

Olieaandelen tanken? Doen!

Tot nu toe was 2018 geen slecht beursjaar voor de oliesector, met een rendement van 4,2 % sinds 1 januari (in EUR; koersen + dividenden). Sinds het dieptepunt van januari 2016 staat de teller op 16,8 %. De koersdalingen van begin dit jaar en van de voorbije weken hebben de beleggers echter afgeschrikt. Capriolen van de olieprijs blijven mogelijk, maar op lange termijn zijn we positief. U mag kopen.

► De grote olie- en gasgroepen maakten de voorbije jaren een heilzame evolutie door en zijn beter gewapend om tijdelijke dalingen van de olieprijs het hoofd te bieden.

Sector in beweging

Een steeds groter deel van de vraag naar olie komt vanuit Azië. De westerse diensteneconomieën, zoals die van ons, zijn vooral afhankelijk van elektriciteit (waarvoor de productiemix stilaan gediversifieerder en ook groener wordt), maar Azië blijft zijn olie-verbruik opvoeren, in die mate zelfs dat het 's werelds grootste verbruiker is geworden. Wat de productie betreft, maakte de VS dan weer een enorme opmars dankzij de grootschalige ontginning van schalieolie (mogelijk via "fracking", het maken van piepkleine scheurtjes in het brongesteente). Volgens het Internationaal Energieagentschap (IEA) is de VS sinds dit jaar 's werelds grootste producent, vóór Rusland en Saoedi-Arabië, en zou het tegen 2025 goed zijn voor bijna 75 % van de wereldwijde productieaangroei. Tegen die datum zou één op vijf vaten ruwe olie afkomstig zijn uit de VS.

Goed nieuws voor consument

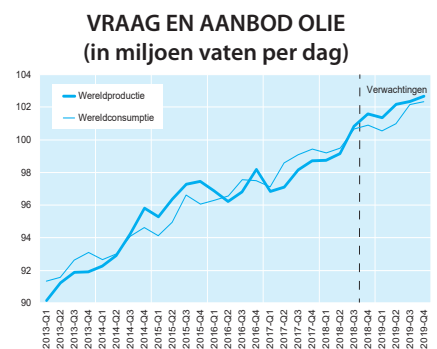
De opmars van de Amerikaanse productie heeft gevolgen voor de hele sector. De ontginning van schalieolie is doorgaans rendabel vanaf een olieprijs rond de 50 USD per vat, maar dankzij technologische evoluties blijft die grens dalen. Tegen die prijs blijft Amerikaanse olie gevoelig duurder dan de olie die wordt opgepompt in de landen rond de Perzische Golf (Saoedi-Arabië, Irak, Iran, Verenigde Arabische Emiraten, enz.), waar de rentabiliteitsdrempel vaak onder de 20 USD per vat ligt, en ook duurder dan Russische olie (rond de 30 USD). Maar ze kan wel wedijveren met de productie afkomstig uit Mexico, Venezuela en de Noordzee, en ze is goedkoper dan offshore-ontginning (o.a. Brazilië) en dan olie uit de Canadese teerzandvelden. De komst van Amerikaanse schalieolie als nieuwe productiebron tegen aanvaardbare prijzen, is goed nieuws voor de consu-

ment omdat dit er in principe voor zal zorgen dat stijgingen van de internationale olieprijs beperkt zullen blijven in de toekomst. Volgens het IEA zal de wereldwijde vraag naar olie blijven toenemen, o.a. onder impuls van China en India. Maar de productie zal volgen. En ondanks de investeringsstop in de sector toen de olieprijsen kelderden in 2014-15, klimt die productie in de VS, maar ook in Canada, Rusland, en Saoedi-Arabië nog altijd tegen een stevig tempo hoger. Het aanbod zou zo (lichtjes) hoger moeten blijven dan de vraag, en zonder grote productie- of bevoorradingsproblemen moeten de olieprijsen zich in principe kunnen handhaven rond hun huidige niveau.

