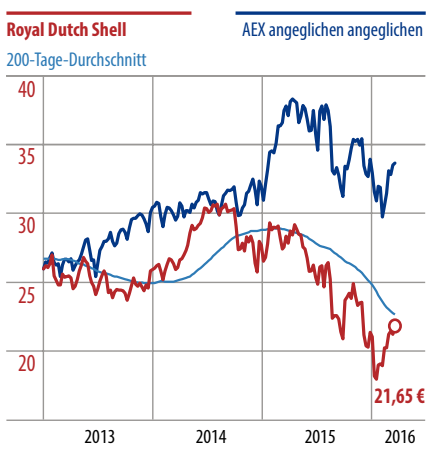
Royal Dutch Shell befindet sich im Wandel

NIEDERLANDE Der Öl- und Gasmulti hat BG Group übernommen und passt sich dem niedrigen Öl- und Gaspreis an. Die Dividende ist für 2016 noch sicher.

Royal Dutch Shell



Aktiendaten

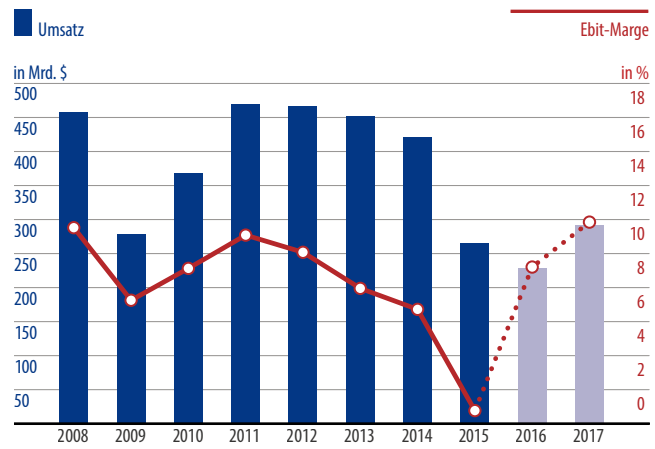
je Aktie in $	2013	2014	2015	2016A
Cashflow	**6.25**	**6.93**	**4.49**	**4.50**
Gewinn	**2.60**	**2.36**	**0.30**	**1.66**
Dividende	**1.80**	**1.88**	**1.88**	**1.85**

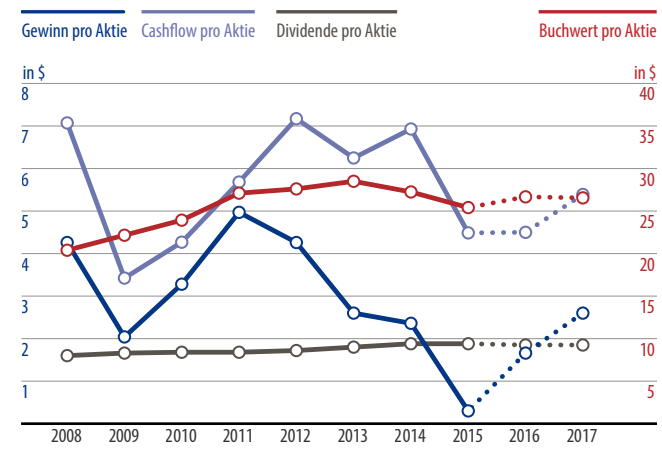
A) Schätzung

Geschäftsjahr	**Januar bis Dezember**
Börse	**Nyse Euronext Amsterdam**
Kategorie	**Common Stock**
Valor	**1987674**
Börsenkürzel	**RDS**
Börsenwert	**173,3 Mio. €**
Aktienkapital	**502,5 Mio. €**
eingeteilt in	**4299,7 Mio. Aktien**
Bedeutende Aktionäre	**Blackrock** (7,2%), **Legal & General Group** (3%), **Vanguard Group** (2,2%)

