

menteel net iets boven Shell. Dat komt o.a. tot uitdrukking in het rendement op het gemiddeld geïnvesteerd kapitaal (roace) dat bij BP in 2008 22 procent bedroeg tegen 18,3 procent voor Shell. In het lopende jaar zal de winstgevendheid ongetwijfeld onder druk komen. De roace voor BP duikt onder 20 procent, die van Shell daalt vermoedelijk tot 16,2 procent. Operationeel is BP iets efficiënter dan Shell, hoewel dit uit de personeelsaantallen niet direct blijkt. Shell telt 102.000 werknemers tegen BP 92.000.

Belangrijkste verschillen betreffen de bewezen oliereserves en de olieproductie. Bij Shell liggen de reserves momenteel op 11 miljard vaten en zijn licht dalend. Die van BP bedragen 18,4 miljard vaten en vertonen een lichte stijging. De productie per dag bij Shell daalde de afgelopen vijf jaar met zo'n 5 procent per jaar en zal dit jaar vermoedelijk op circa 1,7 miljoen vaten uitkomen, die van BP ligt redelijk stabiel op zo'n 2,5 miljoen vaten per dag. Wat de productie van aardgas betreft liggen beide concerns met een over de jaren heen constante productie (gerekend in olie-equivalenten) met zo'n 1,4 miljoen vaten op hetzelfde niveau.

NIET ENTHOUSIAST IN DE OLIE

Op de beurs wordt aan beide bedrijven een vrijwel identieke waarde toegekend. De beurskapitalisatie van Shell bedraagt momenteel 111 miljard euro, die voor BP 97 miljard pond, wat zich laat vertalen in 107 miljard euro. De vermogenspositie, afgemeten aan de verhouding rentedragend/eigen vermogen, verschilt niet veel en ligt rond 22 procent. Tegenover een in absolute termen gemiddeld 10 procent lager winstniveau staan bij BP 65 procent hogere reserves. Ook die factor moet uiteraard in de waardering worden meegenomen.

Op het punt van beurswaardering per aandeel zijn de waarderingsverschillen markanter. Terwijl het dividendrendement voor beide fondsen op basis van de huidige koers een royale 5,9 procent bedraagt, doet het aandeel Shell een koers-winstverhouding van 5,9 en BP 9,9. Voor beiden is hierbij rekening gehouden met een minimaal 10 procent lagere winst in 2009 ten opzichte van 2008. Naar deze maatstaf lijkt Shell er toch wel wat al te bekaaid af te komen.

Beleggen in olie heeft de belegger via Shell de afgelopen vijf jaar opgezadeld met een negatief koersrendement van 8 procent per jaar, terwijl de belegger in BP niet meer dan een waardevaste belegging realiseerde. Veel reden om enthousiast in oliefondsen te stap-

ROYAL DUTCH SHELL (RDSA.AS)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009T
Omzet (\$ mln)	266.386	306.731	318.845	355.782	458.361	300.000
Winst voor belasting	31.659	44.567	44.628	50.576	50.820	40.000
Nettowinst (hist. uitgaafprijzen)	18.540	25.311	25.442	31.331	26.277	23.200
Nettowinstmarge	7,0%	8,3%	8,0%	8,8%	5,7%	7,7%
Belastingdruk	38%	40%	41%	37%	48%	42%
Roace (rend. gemidd. kapitaal)	20,1%	25,6%	23,4%	22,3%	18,3%	16,2%
Uitst. aandelen ult. (mln)	6.914	6.695	6.413	6.264	6.159	6.100
Winst per aandeel (h.u.p)	\$2,74	\$3,79	\$3,97	\$5,00	\$4,27	\$3,80
Dividend	€ 0,86	€ 0,92	€ 1,00	€ 1,07	€ 1,16	€ 1,28
Dividendrendement	3,3%	3,6%	3,7%	3,7%	4,7%	5,8%
Koers ult. & 8/5/09	€ 25,80	€ 25,78	€ 26,72	€ 28,75	€ 18,75	€ 18,18
K/W	11,2	9,0	9,8	8,5	5,7	5,9
Marktkapitalisatie (€ mrd)						111
Operationeel (x1000 vaten per dag)						
Productie olie	2.253	2.093	2.030	1.899	1.732	1.680
Productie aardgas (olie-equiv.)	1.519	1.425	1.443	1.416	1.478	1.476
Intake raffinaderijen	4.162	3.981	3.862	3.779	3.389	3.188
Verkoop olieproducten	7.800	7.057	6.485	6.625	6.569	6.282
Bewezen reserves (mrd barrels)	11,9	11,5	11,9	10,8	10,9	11,0
Productiekosten per vat	\$4,02	\$5,54	\$6,95	\$8,27	\$8,73	\$9,00
Olie prijs (WTI) per vat	\$41,44	\$56,47	\$66,04	\$72,16	\$97,14	\$65,00
Aargasprijs (Henry Hub, 1000 scf)	\$5,91	\$8,81	\$6,76	\$6,94	\$8,85	\$7,00
AEX-index ult. & 8/5/09	348,86	419,72	495,34	515,77	245,94	261,35
S&P 500-index ult. & 8/5/09	1.211,92	1.248,29	1.418,30	1.468,36	903,25	929,23

pen lijkt daarom niet op z'n plaats. Maar het hoge en stabiele dividendrendement maakt wel wat goed. Voor Shell lijkt de afwaardering op de beurs momenteel wel wat te ver naar beneden doorgeschoten. Een koers-

herstel van 20 procent op een termijn van een of twee jaar lijkt plausibel. Gevoegd bij het dividendrendement maakt dat het aandeel Shell binnen dit tijdvak waarschijnlijk iets aantrekkelijker dan BP. ■

