

Beurs bij de Lunch

AANDELENFOCUS

TOTAL: NIET LANGER OP VERKOOPLIJST

Total SA (FP-FR)			
Bedrijfsgegevens	Financiële gegevens		Aandeel
Land	KW (Lange termijn)	Prijs-boekwaarde (2014)	Koers (EUR)
France	10.7x	1.5x	48.77
Industrie	KW (2014)	Dividendrendement (2014)	Jaarlijkse verandering
Energy Minerals	10.7x	4.83%	15.09%
ISIN	KW (2014)	Uitstaande aandelen (miljoen)	Verandering sinds 1 januari
FR0000120271	9.9x	2269.13	9.52%

Op de jaarlijkse beleggersdag verlaagde de Franse oliereus zijn productieverwachtingen voor 2015 en 2017 met respectievelijk 11% en 7% maar dat kwam niet als een verrassing omdat Total al had gehint op vertragingen bij de opstart van enkele projecten waarin het een belang heeft (zoals Kashagan in de Kaspische Zee). Voor volgend jaar mikt Total nu op een productie van 2,3 miljoen vaten olie-equivalenten per dag (voorheen lag de prognose op 2,6 miljoen) en voor 2017 ligt het doel op 2,8 miljoen vaten olie-equivalenten per dag (tegenover een initiële inschatting van 3 miljoen). Om dit op te vangen lanceert het management een kostenbesparingsprogramma van 2 miljard dollar tegen 2017.

Total is de eerste oliegi-gigant die aankondigt te zullen snijden in de operationele kosten. Daardoor blijft de doelstelling overeind om tegen 2017 de vrije kasstroom (FCF) te laten aanzwellen tot 15 miljard dollar. Voor 2015 werd de prognose voor de vrije kasstroom wel fors verlaagd tot 7,5 miljard dollar, tegenover de initiële inschatting van 10 miljard dollar. Het ongewijzigde FCF-doel voor 2017 is een opluchting, maar blijft in onze ogen wel ambitieus met weinig ruimte voor missers. Total rekent voor de eerstkomende jaren op instromende cash van nieuwe upstream olie- en gasprojecten die de afgelopen jaren veel investeringen vergden.

De kapitaalinvesteringen worden geleidelijk teruggeschoefd tot 25 miljard USD in 2017, van 26 miljard USD dit jaar en een piek van 28 miljard USD in 2013. Geen dramatische terugval wat volgens ons wijst op de beperkte flexibiliteit. Net als andere oliemaatschappijen moet Total fors blijven spenderen om het natuurlijke productieverval van de bronnen te compenseren.

Dividend weldra gedekt door inkomsten

In een klimaat van lage rente zijn beleggers op zoek naar gulle dividendbetalers. Grote oliemaatschappijen passen in dit plaatje. De oliereuzen slagen er al enkele jaren niet meer in om hun dividenden te betalen met hun inkomsten. Maar er lijkt een kentering in zicht. Zeker voor Total zullen de kasstromen fors aantrekken dankzij de opstart van verschillende grote projecten met relatief lage kosten. We verwachten dat Total vanaf 2016 opnieuw voldoende inkomsten zal genereren om zowel de investeringen als de dividenden te financieren. Jaarlijks keert Total zowat 7 miljard dollar uit aan dividenden en over de laatste 10 jaar verdubbelde het dividend per aandeel. Total noteert vandaag zonder het interimdividend van 0,61 euro per aandeel.

De schuldgraad van Total zal onder controle blijven dankzij bijkomende desinvesteringen in de periode 2015-17 die 10 miljard dollar moeten opleveren. Total verkocht reeds voor 16 miljard dollar aan niet-kernactiviteiten sinds begin 2012 en zit op schema om het doel van 20 miljard dollar tegen eind dit jaar te halen. Recent was er nog de aankondiging van de verkoop van lijmproducent Bostik voor 2,25 miljard dollar.

