

twijfelen of de uitkering wel houdbaar is. Is dit ook bij Shell aan de hand, of speelt er iets anders?

WINST EN CASH

In de laatste kwartalen zit er een enorme kloof tussen Shells winsten en de cash die daadwerkelijk bij de oliegiëgant binnenstroomt.

Zo steeg in het tweede kwartaal de winst met maar liefst 703 procent tot circa 1,9 miljard dollar ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Vooral de downstream-tak (onder andere: raffinage, chemie en verkoop van olieproducten) bleef profiteren van kostenbesparingen en de lage olieprijs die hier als grondstof dient. De winst van bijna 2 miljard dollar mag geëxplodeerd zijn, de zogeheten operationele kasstroom – plat gezegd de cash die daadwerkelijk binnenkomt door olie en gas op te pompen en te verkopen – lag met 11,3 miljard dollar nog altijd een factor 6 hoger.

Het verschil is voor het grootste deel te verklaren door puur boekhoudkundige afschrijvingen op fabrieken en materieel en (pijnlijke) afwaarderingen op projecten van bij elkaar 6,2 miljard dollar. Die post levert een dikke min op in de winst-en-verliesrekening, maar er verlaat geen dollarbiljet de onderneming. Non-cash zoals dat in het jargon heet. Daarnaast zorgt een verbetering van het werkkapitaal – het saldo van de verandering in voorraden, te betalen en te incasseren rekeningen – voor een plus van 2,3 miljard dollar. Uit de stevige daling van de debiteurenpost op de balans blijkt dat er bij klanten op aangedrongen is om rekeningen eerder te betalen.

DESINVESTERINGEN VERGEVORDERD

Als van de operationele kasstroom de investeringen – bijvoorbeeld de kosten van de zoektocht naar nieuwe olie en onderhoud van chemie- en raffinagefabrieken – worden afgetrokken, blijft de

zogeheten vrije kasstroom over.

Die geldstroom is cruciaal omdat hier het dividend van betaald moet worden. Voor een kapitaalintensief bedrijf als Shell is de investeringskasstroom normaal gesproken zwaar negatief. Maar in het tweede kwartaal kon Shell een plus van 872 miljoen dollar inboeken: Shell investeerde weliswaar 5,7 miljard dollar, maar kon ruim 6,5 miljard dollar op haar rekening bijschrijven door de verkoop van activiteiten. Zo deed Shell recent de olie-zanden in Canada en dichter bij huis de Noordzee-activiteiten van de hand.

Hierdoor ontstond in het tweede kwartaal de uitzonderlijke situatie dat de vrije kasstroom (12,2 miljard dollar) hoger was dan de operationele kasstroom (11,3 miljard dollar).

Iedereen begrijpt dat permanente verkoop van activiteiten geen houdbaar verdienmodel is. Desalniettemin waren beleggers opgelucht. Er was in de markt

Dit artikel is een bewerking van een analyse van de VEB-Barometer waarin het potentieel van Shell aan de hand van zeven beleggingscriteria wordt ingeschat.

Het volledige Barometerrapport vindt u op www.veb.net/bedrijven-barometer waar u ook meer kunt lezen over de duurzame concurrentievoordelen en de corporate governance van het concern. De vijf kwantitatieve criteria worden hieronder kort beschreven

grote twijfel of Shells plan om in het huidige lage olieprijsklimaat voor 2018 voor 30 miljard dollar aan bezittingen te verkopen, zou slagen. Inmiddels heeft Shell voor 15 miljard dollar aan activiteiten definitief van de hand gedaan, en is er volgens het concern zelf nog eens 11 miljard aan activiteiten waarvoor de handtekening onder het verkoopcontract bijna is gezet. Om kort te gaan, Shell heeft nog een kleine anderhalf jaar de tijd om voor een zo'n vier miljard dollar aan activiteiten te verkopen.

MINDER INVESTEREN

Kostenbesparingen en minder investeren moeten de vrije kasstroom verder op peil houden. Om een idee te geven: Shell is dit jaar van plan rond de 25 miljard dollar te investeren, in 2014 was dat nog ruim 45 miljard dollar (Shell en BG Groep bij elkaar).

De vrije kasstromen waren ruim voldoende om de cashdividenden – die tussen de 2,3 en 2,9 miljard schommelden de afgelo-

SHELL KAMPIOEN IN KASSTROMEN

Een analyse van de laatste 1,5 jaar laat zien dat in de laatste 4 kwartalen de kasstroom ruim boven de winst lag. De vrije kasstroom is cruciaal omdat hier het dividend uit betaald moet worden.

