

# Lage olieprijsen dwingen meer financiële discipline af

QAJ16 - Crude Oil Brent (F) - Daily Hollow Candlestick Chart



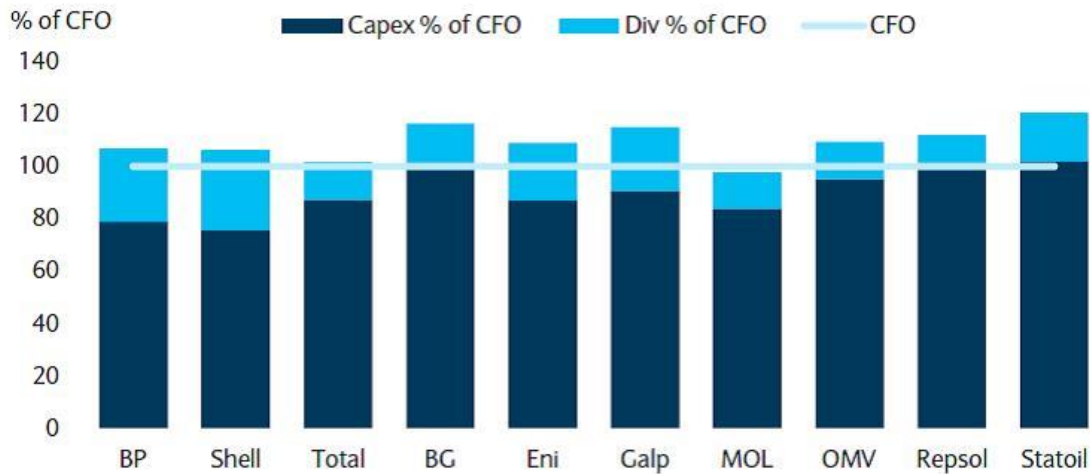
Het verhaal is inmiddels overbekend. In ongeveer een jaar tijd is de prijs van een vat olie meer dan gehalveerd. Er lijkt nu iets van een herstel op te treden maar het is de vraag of dat herstel op korte termijn blijvend is. Dat kan eigenlijk alleen maar als grote producenten zoals Rusland, de VS en Saoedi Arabië al dan niet in samenspraak de productie zouden verlagen. Of die (politieke) wil aanwezig is, lijkt zeer dubieus.

Prijzen zullen waarschijnlijk voor een langere periode laag blijven. Dat blijkt nu al grote consequenties voor de sector te hebben. Die is gedwongen om een pas op de plaats te maken en de bedrijfsvoering kritisch tegen het licht te houden. De eerste resultaten van dat kritisch zelfonderzoek zijn zichtbaar. Er is een nieuw kostenbewustzijn gegroeid. Het mes wordt gezet in suboptimale projecten en dat heeft sinds het einde van 2014 geresulteerd in een daling van de Capex, de bedrijfsinvesteringen, van 20%. Ook is er al fors het mes gezet in de bedrijfskosten. Die zijn in een jaar tijd met een geschatte 10% gedaald. De snelle daling van kosten en investeringen geeft wel aan, dat er in de afgelopen jaren in de sector niet erg zuinig is omgesprongen met de voorhanden financiële middelen. Er werd blijkbaar vaak besloten om te gaan investeren, louter en alleen omdat de mogelijkheid zich aandiende!

Er is echter nog niet voldoende in de kosten gesneden. Het is weliswaar nog vroeg in het jaar, maar het ziet er niet naar uit, dat in het lopende jaar de prijs zich spectaculair gaat herstellen. Het thema in de sector blijft voorlopig *low for long*, misschien wel *lower for longer*. De kosten zullen in 2016 verder omlaag moeten, al was het maar om het dividend veilig te stellen. Dat is nog steeds min of meer heilig in de sector. De sector is zeker in 2016 gedwongen hun kostprijs fors verder te verlagen. In eerste instantie zal het snoeimes vooral gebruikt worden om de Capex in 2016 opnieuw met 5% - 10% te verlagen. Dat

zal echter volgens ingewijden onvoldoende zijn om zowel de investeringen als de dividenden te bekostigen uit *cash flow from operations*. De olieprijs bedraagt dan gemiddeld \$ 60 per vat.

### Capex & dividends vs CFO, 2016



Source: Barclays Research

Dat lijkt op dit moment een zeer optimistisch scenario. In dat scenario zou al in 2017 een kostenniveau bereikt kunnen worden, waarbij de cash flow from operations wel voldoende is om Capex en dividenden te bekostigen. Bij een prijsniveau van \$ 60 per vat zou er in 2017 slechts 4% bezuinigd hoeven te worden. Het helpt, dat er in dat jaar olie opgepompt gaat worden uit investeringen in de periode 2010 – 2014. Die gaat positief bijdragen aan de kasstromen, zo is de verwachting.