+/− Erfolgsrechnung

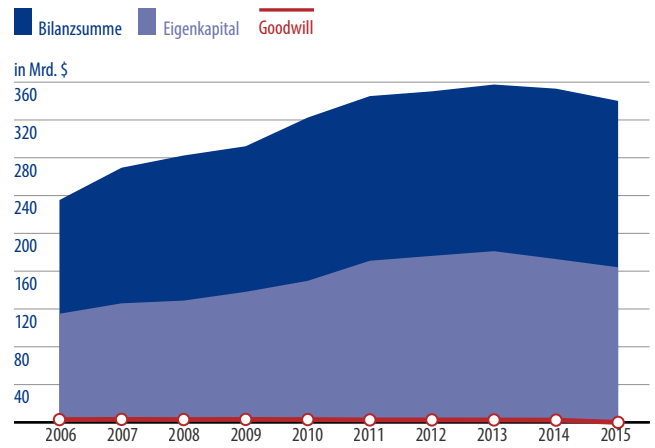
Der Erfolgsrechnung von Royal Dutch Shell sieht man den Ölpreisabsturz deutlich an. Er setzte im Sommer 2014 ein; im Jahr darauf brach der Umsatz ein und der Zerfall der Ebit-Marge beschleunigte sich. Analysten prognostizieren, dass sich die Ebit-Marge schnell wieder erholt. Das hängt mit Annahmen über den Ölpreis zusammen, den die Analysten 2016 und 2017 wieder steigen sehen. Auch der Umsatz soll ab 2017 wieder wachsen. Darin spiegelt sich der Effekt der Übernahme von BG Group in 2016.

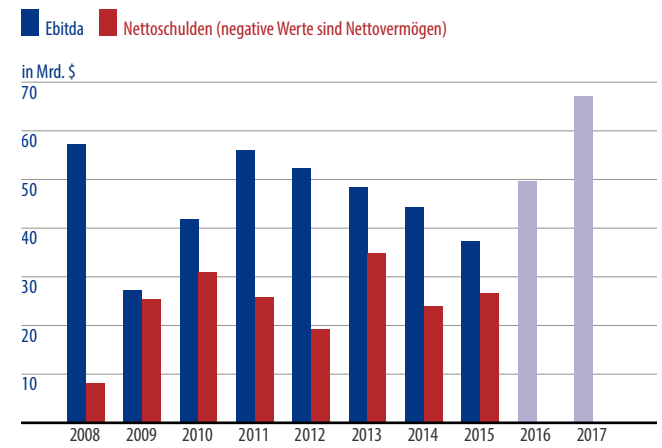




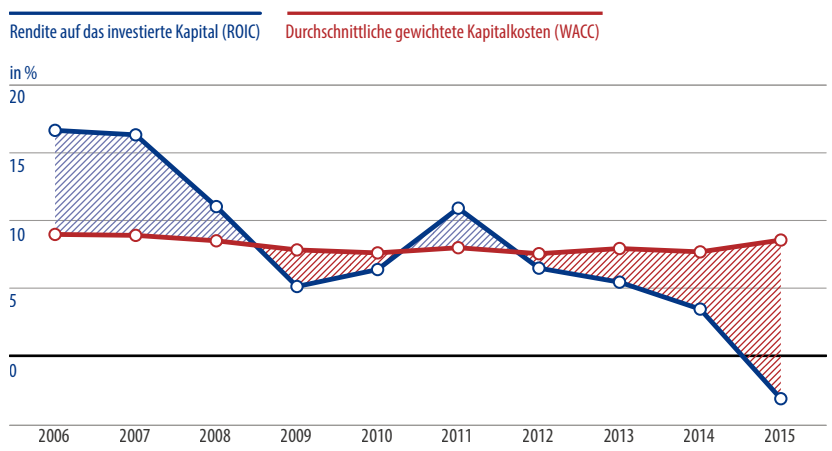
Bilanz

Shells Betriebsgewinn auf Stufe Ebitda hat seit 2011 sinkende Tendenz. Das ist zu einem schönen Teil auf die Kosteninflation in der Öl- und Gasindustrie zurückzuführen. 2016 soll der Trend kehren. Die Analysten rechnen mit einem wieder steigenden Ölpreis. Einfluss auf die Trendwende im Ebitda hat auch die Übernahme von BG Group. In der Entwicklung der Nettoschulden ist seit 2013 das Bemühen um Abbau der Verschuldung spürbar. Noch unklar ist, welchen Effekt die Übernahme von BG Group auf die Nettoschulden hat.



