

Europese energiesector zet de tering naar de nering

Door de lage olieprijs is ongerustheid ontstaan bij beleggers over de houdbaarheid van de dividenduitkering. De kostenbasis van oliemaatschappijen is de afgelopen jaren stevig meegestegen met steeds hogere olieprijsen. Pas in 2014 zijn de bedrijven in de kosten gaan snijden. Het lijkt er op dat na een periode van forse kostenverlagingen de sector in staat zou moeten zijn om na 2017 weer houdbare dividenden uit te keren door zelfs bij een prijsniveau van \$ 40 per vat een neutrale vrije kasstroom te realiseren na uitkering van het dividend.

ER Capital heeft een neutrale sectorweging met een selectieve voorkeur voor de volgende ondernemingen:

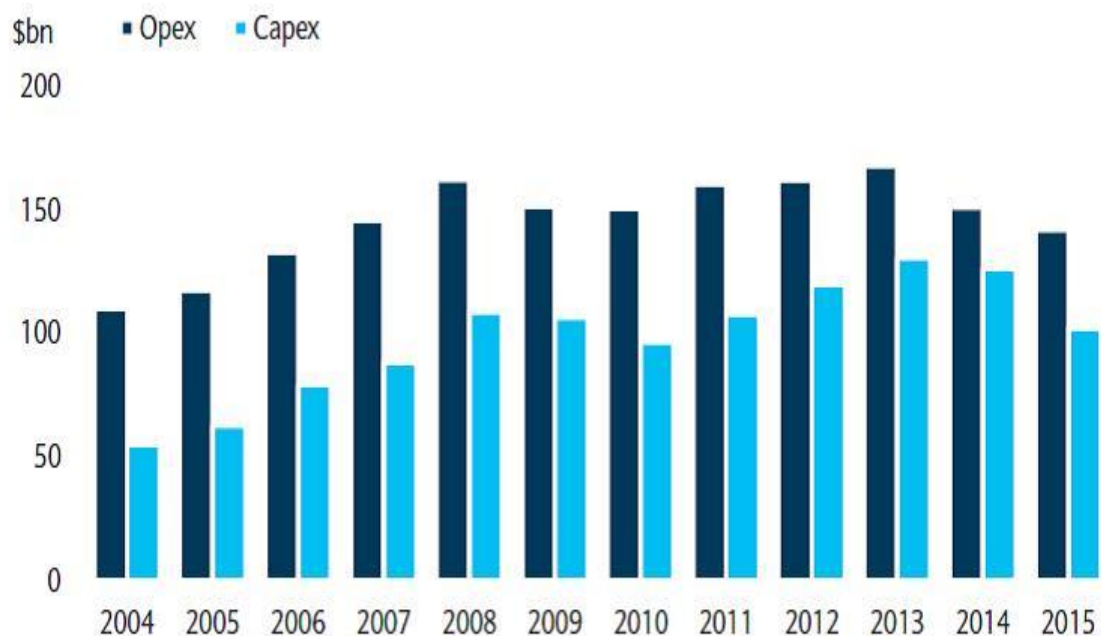
National Grid: lees hier onze analyse

Royal Dutch Shell: lees hier onze analyse

Veolia Environnement: lees hier onze analyse

Het afgelopen jaar, 2015, was een rampjaar voor de olie- en gas sector. Inmiddels is de markt terug op het niveau van 2005. De prijs voor een vat olie daalde naar niveaus tot ver onder \$ 40 per vat. In 2016 wordt een voorzichtig prijsherstel verwacht naar een niveau van \$ 50 of meer. De lage olieprijs heeft in 2015 de discussie doen ontbranden over de houdbaarheid van de dividenden in de sector. Het dividendrendement ligt veelal boven een niveau van 5%.

Corporate Opex vs capex



Source: Barclays Research. Data shown is aggregate of BP, RDS, Total, Eni, Statoil and Repsol.

Volgens sommigen is het onvermijdelijk dat de uitkering omlaag moet, omdat prijzen onder druk staan en kasstromen minder worden. Echter, bij de meeste oliemaatschappijen liggen investeringen

en onkosten simpelweg op een te hoog niveau aangezien de olieprijsdaling in een relatief korte tijd is opgetreden. Door de kosten systematisch omlaag te brengen zullen kasstromen kunnen verbeteren en wordt het dividend ook bij de huidige lage prijsniveaus veilig.

Oliemaatschappijen zijn in 2014 gaan werken aan het verlagen van de kostenbasis. De aandacht gaat hierbij naar twee belangrijke kostenposten: de capex, de investeringen in projecten, en de opex, de dagelijkse onkosten om een bedrijf gaande te houden. Het verminderen van de capex is een eenmalige gebeurtenis en kan van project tot project beoordeeld worden. Bezuinigen op de opex is fundamenteel en consistent van aard. Bovendien gaat het om veel hogere bedragen. In 2015 beliep de capex van de zes grootste oliemaatschappijen \$ 103 miljard, maar de opex kwam uit op \$ 143 miljard. Dit zijn omvangrijke kostenposten. Bovenstaande grafiek maakt duidelijk, dat tot 2013 de meeste oliebedrijven deze onkostenposten ongehinderd lieten stijgen. Pas in 2014 zijn ze aandacht gaan besteden aan de almaar stijgende uitgaven.

Uit de onderstaande grafiek wordt duidelijk dat de opex bleef doorstijgen, terwijl de productie aan het dalen was. Het eerste jaar is 2005. De prijs voor een vat kwam toen uit op \$ 55 tegen \$ 52 in 2015. Er is onmiskenbaar sprake van een onbalans.

