

Global opvarmning og dennes effekt på værdien af olieselskabernes reserver

Af porteføljeformidler Morten Springborg

De store olieselskaber har gennem længere tid givet investorerne skuffende afkast. Selskabernes afkast på investeret kapital har været skuffende, og skeptikere frygter, begrænsninger på CO₂-udledninger vil betyde politiske begrænsninger for olieselskaberne. Vi har aktuelt ingen investeringer inden for olie- og gassektoren i den globale portefølje, men vi er dog mere positive på sektoren end mange af skeptikerne.

” Det primære argument for ikke at investere i de store olieselskaber er, at de paradoksalt nok ikke drager fordel af de høje oliepriser.

Ingen gevinst af høje oliepriser

Det primære argument for ikke at investere i de store olieselskaber er, at de paradoksalt nok ikke drager fordel af de høje oliepriser. På trods af et stærkt energimarked har sektoren skabt et skuffende afkast på deres investerede kapital, hvilket primært skyldes accelererende investerings- og udvindingsomkostninger de seneste 10 år. Et eksempel er franske Total, der i 2006 med en oliepris på \$65 pr. tønde skabte et afkast på investeret kapital på over 24 pct. Denne forrentning var i 2013 faldet til under 7 pct. i et miljø med en oliepris på over \$100.

Dette er en væsentlig parameter, og det er afgørende for os, at sektoren er i stand til igen at kunne drage nytte af højere energipriser, før vi igen investerer i sektoren.

Global opvarmning

Et andet ofte fremført argument mod investering i olie- og gasselskaber er den globale opvarmning. Her er tesen, at selskaberne, såfremt den globale opvarmning accelerer yderligere, vil få begrænset muligheden for at udnytte reserverne som følge af politiske tiltag mod olie- og gasproduktion. I denne forbindelse har FN's klimapanel vurderet, at såfremt vi skal lykkes med at begrænse den globale temperaturstigning til 2 grader, er det nødvendigt at lade ca. to-tredjedele af verdens olie-, kul- og gasressourcer ligge uudnyttet i undergrunden. Det er dog et scenarie, som vi finder mindre sandsynligt.

For det første har verdenssamfundet historisk set ikke kunne udvise ret meget fælles fodslag omkring den globale opvarmning. Dernæst vil specielt udviklingsøkonomierne kraftigt få begrænset deres vækst, såfremt man skulle gøre noget sådan. Jo fattigere et land er, jo større er behovet for billig energi, såfremt landet skal kunne udvikle sig. Vores vurdering er, at en begrænsning af den globale olie- og gasproduktion vil føre til markant forhøjede energipriser, hvilket vil kaste verdensøkonomien ud i en recession, og de negative effekter heraf vil være hårdest i verdens fattigste lande.

Olieselskabet Exxon Mobil publicerer årligt rapporten "Outlook for Energy", hvor de bl.a. analyserer den fremtidige energiefterspørgsel. En af konklusionerne i rapporten er, at vi globalt vil få behov for al den energi selskabet producerer helt frem til 2040, hvilket først og fremmest skyldes den tætte sammenhæng mellem energiforbrug og den globale vækst. Det er et argument, der bakes op af olieanalytikere hos Bernstein Research, som finder det usandsynligt, at olie- og gasproduktionen reduceres fra politisk hold, da energiefterspørgslen nødvendiggør produktion af fossile brændstoffer også fremadrettet.

Endvidere er det i vores øjne utænkeligt, at en reduktion af produktionen vil blive accepteret af de nationale olieselskaber. Det er utænkeligt, at disse selskaber, der i de fleste tilfælde er af afgørende betydning for deres landes økonomiske udvikling, skulle blive pålagt restriktioner, der ville forhindre udnyttelsen af to-tredjedele af deres reserver. Hvis der kommer et vestligt unilateralt initiativ over for deres egne olieselskaber, vil det blot yderligere reducere de vestlige olieselskabers betydning i den globale energiforsyning til fordel for statsligt ejede selskaber i udviklingsøkonomierne. I den forbindelse skal man huske på, at de vestlige nationale olieselskaber kun sidder på lidt over 3 pct. af verdens energireserver, så det vil ikke have nogen klimabetydning, hvis man alene lægger restriktioner på udvindingen af deres reserver.

