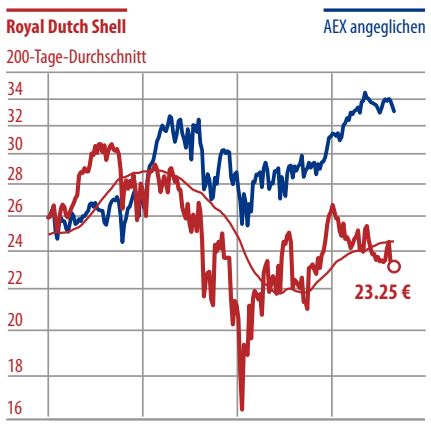
Shell macht das Geschäft zukunftstauglich

NIEDERLANDE Der Öl- und Gasmulti trimmt sich fit für einen Ölpreis von 40 $ pro Fass. Zweifel an der Nachhaltigkeit der Dividende sind verflogen.

Royal Dutch Shell



Aktiendaten

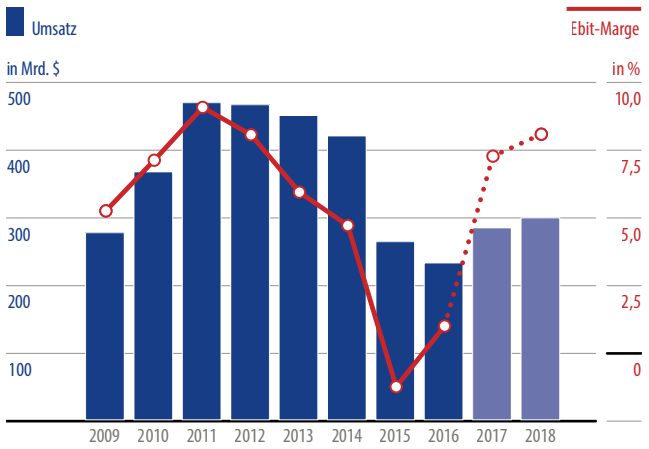
je Aktie in $	2015	2016	2017A	2018A
Cashflow	**4.49**	**2.32**	**5.00**	**5.25**
Gewinn	**0.30**	**0.58**	**1.65**	**2.04**
Dividende	**1.88**	**1.88**	**1.88**	**1.88**

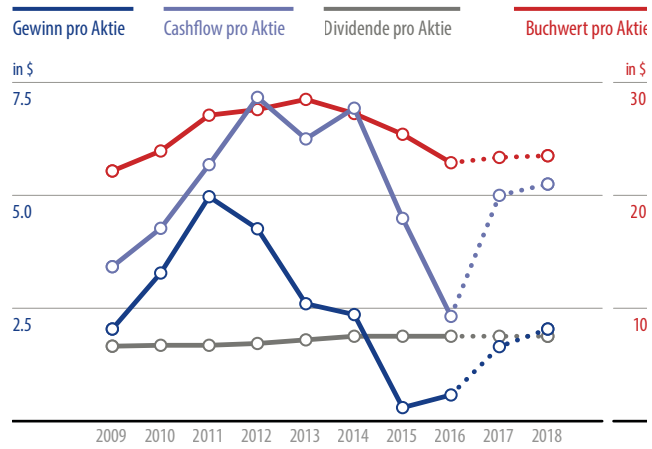
A) Schätzung

Geschäftsjahr	**Januar bis Dezember**
Börse	**Amsterdam**
Kategorie	**Common Stock**
Valor	**1 987 674**
Börsenkürzel	**RDSA**
Börsenwert	**192 Mrd. €**
Aktienkapital	**315,7 Mio. €**
eingeteilt in	**4,51 Mrd. Aktien à 0.07 €**
Bedeutende Aktionäre	**Blackrock** (7,55%), **Norges Bank** (5,32%), **Vanguard Group** (2,72%)

