

'MET UITZONDERING VAN KLEINERE SPELERS ALS HET ITALIAANSE ENI EN HETSPAANSE REPSOL DENK IK DAT DE DIVIDENDEN REDELIJK VEILIG ZIJN'

Spaanse Repsol denk ik dat de dividenden redelijk veilig zijn. Vooral hoge schulden maken deze concerns kwetsbaar. Zodra hun schuldenratio hoger is dan 25 procent (schuld ten opzichte van het balans-totaal, red.) is dat een *red flag*.

Bij de andere grote oliebedrijven lijkt de uitkering veiliger. Shell, het Amerikaanse Chevron, en het Franse Total streven naar zogeheten cash flow-neutraliteit. In het kort maken de ondernemingen een schatting van hun vrije kasstroom (operationele kasstroom verminderd met kapitaalsinvesteringen, red.) waar een vastgesteld dividend van afgaat. De restpost bestaat uit de investeringen. De investeringen worden dus zodanig afgestemd dat dividenden ook bij lagere olieprijsen houdbaar zijn.

Het probleem is wel dat de lage investeringen de toekomstige groei onder druk zetten. Bedrijven zullen proberen hun olievoorraden op peil te houden met nieuwe projecten, maar het wordt lastig om de reserves te laten groeien."

Is dat een gezonde strategie op langere termijn?

"Het is in ieder geval niet risicoloos. In theorie zouden oliebedrijven nu volop moeten investeren omdat door de lage olieprijs de kosten voor oliewinning erg zijn gedaald. De

prijzen die olieservicebedrijven in rekening brengen, zijn bijvoorbeeld met tientallen procenten gedaald. Alleen het Amerikaanse Exxon is, mede dankzij de degelijke balans, in de positie om nu te investeren.

Alle andere oliebedrijven hebben een zwakkere balans en hebben de plicht hoge dividenden uit te keren. Het dividend is de belangrijkste reden voor grote beleggers om in olie te investeren, dus het is eigenlijk ondenkbaar dat oliegi-ganten de uitkering zullen verlagen of schrappen. Zolang de olieprijs laag blijft, is dit een pijnlijke situatie waar je moeilijk uitkomt."

Shell denkt met de overname van het Britse BG Group groei te kopen. Hoe kijkt u tegen de overname aan?

"Shell betaalt een stevige prijs (78 miljard euro inclusief schulden, red.). Maar vanuit strategisch perspectief begrijp ik de combinatie. Beide bedrijven zijn groot in de LNG-markt en door samen te werken kunnen ze veel voordelen realiseren. Ook is BG Group groot in Brazilië, waar de productie op volle toeren draait. De kasstroom van Shell zal stijgen, ook bij een relatief lage olieprijs.

Maar eerlijk gezegd had ik de overname niet verwacht. BG Group heeft het oppompen van olie in Brazilië uitbesteed aan Petrobras. De nieuwe combinatie is voor de uitvoering dus afhankelijk van de Braziliaanse oliemaatschappij, die zo haar eigen problemen heeft (het bedrijf is verwickeld in een langslappende corruptieaffaire, red.).

Een Amerikaanse partij als Exxon of Chevron zou dit risico niet gauw nemen. Zij willen zelf operator zijn, of op zijn minst samenwerken met een betrouwbare partner. Uiteindelijk opereren de oliemajors in een commodity-omgeving waar geconcentreerd wordt op prijs. Een bedrijf als Exxon wil olie leveren te-



Allen Good: 'Shell betaalt een stevige prijs, maar vanuit strategisch perspectief begrijp ik de combinatie'

'EXXON LET ELKE DAG OP DE KOSTEN'

gen de laagst mogelijke prijs. Dat is lastig als je niet de regie hebt. Shell heeft met de BG-deal eigenlijk olie-vaten gekocht in de hoop dat Petrobras ze tegen een redelijke prijs zal leveren."

Wat maakt Exxon zo'n speciaal oliebedrijf?

"Van alle oliebedrijven heeft alleen Exxon een significant en duurzaam voordeel ten opzichte van de concurrentie. Het management van Exxon is meedogenloos als het gaat

om efficiëntie en kosten besparen. 'Exxon let elke dag op de kosten'. Dit is ook de reden dat de Amerikaanse oliegi-gant in tegenstelling tot de Europese oliebedrijven geen reorganisaties hoefde aan te kondigen bij de laatste kwartaalcijfers.

Daarnaast zijn de upstream-(vinden en oppompen van olie, red.) en downstream-activiteiten (raffinage) veel beter op elkaar afgestemd dan bij andere oliebedrijven. Hierdoor kunnen ze snel hun productie aanpassen als prijzen voor benzine, kerosine en andere brandstoffen veranderen. Exxons raffinage-activiteiten hebben een rendement op geïnvesteerd kapitaal van 24 procent. De Europese olieondernemingen zitten nog niet op de helft daarvan."

Kunnen de Europese oliemaatschappijen dat gat ooit dichten?

"Ik reken er niet op. Een deel heeft te maken met de bedrijfscultuur.