

Eén van de ongemakken van een hobby-belegger is, dat je zo af en toe achter loopt in updates van commerciële software. Waardoor de producent het nodig vindt om iedere bladzijde te voorzien van een opmerking hierover. De lezers van dit documentje zullen het voor lief moeten nemen ...

In het voorlaatste weekend van november 2014 popte op het IEX-forum de vraag op, wat momenteel (het aandeel) SBM Offshore eigenlijk waard is. In de week die volgde, hebben enkele forumleden een indicatief antwoord gegeven op de vraag van @ henry5. Ik zal proberen iets dieper op de materie in te gaan, voor zover me dat als hobby-belegger gegeven is ;

Laat ik beginnen met deze inleiding in een opvallend perspectief te plaatsen. Tussen 01 januari 2014 en vandaag, 30 november 2014, heeft de beurskoers een hoogste jaarkoers laten zien van **€ 15,57** (20 januari 2014) en is met veel volatiliteit eind november beland op een nabeurs-koers van **€ 10,86**. Het verschil in beurskoers = **-€ 4,71**. Afgezet tegen het aantal uitstaande aandelen SBM Offshore van **208.747.188**, is er in 11 maanden tijd een beurswaarde verdampt van **€ 983.199.255,48**.

Intussen is er door SBM Offshore een reservering opgenomen van **€ 240.000.000,-** voor de afwikkeling van het omkoopdossier dat de beurskoers dit jaar in zijn grip heeft gehad. Na een 'red flag' van **€ 22.000.000,-**. (begin : *een ex-stafid vroeg om € 2.000.000,- en klapte uit de school*)

Het omkoopdossier heeft daarmee een enorme gevolgschade gekregen. SBM Offshore heeft het effect van die gevolgschade vooral terug gezien in het uitblijven van FPSO-orders en imagoschade. Op de balans lopen intussen de voor-investeringen door, hetgeen directe invloed heeft gehad op de jaarcijfers 2013, de halfjaarcijfers 2014 en de kwartaalcijfers Q1 en Q3 2014.

Tegenover het **(ir)rationele** koersverval stonden dit kalenderjaar 3 oplevingen / herstelmomenten voor het aandeel SBM Offshore die het kenmerk dragen van 'hoop' als sentiment-drijver.

- De eerste helft van april kende een opleving na het persbericht dat een intern Petrobrás-onderzoek geen directe bewijzen voor omkoping had opgeleverd.
- De maand augustus kende een opleving van de beurskoers na bekendmaking van SBM Offshore dat het een reservering had opgenomen voor de afwikkeling van het omkoopdossier.
- De laatste opleving dateert rond de bekendmaking van HAL Trust Unit, dat het haar belang in SBM Offshore had opgeschroefd tot net boven de 15%, alsmede de bekendmaking van SBM Offshore, dat het bereid is om naar MLP-constructies te kijken .

§1 - Waardering SBM Offshore op basis van de cijfers

In de afgelopen anderhalf jaar zijn er diverse rapporten over SBMO gepubliceerd door analisten. De meest optimistische uit die serie is Theodoor Gilissen Bankiers. Deze neem ik als uitgangspunt, al kom ik tot een andere conclusie ;

Om de ontwikkelingen in 2014 te spiegelen, pak ik de 2 laatste rapporten van Th. Gilissen Bankiers uit 2013. (20 november 2013 en 21 december 2013) Zij geven op dat moment voor het aandeel (2014) een **boekwaarde van € 8,60** en een **koersdoel van € 20,-**.

Bron : <http://files.m15.mailplus.nl/user315100106/15679/SBMOffshore%2019-11-2013.pdf> .

Bron : <http://www.gilissen.nu/assets/52b7ed031c312SBMOffshore23122013.pdf> .