+/− Erfolgsrechnung

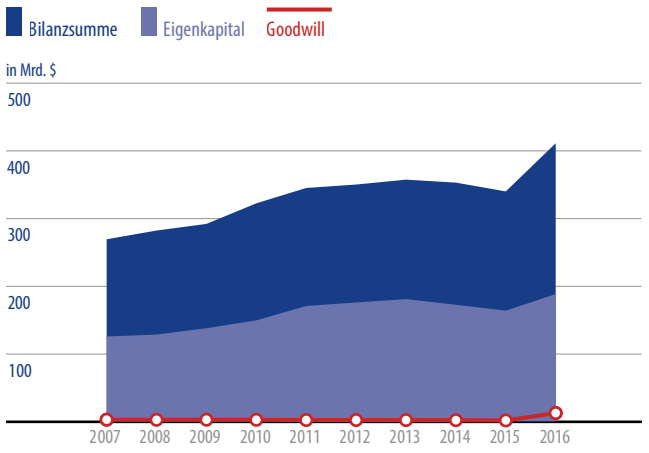
Der 2014 einsetzende Ölpreiszerfall und die Erholung ab 2016 zeigen sich deutlich in der Erfolgsrechnung von Royal Dutch Shell. Umsatz und Ebit-Marge brechen bis 2015/16 ein und steigen danach wieder. Der steile Anstieg der Ebit-Marge ist auch auf drastische Massnahmen zur Kostenreduktion zurückzuführen. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Gewinn pro Aktie und Cashflow pro Aktie. Dass sie nach einem Rückgang wieder zunehmen, ist eine gute Nachricht für die Anleger, die auf eine nachhaltige Dividende hoffen.

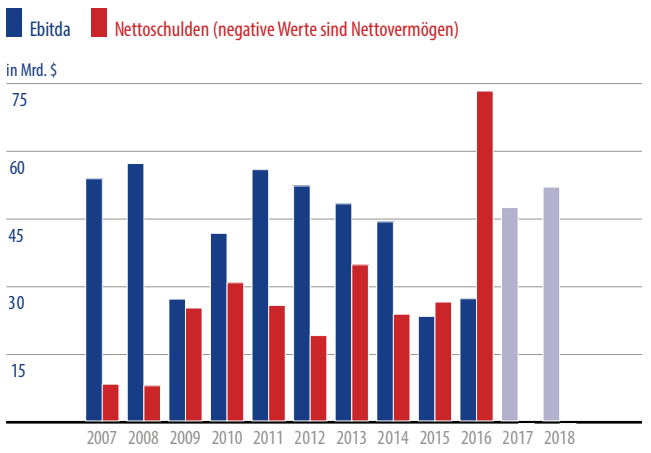




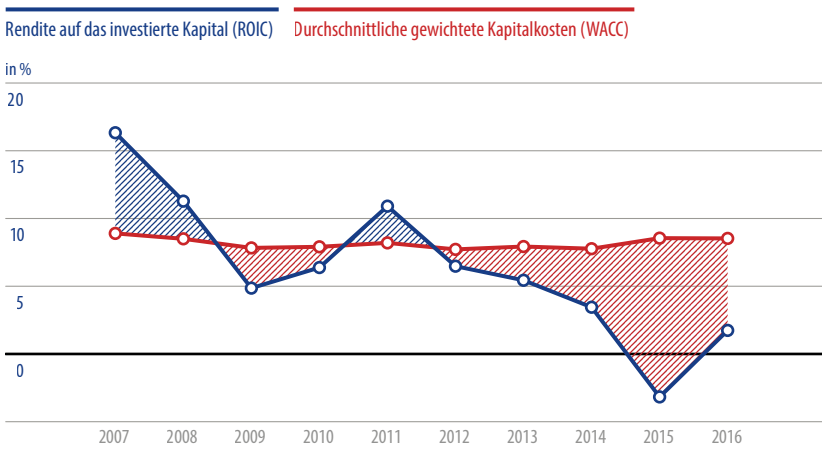
Bilanz

Die 2015 vollzogene milliardenschwere Übernahme des Branchennachbarn BG Group hat deutliche Spuren in der Bilanz von Royal Dutch Shell hinterlassen: Die Bilanzsumme steigt, und auch der Goodwill nimmt zu. Noch auffälliger ist der sprunghafte Anstieg der Nettoschulden auf gegen 75 Mrd. $. Um sie zu reduzieren, hat Shell ein Devestitionsprogramm über 30 Mrd. $ eingeleitet. An der Entwicklung des Ebitda sieht man noch einmal die Folgen des Ölpreiszerfalls ab 2014 und der nachfolgenden Erholung seit 2016.