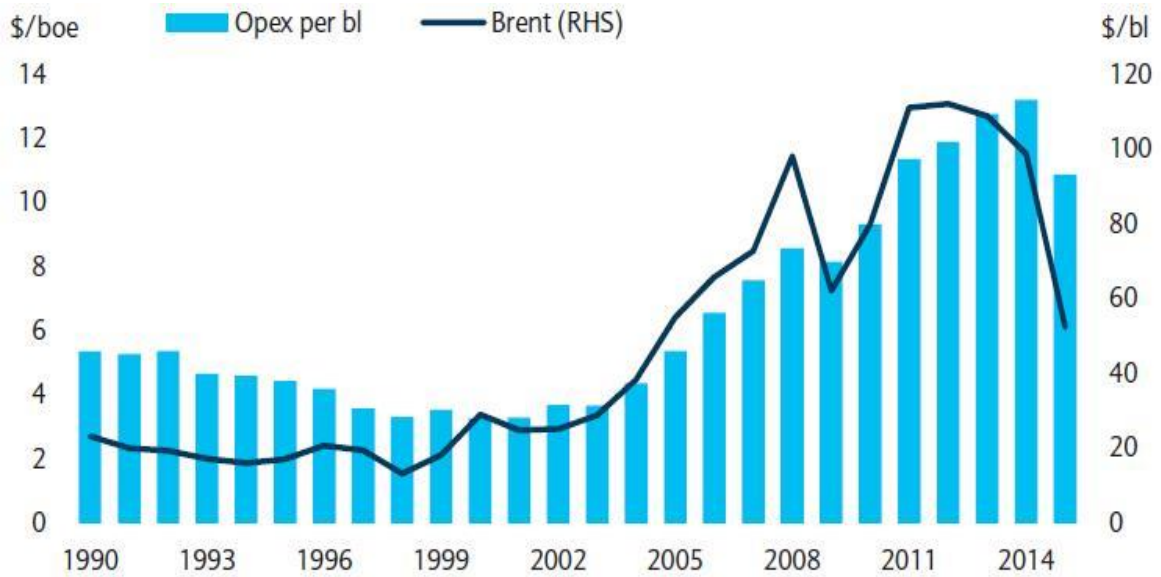
Corporate opex vs consolidated production



Source: Barclays Research. Data shown is aggregate of BP, RDS, Total, Eni, Statoil and Repsol.

Medewerkers vormen traditiegetrouw een belangrijke kostenpost voor elk bedrijf. Dat geldt ook voor de oliemaatschappijen. Die hebben te maken met een scheefgroei tussen productie en groei van het aantal medewerkers. Tussen 2010 – 2015 steeg het aantal medewerkers upstream met 18% terwijl de productie met 2% daalde. Deze ontwikkeling lag dus niet bepaald in de lijn der verwachtingen. Het onderstreept nogmaals hoe belangrijk het is om met een zeer kritisch oog naar de ontwikkeling van de opex te kijken. Deze is van essentieel belang voor de ontwikkeling van de winstgevendheid. De recente geschiedenis geeft aan hoe moeizaam dat proces verloopt, zoals uit onderstaande grafiek

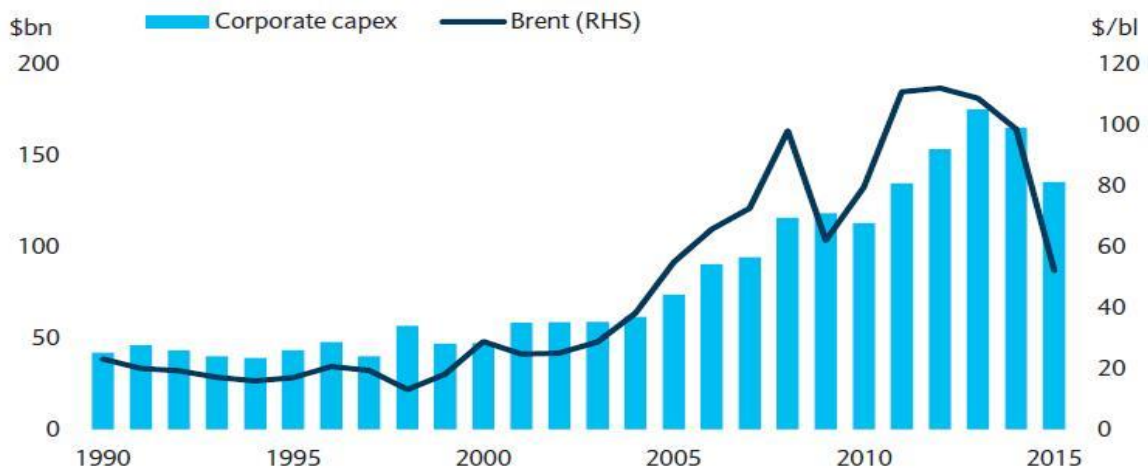
spreekt. Die maakt ook duidelijk dat de daling van de opex met 18% aanzienlijk te noemen is, maar nog steeds onvoldoende bij het huidige prijsniveau.



Source: Barclays Research

Ook de capex wordt omlaag gebracht met een daling van 19% in 2015, waardoor deze weer op het niveau van 2011 is uitgekomen. Dat is echter nog steeds 80% hoger dan in 2005 toen de olieprijs ongeveer op het hetzelfde niveau bivakkeerde als in 2015.

Corporate capex evolution



Source: Barclays Research. Data is for the Majors and their predecessor companies.