In een omgeving van dalende olieprijsen presteren oliemaatschappijen over het algemeen ondermaats op de beurs. We zien de Brent-olieprijs echter niet voor langere tijd onder de 100 dollar noteren en menen dat de impact voor van de lagere olieprijs beperkt zal zijn voor Total (want deels gecompenseerd door zwakkere EUR). Uitgaand van een vrij vlakke olieprijs net boven de 100 dollar per vat voor de komende jaren verwachten we maar een bescheiden winstgroei.

Beurs bij de Lunch

Waardering

Total is correct gewaardeerd aan een koerswinstverhouding van 10x voor 2015, in lijn met peers maar wel 28% hoger dan de gemiddelde k/w over de laatste 4 jaar.

Risico's opwaarts

- Fors aantrekkende olieprijsen
- Hogere raffinagemarges

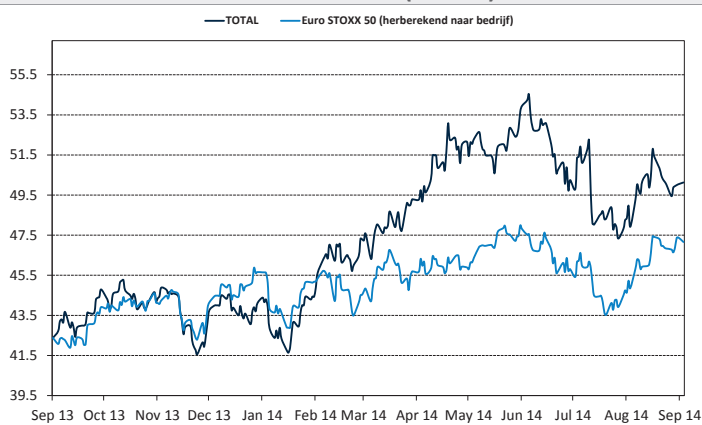
Risico's neerwaarts

- Olieprijs voor langere tijd onder de 100 USD.
- Vertragingen en hogere kosten bij de opstart van grote nieuwe projecten.
- Bijkomende sancties tegen Russische oliebedrijven (Total heeft een belang van 20% in olieproducent Novatek).

CONCLUSIE

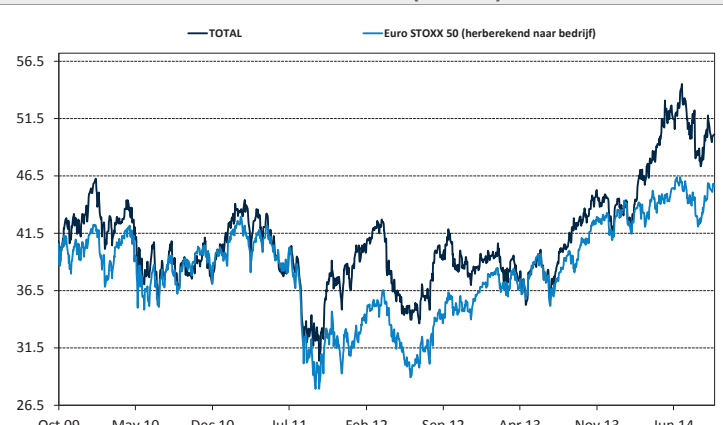
KBC Asset Management verhoogt de aanbeveling naar houden met als koersdoel 49 EUR. Aan de huidige aandelenkoers zien ze weinig opwaarts potentieel maar wel veel steun door het aantrekkelijke dividend in tijden van lage rentes. Aantrekkende vrije kastromen moeten ervoor zorgen dat het gulle dividend kan worden gehandhaafd.