Prijsopstoten niet uit te sluiten

De bovenstaande context in de sector sluit evenwel niet uit dat de olieprijs tijdelijk nog altijd plots kan stijgen. Dat was bijvoorbeeld het geval deze zomer. Toen wezen alle indicatoren nog in de richting van een forse groei van de wereldeconomie, en dus van een toenemende vraag naar brandstoffen. Tegelijk stortte de Venezolaanse productie in (aan het begin van dit decennium nog goed voor ruim 3 miljoen vaten per dag) en kwamen er nieuwe sancties van de VS tegen Iran, wat liet vrezen dat de productie ook in dat land zou kelderen. Alles bij mekaar voldoende redenen om de prijs voor een vat ruwe olie fors hoger te stuwen, tot boven de 86 USD, en zelfs de vrees te voeden voor een terugkeer naar prijzen boven de 100 USD, zoals in 2014. Maar sindsdien is het tij gekeerd. De wereldeconomie neemt gas terug, met een groeivertraging in de VS en China, en economische krimp in Japan en Duitsland. De vraag naar olie zal dus minder snel stijgen. Tegelijk komen meerdere Aziatische landen onder de Amerikaanse sancties tegen Iran uit (vrijstellingen) en kunnen ze dus

Iraanse olie blijven kopen. Daardoor zal de impact van die sancties wellicht beperkt blijven. En aangezien het aanbod op peil blijft en de vraag minder snel toeneemt dan verwacht, begonnen de prijzen te dalen. De olieprijs bedraagt vandaag 62 USD, het laagste niveau tot dusver dit jaar.



Ondanks het terugvallen van de investeringen sinds 2014-15 blijft de productie van olie gestaag toenemen en blijft ze zo lichtjes boven de vraag.

Evenwicht trachten te bewaren

Ondanks de relatieve rust die er momenteel heerst, is de oliesector sterk schatplichtig aan verschuivingen op het geopolitieke schaakbord. En een aantal grote producenten heeft alvast geen gebrek aan zorgen. Zo kijkt Rusland tegen sancties van het westen aan waardoor 's lands oliesector het moeilijker heeft om investeringen en know-how aan te trekken om zijn productiviteit op te krikken. Saoedi-Arabië haalde zich de kritiek van heel wat westerse landen op de hals door de moord op een journalist in zijn consulaat in Turkije en door de militaire interventie in Jemen. Het land dreigde ermee zijn olie-export terug te schroeven. Iran kan voorlopig blijven uitvoeren naar een aantal landen, maar de onrust over een eventuele nieuwe verstrenging van de houding van de VS blijft bestaan en zet er bedrijven uit de sector niet toe aan om in het land te investeren. Alles bij mekaar, en al is dat niet het scenario waar we van uitgaan, zou een eventuele harde landing van de wereldeconomie

kunnen leiden tot een lagere vraag, en aangezien de oliesector nu al kampt met een lichte overcapaciteit, zou die situatie nog kunnen verslechteren en zo de prijzen onderuithalen. Hoewel er dus een relatief evenwicht heerst, blijft dat een broos evenwicht dat snel kan verdwijnen bij grote schokken.

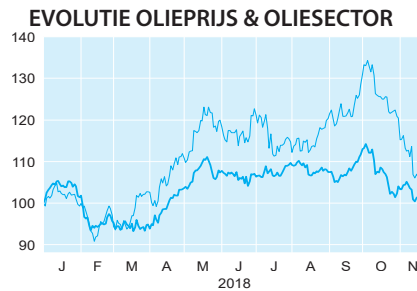
Lessen trekken uit verleden

- Bij olieprijsen van boven de 100 USD hebben de grote oliegroepen aan het begin van dit decennium massaal geïnvesteerd in soms gigantische projecten: offshore-ontginning op grote dieptes, boringen in Siberië, enz. De omvang en complexiteit van dergelijke huzarenstukjes in “vijandige” zones ontvaardden niet zelden in problemen waarvoor de aandeelhouders de rekening gepresenteerd kregen. Volgens sommige ramingen kreeg 64 % van de megaprojecten in de sector af te rekenen met budgetoverschrijdingen en liep 73 % ernstige vertragingen op. Zo zag een olieveld in Kazachstan, voorgesteld als een van de overvloedigste ter wereld en ontwikkeld door grote namen (Total, Exxon, Royal Dutch en ENI), zijn budget vervijfvoudigen en zijn uitvoering ruim 8 jaar vertraging oplopen. Ook het Gorgon-project voor de noordwestkust van Australië (ontginnen en vloeibaar maken van aardgas) zag zijn kosten 40 % hoger oplopen dan gepland. Dergelijke ontsporingen wegen op de rentabiliteit en vallen des te moeilijker te motiveren als de olieprijs lange tijd laag blijft.

- De oliecrisis in 2014-2015 zette de spelers in de sector ertoe aan om hun strategie bij te sturen en veeleer te mikken op projecten van een bescheidener omvang, ook makkelijker te beheren. Onder druk van de aandeelhouders werden de budgetten voor exploratie teruggeschoefd. Ook bij de publicatie van hun resultaten voor het 3e kwartaal 2018 hebben de bedrijven uit onze selectie hun investeringsniveaus niet verhoogd, ondanks goede winstcijfers. Total, Royal Dutch, Equinor, Repsol... gaven allemaal aan hun investeringslast niet fors te willen verzwaren de komende kwartalen.