Bankier Th. Gilissen vertelt echter niet in detail hoe ze het koersverschil tussen de boekwaarde en het koersdoel berekenen. De (toekomstige) prijs van een aandeel is een verwachtingswaarde, gebaseerd op een cijfermatige inschatting van de toekomstige netto contante waarde van de kasstromen. Meer uitleg over het begrip Prijs/Boekwaarde Ratio : <http://www.advieswaardecreeatie.nl/prijs-boekwaarde-ratio/> .

Er zit dus bij Th. Gilissen Bankiers een groot verschil tussen hun boekwaarde en hun (toekomstige) prijs van het aandeel SBM Offshore. (€ 20,- / € 8,60 = **232,56%**) Het koersdoel van € 20,- is overigens door Th. Gilissen Bankiers nog herhaald op 12 november 2014. Bron : <http://www.guruwatch.nl/advies/80399/SBM-Offshore/Theodoor-Gilissen-Bankiers/kopen.aspx> .

Een verhouding van 232,56% is erg veel. Om niet te hoeven zeggen : veel te veel. De beurskoers op de dag voorafgaand aan hun 2 rapporten, stond nabeurs op 19 november 2013 op € 15,20 en op 20 december 2013 op € 14,09. (*rapporten op 20 november en 21 december 2013*) Op de momenten van hun rapportages boekte het aandeel SBM Offshore al een + boven de boekwaarde van respectievelijk 76,74% en 63,83%.

Th. Gilissen Bankiers had de toekomstige ontwikkelingen gebaseerd op hun verwachting dat de jaarcijfers 2013 een nettowinst zouden laten zien van :
(rapport 20 november) nettowinst 2013 US \$ 239 miljoen en 2014 US \$ 333 miljoen ;
(rapport 21 december) nettowinst 2013 US \$ 172 miljoen en 2014 US \$ 548 miljoen.
Bij een verwachting van een dividend-hervatting van respectievelijk 3,83% en 5,00% in 2014.

Zie de 2 bronvermeldingen onder de 2^e alinea op deze bladzijde.

2013 :

De **2 schattingen** door Th. Gilissen Bankiers van de nettowinst over 2013 bij SBM Offshore (US \$ + 239 miljoen en bijgesteld US \$ + 172 miljoen) werden in **de werkelijkheid een nettoverlies (Directional View) US \$ -58 miljoen, (en IFRS een winst van US \$ + 111 miljoen)**.

Ook zou er vanaf 2014 geen dividend-uitkering worden hervat.

Bron : http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/02/SBM_AR_2013-19022014-final.pdf .

2014 :

In de Q1 cijfers over 2014 stijgt de (IFRS) net-debt positie van US \$ 3,4 miljard naar US \$ 3,8 miljard, terwijl de Cash & Cash equivalents zakken van US \$ 208 miljoen naar US \$ 195 miljoen, en de ongebruikte kredietfaciliteit zakte van US \$ 1,14 miljard naar US \$ 0,97 miljard.

Bron : <http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/05/1Q14-Trading-Update-Final.pdf> .

In de halfjaarcijfers 2014 stijgt de Net Debt (IFRS) verder naar US \$ 4,3 miljard, de Cash & Cash equivalents zakken weg naar US \$ 154 miljoen, en de ongebruikte kredietfaciliteit zakte naar US \$ 0,94 miljard.

Bron : <http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/08/Press-Release-1H14-FINAL-VERSION-2.pdf> .

In de Q3 cijfers 2014 stijgt de Net Debt (IFRS) verder naar US \$ 4,7 miljard, de Cash & Cash equivalents stijgen naar US \$ 227 miljoen door de divestments van vastgoed, en over de ongebruikte kredietfaciliteit worden geen wijzigingen gemeld.

Bron : <http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/11/3Q14-Trading-Update-FINAL.pdf>

- De Debt-summary van SBM Offshore (vergelijk 2013 en 2014) op basis van Directional View en IFRS, laat overzichtelijk zien hoe de debt-posities oplopen.

Bron : <http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/08/halfyear6.jpg> .