De sector beseft waarschijnlijk, dat een gemiddelde prijs van een vat \$ 60 in 2016 en 2017 te hoog is. Er zoekt nu een gemiddelde prijs rond van \$ 40 in 2016 en 2017 en misschien nog wel in de jaren daarna. In dat scenario zou het kostenniveau tot 2020 met minimaal 30% omlaag moeten. Die scherpe kostenreductie was nodig in de jaren '80 en '90 van de vorige eeuw. Het moet dus mogelijk zijn dit huzarenstukje ook in de jaren tot 2020 te herhalen. Slaagt de sector daarin, dan zal ook bij een prijsniveau van \$ 40 het dividend betaalbaar blijven. Overigens hoeft de belegger zich over 2016 ook geen zorgen te maken. De balans van de sector mag gerust robuust genoemd worden. De ratio *net debt to capital* bedraagt 20%!

Van essentieel belang voor het veilig stellen van het dividend is het omlaag brengen van de operating expenses (Opex). Die rekening komt voor de sector jaarlijks 20% hoger uit dan die voor de investeringen. De rekening voor Opex in Upstream is sinds 2005 met maar liefst 170% gestegen. Hogere prijzen lokten schijnbaar hogere kosten uit. Het omgekeerde kan/moet ook waar zijn. Het voordeel van een lagere Opex is dat het snel een structureel karakter kan krijgen. Bij een prijsniveau van \$ 40 per vat zou de Opex met 38% omlaag moeten tot 2020. Dat klinkt heel fors, maar is tegelijkertijd zeer haalbaar. Het niveau van Opex zou dan uitkomen op dat van 2008. Onderstaande figuur maakt echter duidelijk, dat er ook dan nog een wereld te winnen is.

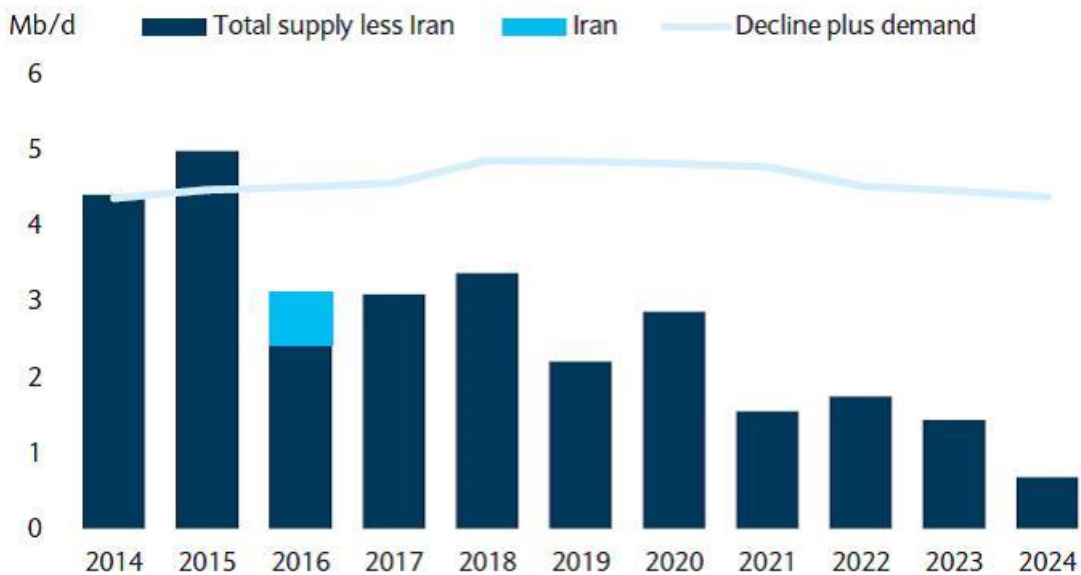
### Historic opex and potential evolution



Source: Barclays Research

De kans dat de prijs voor een vat Brent in 2020 pakweg \$ 40 dollar bedraagt, is echter niet zo groot. Uit tamelijk nauwkeurige berekeningen van analisten valt te concluderen dat er in de periode 2016 – 2019 er jaarlijks 2-3 miljoen vaten nieuwe olie op de markt komen. In de periode 2011 – 2014 ging het om 4,1 miljoen nieuwe vaten per jaar. De daling in het aanbod komt geheel op naam van de Non-Opec landen. De verwachte daling in 2016 is de grootste sinds 1992 en is vooral toe te schrijven aan de daling van de productie van schalieolie in de VS. Het Amerikaans Energie Agentschap gaat er voor 2016 van uit dat er in 2016 maandelijks 500 000 vaten minder geproduceerd worden dan in april 2015 toen de productie van schalie olie piekte. Die verminderde productie kan zich misschien al aan het einde van 2016 laten voelen. Er kan dan al een nieuw evenwicht groeien tussen vraag en aanbod. In hoeverre dat ook al de prijs gaat beïnvloeden is moeilijk te zeggen. Een hogere prijs kan immers bedrijven die hun productie hebben stil gelegd motiveren die productie weer op te starten. Echter een lagere productie gekoppeld aan uitgestelde investeringen kan er onder de huidige omstandigheden voor zorgen dat er in 2019 onvoldoende capaciteit is om aan de dagelijkse vraag te voldoen!

