

## **SBM Offshore – Gespreksverslag 16 maart 2016**

SBM Offshore:

Peter van Rossum (CFO)

Erik Lagendijk (CGCO)

Anne van Nood (Company Secretary)

VEB

Joost Schmets

Jasper Jansen

Locatie

SBM Offshore hoofdkantoor Schiphol – woensdag 16 maart 2016

---

### **Corrupties, boetes en rechtszaken**

- De openbaar aanklager in Brazilië is vrij onverwacht een onderzoek gestart naar vier SBM-ers en enkele voormalige bestuurders. Hieronder vallen ook de huidige board members Bruno Chabas en Sietze Hepkema. SBM Offshore vindt de aanklachten volledig ongegrond maar het bedrijf heeft toch met de autoriteiten geschikt om op een snelle en effectieve wijze de zaak uit de wereld te helpen.
- Een vervelende bijkomstigheid van het onderzoek was dat in het onderzoeksrapport de naam voorkomt van een Amerikaan die bij SBM heeft gewerkt. Dit was voor de Amerikaanse toezichthouder een haakje om een gesloten onderzoek naar corruptie bij SBM Offshore te heropenen. Hoewel het om oude kwesties gaat en SBM Offshore vertrouwen heeft in een goede afloop, is er een risico op nieuwe boetes. “De Amerikaanse autoriteiten kunnen doen wat ze willen en wij zijn afhankelijk van hun beslissing”.
- SBM Offshore acht het onwaarschijnlijk dat de heropening van het Amerikaanse onderzoek consequenties heeft voor de schikking van 240 miljoen dollar die is getroffen met het Ministerie van Justitie in Nederland in november 2014. De schikking kan alleen opgebroken worden als er wezenlijke nieuwe feiten worden gevonden.
- Voor het oplossen van de corruptie-problemen met de Braziliaanse autoriteiten is eind 2015 een voorziening van 245 miljoen dollar opgenomen. Maar doordat Brazilië in rep en roer is, en de regels worden gemaakt en aangepast gedurende de onderhandelingen, is het lastig om tot een vergelijk te komen dat echt stand houdt. SBM Offshore zal eventuele betalingen moeten terugverdienen en is niet bang om te procederen als Brazilië onredelijk hoge bedragen eist.
- Er zijn, voor zover SBM Offshore weet, buiten de Verenigde Staten en Brazilië geen landen die een corruptieonderzoek zijn gestart naar het bedrijf.

## Het nieuwe verdienmodel

- Een vergelijking met de Braziliaanse autoriteiten zal helpen, maar het is niet noodzakelijk. SBM Offshore mag meedoen met nieuwe aanbestedingen van Petrobas, maar voor een contract definitief wordt toegekend moet het geschil wel opgelost zijn.
- Door de lage olieprijs zijn er echter heel weinig nieuwe projecten. SBM Offshore heeft eigenlijk maar één opdracht gemist, van Petrobas. Die opdracht ging naar de grootste concurrent Modec. Door afwezigheid van serieuze concurrentie lag de dagprijs vele duizenden dollars boven de prijs die anders geboden zou zijn. Het is niet vreemd dat Petrobas weer concurrentie wil. SBM Offshore staat dus weer op de tenderlijst van Petrobas.
- Op dit moment kijkt de markt uit naar twee projecten. De officiële datum van het eerste project is half april, maar Petrobas staat zwaar onder druk. De *terms and conditions* zijn zo opgesteld dat er nauwelijks *upside* meer in de contracten zit. Het gaat alleen maar over *penalties*. Niemand zal tegen deze voorwaarden inschrijven op het project. Daar komt bij dat het in Brazilië helemaal niet goed gaat en het kredietoordeel van Petrobas is verlaagd. Banken zullen hun bedenkingen hebben om mee te doen aan projecten. Dit alles in combinatie met de lage olieprijs maakt aannemelijk dat de opdrachten pas ergens in 2017 zullen worden toegekend.
- SBM Offshore heeft de tijd. Het zou onverstandig zijn als SBM Offshore nu concessies doet die niet gedaan hoeven te worden. “De situatie is ongemakkelijk, maar niet *unmanageble*.” SBM Offshore blijft gedisciplineerd en zal niet akkoord gaan met onredelijke voorwaarden om een project binnen te halen.

## Rendement op geïnvesteerd kapitaal en concurrentievoordelen

- In de laatste jaren was het rendement op geïnvesteerd kapitaal van SBM Offshore erg laag vanwege *legacy issues* uit het verleden die opgeruimd moesten worden. SBM Offshore heeft 2 a 3 miljard euro aan aandeelhouderswaarde zien verdampen vanwege slecht uitgevoerde projecten (Yme en Deep Panuke) en boetes/voorzieningen vanwege compliance issues.
- Maar er zijn meer oorzaken voor een laag rendement. Het lerend vermogen in de industrie is beperkt door de lange looptijden van projecten. Tussen de eerste tender en de uiteindelijke aansluiting van het schip op de oliebron zit een jaar of 5/6. Het kan dus even duren voor problemen met oude contracten worden meegenomen in nieuwe contracten. Ook is het geen commodity business. Ieder project is weer verschillend, hetgeen iedere keer tot nieuwe uitdagingen leidt.
- SBM Offshore heeft last van druk van Aziatische partijen die inmiddels ook een FPSO in elkaar kunnen sleutelen en dit door lage arbeidskosten goedkoop kunnen doen. Maar voor zaken als kwaliteit, veiligheid en milieu liggen de normen en waarden internationaal nog niet op een lijn.