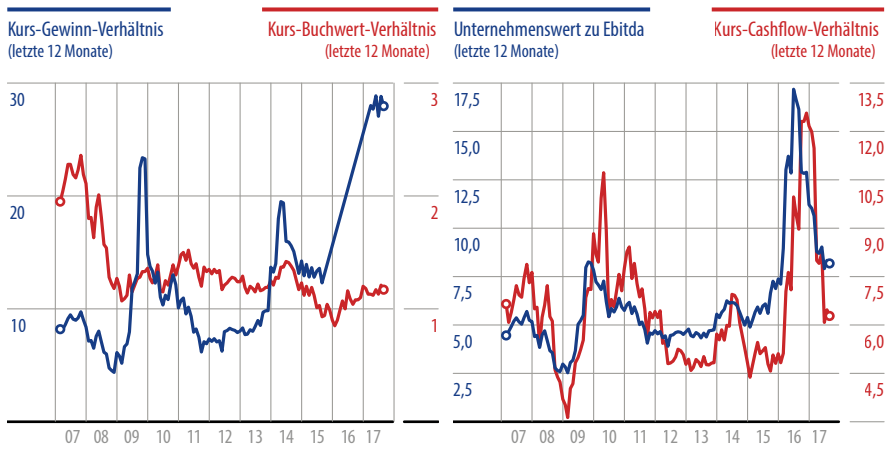


Rentabilität



Die Rendite auf das investierte Kapital hat bei Royal Dutch Shell seit 2011 abgenommen. Darin spiegelt sich, dass in der Phase der Ölpreishausse in schwierigen Gebieten wie der Arktis oder der Tiefsee immer teurere Explorations- und Förderprojekte mit immer geringeren Margen lanciert wurden. Der Renditerückgang beschleunigte sich, als ab 2014 der Ölpreis zu zerfallen begann. Mit dessen Erholung und einer Anpassung der Investitionspolitik setzte 2016 eine Wende ein. Die Kapitalkosten verdient Shell trotzdem noch nicht.

Bewertung



Beim historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis ist vor allem die Entwicklung ab 2015 interessant. Stark rückläufige Gewinne im Gefolge des 2014 einsetzenden Ölpreiszerfalls führten dazu, dass die Bewertung von Royal Dutch Shell rasant stieg. Beim Verhältnis von Unternehmenswert zu Ebitda ist ab 2015 zuerst die milliardenschwere Übernahme von BG Group sichtbar, danach die Zunahme des Ebitda im Zuge der Ölpreiserholung ab 2016. Beim Kurs-Cashflow-Verhältnis zeigen sich ab 2015 die Folgen von Ölpreiszerfall und -erholung: Zuerst sinkt der Cashflow, dann steigt er wieder.

Schätzungen:

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

MARTIN GOLLMER

Royal Dutch Shell befindet sich mitten in einem Transformationsprozess. Dessen Auslöser war erstens der Zerfall des Ölpreises, der Mitte 2014 einsetzte. Damals notierte er über 110 $ pro Fass, heute steht er bei rund 52 $. Damit das Geschäft rentabel blieb und die hohe Dividende beibehalten werden konnte, musste es diesen neuen Realitäten auf dem Ölmarkt angepasst werden.

Zweitens übernahm Shell 2015 den kleineren britischen Konkurrenten BG Group, was die Nettoschulden stark ansteigen liess. Diese galt es in der Folge wieder auf ein akzeptables Niveau zurückzuführen.

Shell ist – gemessen an der Marktkapitalisierung – hinter dem US-Multi Exxon Mobil der zweitgrösste kotierte Öl- und Gaskonzern der Welt (vgl. Tabelle). Wichtigster Geschäftsteil ist die Raffinierung von Öl sowie der Vertrieb von Öl- und Chemieprodukten (Downstream-Bereich), die im vergangenen Jahr 86% des Umsatzes ausmachte (vgl. Grafik 1).

