

Beurs bij de Lunch

AANDELENFOCUS

Royal Dutch Shell Plc Class B

United Kingdom	Koers (GBP)		2014 (A)	2015 (E)	2016 (E)
Integrated Oil	-	Koerswinst	15.6 x	16.2 x	12 x
ISIN: GB00B03MM408	Verandering op jaarbasis	Koersboekwaarde	1.3 x	1.1 x	1.1 x
52 Wk H/L: 29.9/ 19.8 (GBP)	-10.8%	EV/EBITDA	5.8 x	5.7 x	4.6 x
Market value: 141744.42	Verandering sinds 1 januari	Dividend rendement	5.7%	6.0%	6.0%
London	-6.0%	Omzetgroei (j/j)	-11.4%	-16.4%	14.8%

Bron: Factset

Royal Dutch Shell kondigde vandaag een akkoord aan met BG Group om de Britse aardgasproducent en LNG-specialist over te nemen voor een bedrag van 47 miljard Britse pond (64 miljard euro). Voor elk BG-aandeel biedt Shell 3,83 Britse pond cash en 0,4454 Shell B-aandelen. Op basis van de aandelenkoersen bij slot gisteren betekent dit een premie van zowat 50%. Na het sluiten van de deal krijgen BG-aandeelhouders zo 19% van Shell in handen. Met de overname kan Shell zijn portfolio opwaarderen met zeer rendabele projecten die laag op de kostencurve zitten (Braziliaanse diepzeevelden). De activiteiten zijn complementair (zeker in LNG) en er vallen veel synergievoordelen te rapen, zowel op operationeel als financieel vlak. Ondanks de optisch stevige overnamepremie lijkt de prijs zeker niet overdreven voor deze strategisch zinvolle transactie. De schuldgraad blijft namelijk onder controle en de aandeelhouders mogen ook in de toekomst rekenen op een aantrekkelijk dividend.

Shell verwacht dat de transactie al vanaf 2016 kan bijdragen tot de kasstromen en vanaf 2017 tot de winst per aandeel. Door het inlijven van BG kan Shell zijn reserves met 25% verhogen en de productie van olie- en gas met 20% (op basis van cijfers voor eind 2014). De nieuwe entiteit wordt de tweede grootste oliemaatschappij ter wereld (na Exxon), met sterke posities in diepzeeprojecten en een zeer dominante speler in LNG (vloeibaar gemaakt aardgas). De transactie zou begin 2016 kunnen worden afgerond.

CONCLUSIE

De lage olieprijs doet duidelijk wat bewegen in de oliewereld. Shell is de eerste oliereus die in zijn kaarten laat kijken en op overnamepad gaat. Het doelwit is niet verrassend BG Group, een aardgasproducent en LNG-specialist zonder downstreamactiviteiten (raffinage en tankstations) die zeer te lijden had onder de lage olie- en gasprijzen. BG heeft een stevig investeringsprogramma achter de rug met de opstart van Australische LNG-activiteiten sinds eind vorig jaar.

BG beschikt ook over een interessante positie in de Braziliaanse diepzeevelden, waar het samen met partner Petrobras de komende jaren een sterke productiegroei zal neerzetten. Tegen 2020 zal 60% van de kasstroom van BG uit Brazilië komen. De grotere blootstelling aan de zeer rendabele Braziliaanse diepzeevelden (naar schatting al break-even bij 45 dollar per vat) zal ervoor zorgen dat de portfolio van Shell lager op de kostencurve schuift. Een strategie die we wel kunnen smaken en die mogelijks nog navolging zal krijgen van andere oliemaatschappijen.

De overnameprijs is stevig maar lijkt ons niet overdreven omdat Shell er hoogwaardige groei voor in de plaats krijgt. Shell slaagde er op eigen houtje niet in om de reserves voldoende aan te vullen. Shell rekent voor de komende jaren op een hogere olieprijs (richting 90 dollar per vat in 2018). Enkel in een scenario van lage olieprijsen voor langere tijd (waar we niet in geloven) zou de deal weinig zinvol zijn. De overname biedt veel synergiemogelijkheden, zowel op operationeel vlak (complementariteit en enorme schaalgrootte in LNG bvb.) als op financieel vlak (goedkope herfinanciering van BG-schulden bvb.). Shell raamt de synergievoordelen op 2,5 miljard dollar. De activiteiten van BG zijn meer waard binnen de portfolio van Shell dan op alleenstaande basis.

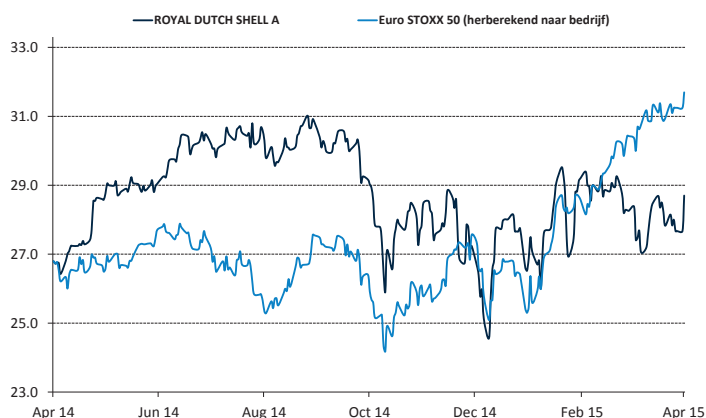
Opvallend is dat een groot deel van de transactie met de uitgifte van nieuwe B-aandelen wordt gefinancierd (bijna drie kwart van het overnamebedrag). Shell beschikt over de sterkste balans van alle grote oliemaatschappijen en heeft nog ruimte om de schuldgraad te verhogen. Shell geeft aan dat de schuldgraad zal stijgen van 12% naar 20%, wat nog steeds vrij laag is.

