendigen Konsequenzen bei COC vorantreiben wird. Den Anlegern kommt aus unserer Sicht beim Einfluss auf das operative Management durch Unterstützung des deutschen POC-Managements, z.B. durch einen konstruktiven Beirat, eine Schlüsselbedeutung zu.

CHECK - ANALYSE

Ausverkauf oder 2. Chance

Denn die drohende, durch die Bank erzwingbare Auflösung der Förderrechte oder der Aufkauf der Unternehmensassets durch externe Opportunity-Investoren kann durch den Einsatz der Investoren gestoppt werden. Die Investoren mussten hinnehmen, dass die prospektierten Vorabauszahlungsprognosen auf Basis des bisherigen Geschäftsmodells nicht umgesetzt werden konnten. Nun sollten die Anleger darauf bestehen, dass das deutsche Management mit ausreichend Kontrollrecht ausgerüstet aus dieser Konsolidierungsaktion gestärkt hervorgeht, um die Anlegerinteressen auf Augenhöhe mit dem kanadischen Management in ein strategisches Controlling mit dem Ziel eingebunden wird, den höchstmöglichen Kapitalerhalt zu erzielen.

Stärkung des deutschen Einflusses

Der Einfluss der Investoren auf die Geschichte ihres Unternehmens sollte gestärkt werden. Mit der Übernahme von Bankverbindlichkeiten kann auskunftsgemäß die Einrichtung von Kontrollrechten erheblich verstärkt und vertragsfest gegenüber dem General Partner verankert werden. Die deutsche Seite könnte flankierend bewirken, dass ein mindestens monatlicher Zustandsbericht über die mögliche Wertentwicklung des Unternehmens erstellt und kommuniziert wird.

Rückblick:

Milestones für 2013 nicht erreicht

In den Expansionsjahren zwischen 2008 bis 2012 wurden laufende Bohrprogramme durch zufließendes Neukapital (ergänzt durch Fremdkapital in Höhe von bis zu 40 % der Gesamtfinanzierungen), ermöglicht. Das Unternehmensziel, die tägliche Barrelproduktion kontinuierlich weiter zu steigern, ist 2013/2014 nicht gelungen. Einen wesentlichen Anteil daran hatten auch die unerwartet andauernd niedrigen Gaspreise. Wuchs die Öl- und Gasförderung in den ersten Betriebsjahren durch Akquisitionen jährlich um durchschnittlich ca. 1.000/Boe/Tag, ist die erhoffte Steigerung auf über 6.000/Boe/Tag in 2013 nicht gelungen. Bis 2015 wollte das Unternehmen die Fördergrenze von 10.000 Boe/Tag überschritten haben. Tatsächlich liegt die Produktion laut kmi-Bericht zurzeit bei ca. 3.100 /Boe/Tag.

Auszahlungen vertagen

Da in absehbarer Zukunft operative Workover-Programme wesentlich durch Innenfinanzierung getragen werden müssen und die Aufnahme von Fremdkapital zurzeit ausfällt, kann aus kaufmännischer Sicht eine "Dividende" (Ausschüttung) zurzeit nicht empfohlen werden. So halten es auch die meisten Wettbewerber. Auf keinen Fall zu rechtfertigen ist daher eine allgemeine Verwaltungs-Fee ("G+A"), die auskunftsgemäß zusätzlich zu den Administrationskosten auf COGI-Ebene eingeführt wurde. Vergleichsunternehmen der Peer

group, die trotzdem Dividenden gezahlt haben, sind heute dankbares Opfer für "Lumpensammler", Aufkäufer, die zu distressed Bedingungen Förderrechte erwerben können.

Muster-Cash Flow 2015

Bei beispielhaft idealtypisch unterstellten 3.150 Boe/Tag x 355 Tage Produktion und einem Durchschnittsölpreis von CAD 60/Boe und CAD 40,-/Barrel/Gesamtkosten = ca. CAD 20,-/Barrel operativer Gewinn) werden netto ca. CAD 22,36 Mio. p.a. erzielt, ca. 1,86 Mio. p.m.

Deutlich werden soll:

- mit diesem operativen Überschuss = Deckungsbeitrag muss man extrem vorsichtig haushalten und die Kosten weiter senken!

- bei marktbedingt weiteren Bruttomindeinnahmen von CAD 20,- pro Boe/Tag, also bei Boe-Preisen von rund CAD 40,-/Boe ist man an der kritischen Break-Even-Grenze angekommen und muss

1. noch drastischer sparen und
2. auf angesparte Reserven zurückgreifen können (um z.B. eine Durststrecke von 1-3 Monaten durchstehen zu können).