Wichtiges Flüssiggas

Weiter ist der niederländisch-britische Multi in der Exploration und Förderung von Öl und Gas (Upstream-Bereich; 3%) sowie der Verflüssigung von Gas (Bereich Integrated Gas; 11%) aktiv. 2016 förderte Shell im Tagesdurchschnitt 3,7 Mio. Fass Öläquivalente Öl und Gas; Gas hatte dabei einen leicht höheren Anteil als Öl.

Shell ist auf der ganzen Welt präsent, wobei der Umsatz schwergewichtig aus Europa sowie aus Asien, Ozeanien und Afrika stammt (vgl. Grafik 2).

Shell gilt als weltweit führend in der Förderung von Öl und Gas aus der Tiefsee sowie in der Produktion von Flüssiggas (Liquefied Natural Gas, LNG). Gestärkt wurde diese Position durch die 2015 erfolgte Übernahme von BG Group. Beide Bereiche stehen heute unter Druck: Der niedrige Ölpreis gefährdet die Rentabilität der kostspieligen Förderung aus der Tiefsee, und zunehmende Konkurrenz durch neue Produktionsstätten vor allem in den USA und Australien drückt auf den Preis von Flüssiggas. Shell musste deshalb handeln, um rote Zahlen zu vermeiden. Mit einem weitreichenden Massnahmenprogramm gelang es, die Kosten gegenüber 2015 rund 20% zu senken. Allein die Schaffung von sieben Business Operations Centers, die die Standardisierung von Arbeitsabläufen und Technologien zum Ziel haben, soll permanente Kostenreduktionen von 8 bis 10 Mrd. $ pro Jahr bringen.

An die Lancierung neuer Förderprojekte werden angesichts der Aussicht auf einen länger niedrig bleibenden Ölpreis strengere Rentabilitätsmassstäbe angelegt. Das bewirkte, dass deutlich weniger Vorhaben grünes Licht erhielten. Die Investitionen konnten so von 40 Mrd. $ im Jahr 2015 (inklusive BG Group) auf voraussichtlich 25 Mrd. $ im laufenden Jahr zurückgefahren werden.

Es gelte Shell «fit for the forties» zu machen, sagte Finanzchefin Jessica Uhl anlässlich der Präsentation der Zweitquartalszahlen Ende Juli: Der Konzern soll auch dann noch Gewinn machen, wenn der Ölpreis von gegenwärtig etwas über 50 $ pro Fass wieder auf 40 $ nachgeben sollte. Dass könnte der Fall sein, wenn das Ölexportkartell Opec die Ende 2016 beschlossenen Förderbeschränkungen aufgibt und/oder die US-Schieferölproduzenten ihre Produktion weiter ausweiten.

Die Sparmassnahmen haben bereits Erfolg gezeigt: Der betriebliche Mittelfluss verdoppelte sich gegenüber dem letzten Mal, als der Ölpreis so niedrig war. In den vergangenen vier Quartalen erwirtschaftete Shell einen operativen Cashflow von 38,5 Mrd. $ – genug, um daraus komfortabel Investitionen (22,1 Mrd. $) und Dividenden (10,6 Mrd. $) bezahlen zu können. Das war nicht immer so: In den zwei Jahren davor musste der Multi Schulden machen, um den Barteil der Dividende ausrichten zu können, was Zweifel an der Nachhaltigkeit der hohen Ausschüttung (Rendite: 6,8%) aufkommen liess. Sollte die hohe Cashgenerierung anhalten, will Uhl ein Aktienrückkaufprogramm lancieren und die Scrip-Dividende wieder abschaffen. Sie ermöglichte es den Aktionären, die Ausschüttung in Form von Aktien zu beziehen, und Shell Bargeld zu sparen.