## De impact van de lage olieprijs op het verdienmodel

- SBM Offshore beoefent twee takken van sport. De projecttak (*Engineering, Procurement Construction, EPC*) en de leasetak. De projecttak bouwt FPSO (*Floating, Production Storage and Offloading*-units – dit zijn omgebouwde reuzetankers die op zee aardolie en aardgas kunnen opslaan en verwerken). Dit gebeurt via een joint venture waar bijvoorbeeld samen wordt gewerkt met een partij als Mitsubishi. SBM Offshore is de facto de hoofdaannemer die gaat over de bouw van het schip.
- De totale kosten van een FPSO kunnen oplopen tot circa 2 miljard dollar. De EPC-tak is zeer volatiel. De prijzen van materiaal en onderaannemers kunnen sterk fluctueren, en er is het risico dat er fouten worden gemaakt. SBM Offshore streeft naar een marge van boven de 10 procent door de hele cyclus heen. Maar door mislukkingen bij projecten in 2006 en 2007 is die marge enige tijd niet behaald.
- Door de lage olieprijs is de EPC-markt zo goed als dood. SBM Offshore verwacht een verlies van 150 miljoen euro in 2016 en 2017 omdat er geen opdrachten zijn om de ingenieurs aan het werk te houden. Je kan niet iedereen ontslaan. De waarde van een ingenieursbedrijf zit in de ingenieurs. Als je deze mensen ontslaat ga je in de toekomst dezelfde fouten opnieuw maken.
- Bij de leasetak verhuurt SBM Offshore voor de lange termijn FPSO's aan klanten, veelal grote oliemajors. Dit is een hele stabiele business. Contracten worden zo opgesteld dat er een rendement van 12 procent uitrolt (*internal rate of return*).
- De lage olieprijs heeft weinig impact op bestaande leasecontracten. Klanten zitten voor 10 a 15 jaar aan het contract vast. Zelfs in een onwaarschijnlijk scenario waarin grote oliemaatschappijen omvallen is de kans klein dat SBM Offshore hier erg onder zal lijden omdat nieuwe bedrijven de olie tegen gemiddeld circa 7 euro per vat ook wel uit de grond willen halen en contracten zullen willen overnemen. In de contracten staat ook dat eventuele belastingverhogingen van overheden niet voor rekening zijn van SBM Offshore maar voor klanten (olie majors).
- SBM Offshore is er 100 procent van overtuigd dat de olieprijs niet laag blijft. Vanaf 2014 zijn er geen nieuwe grote olieprojecten bijgekomen en door natuurlijk verloop zal de productie onvermijdelijk afnemen. Het kan nog even duren maar de overcapaciteit zal verdwijnen en dan zullen olieprijsen weer stijgen.

## Lagere kosten

- De grote oliemajors zullen in de komende jaren geen projecten meer starten die pas rendabel zijn bij een olieprijs vanaf 100 dollar, zelfs als de prijs in 2017 weer 100 dollar staat. De industrie moet projecten economisch rendabel maken op een olieprijs van rond de 50/60 dollar. Dat betekent dat de kosten om olie uit de grond te krijgen

zeker 40 procent moeten dalen. SBM Offshore gelooft dat het nu een FPSO kan bouwen voor 1,2 miljard dollar die vroeger 1,8 miljard euro dollar moest kosten.

- De kostenverbetering moet komen uit de supply chain, technologie en standaardisering. De supply chain is verantwoordelijk voor een groot deel van de voordelen. Zo zijn de staalprijzen nu bijzonder laag vanwege enorme overcapaciteit. SBM Offshore kan de lage prijzen nu met langlopende contracten *inlocken* voor de komende jaren.
- SBM Offshore bouwt nu oude olietankers om tot een FPSO, maar wil nieuwe schepen zelf bouwen. Dat stelt SBM Offshore in staat om meer te standaardiseren en de bouwtijd te verlagen van 3 naar 2 jaar. Dit is een enorm concurrentievoordeel. Ook de liftkracht van zelfgebouwde schepen zal aanzienlijk hoger zijn. SBM Offshore ziet niet veel risico's in de strategiewijziging. Nieuwbouw is wel heel slim, maar op technologisch vlak niet revolutionair.

### **De boekhouding**

- De combinatie van projecten en lease is niet altijd even makkelijk te interpreteren voor beleggers/analisten. In het verleden werd de omzet en winst uitsluitend gepresenteerd op basis van IFRS-regels en dat was veel te agressief en rooskleurig.
- Onder IFRS werd een groot deel van de omzet en winst van een leaseproject al in het eerste jaar van constructie geboekt, terwijl er nog geen dollar het bedrijf binnenstroomde. Dit lijkt op misleiding, maar dat is het niet omdat aan de boekhoudregels wordt voldaan. SBM Offshore noemt het onhandig dat het dividend in het verleden gekoppeld was aan de IFRS-winst, die dus losstaat van cashflow die het bedrijf genereerde.
- De alternatieve *directional* methode die SBM Offshore nu ook hanteert kijkt meer naar kasstromen en geeft een beter beeld van de onderliggende prestaties. SBM Offshore geeft aan dat het zinniger is naar de *directional* resultaten te kijken dan naar de IFRS-resultaten. Ook uit een door het bedrijf uitgeschreven enquête blijkt dat het leeuwendeel van de analisten *directional* superieur vindt aan IFRS.