Op basis van deze getalsmatige ontwikkelingen, had Theodoor Gilissen Bankiers hun waardering voor SBM Offshore moeten bijstellen. Zowel op de boekwaarde per aandeel als op de advieskoers.

De werkelijkheid sinds de 2 rapporten van Th. Gilissen Bankiers, is dat de Net Debt is gestegen van : Eind 2013 US \$ 3,4 miljard (IFRS), naar Q3 2014 US \$ 4,7 miljard (IFRS).

De Cash & Cash equivalenten + ongebruikt Bankkrediet is gezakt van US \$ 1,22 miljard naar 1,16 (zelfs na de opbrengst van het divestment in vastgoed). Tegelijk zal het ontbreken van het vastgoed op de balans van SBM Offshore op de jaarcijfers 2014 een gat laten zien in de assets, terwijl de cashburn toe neemt door de divest-and-rent-back constructie.

In het Halfjaarrapport 2014 brengt SBM Offshore vervolgens voor de net profit / loss alleen de Directional View, waarin ze een net loss (onder de streep) boeken van US \$ 98 miljoen, tegen YoY (halfjaar 2013) een net loss van US \$ 44 miljoen.

Dat is een procentueel verschil van **122,73% negatief YoY**.

Th. Gilissen Bankiers 21 december 2013 :

IFRS profit + US \$ 111 miljoen, en boekwaarde aandeel € 8,60 voor 2014.

Werkelijkheid Q3 2014 :

IFRS loss – US \$ 44 miljoen bij een kapitaal-uitstroom aan de zijde van de ongebruikte kredietfaciliteit, - US \$ 0,14 miljard.

IFRS Net debt up + US \$ 1,3 miljard.

Rekening houden met de wisselkoersverhouding EUR/USD 1,2452 voor alle rapportages versus de boekwaarde per aandeel die in euro's genoteerd staat ...

De boekwaarde per aandeel zou naar mijn onbescheiden mening met € - 1,16 gecorrigeerd moeten worden naar **€ 7,44**.

§2 – Waardering van SBM Offshore op basis van de vloot

De FPSO-vloot van SBM Offshore kent dit tussen 2013 en 2015 een teruggang door aflopende lease contracten die niet direct worden opgevolgd door nieuwe FPSO's. Een vergelijk met de FPSO-vloot van de grootste concurrent BW Offshore is veelzeggend ;

SBM Offshore ziet 6 FPSO's uit de lease lopen tussen 2013 en 2015.
BW Offshore ziet 4 FPSO's uit de lease lopen tussen 2013 en 2015.

SBM Offshore houdt **11 FPSO's in bedrijf na 2015**. (was 17)
BW Offshore houdt **11 FPSO's in bedrijf na 2015**. (was 15)

SBM Offshore houdt 1 FPSO als operator.
BW heeft geen FPSO's als operator.

SBM Offshore heeft 3 FPSO's in aanbouw (Cidade de Maricá, Cidade de Saquarema, Turitella).
BW Offshore heeft 1 FPSO in aanbouw (Catcher).

Op de volgende bladzijde een vergelijk in storage capaciteit. Vergelijkbare capaciteit naast elkaar geordend. Waarmee zichtbaar wordt dat BW Offshore niet alleen in aantallen FPSO's in de buurt komt van SBM Offshore, maar ook in capaciteit.

Op basis van de aflopende vlootwaarde (17 naar 11) voorzie ik een lagere boekwaarde van € 7,20.

Bron SBM Offshore FPSO's inclusief einde looptijd :

http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2013/09/SBMO-fleet-operations_Original_2046.pdf .

en http://www.sbmoffshore.com/wp-content/uploads/2014/08/SBM-Offshore-1H14-Earnings-Presentation_FINAL-PRINT.pdf , bladzijde 43.

Bron BW Offshore FPSO's inclusief einde looptijd :

<http://www.bwoffshore.com/Our-business/Our-presence-and-units/> .

Bron BW Offshore persberichten 2014 inclusief contractverlengingen FPSO's :

<http://www.bwoffshore.com/Press-Releases/> .