Beurs bij de Lunch

Naast het onder controle houden van de schulden zal de prioriteit van de nieuwe groep ook uitgaan naar het uitkeren van een aantrekkelijk dividend. Shell herbevestigde zijn dividendplannen en zal 1,88 dollar per aandeel uitkeren in 2015 en minstens evenveel in 2016. Het keuzedividend dat onlangs werd ingevoerd zou verdwijnen vanaf 2017, waarna een aandeleninkoopprogramma van 25 miljard dollar zou worden opgestart (2017 – 2020).

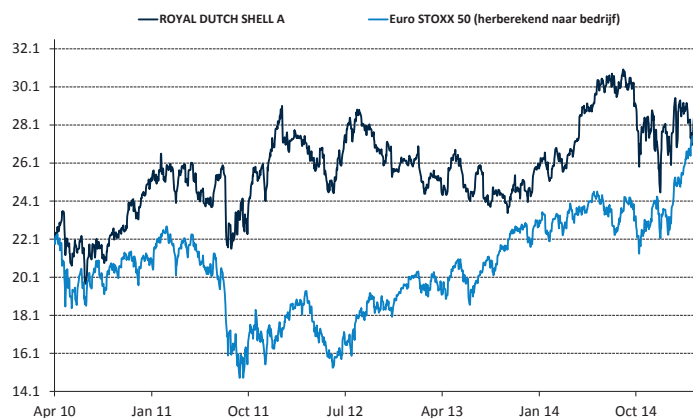
KBC Asset Management juicht de overnameplannen toe omwille van de strategische complementariteit en de redelijke prijs. Ze blijven bij het koopadvies voor Shell met koersdoel van 32 euro voor de A-aandelen die noteren in Amsterdam.

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



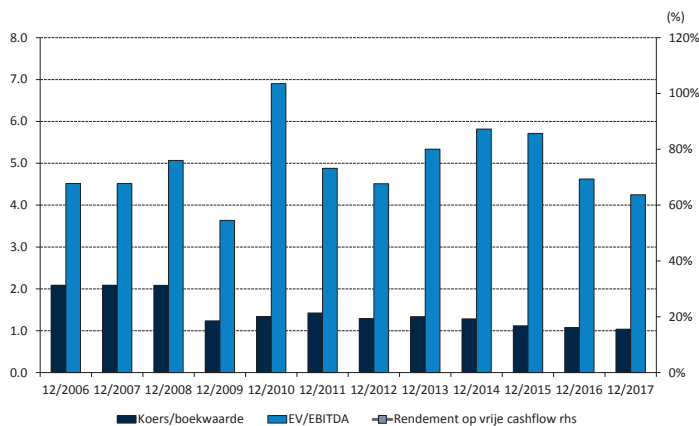
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



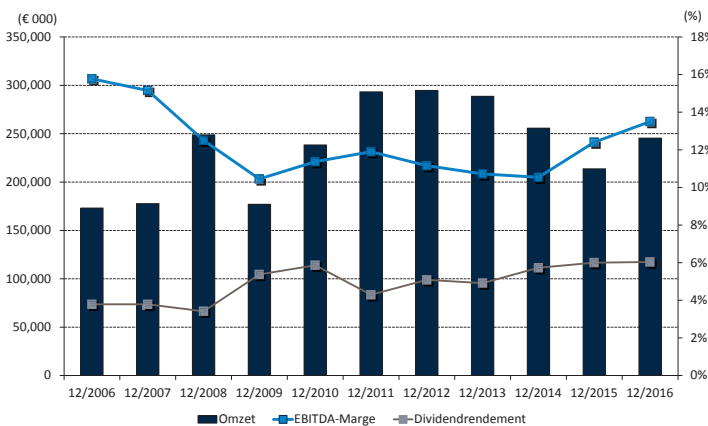
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT



Bron: Bolero, KBC Securities

Winst en verliesrekening

	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Omzet	238,390	293,294	294,810	288,681	255,749	213,764	245,379	259,711
Jaarlijkse groei	34.7%	23.0%	0.5%	-2.1%	-11.4%	-16.4%	14.8%	5.8%
Operationele winst (EBITDA)	27,099	34,897	32,888	30,951	26,952	26,524	33,126	36,038
Jaarlijkse groei	46.5%	28.8%	-5.8%	-5.9%	-12.9%	-1.6%	24.9%	8.8%
marge	11.4%	11.9%	11.2%	10.7%	10.5%	12.4%	13.5%	13.9%
Netto resultaat	13,036	19,287	16,782	10,473	9,033	7,811	11,418	13,789

Balans

	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Activa	206,023	222,159	215,499	215,856	226,465	236,089	244,623	255,913
Waarvan vlottende activa	72,107	77,072	70,584	62,396	63,991	64,342	64,125	66,009
Totale passiva	206,023	222,159	215,499	215,856	226,465	236,089	244,623	255,913
Waarvan korte termijn schuld	6,356	4,319	4,819	5,038	4,623	-	-	-
Waarvan termijn schuld	21,960	19,602	18,407	21,867	24,584	-	-	-

Winstgevendheid

	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017
Rendement op activa	6.7 %	9 %	7.7 %	4.9 %	4.1 %	4.7 %	3.3 %	5.4 %
Rendement op eigen vermogen	15%	19%	16%	10%	12%	7%	9%	11%
Winst per aandeel	1.61	3.14	3.23	2.17	1.53	129.07	174.99	218.09

Bron: Factset