Vækst kræver fossile brændstoffer

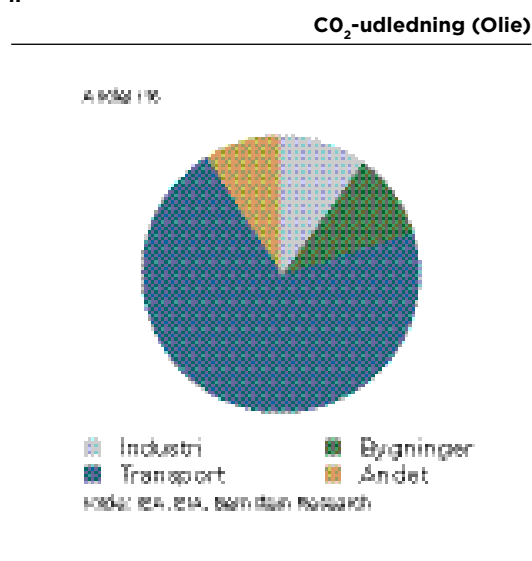
Et af de væsentligste argumenter for nødvendigheden af fossile brændstoffer også i fremtiden er væksten i udviklingsøkonomierne. Let og billig adgang til energi er forudsætningen for udviklingsøkonomiernes fortsatte vækst, og det er derfor usandsynligt, at de lande vil lægge begrænsninger på anvendelsen af olie og gas, om end måske nok på lavkvalitetskul. Kina investerer massivt i gas og a-kraft, men det er en anden historie. Vi ser da også en klar tendens til at CO₂-udledningen er kraftigt stigende i Mellemøsten, Nordafrika, Asien og særdeleshed Kina. Derimod falder udledningen i den vestlige verden og primært i USA drevet af substitution af kul med gas.

” Et af de væsentligste argumenter for nødvendigheden af fossile brændstoffer også i fremtiden er væksten i udviklingsøkonomierne.

Olie vigtig for transport

Et andet vigtigt aspekt, når det gælder nødvendigheden af traditionelle energikilder, er transportsektoren. Mere end 70 pct. af den endelige efterspørgsel efter olieprodukter stammer fra transportsektoren.

Figur 1:

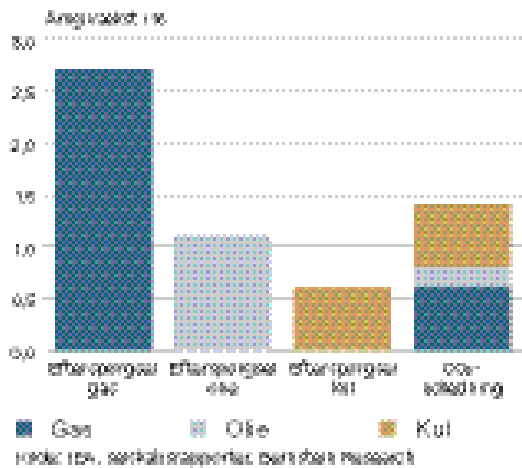


Alternative transportteknologier er i dag endnu ikke udviklet til et niveau, hvor vi kan undvære de fossile brændstoffer.

I forhold til udfordringen med at nedbringe CO₂-udledningen er det vores vurdering, at de væsentligste bidragsydere i årene fremover vil være forbedret energieffektivitet, skiftet fra kul- til gasbaseret elektricitetsproduktion (halvering af CO₂-udledning per produceret enhed elektricitet) og reducerede subsidier til fossile energiformer, primært i udviklingsøkonomierne.

Dette understøttes af, at kul pt. mister markedsandel i det globale energiforbrug, men kul er stadig den væsentligste bidragsyder til væksten i CO₂-udledning.

Figur 2:

Energiefterspørgsel og CO₂-udledning

Risikoen for ”stranded assets” vs. attraktiv prisfastsættelse

Konklusionen er altså, at de store olie- og gasselskaber også fremadrettet har deres berettigelse, og risikoen for ”stranded assets” er i vores perspektiv lille. Fra et investeringsmæssigt perspektiv er det desuden vigtigt at vurdere den aktuelle prisfastsættelse af selskaberne.

Kigger man på den aktuelle prisfastsættelse af de integrerede olie-selskaber handles sektoren på 1,5-3 gange værdien af ”kommercielle reserver” (såkaldte ”proven reserves”), hvilket viser, at markedet også indregner værdien af ”sandsynlige reserver” (såkaldte ”probable reserves”). Hvis man værdifastsætter selskaberne ud fra både de kommercielle og sandsynlige reserver, handles eksempelvis de store europæiske olieselskaber med en rabat på ca. 10 pct. i forhold til disse værdier.

” Konklusionen er altså, at de store olie- og gasselskaber også fremadrettet har deres berettigelse, og risikoen for ”stranded assets” er i vores perspektiv lille.