SBM Offshore	SBM Offshore	SBM Offshore	BW Offshore	BW Offshore	BW Offshore
Naam FPSO	Capaciteit	Einddatum	Naam FPSO	Capaciteit	Einddatum
Falcon	2,139,000 bbls	20 februari 2006			
Brasil	1,708,000 bbls	7 maart 2013	Espoir Vivorien	1,100,000 bbl	2022
Sanha	135,000 m3	21 april 2013	Yoko Tole	200,000 bbl	2025
Marlim Sul	2,206,000 bbls	7 juni 2014			
Yetagun	606,000 bbls	7 mei 2015	Cidade de Sao Vicente	470,000 bbl	2019
Kikeh	2,179,000 bbls	17 augustus 2015	Sendje Berge	2,000,000 bbl	Q1 2018
NKossa II	78,000 m3	11 november 2018	BW Athena	50,000 bbl	Q2 2020
Kuito	1,636,000 bbls	15 december 2019	Polvo	1,600,000	Q3 2015
Capixaba	2,038,000 bbls	29 mei 2022	Berge Helene	2,000,000 bbls	Q2 2017
Mondo	2,140,000 bbls	1 januari 2023	Yuum Ka'k Náab	2,200,000 bbls	2022
Saxi Batuque	2,431,000 bbls	1 juli 2023	Belokamenka	2,400,000 bbls	2019
Espirito Santo	2,067,000 bbls	13 juli 2024			
Aseng	1,695,000 bbls	7 november 2026	Azurite	1,350,000 bbl	2016
N'Goma	1,507,395 bbls	2026			
Cidade de Anchieta	1,900,000 bbls	Q3 2030			
Cidade de Paraty	1,600,000 bbls	Q2 2033			
Cidade de Ilhabela	1,600,000 bbls	Q4 2034			
			BW Pioneer	600,000 bbl	2017
			Petrloleo Nautipa	1,080,000 bbl	2015
			Umuroa	775,000 bbl	2015
			Abo	930,000 bbl	2013
			Cidade de Sao Mateus	700,000 bbl	2018
Only Operated					
Frade	1,861,000 bbls				
Newly ordered					
3			1		

§3 – Waardering SBM Offshore op basis van toekomstige Day Rates

SBM Offshore heeft te maken met een halvering in capaciteit bij MOPU Deep Panuke.

De On-hire status die precies 1 jaar geleden verkregen werd, was gebaseerd op 100% capaciteit, 300 miljoen cubic feet. Sinds 1 week is het platform herstart met een capaciteit van 140 tot 180 miljoen cubic feet. Een heronderhandeling van de dayrates lijkt voor de hand te liggen.

De actuele daling van de crude oil prijzen is substantieel. Indien deze daling van korte –overzienbare– duur is, hoeft er weinig tot niets te veranderen in de outlook van de olie- en gas sector. De realiteit is echter dat de sector de outlook aan het bijstellen is. Een van de manieren voor de opdrachtgevers om te snoeien in de uitgaven, is voor alle leveranciers van Rigs, Drillships, FPSO's etc., te heronderhandelen over de dayrates.

Bij heronderhandeling van de dayrates (neerwaarts) verandert ook de outlook van de boekwaarde per aandeel voor SBM Offshore. (mogelijk alleen voor 2015)

Boekwaarde per aandeel –alleen op basis van dayrates naar **€ 8,20**.

§4 – Waardering SBM Offshore vanaf en na 2016

Vanaf en na 2016 –indien de olieprijs aantrekt en daarmee de CAPEX van opdrachtgevers toeneemt– kan de markt voor FPSO's verbeteren. Ik ga er vanuit dat SBM Offshore op tijd de dossiers gesloten zal hebben die nu nog een blokkade zijn.

Intussen is de branche zich aan het verbreden. De FPSO voor LNG is er, en heet FLSO.