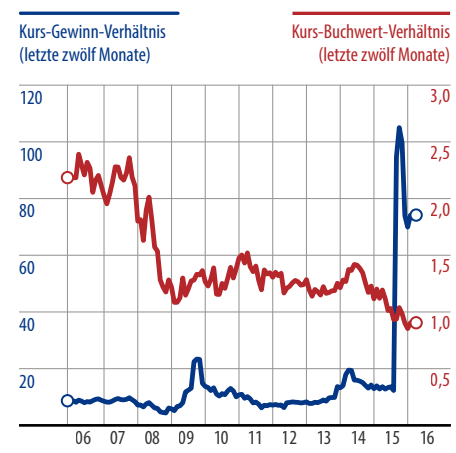


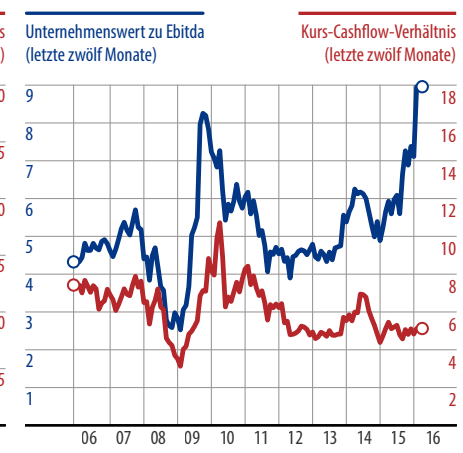
Rentabilität



Seit 2009 – mit einem kurzen Unterbruch 2011 – verdient Royal Dutch Shell die Kapitalkosten nicht mehr. Grund sind die hohen und in diesem Zeitraum noch steigenden Investitionen in neue Öl- und Gasförderprojekte. Solche Projekte werden immer komplexer, und es vergeht immer mehr Zeit, bis mit der Förderung begonnen werden kann und Erträge fliessen. Abzuwarten bleibt, wie sich das 2015 mit dem Ölpreiszerfall einsetzende Bemühen um Reduktion von Investitionen und Verschuldung auf die Rentabilität auswirkt.

Bewertung





Der Sprung nach oben im Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2015 hängt damit zusammen, dass der Gewinn von Royal Dutch Shell in diesem Jahr ölpreisbedingt und aufgrund von hohen Abschreibungen wegen Projekteinstellungen auf 3,8 Mrd. $ einbrach. 2014 hatte noch ein Überschuss von 19 Mrd. $ resultiert. Gemessen am historischen KGV war Shell immer in etwa im Rahmen der übrigen europäischen Öl- und Gasmultis bewertet. Der mit dem Ölpreis fallende Aktienkurs führt dazu, dass das Kurs-Buchwert-Verhältnis mittlerweile unter 1 gesunken ist.

Schätzungen:

Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters, fuw.ch/aktienfuehrer / Grafik: br

MARTIN GOLLMER

Royal Dutch Shell befindet sich in voller Transformation. Der niederländische Öl- und Gasmulti hat per Mitte Februar den kleineren britischen Konkurrenten BG Group übernommen. Das macht Shell zu einem global führenden Unternehmen in der Produktion von Flüssiggas (Liquefied Natural Gas, LNG) und in der Förderung von Tiefseeöl. Zudem richtet sich der Konzern auf einen anhaltend niedrigeren Ölpreis ein. Er senkt Kosten und Investitionen und verkauft zweitrangige Aktiva. Das macht Shell schlanker und wettbewerbsfähiger. Trotzdem gibt es Fragezeichen zur Beständigkeit der Dividende.

Mit der Übernahme von BG wird Shell ebenso sehr ein Gasunternehmen wie eine Ölgesellschaft. Die Kombination wird Shells Produktion von LNG innerhalb von zwei Jahren verdoppeln und den Multi bald zum global grössten Vermarkter des Treibstoffs machen.