Sandsynlige reserver indeholder typisk projekter under udvikling, eller projekter som er nærtforestående. Et eksempel herpå er ENI’s Mozambique LNG aktiver, der nok først leverer indtjening på den anden side af 2020. Sandsynlige reserver indeholder dog ikke netop fundne reserver, der ikke er gennemtestet og analyseret, som f.eks. ENI’s Congo fund, som blev annonceret for nyligt. Disse reserver i Congo er faktisk let tilgængelige og meget store og vil med stor sandsynlighed levere indtjening fra 2016. Som disse to eksempler illustrerer, skal man altså ikke tage sandsynlige reserver for den fulde sandhed.

Det er analysehuset Bernstein Researchs vurdering, at disse selskabers kommercielle og sandsynlige reserver med meget stor sandsynlighed vil blive produceret, hvorfor værdiansættelsen i dag er konservativ givet den aktuelle rabat på ca. 10 pct. til disse aktiver.

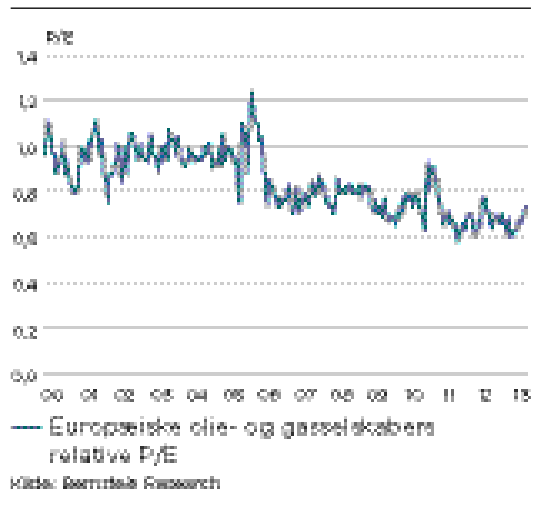
” Det er vores indtryk, at sektoren handles tæt på historiske høje rabatter i forhold til de indre værdier. Dette billede går igen, hvis vi kigger på prisfastsættelsen i forhold til indtjeningen og cash flow i selskaberne.

Hertil kan lægges optionsværdien af mulig succes fra efterforskningsprojekter. Dette er i sagens natur dog forbundet med meget højere usikkerhed! Og generelt tillægges optionsværdien af efterforskning oftest ingen værdi i værdiansættelsen af selskaberne, med mindre der er tale om dedikerede efterforsknings-selskaber som f.eks. Tullow og Cain. De integrerede olieselskaber har også aktiviteter længere nede i værdikæden, såsom raffinaderi, kemi og distribution. Disse indregnes naturligvis i værdiansættelsen.

Det er vores indtryk, at sektoren handles tæt på historiske høje rabatter i forhold til de indre værdier. Dette billede går igen, hvis vi kigger på prisfastsættelsen i forhold til indtjeningen og cash flow i selskaberne.

Sektorens værdiansættelse er faldet, hvilket som nævnt skyldes det faldende afkast på den investerede kapital samt manglende evne til at levere den lovede produktionsvækst. Skulle sektoren, som

Figur 3:
Europæiske olie- og gasselskabers relative P/E



Bernstein forventer, øge kapitalafkastet gennem lavere kapitalforbrug, kan sektorens prisfastsættelse let stige betydeligt i forhold til det generelle marked, men det er fortsat et forhold, som vi i øjeblikket er afventende over for. Omvendt synes et salg af disse aktier på baggrund af en frygt for, at aktiverne er for højt prissat, hvis reserveerne ikke vil blive produceret, at være ubegrundet. Aktierne handles typisk til en betydelig rabat i forhold til selskabernes aktivværdi, og aktiverne vil blive produceret.

Vi mener derfor ikke, at der er nogen reel risiko for, at man risikerer at miste store værdier, hvis man investerer i sektoren.

For det første handles selskaberne typisk til en rabat til de indre værdier, hvilket betyder, at markedet i dag ikke prisfastsætter selskabernes reserver fuldt ud.

Dernæst er vi meget skeptiske over for idéen om, at verdenssamfundet ville kunne enes om at begrænse udvindingen af fossile brændstoffer. Verdensøkonomien er afhængig af let adgang til energi og her i særdeleshed verdens fattigere økonomier, der med stor sandsynlighed ville blive fastlåst i økonomisk stagnation, hvis adgangen til energi reduceres. Kun de rigere økonomier ville kunne håndtere de økonomiske konsekvenser.

Vi er som nævnt investeringsmæssigt afventende over for sektoren, da trenden for afkast på investeret kapital stadig er negativ. Selskaberne handles imidlertid til rabat i forhold til de underliggende værdier, og da sektoren i det store og hele er i stand til at dække sine kapitalomkostninger, er der langsigtede værdier i energisektoren.