### Incremental supply additions



Source: Barclays Research

In deze wereld van aanhoudend lage prijzen is het vermogen om zich aan te passen aan de nieuwe omstandigheden cruciaal voor het voortbestaan van het bedrijf. ER Capital noteert haar favorieten. Dat is om te beginnen Royal Dutch Shell.

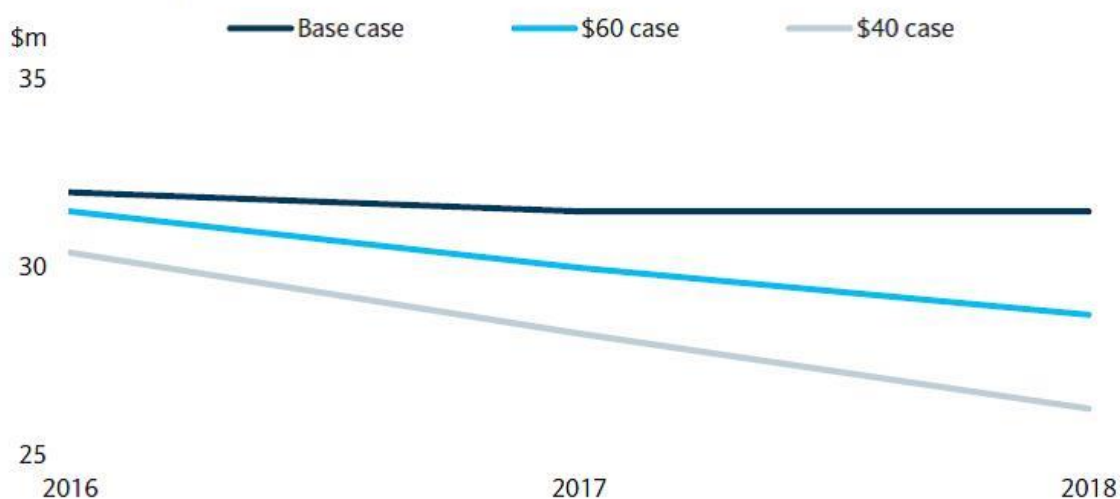
**Koninklijke Shell**    **YTD: -5,21%**                      **K/W: 86,63**    **Div. rendement: 9,46%**



Op 27 januari 2016 stemde een overgrote meerderheid van aandeelhouders in met de overname van BG Group door Koninklijke Shell. Dat bod bedraagt € 65 miljard dat deels in contanten en deels in nieuwe aandelen wordt voldaan. Door de dalende olieprijs werden steeds meer vragen gesteld over de wijsheid van een overnamebod, dat volgens het management zelf lonend zou zijn bij een prijs van meer dan \$ 60 per vat.

Er zitten echter een aantal onmiskenbare voordelen aan de overname. De belangrijkste is misschien wel, dat dankzij de overname het niveau van investeringen fors omlaag kan voor kostbare projecten en voor exploratie. De beraamde kosten voor Capex voor 2016 bedragen nu ongeveer \$ 33 miljard. Dat is alweer 18% minder dan op het moment dat de deal ter sprake kwam. Er is geen reden om aan te nemen, dat in de huidige prijsomgeving de uitgaven voor Capex nog verder omlaag kunnen tot pakweg een niveau van \$ 30 miljard. Zelfs een niveau van \$ 27 miljard is denkbaar onder bepaalde omstandigheden.

#### Pro-forma capex scenarios



Source: Barclays Research

Het vermogen om kosten in de hand te houden en verder om laag te duwen is cruciaal in de periode na het tot stand komen van de deal. Het omlaag duwen van de kosten hoeft niet eens ten koste te gaan van toekomstige groei, zoals menigeen vreest. In de jaren na 2009 heeft Shell een bedrag van \$ 18 miljard moeten afschrijven op assets en liepen de kosten voor exploratie op tot een bedrag van \$ 15 miljard. Er zou wat prudentier met middelen omgesprongen kunnen worden. Dat is trouwens ook de opinie van ceo

Ben van Beurden. Voor hem is de overname van BG Group het ideale moment om definitief de trom van kostenverlagingen te roeren.