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



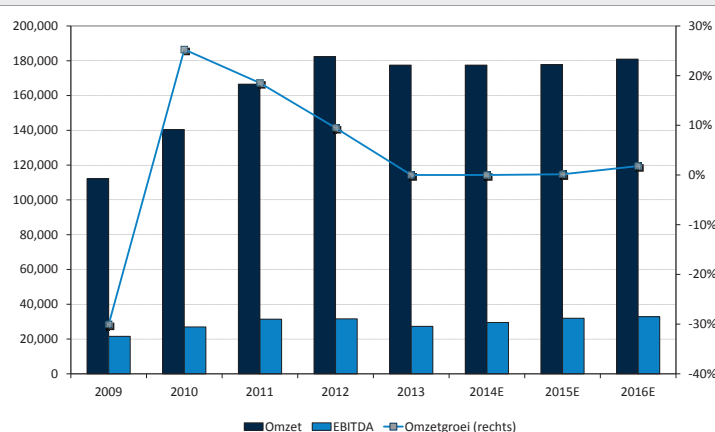
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



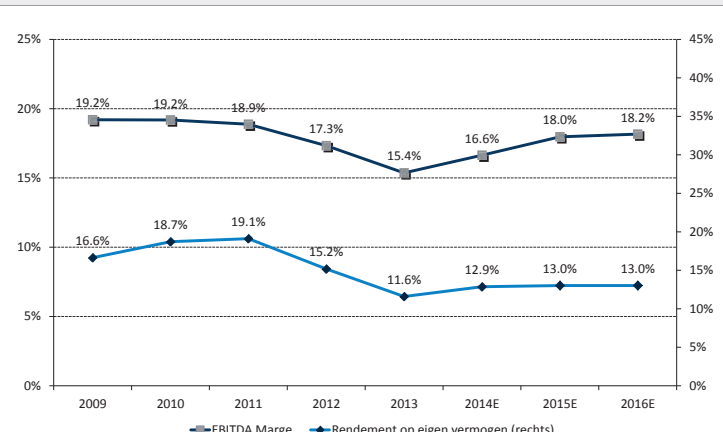
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: FactSet

RENTABILITEIT EN DIVIDEND YIELD



Bron: FactSet

Beurs bij de Lunch

Winst en verliesrekening

Uitgedrukt in (EUR)	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Omzet	112,153	140,476	166,505	182,308	177,456	177,456	177,725	180,945
<i>Jaarlijkse groei</i>	-30.0%	25.3%	18.5%	9.5%	μ	0.0%	0.2%	1.8%
Operationele winst (EBITDA)	21,531	26,943	31,431	31,599	27,270	29,534	31,939	32,858
<i>Jaarlijkse groei</i>	0.0%	25.1%	16.7%	0.5%	-13.7%	8.3%	8.1%	5.2%
<i>operationele marges</i>	19.2%	19.2%	18.9%	17.3%	15.4%	16.6%	18.0%	18.2%
Netto inkomen	8,447	10,571	12,276	10,694	8,440	10,582	11,560	12,069
<i>Jaarlijkse groei</i>	0.0%	97.6%	56.6%	34.7%	59.7%	863.6%	-0.7%	-1.8%
Uitstaande aandelen	3,378.8	2,220.8	2,294.6	2,275.3	2,068.6	2,314.0	2,336.2	2,345.5

Balans

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Activa	127,753	143,718	164,049	171,829	173,491	188,523	194,835	199,239
Vlottende activa	49,757	56,936	63,663	67,517	61,347	58,033	57,008	56,712
Vorderingen	23,065	24,793	29,914	28,160	26,657	15,848		
Vorraden	13,867	15,600	18,122	17,397	16,023	17,152		
Totale passiva	127,930	142,861	162,697	170,548	171,210	179,254		
Passiva	75,378	82,447	94,660	97,636	98,581	104,119		
Korte termijn schuld	6,994	9,665	9,715	11,100	8,344	9,878		
Lange termijn schuld	19,437	20,605	22,411	22,274	25,069	28,801		

Winstgevendheid

	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>
Rendement op activa	6.9%	7.8%	8.0%	6.4%	4.9%	5.6%	5.9%	6.1%
Rendement op eigen vermogen	16.6%	18.7%	19.1%	15.2%	11.6%	12.9%	13.0%	13.0%