

AFWAARDERING SHELL IS DOORGESCHOTEN

TEKST: JACQUES POTUIJT (FINANCIËEL CONSULTANT)

De bewezen oliereserves en de olieproductie van Shell zijn veel kleiner dan die van BP. Maar het waarderingsverschil op beurs tussen beide is toch wel erg groot.



De oliesector heeft de reputatie van veilige haven voor op hun gemoedsrust gestelde beleggers. In deze hoek vinden we de fondsen die van oudsher geschikt worden geacht voor 'weduwen en wezen'. De helse tocht die de aandelenmarkten sinds eind 2007 hebben afgelegd, vormt een uitgeknipte gelegenheid om na te gaan hoe realistisch deze volkswijsheid is.

Eind 2007 stonden de koersen van de olieconcerns dankzij een lange periode van stijgende olieprijzen dicht onder of op hun hoogste niveau van de voorgaande zeven jaar. Ten opzichte van dat niveau moet vastgesteld worden dat de financiële crisis en de daarop volgende recessie ook aan de oliesector niet ongemerkt voorbij zijn gegaan maar dat desondanks de schade beperkt is gebleven. Gemiddeld noteren de tien grootste beursgenoteerde oliemaatschappijen momenteel zo'n 27 procent onder hun slotkoersen van 2007. Dat is relatief genomen geen slechte prestatie, gegeven het feit dat de toonaangevende beurzen gemiddeld nog zo'n 42 procent onder hun niveaus van ultimo 2007 staan.

De recente beursprestaties lopen op het eerste gezicht voor de verschillende olieconcerns niet veel uiteen. Het lijken uniforme mastodonten die door hun omvang ogenschijnlijk weinig variatie in strategie en beleid ten toon kunnen spreiden. Toch zijn over langere termijn beschouwd de verschillen in rendement voor beleg-

gers markant. Royal Dutch Shell blijft over de afgelopen tien jaar gerekend duidelijk achter bij British Petroleum (BP) en nog veel forser bij Exxon Mobil. Twee jaar geleden gingen op deze plaats Royal Dutch en Exxon Mobil langs de meetlat met een ontluisterende conclusie voor onze nationale trots. Wellicht valt nu de vergelijking met BP gunstiger uit.

VOORRADEFFECTEN WEGGEËBD

ONDANKS het verlieslatende vierde kwartaal mag 2008 voor Shell gezien worden als een topjaar. Geholpen door een olieprijs die in juli een recordprijs bereikte van 147 dollar per vat, steeg de jaaromzet met 29 procent tot 458 miljard dollar waarover een winst voor belasting werd behaald van 50,8 miljard dollar. Dat is zelfs nog een fractie meer dan in het vlekkeloos verlopen jaar 2007, waarin het resultaat een sprong van 23 procent liet zien.

Dat de nettowinst desondanks met 16 procent daalde moet worden toegeschreven aan het forse voorraadverlies dat in het laatste kwartaal optrad als gevolg van de plotselinge omslag in de olieprijzen. Door het voor de officiële rapportage gevolgde boekhoudstelsel, waarbij tegenover gerealiseerde verkoopprijzen de prijzen van de meest recent betaalde inkooprijzen worden geplaatst (het lifo-systeem van voorraadafboeking volgens het 'last in first out'-principe), was een winstduikeling onvermijdelijk.

Een betere maatstaf vormt wellicht de winstberekening op basis van 'current cost of supplies' (ccs) waarbij tegenover werke-

lijke opbrengsten de actuele prijzen op de inkoopmarkt worden geplaatst. Op die vervangingswaardebasis bedroeg de winst in 2008 31,4 miljard dollar. Op lange termijn maakt het allemaal weinig uit en tenderen de winsten op beide grondslagen naar dezelfde uitkomst.

Dat wordt al goed gedemonstreerd in de resultaten die Shell over het eerste kwartaal van dit jaar bekendmaakte. Daarin is het drukkende effect van oude, nog tegen hoge prijs ingekochte voorraden al geheel weggeëbd en komt de volgens beide methoden berekende winst weer op nagenoeg hetzelfde niveau uit: 3,3 miljard dollar op basis van vervangingsprijzen en 3,5 miljard dollar tegen historische inkooprijzen. Dat neemt niet weg dat de omzet en het resultaat duikelden ten opzichte van het eerste kwartaal van 2008. De omzet bleek met 49 procent, de nettowinst zelfs met 62 procent te zijn gedaald.

Volumes en prijzen hadden het zwaar te verduren onder een recessie die wellicht in het eerste kwartaal zijn dieptepunt bereikte. De olieproductie daalde met 11 procent, de verkoop van olieproducten met 12 procent en de raffinaderijen zagen hun doorstoot met 15 procent krimpen. Alleen de productie van aardgas bleef onveranderd ten opzichte van het eerste kwartaal van 2008. De daling van het verkoopvolume in olieproducten ging gepaard met een vrije val van de olieprijs, die in het eerste kwartaal 55 procent onder het gemiddelde van het eerste kwartaal van 2008 lag en 70 procent onder de in juli vorig jaar behaalde piekprijs.