- De recente volatiliteit van de olieprijsen geeft ook aan dat die voorzichtige houding terecht is. Het Britse BP is een van de weinige spelers die zich iets dynamischer toont qua investeringsbeleid,

maar die groep heeft ook wat achterstand in te halen van de voorbije jaren. Een factor die ook speelt, is dat er weinig zicht is op de vraag naar olie op langere termijn, aangezien het beleid van overheden een bepalende impact kan hebben op de vraag naar fossiele brandstoffen.



De olieprijs (fijn) heeft een directe impact op de beursprestaties van de oliesector (vet, basis 100).

Beter cashflowbeheer

Een strakke kostenbeheersing en een efficiënte productie blijven cruciaal om de cashgeneratie te verbeteren. Die cashgeneratie is minstens zo belangrijk als de winst, omdat ze zowel de investeringen, de dividenden (belangrijke troef van de sector) en de inkoop van eigen aandelen financiert. De aandeleninkoopplannen die de voorbije maanden werden aangekondigd, lijken verstandig in het licht van de lagere beurskoersen. En de kostenbesparingsplannen die hun einde naderen (2018 en 2019) zullen zeker een verlengstuk krijgen.

Risico's voor de toekomst

- Als de olieprijsen zouden terugvallen en gedurende lange tijd laag zouden blijven, dan zal dat uiteraard wegen op de rentabiliteit van de oliegroepen. Door de lage olieprijsen in 2014 en 2015 zag de sector zijn rendement op eigen vermogen wegsmelten tot 1 à 3 %, ten opzichte van naar verwachting 11 % in 2018.

- Als overheden in de toekomst resoluut een groener beleid gaan voeren, kan dat gaan wegen op de vraag naar energie uit fossiele brandstoffen. Maar momenteel is daar nog niet veel van te merken (ook niet van de opmars van de elektrische auto). Oliegroepen zoals Total en Repsol bereiden zich wel al voor op de toekomst door ook buiten de fossiele energiesector te gaan investeren, maar voorlopig blijft de rentabiliteit van die activiteiten laag.

ONZE ADVIEZEN

De huidige daling van de olieprijs (door een hoger dan verwacht aanbod) weegt op de oliesector. Maar op basis van een prijs tussen 60 en 70 USD per vat Brentolie tot in 2020, blijven olieaandelen aantrekkelijk: ze noteren vandaag tegen $\pm 1,3$ keer het eigen vermogen, t.o.v. 1,7 de voorbije jaren. De sector keert ook hoge dividenden uit (brutorendement boven de 4 %), die bovendien gestaag toenemen. Dat gulle dividendbeleid komt voorlopig niet in het gedrang aangezien de grote groepen een hoge winstgevendheid verkiezen boven een stijging van hun productie tot elke prijs.

Koopwaardige aandelen

- **Exxon Mobil** (ons voorkeursaandeel; 75,49 USD) maakte goede resultaten bekend voor het 3e kwartaal, na een wat tegenvallend 1e halfjaar. De groep plukt de vruchten van haar investeringen in schalieolie, en die trend zal aan kracht winnen. De cashflow is goed, jammer dat er geen eigen aandelen worden ingekocht. Het dividend klimt gestaag hoger. We vinden het aandeel ondergewaardeerd.

- **Chevron** (113,6 USD) schraagt zijn groei met de investeringen die het de voorbije jaren deed (Australië, Texas (schalieolie), Afrika en Kazachstan). Het houdt de knip op zijn investeringsbudget om veel cash te genereren.

- **Repsol** (14,86 EUR) wil zijn productie tegen 2020 met zowat 2,5 % verhogen. Daarmee legt het de lat niet echt hoog, maar beperkt het zijn risicoblootstelling. De bijkomende productie zal vooral afkomstig zijn van sites die nu al uitgebaat worden.

Koopwaardig fonds

Kiest u liever voor een fonds omdat u niet wilt beleggen in een te klein aantal individuele aandelen, dan raden we u **SPDR MSCI World Energy UCITS ETF** aan (ISIN: IE00BYTRR863). Dit beursgenoteerde fonds (tracker) volgt de evolutie van de *MSCI World Energy*-index, die samengesteld is uit de 81 grote oliegroepen. Naast de goede spreiding over een groot aantal bedrijven, heeft dit fonds ook het voordeel dat het in zijn portefeuille sterk inzet op twee van onze favorieten in de sector: Exxon (14 %) en Chevron (9 %).