Bilanz saniert

Auch nach der 35 Mrd. $ schweren Übernahme von BG Group konnte nicht einfach zur Tagesordnung übergegangen werden. Durch den Kauf schnellten die Nettoschulden von Shell auf gegen 75 Mrd. $ hoch. Deshalb wurde ein Schuldenabbauprogramm gestartet. Das dazu notwendige Geld sollte durch Verkäufe zweitrangiger Aktiva im Umfang von 30 Mrd. $ hereinkommen. Davon sind bis jetzt 25 Mrd. $ realisiert oder in Realisierung begriffen. Synergieeffekte aus der Übernahme sollen überdies zu Kosteneinsparungen von 4,5 Mrd. $ pro Jahr führen.

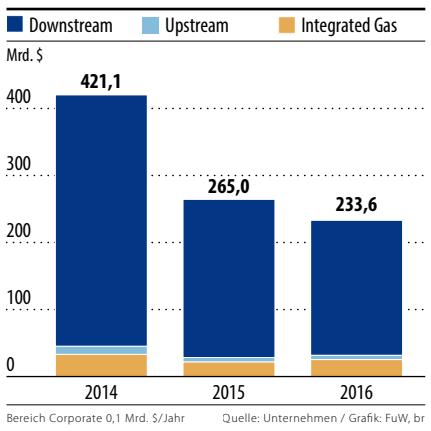
Fazit: Shell hat ihr Geschäft wegen des Ölpreiszerfalls und im Nachgang der Übernahme von BG Group zukunftstauglich gemacht. Die Kosten sind gesenkt, die Bilanz saniert worden. Wachstum versprechen neue Förderprojekte, die kurz- bis mittelfristig online gehen und rund 400 000 Fass Öläquivalente zusätzliche Produktion bringen sollen. Das bedeutet auch zusätzlichen Cashflow, sodass die Dividende einstweilen gesichert ist. Die moderat bewerteten Aktien Shell können also wieder zum Kauf empfohlen werden. Zu beachten ist allerdings, dass die Schwankungen des Ölpreises die Performance der Titel erheblich beeinflussen.

Kennzahlen der wichtigsten Öl- und Gasmultis

	Kurs am 5.9. in LW	Perf. seit 1.1. in %	Marktkap. in Mrd. $	Umsatz in Mrd. $ 2016	Umsatz in Mrd. $ 2017A	Umsatz in Mrd. $ 2018A	Gewinn/Verlust pro Aktie in $ 2016	Gewinn/Verlust pro Aktie in $ 2017A	Gewinn/Verlust pro Aktie in $ 2018A	KGV 2018	Div.-Rend. in % 2018A
Europa											
Royal Dutch Shell (€)	23.25	–10,5	228,7	233,6	285,4	300,1	0.58	1.65	2.04	14	6,8
Total (€)	43.97	–9,8	130,8	127,9	145,3	157,1	2.27	3.27	3.57	12	5,4
BP (£)	4.49	–11,8	114,9	183,0	221,0	221,5	0.01	0.30	0.37	16	6,9
USA											
Exxon Mobil ($)	76.57	–15,2	324,4	197,5	260,8	279,6	1.88	3.41	3.90	20	4,1
Chevron ($)	108.76	–7,6	206,1	103,6	135,6	141,4	–0.27	3.98	4.89	22	4,1

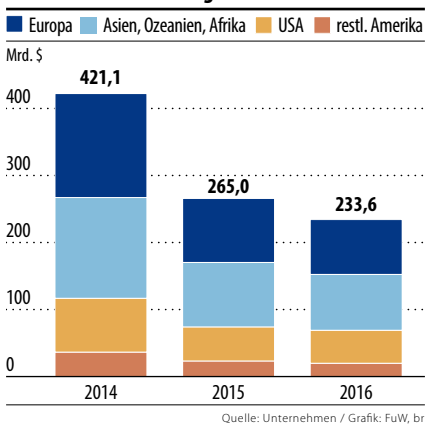
LW=Landeswährung A=Schätzung KGV=Kurs-Gewinn-Verhältnis Quelle: Bloomberg

1 **Umsatz nach Geschäftsbereichen**



Bereich Corporate 0,1 Mrd. $/Jahr Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, br

2 **Umsatz nach Weltregionen**



Quelle: Unternehmen / Grafik: FuW, br