Het transport voor LNG overzees is er, en heet FLNG Carrier.

De combinatie van Drillship en FPSO is er, en heet FDPSO.

Het is voor SBM Offshore noodzaak om op deze vernieuwingen aan te haken. De concurrentie wacht namelijk niet. Afhankelijk van het mee kunnen gaan in het tempo van de concurrent, zal bepalen in hoeverre de koers van het aandeel SBM Offshore een opwaarts potentieel heeft.

§5 – Waardering SBM Offshore op basis van Technische Analyse (TA)

Technische analyse is niet bij iedereen geliefd en gewaardeerd. Anderzijds zal bij menigeen de kennis erover veel uitgebreider zijn dan bij mij. Persoonlijk gebruik ik de Technische analyse alleen als sluitstuk.

Afhankelijk van het tijdvenster kan een verschillend beeld getoond worden, waar evenzoveel conclusies aan kunnen worden verbonden. Om zoveel mogelijk kortetermijn-effecten weg te filteren, gebruik ik de 10-jaars chart. Eenvoudig op te roepen binnen IEX.

In deze chart is te zien hoe de beurskoers van het aandeel SBM Offshore sinds 2007 met veel volatiliteit in een neerwaartse trend beweegt. Met ups en downs, maar stellig naar beneden. Waarbij de toppen een steilere afdaling vertonen, en de bodems een zachte, behoudende daling laten zien.

Zelfs na het uitfilteren van de kortere-termijn schommelingen zullen er altijd voorkeuren blijven om zelfs binnen de grote lijn nog te kiezen voor een gemiddelde waarde die zich ergens tussen de bodems en de toppen beweegt.

Voor nu, eind 2014, zou dat een aandeelkoers betekenen rond de € 10,10.

Terwijl het voor eind 2015 –binnen hetzelfde trendkanaal- rond de **€ 7,50 / € 8,00** terecht zou (kunnen) komen.



Nawoord

De extremen naar boven en beneden (schadeclaim YME bij de verzekeraar, waarde US \$ 1 miljard +, en een afkoopsom voor mogelijke omkoping in Brazilië-kosten onbekend -) zijn in mijn inschattingen niet meegenomen.

Een beurskoers is een mix van **boekwaarde + verwachtingswaarde + sentiment**. Op basis van bovenstaande afwegingen zie ik redenen om de verwachtingswaarde tot Q1 2016 te verplaatsen – van boven de boekwaarde, naar onder de boekwaarde. En daarmee kom ik ruimschoots lager uit dan de koersdoelen die door de professionele analisten zijn afgegeven.

De invalshoeken die ik daarvoor gebruikt heb, verklaren wellicht voor een stukje, waarom de institutionele shortpartijen in de 2^e helft van 2014 een ongekend grote shortpositie hebben ingenomen op het aandeel SBM Offshore.

- Tegenvallende jaarcijfers 2013 en 2014
- Kleinere FPSO-vloot
- De grootste concurrent, BW Offshore, heeft SBMO bijna ingehaald
- Dayrates onder invloed van actuele ontwikkelingen
- Vernieuwingen in de sector, terwijl SBMO (nog) geen markt-adaptie ziet van haar concepten
- TA

Wat mijn mening over het aandeel SBM Offshore waard is, tegenover alle analisten die een stuk hogere inschattingen geven, mag ieder voor zich bepalen.

Enkele laatste beschouwingen mijnerzijds ;

1. Met de teruglopende Cash & Cash equivalenten in 2014, ben ik benieuwd hoe de Liquiditeits-ratio zich gaat ontwikkelen in het komende halfjaar. Hier ben ik momenteel kritischer over dan op de Solvabiliteits-ratio.
2. Vanaf 01 januari 2015 vervalt de verplichting voor beursgenoteerde bedrijven om kwartaalcijfers te publiceren. Benieuwd welk effect dit heeft op het aandeel SBM Offshore.

bron : http://www.standaard.be/cnt/dmf20130612_00620511 .