

# HEKKENSLUITER IN DE STARTBLOKKEN

TEKST: ERROL KEYNER

Eindelijk heeft Shell in 2009 weer eens meer olie en gas gevonden dan opgepompt. Voortgaande investeringen in de opsporing van bronnen houdt het dividend onder druk.

**J**eroen van der Veer had als bestuursvoorzitter van Shell alle aandacht gericht op het vinden van meer olie en gas. Middels het investeren van vele tientallen miljarden dollars wilde Shell een essentiële inhaalslag maken en daarmee zijn voortbestaan op lange termijn zeker stellen. Van der Veers opvolger Peter Voser gaat hiermee de komende jaren door, maar is tevens bereid te saneren, zo bleek tijdens de aandeelhoudersvergadering. Aandeelhouders moeten nog even geduld hebben alvorens hun belegging echt gaat renderen.

## TELEURSTELLEND RENDEMENT

Hetislanggeleden dat Shell-aandeelhouders van mooie rendementen konden genieten. In elk van de laatste acht jaar eindigde Shell, gemeten naar het totale aandeelhoudersrendement, als derde, vierde of vijfde van de vijf geïntegreerde oliemaatschappijen. Over de periode 2007-2009 was Shell hekkensluiter. Het teleurstellende aandeelhoudersrendement komt niet uit de lucht vallen. Operationeel scoort Shell al jaren slecht. Zo had Shell in 2009 in de sector de laagste omzetgroei en de laagste winst- en kasstroommarges (zowel ten opzichte van de omzet als van het balanstotaal).

Voser bevestigde dat Shell nog steeds in de investeringsfase zit, zodat beleggers nog even geduld moeten hebben. Over de ultralange termijn blijft hij optimistisch, gesterkt door de verwachting dat het wereldwijde energieverbruik tot 2030 met 50 procent zal toenemen en in 2050 zelfs verdubbeld zal zijn.

## HET D-WOORD

Een essentieel deel van het aandeelhoudersrendement is het dividend, een houvast in

## DOWNSTREAM IN SCHADUW UPSTREAM

Is een Shell zonder downstream denkbaar? Het vinden en oppompen van olie en gas (upstream) leverde met een omzet van 28 miljard dollar een nettowinst op van 8,4 miljard in 2009. De downstreamactiviteiten (raffinage, chemische tak) met een omzet van 250 miljard brachten slechts 3,1 miljard winst. Ook wanneer de winst wordt gerelateerd aan het balanstotaal, verslaat upstream met een marge van 5,3 procent ruimschoots de 2,5 procent van downstream.

Maar Voser benadrukte dat Shell een geïntegreerd concern zal blijven. Downstream wordt weliswaar momenteel geconfronteerd met veel overcapaciteit in de raffinage en is erg cyclisch, maar genereert over de totale cyclus veel cash. Daarnaast versterkt het de merknaam van Shell. Wel is het concern op zoek naar kopers voor de minst rendabele onderdelen. In de komende jaren zal Shell naar verwachting jaarlijks voor 3 miljard dollar desinvesteren.

bange tijden voor de veelal trouwe Shell-aandeelhouders. Eerder werd het dividend al in dollars in plaats van euro's vastgesteld, waarmee het valutarisico voor rekening van onder andere de Nederlandse beleggers kwam. Shell wil nu ook de hoogte van het dividend niet meer met de inflatie laten meestijgen, maar verbinden aan de financiële resultaten van de onderneming.

Op zich verdedigbare veranderingen, maar voor veel aandeelhouders is een mogelijke dividendverlaging taboe. Hoe langer Shell echter enorme bedragen moet investeren in het vinden en ontwikkelen van olie- en gasbronnen, hoe meer het dividend onder druk zal komen. Deze broodnodige investeringen – jaarlijks 25 tot 30 miljard in de komende vijf jaar – zullen op den duur namelijk zelfs de ijzersterke balans van Shell aantasten. De nettoschuldpositie verdrievoudigde in 2009 dan ook tot ruim 25 miljard dollar.

## BEMOEDIGENDE TRENDREUK

Om te vermijden dat de onderneming moet kiezen tussen de sterkte van de balans of de

hoogte van het dividend, moet uiteindelijk meer olie en gas worden geproduceerd. Hiervoor moet natuurlijk eerst meer olie en gas worden gevonden. Gelukkig bleek in 2009 het eerste resultaat van het mega-investeringsbeleid van Van der Veer, toen bijna driemaal zoveel olie en gas werd gevonden dan werd opgepompt, nadat jarenlang op de energiereserves was ingeteerd.

Als deze trendbreuk zich voortzet en de gevonden energievoorraden te gelde kunnen worden gemaakt, kunnen aandeelhouders weer rustig ademen. De miljardeninvesteringen in Qatar zullen naar verwachting al vanaf 2011 jaarlijks zo'n 4 miljard dollar cash genereren.

Naast jaarlijkse desinvesterings van 3 miljard dollar, probeert Voser ondertussen ook middels ouderwetse kostenreductie – zo'n 2 miljard dollar in 2009 en nog 1 miljard extra in 2010 – geld vrij te maken voor dividend. Aandeelhouders kunnen de voortvarende Voser steunen door gebruik te maken van de nieuwe mogelijkheid om het toekomstige dividend in aandelen te ontvangen. ■