

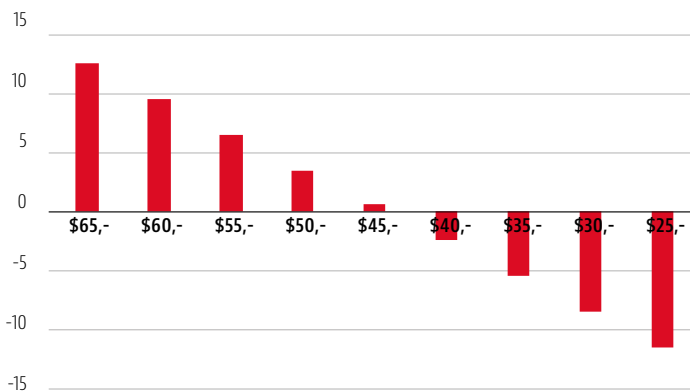


VIJF 'OLIJEMAJORS' VERGELEKEN

BEDRIJF	KOERSVAL	BREAK-EVENPRIJS (SCHATTING)	GEARING	DIVIDENDRENDEMENT
Shell	-50,5%	USD 45,00	29%	12,3%
BP	-44,3%	USD 52,00	35%	11,3%
Total	-46,3%	USD 44,00	21%	9,3%
Exxon	-46,5%	USD 75,00	20%	9,2%
Chevron	-36,5%	USD 50,00	15%	6,2%

*Koersval sinds begin 2020. Bloomberg data
Peildatum 13 maart 2020

VRIJE KASSTROOM NA DIVIDEND BIJ VERSCHILLENDE OLIEPRIJZEN



als Shell heeft duizenden contracten over de opbrengstverdeling onder verschillende olieprijsscenario's met overheden van landen waar het olie uit de grond haalt. Belastingverdragen maken het nog complexer.

Ook wordt Shell – net als het Franse Total overigens – meer en meer een gasbedrijf. Gas en oliemarkten zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden, maar prijsbewegingen lopen nooit helemaal parallel.

Daarnaast heeft het vaststellen van een break-evenprijs iets weg van schieten op een snel-bewegend doel. Zo laten de meeste 'olijemajors' weten dat er bij nieuwe projecten pas geboord wordt bij een break-even niveau van 30 dollar of minder. Maar die prijs is aanzienlijk lager dan het gemiddelde op groepsniveau, waar nog veel oude en dure projecten tussen zitten.

Doordat een steeds groter deel van de portefeuille bestaat uit nieuwe projecten daalt de breakevenprijs elk jaar een beetje.

DIVIDENDPUZZEL

Met al deze slagen om de arm, kan een belegger met een beetje rekenwerk toch een beeld krijgen van de break-evenprijs voor Shell.

Bij de jaarcijfers eind januari zei cfo Jessica Uhl te mikken op een vrije kasstroom van 25 tot 30 miljard dollar voor 2020, waarbij expliciet werd vermeld dat voor het behalen van dit doel minimaal een olieprijs van 65 dollar nodig is. Door de oliecrash ligt de olieprijs nu drie tientjes lager, rond de 35 dollar.

In het jaarverslag zegt Shell verder dat pakweg iedere daling van 10 dollar van de olieprijs een hap uit de kasstroom neemt van circa 6 miljard dollar.

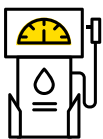
Zouden we ervan uitgaan dat de olieprijs heel het jaar gemiddeld 35 dollar bedraagt, dan zal de vrije kasstroom ergens landen tussen de 7 en 12 miljard dollar (18 miljard dollar minder dan de doelstelling, 3 x 6). Dat is te weinig om het cashdividend van 15 miljard dollar te betalen.

Met hetzelfde sommetje kun je uitrekenen dat bij een olieprijs die



GEGOOCHEL MET BREAK-EVENPRIJZEN

- > De dividend-break-evenprijs is de olieprijs die minimaal nodig is om de investeringen en dividenduitkering te kunnen handhaven. Big oil is er het laatste halve decennium in geslaagd deze evenwichtsprijs te halveren tot rond de 50 dollar.
- > Maar veel energiebedrijven proberen een rooskleuriger beeld te geven van deze maatstaf. Zo publiceert Shell een zogenaamde "voorwaardse break-evenprijs" die lager zou liggen dan 30 dollar per vat. Maar dit bedrag heeft alleen betrekking op de projecten die Shell in 2019 aanging. Ook deelt Shell break-evencijfers op projectniveau, bijvoorbeeld ten aanzien van diepwaterolieprojecten in de Golf van Mexico. Maar bij dit bedrag worden allerlei kosten die op het hoofdkantoor worden gemaakt buiten beschouwing gelaten. Ook belastingen, die kunnen oplopen tot een paar tientjes per vat, zitten niet in deze prijs.
- > Het Franse Total koketteert met een break-evenprijs van rond de 25 dollar. Maar dit is de olieprijs waarbij alleen de investeringen terugverdiend worden, en dus niet het dividend. Wordt de uitkering wel meegenomen, dan stijgt de break-evenprijs tot circa 44 dollar.
- > Bedenk ook dat hoge investeringen en dividenden een negatieve uitwerking hebben op de break-evenprijs, en andersom. Doordat Exxon flink meer gaat investeren – in plaats van terugschalen zoals de concurrentie – is goed te verklaren waarom het een hoge olieprijs nodig heeft om deze uitgaven terug te verdienen.
- > Maar de grootste misvatting is dat een lage break-evenprijs nog betekent dat aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd. Zelfs bij een olieprijs van 60 dollar ligt het rendement op geïnvesteerd kapitaal – denk aan olievelden, installaties en voorraden vaten olie – ver onder het percentage dat kapitaalverschaffers minimaal willen zien (rond de 10).
- > Dat Shells dividendrendement boven de 10 procent ligt, is geen teken van aandeelhouderswaardecreatie maar van vernietiging. Door de forse koersklap is de beurswaarde van Shell veel lager dan de waarde volgens de boeken (die een beter beeld geeft van het door aandeelhouders ingelegde kapitaal). Bovendien wordt getwijfeld aan de houdbaarheid van de uitkering.



EXXON HEEFT EEN OLIEPRIJS VAN ROND DE 75 DOLLAR NODIG OM HET KASBOEKJE NA DE DIVIDEND-UITKERING IN EVENWICHT TE HOUDEN