Öl verliert an Bedeutung

Beim Zusammenschluss geht es aber auch um Öl – speziell um die Offshore-Aktiva von BG in Brasilien. Führend in der Förderung von Öl aus dem Meeresboden ist Shell schon im Golf von Mexiko und in Nigeria. Selbst mit dem neuen Fokus auf Gas wird Tiefseeöl deshalb ein Schwerpunkt des Multis bleiben.

Dank BG kann Shell ihre Öl- und Gasreserven um ein Viertel auf 17 Mrd. Fass Öläquivalent ausweiten. Die Förderung von Öl und Gas soll etwas über 20% auf 3,6 Mio. Fass Öläquivalent pro Tag zunehmen. In den vergangenen Jahren verlor dabei die Ölproduktion gegenüber der Gasförderung ständig an Bedeutung (vgl. Grafik).

Shell wird aber vorerst Mühe haben, die mit der Übernahme von BG gewonnenen neuen Stärken auszuspielen. Beim LNG nehmen in nächster Zeit mehrere neue Produktionsstätten den Betrieb auf, sodass bald mit einem Überangebot zu rechnen ist. Das wird den Preis für LNG zunächst einmal drücken. Ein Überangebot kennzeichnet auch die Lage am Ölmarkt, was den Preis in den vergangenen eineinhalb Jahren richtiggehend hat zerfallen lassen. Das bewirkt, dass die teuren Tiefseeprojekte zum aktuellen Preis von gut 41 $ pro Fass nicht rentieren.

Shell hat deshalb im Herbst 2015 die aufwendige Exploration in den arktischen Gewässern vor der Nordküste Alaskas eingestellt. Auch ein teures Ölsandprojekt in Kanada wurde sistiert. Das führte zu milliardenhohen Abschreibungen und – zusammen mit dem Effekt des Ölpreiszerfalls – zu einem Gewinneinbruch. Statt 19 Mrd. $ wie in 2014 schauten im vergangenen Jahr nur 3,8 Mrd. $ heraus.

Der operative Cashflow sank von 45 auf 29,8 Mrd. $. Gleichzeitig verbuchte Shell 2015 Nettoinvestitionen von 23,3 Mrd. $ und zahlt den Aktionären Dividenden von insgesamt 9,4 Mrd. $. Rechne: Um die Dividenden ausrichten zu können, musste der Multi 2015 Schulden aufnehmen. Diese stiegen von 45,5 auf 58,4 Mrd. $.

Das führt zu Fragen nach der Nachhaltigkeit der Dividende (Rendite aktuell: 7,6%). Denn die Fähigkeit, genügend Cash für Investitionen und Dividenden zu erwirtschaften, bleibt angesichts der geschilderten Marktentwicklungen bei LNG und Öl in näherer Zukunft beeinträchtigt. Fragen zur Nachhaltigkeit der Dividende ergeben sich aber auch aus der Übernahme von BG. Diese soll sich gemäss Shell zu einem Ölpreis von 60 $ pro Fass rechnen. Das ist deutlich mehr als Öl aktuell notiert.

Immerhin: Shell reagiert. Die Betriebskosten sollen 2016 um weitere 3 Mrd. $ gesenkt werden. Dies, nachdem schon 2015 eine Reduktion von 4 Mrd. $ erreicht wurde. Gegenüber 2014 ergibt sich daraus ein Betriebskostenabbau von 15%. Die Investitionen will der Multi von 47 Mrd. $ (2014; Shell und BG zusammen) auf 33 Mrd. $ (2016) senken. Zudem plant der Konzern, bis 2018 zweitrangige Aktiva abzustossen, was Barmittel von insgesamt 30 Mrd. $ generieren soll.