Door de overname van BG Group in combinatie met structurele kostenverlagingen kan Shell zijn vrije kasstromen laten groeien in ongeveer alle denkbare scenario's. Ook in een omgeving waar de prijs structureel \$ 40 bedraagt. Daar komt nog bij dat Shell door de overname sterk is geworden in LNG en in Brazilië. Los van de verlaging van de Capex op korte termijn denkt Shell dat de synergie-effecten kunnen oplopen tot een bedrag van \$ 3,5 miljard in 2018. Ook de OPEX kan omlaag. Op een stand alone basis was Opex in 2015 al met een bedrag van \$ 4 miljard gedaald. Voor 2016 staat een bedrag van \$ 3 miljard gepland en dat is opnieuw op een standalone basis. Bovendien leven er plannen om tot 2019 voor een bedrag van \$ 30 miljard assets af te stoten. Dat zou alleen al nuttig zijn om de belegger gerust te stellen.

Op dit moment bedraagt het dividendrendement meer dan 7% en dat is hoog, zelfs voor een bedrijf als Shell. Toch hoeft de belegger niet te wanhopen als Royal Dutch erin slaagt om zowel de Capex en Opex te beheersen, zoals hierboven beschreven staat. We gaan er op voorhand van uit dat Royal Dutch hierin slaagt, al was het maar dat Van Beurden hier zijn lot aan verbonden heeft. We zijn daarom van mening dat een koopadvies past bij alle drie de portefeuilles!



## Royal Dutch Shell

<b>Koers</b>	€ 19,88	(1/2/2016)
<b>Koersdoel</b>	€ 26,00	
<b>Uitstaande aandelen</b>	6,306 Mrd.	
<b>Marktkapitalisatie</b>	€ 125,547 Mrd.	
<b>Nettowinst (2014)</b>	€ 10,985 Mrd.	
<b>ISIN</b>	GB00B03MLX29	

	WpA in €	K/W	DpA in €	DpA in %
<b>2014</b>	1,74	11,4	1,88	9,46%
<b>2015<sup>V</sup></b>	1,96	10,1	1,88	9,46%
<b>2016<sup>V</sup></b>	1,78	11,2	1,88	9,46%

	Defensief	Gebalanceerd	Offensief
<b>Advies</b>	Kopen	Kopen	Kopen
<b>Modelportefeuille</b>	Ja	Ja	Ja

## Algemeen

Royal Dutch Shell is als energiemaatschappij actief in de hele keten van de exploratie van energiebronnen, de raffinage en de verkoop van eindproducten. Het bedrijf richt zich strategisch voor winstgevende groei met name op gas en dan in het bijzonder op LNG, gas dat vloeibaar is gemaakt en per tanker vervoerd kan worden. Sinds 2012 wordt meer gas dan olie geproduceerd. De onderneming is gemeten naar beurswaarde één van de grootste ter wereld. De omvang van het bedrijf is zo groot dat het onvergelijkbaar is met andere aandelen op de Amsterdamse effectenbeurs.

## **Huidige ontwikkelingen**

Shell gaat steeds verder met de ombouw van oliereus tot gasgigant. Het overnamebod op BG Group is de grootste in de olie- en gasector in meer dan 10 jaar. Met de koop versterkt Shell zijn leidende mondiale positie in de gasmarkt voor LNG. Ten opzichte van 2014 voegt de overname circa 25% toe aan de reserves en 20% aan de productie. De oud-aandeelhouders van BG krijgen in totaal 19% van het gecombineerde bedrijf. In algemene zin doet Shell verder verwoede pogingen om greep op de kosten te krijgen nu de prijsdaling een structureel karakter lijkt te krijgen. Er is nu een scherpe controle op de investeringen (Capex) en kostenontwikkelingen (Opex). Die verhoogde discipline moet ervoor zorgen, dat ook in 2016 het dividend uitgekeerd wordt. Het ziet er overigens naar uit, dat 2016 een overgangsjaar is. In 2017 zou het dividend veilig moeten zijn op basis van kostenbeheersing en organische kasstromen.

## **Motivering**

Royal Dutch profiteert van een sterke downstreampoot. Die maakt dat Shell de huidige moeilijke periode kan doorstaan. Het bedrijf is bovendien al sinds 2014 bezig om de zwakke plekken uit de organisatie te snijden en om de Capex in de hand te houden. De overname van BG Group zal moet op den duur gaan bijdragen aan grotere kasstromen. BG Group heeft sterke resultaten geboekt over 2015. Het advies is Kopen voor alle portefeuilleprofielen op basis van een blijvend hoog verwacht dividendrendement.