Cash-Flow der letzten Monate

Zurzeit liegen noch keine konsolidierten Zahlen vor (Jahresabschlüsse 2013/2014). Eine sinkende Barrel-Tagesproduktion kann zwar durch Kosteneinsparungen partiell aufgefangen werden (siehe die Angaben von COC-Präsident Yoshiaki Nakamura, gegenüber kmi, Ausgabe 10.07.2015), allerdings darf die Produktion nicht unter eine kritische Schwelle absinken. Daher sind – neben drastischen Kostensenkungen – dringend Workover-Maßnahmen erforderlich, die vorläufig innenfinanziert werden müssen.

Finanzierung des Operating

Horizontalbohrungen sind fester Bestandteil des Master LP + Growth 4-Förderprogramms. Sie kosten z. B. im Fördergebiet Joffre durchschnittlich CAD 3,5 Mio./Bohrung. Bei einem Bohrprogramm von 7 Bohrungen waren dadurch allein für Joffre ca. CAD 25 Mio. investiert worden. Da die daraus erhoffte Tagesproduktion nicht erzielt wurde, fehlt operative Liquidität in mindestens etwa dieser Höhe, um die Produktion zu erhalten und zu steigern. Um sie zu halten ist nach unserer Einschätzung in etwa jener Deckungsbeitrag erforderlich der zurzeit für die Schuldentilgung eingesetzt werden muss (z.B. für Workovers wie Waterflooding, Überholung der Pumpen etc.).

Faktoren künftiger Verkaufsoptionen

Nach übereinstimmenden Erkenntnissen verschiedener Öl- und Gasgutachten wurde seinerzeit per Ende 2013 noch von nachgewiesenen, förderbaren Reserven (proved & probable) von ca. 21 Mio. Boe ausgegangen (Gutachten

vom Juni 2013, bzw. "dem 40-fachen der heutigen Tagesproduktion", POC-Schreiben vom 22.11.13). Dieser Bestand dürfte sich unter Konsolidierungsbedingungen reduziert haben. Gleichwohl stellen auch diese reduzierten Reserven eine solide Basis dar, den Unternehmenswert langfristig wieder zu steigern (und weitere Reserven zu mobilisieren bzw. zu aktivieren).

Exitstrategien

Kaufmännisch zielführend sind Exitbemühungen, wenn die Marktbewertung des fließenden Barrels sowie der förderbaren Reserven und die Nachfrage nach Förderunternehmen, die "Netbacks" (Nettoertrag) und die Förderquote Höchststände aufweisen. Und wenn andererseits die durchschnittlichen Förderkosten pro Boe, die Decline Rate und der Verschuldungsgrad am niedrigsten sind. Kaufmännisch zielführend wäre eine Verkaufsstrategie, die auf einen höheren Öl- und Gaspreis nach Fertigstellung der geplanten Pazifik-Pipeline im Nordwesten Kanadas abstellt. Das bestimmt auch die Kalkulation der Wettbewerber und die relativ stabilen Preise der Erdgasfördergebiete. Denn dann ist mit einem Gasexportpreis zu rechnen, der deutlich über dem aktuell lokal erzielbaren Preis liegt. Nach Durchführung der geplanten und noch zu planenden COC-Bohrprogramme zur Erschließung weiterer Reserven kann der Zeitpunkt von Produktionsmaximierung, Weltmarktzugang und eines preismaximierten Verkaufstimmings optimiert werden.

Resümee

COC/COGI ist in eine Phase der Konsolidierung und Umstrukturierung eingetreten – auf dem Niveau einer stabilen, wenngleich sinkenden Cash Flow-Basis. Die Unternehmensfortführungsperspektive ist zurzeit von den vereinten Anstrengungen der Investoren und des Managements abhängig. Die Eile bei der FK-Tilgung ist im Wesentlichen marktbedingt. Allerdings muss neben dem Beitrag der Investoren ein erheblicher Liquiditätsanteil aus operativen Kosteneinsparungen der COGI resultieren. Umsatzabhängige und umsatzunabhängige Entnahmen (Administration und zusätzliche Verwaltungs-Fees) sind zurzeit unangemessen. Hier muss gelten: ohne Gewinn nach allen Kosten und Anlegergbedienung keine Prämien zugunsten des Managements. Dazu ist ein einflussstarkes Controlling erforderlich. Das operative Geschäftsmodell bedarf daher der Umstrukturierung, um den Wert des Unternehmens zu retten. Jeder rechtzeitig gezahlte Dollar, der zur Tilgung beiträgt - erfolgreiches Operating und Restrukturierung unterstellt - hat einen geschätzten inneren Wert von voraussichtlich mindestens ca. 3 Dollar.