

"Absoluut rendement
vind ik nu belangrijker"



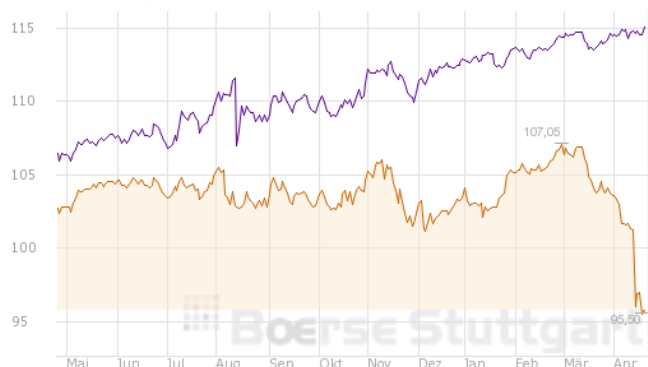
Koninklijke Olie of Repsol

April 2012

Onlangs werd het Spaanse olieconcern Repsol geconfronteerd met het feit dat de Argentijnse overheid vrijwel het gehele belang van Repsol in het Argentijnse YPF wil nationaliseren. Daarbij gaat het om 51% van het 57% YPF belang dat Repsol bezit. De overige 43% van de aandelen YPF zijn voor een belangrijk deel in handen van de Eskenazi familie (25,5%). Saillant detail is dat het Chinese Sinopec voornemens was om het YPF belang van Repsol over te nemen voor zo'n \$ 15 miljard. Inmiddels heeft het Argentijnse parlement ingestemd met de onvrijwillige overname van 51% van de YPF aandelen van Repsol. Volgens de Argentijnse wetgeving zal de rechter zich moeten uitspreken over de prijs die Repsol zal ontvangen voor het YPF belang.

Koersval Repsol obligaties is een kans

Het zal duidelijk zijn dat voornoemde ontwikkelingen de koers van het aandeel Repsol geen goed heeft gedaan. Maar ook de obligaties van Repsol hebben de laatste weken een koerscorrectie moeten ondergaan. Zo is de koers van de 4,875% Repsol per 2019 gedaald van 104% naar 92%. Daardoor komt het effectieve rendement van deze obligatie op zo'n 6,5% per jaar! De 4,75% Repsol per 2017 daalde van 106% naar 96% waardoor het effectieve rendement op 5,6% per jaar uitkomt. Ter vergelijking; een 4,625% Koninklijke Olie obligatie per 2017 geeft effectief slechts 1,6% per jaar. Het rendement met een 5-jaars Repsol



obligatie is nu dus 4% per jaar hoger dan een Koninklijke Olie obligatie. Het verschil in rendement kan voor een deel worden verklaard door het feit dat de rating van Koninklijke Olie (AA) hoger is dan die van Repsol (BBB), maar ook de impact van het YPF event telt mee. Blijkens de persberichten van Repsol staat zo'n 21% van de "net income" van Repsol over 2011 op het spel, hetgeen lager is dan de € 5,6 mrd aan "financial expenses" met betrekking tot YPF. Hierbij kan worden opgemerkt dat de omzet van Repsol in 2011 € 60 miljard was bij een EBITDA € 8,4 miljard met een debt/EBITDA ratio van factor 1,38. Koninklijke Olie realiseerde in 2011 een omzet van bijna € 360 miljard en een EBITDA van € 60 miljard (debt/EBITDA ratio 0,43).

Risk/reward ratios kunnen belangrijker zijn dan de ratings

Ondernemende beleggers zullen de recente koersdaling van de 2017 en 2019 Repsol obligaties beschouwen als een buitenkansje. De risk/reward ratio is immers zeer gunstig en Repsol zal niet zomaar failliet gaan als gevolg van de onvrijwillige overdracht van de YPF deelneming. Om het significante verschil in yield tussen een Koninklijke Olie obligatie en een Repsol obligatie te verduidelijken verwijzen graag naar onderstaande tabel.

Obligatie	Effectief rendement	5-jaars yield per € 100.000,-
4,625% Royal Dutch Shell 2017 (AA)	1,6% per jaar (koers 116%)	€ 108.260,-
4,750% Repsol 2017 (BBB)	5,6% per jaar (koers 96%)	€ 131.317,-

Conclusie; met een Repsol obligatie kan, in de periode van 2012 tot 2017, een investering van € 100.000,- uitgroeien tot ruim € 131.000,-, ofwel € 23.000,- meer dan met de Koninklijke Olie obligatie. Zoals onlangs ook door Robeco werd gesteld; bedrijfsobligaties met hoge ratings hebben, zoals ook in het geval van Koninklijke Olie, niet altijd de meest gunstige risk/reward ratio.

