

Oliereuzen zagen de fors lagere olieprijs niet aankomen en waren slecht voorbereid op een wereld waarin olieprijsen wel enige jaren laag kunnen blijven, zegt energiespecialist Allen Good van Morningstar.

De Amerikaan (35) volgt een twintigtal beursgenoteerde bedrijven actief in de olie- en gassector voor het onafhankelijke analistenhuis Morningstar. Aanvankelijk deed hij dat vanuit het Morningstar-hoofdkantoor in Chicago, maar inmiddels is de Nederlandse vestiging in de Amsterdamse Bijlmer al weer enkele jaren zijn thuisbasis.

Het zijn interessante en drukke tijden voor volgers van de energiesector als Good. Olie- en gasbedrijven proberen uit alle macht zich goed te positioneren in de nieuwe realiteit die het gevolg is van de halvering van de olieprijs in een jaar tijd. De schalierevolutie, de terugkeer van Iran in de oliewereld en de prijspolitiek van oliekartel Opec dwingen de grote oliemaatschappijen tot het maken van ingrijpende keuzes. De bedrijven zullen kosten besparen, grote projecten uitstellen en minder aandelen inkopen.

Maar aan één ding zullen de Shells, BP's en Exxon's van deze wereld in ieder geval niets willen veranderen volgens Good: de dividenduitkeringen aan aandeelhouders. "Als oliebedrijven het dividend verlagen of helemaal schrappen, verdwijnt de belangrijkste reden om in de sector te investeren."

De hoge dividenden van vandaag hebben wel een prijs. De rem

op investeringen zal de toekomstige winstgroei van oliemaatschappijen onder druk zetten. "Investeringen van oliegiganten zijn broodnodig om de reserves op peil te houden in een dalende oliemarkt."

Welke oliemaatschappijen hebben de beste papieren om de oliecrash te overleven? En met welke aandelen moeten beleggers juist voorzichtig zijn? Een rondgang langs verscheidene bedrijven in de sector met de Amerikaanse oliespecialist.

Waarom zag niemand de oliecrash aankomen?

"Dat forse groei van de schalieolieproductie in de Verenigde Staten grote impact op de markt zou hebben, was al langer duidelijk. Maar door nieuwe boortekniken en efficiencyverbeteringen daalden de productiekosten onverwacht snel.

Vrijwel niemand in de olie-industrie zag die ontwikkeling aankomen, waardoor geen rekening werd gehouden met de forse prijsdaling van schaliegas. Dit in combinatie met een terugval van de Aziatische economieën, voornamelijk China, zorgde vrijwel ineens voor een aanbodoverschot van enkele miljoenen olievaten per dag."

Blijft de olieprijs zo laag?

"De korte termijn is natuurlijk het moeilijkst te voorspellen. Maar

voorlopig houd ik rekening met neerwaartse prijsdruk. Iran zal terug naar de markt komen, er zijn geen signalen dat Saoedi-Arabië de productie zal verminderen en we gaan het herfstseizoen in. Dat is een periode waarin de vraag naar olie traditioneel afneemt.

Op de iets langere termijn is een olieprijs van 45 dollar echter niet houdbaar. Op dit moment wordt een groot deel van de olie geproduceerd tegen lage kosten en worden dure projecten, zoals de winning van olie in diepe zeeën, uitgesteld. Maar er komt een moment dat er geen projecten meer zijn die al rendabel zijn bij een olieprijs van 50 dollar. De prijs zal dan weer stijgen. Ik reken op een olieprijs van 75 dollar over vijf jaar. Dit is niet zozeer een voorspelling, maar een schatting van de prijs die nodig is voor oliebedrijven om voldoende prikkels te hebben om aan de toekomstige olievraag te voldoen."

Kunnen de grote oliebedrijven een langere periode van lage olieprijsen uitzingen?

"Ze staan er nu slechter voor dan tijdens de vorige oliecrash in 2008. De hoge olieprijs van de laatste jaren heeft veel extra investeringen bij de oliemajors ontketend. Vroeger investeerden oliebedrijven in projecten die al winstgevend waren bij een olieprijs van 75 dollar. Maar in de laatste jaren hebben bedrijven zich laten verleiden tot

investeringen in zogenoemde onconventionele energiebronnen als vloeibaar gas (LNG, red.) en olie uit teerzanden. Dit soort projecten is alleen rendabel bij een olieprijs van 100 dollar of meer.

Die hogere kostenbasis is zichtbaar in de cijfers. De halfjaarwinsten van de oliebedrijven lagen allemaal onder de winstniveaus ten tijde van de vorige oliecrash. Terwijl de olieprijs nu hoger staat dan toen. Ook is de financiële huishouding van de oliegiganten een stuk zwakker omdat de investeringsbonanza is gefinancierd met schulden."

Moeten beleggers rekenen op een lager rendement op geïnvesteerd vermogen van oliebedrijven?

"Dat denk ik wel. De investeringen in onconventionele energieprojecten zijn enorm geweest, terwijl de winstgevendheid van dit soort projecten matig is.

Neem het gigantische Gorgon-gasproject voor de kust van West-Australië. Shell is zeven jaar verder en 50 miljard dollar lichter bij dit LNG-project voordat er ook maar één kuub gas uit de grond komt. Gedurende deze hele periode staat het investeringskapitaal op de balans, maar komt er geen stuiver uit het project. Natuurlijk zal het rendement op geïnvesteerd kapitaal een duw omhoog krijgen als de productie eenmaal op gang komt. Maar zelfs bij een olieprijs van 95 dollar zal het rendement op dit project niet hoger zijn dan 10 procent.

Tegenover het lage rendement staat wel dat als de projecten eenmaal draaien, ze een grote en voorspelbare kasstroom opleveren voor een periode van tientallen jaren. Door die kasstromen zijn de hoge dividenden van veel oliebedrijven in mijn ogen houdbaar."

Dividenden zijn dus veilig?

"Met uitzondering van kleinere spelers als het Italiaanse Eni en het

**'IK REKEN
OP EEN
OLIEPRIJS
VAN 75
DOLLAR
OVER VIJF
JAAR'**