Kryptisches zur Dividende

CEO Ben van Beurden wiederholte im Januar das Versprechen, für 2016 eine Dividende von mindestens 1.88 $ pro Aktie zahlen zu wollen – mindestens gleich viel also wie in 2015. Aber was geschieht danach, wenn der Preis für LNG unter Druck bleibt und sich die Notierung für Öl nicht weiter erholt? In einem Interview äusserte sich van Beurden kryptisch: «Wir garantieren die heutige Dividende oder mehr für dieses Jahr. Aber wir sind ein kotiertes Unternehmen, das Investitionen eingeht, die risikobehaftet sind.»

Im Klartext: Nach 2016 liegt auch eine Dividendenkürzung drin, wenn die Marktverhältnisse sich bis dahin nicht bessern. Das sollten Anleger berücksichtigen, die jetzt Shell-Aktien kaufen wollen.

Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 21 für 2016 sind die Titel zwar nicht mehr ganz günstig, im Branchenvergleich aber nicht überbewertet (vgl. Tabelle). Auch das Kurs-Buchwert-Verhältnis zeigt keine Überbewertung an. Es ist mittlerweile unter 1 gesunken. Grund dafür ist, dass der Kurs der Shell-Aktien seit einiger Zeit im Gleichschritt mit dem Ölpreis gesunken ist. Daraus lässt sich schliessen, dass die Titel im Gegenteil noch Aufholpotenzial haben.

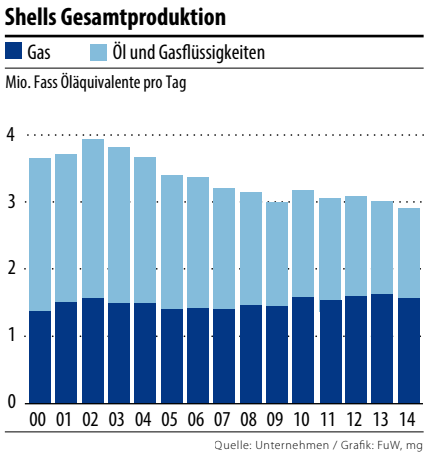
Kennzahlen integrierter Öl- und Gasmultis im Überblick

	Kurs am 22.3. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. $	Umsatz in Mrd. $ 2015	2016A	2017A	Gewinn/Verlust in $ 2015	2016A	2017A	KGV 2016	Div.-Rendite 2016A in %
Europäische Konzerne											
Royal Dutch Shell (€)	21.65	+2,6	192,5	265,0	229,2	292,2	+0.30	+1.66	+2.58	21	7,6
Total (€)	41.17	−0,2	113,1	143,4	136,8	157,3	+2.16	+3.05	+4.24	16	5,6
BP (£)	3.58	+1,1	94,4	222,9	188,3	234,5	−0.35	+0.18	+0.40	27	7,8
Eni (€)	13.64	−1,2	55,5	75,2	80,9	91,8	−2.72	+0.29	+0.86	70	5,8
Statoil (nKr.)	133.5	+7,9	50,4	57,8	51,5	59,1	−1.47	+0.46	+1.03	33	5,5
Amerikanische Konzerne											
Exxon Mobil ($)	83.62	+7,3	347,3	236,8	218,4	285,6	+3.85	+2.41	+4.22	35	3,5
Chevron ($)	96.44	+7,2	181,6	122,3	109,4	145,6	+2.45	+1.46	+4.9	66	4,5

LW=Landeswährung A=Schätzung

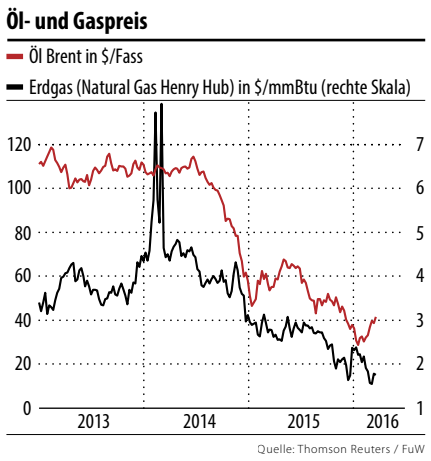
Quelle: Bloomberg

Shells Gesamtproduktion



Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, mg

Öl- und Gaspreis



Quelle: Thomson Reuters / FuW