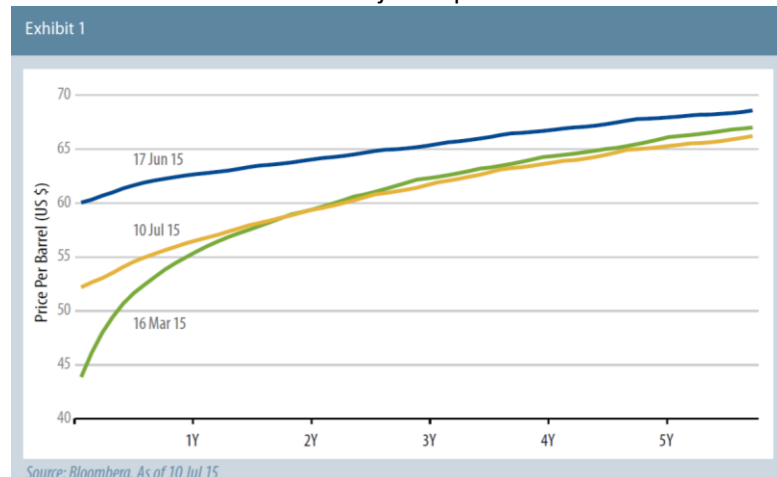


## Olie en hoogrentende energiewaarden

J. GIBSON COOPER, Researchanalist, Western Asset (een filiaal van Legg Mason)

- De oliecurve bewoog geleidelijk opwaarts, voortgaand op betere fundamentals, tot Griekenland en China met hun aansluitende risico's de krantenkoppen haalden.
- De futurescurve (termijntransactiecurve) van 6 juli toont een terugloop tot de dieptepunten van maart, omdat de ongerustheid was overgegaan van aanbod naar vraag.
- De sector kan niet in stand worden gehouden met de huidige prijzen, wat inhoudt dat de globale terugtrekking van kapitaal zal blijven doorgaan tot lage prijzen verslagen worden door lage prijzen.
- Voor hoogrentende E&P's (Exploration & Production) waarden zullen naar alle waarschijnlijkheid diverse thema's op de voorgrond treden in de tweede helft van dit jaar - fusies en overnames (M&A), overnames/afstotingen en voortgezet passivabeheer - aangezien we verwachten dat de lage grondstofprijzen en dalende hedgewinsten de beslissingen van managementteams zullen sturen in de richting van het voortbestaan van de ondernemingen.

Deze tekst is een update van de visie van Western Asset over de bewegingen in de oliesector gedurende de voorbije maanden - in het bijzonder vanwege de recente daling op 6 juli – net als onze algemene evaluatie van de hoogrentende energiesector. We bekijken de NYMEX oliecurve op verschillende punten in 2015 (figuur 1), beginnend bij de dieptepunten van midden maart (weergegeven in het groen). Dit was het laagste punt in het *front month* oliecontract dit jaar. Het duidt de periode aan tijdens dewelke op de markt grote bezorgdheid heerste over de voorraadsituatie in de VS, veroorzaakt door de voortdurende toename van de Amerikaanse productie en de seizoensgebonden daling van de vraag naar geraffineerde olie. Het voorraadriscio werd nooit concreet en daarna waren de datapunten over het algemeen constructief voor een strakkere verhouding tussen vraag en aanbod in de toekomst (vertragende groei van de belangrijkste oliereserves; groeiende vraag, zowel in de VS als in de rest van de wereld; hoge globale marges op raffinage en nieuwe voorraadonderbrekingen in diverse landen). In combinatie met de aanhoudend lagere *rig count* in de VS (telling van actieve boorplatformen) en de verwachte lagere kapitaalbesteding stroomopwaarts in de keten (in E&P) bewoog de curve van de oliefutures geleidelijk opwaarts, voortgaand op betere fundamentals, tot Griekenland en China met hun aansluitende risico's de krantenkoppen haalden. De dreiging van 700.000 olievaten extra per dag (bpd) uit Iran, indien de sancties in verband met de nucleaire ambities van het land worden opgeheven, lijken een beheersbare kortetermijntegenvaller. Bovendien heerst er vrij veel scepticisme rond de vraag of Saoedi-Arabië meer dan 11 miljoen bpd in stand kan houden na verloop van tijd.



Wat vertelt de curve ons? In de afgelopen maanden heeft *front month* WTI het moeilijk gehad om boven \$65/bbl uit te komen voor 2016 en 2017, waarschijnlijk gedreven door hedging van de producenten. De aankomende winsten van het tweede kwartaal van 2015 zullen tonen dat producenten de futures 'hard' verkocht hebben om bijkomende beschermingen in te voeren voor het saldo van 2015 en tot ver in 2016. We hebben de voorbije tijd meermaals gehoord van emittenten van hoogrentende onderzoek en productie (E&P) waarden dat ze overgaan tot hedging om de overleving in 2016 te verzekeren, niet om de investeringsuitgaven (capex) te doen stijgen. De oliefuturescurve van 6 juli, weergegeven in het geel, toont een terugloop tot de dieptepunten van maart, omdat de ongerustheid was overgegaan van aanbod (lage prijzen en de verwachting dat de wanverhouding mettertijd zal verdwijnen) naar vraag (Grieks risico i.v.m. globale groei; China, waar de zeepbel dreigt uiteen te spatten enz.). Ondanks alle ruishandel is één feit niet veranderd, namelijk ***dat er tegen deze prijzen niet veel gebeurt in onderzoek en productie, zowel op nationaal als op internationaal vlak***. Bij sommige bedrijven kunnen delen van hun ononderbroken inventaris 'geld opbrengen' (in de brede zin), maar over het algemeen kan de sector niet in stand worden gehouden met de huidige prijzen. Dit betekent dat de globale terugtrekking van kapitaal zal blijven doorgaan tot lage prijzen verslagen worden door lage prijzen. Dit zal tijd kosten. Het eerste kwartaal met aangekondigde capexbezuinigingen voor E&P's kondigt zich in het tweede kwartaal van 2015 aan, omdat budgetoverschotten van 2014 naar de cijfers van 2015 zijn overgelopen. Daarom zal de kapitaalextractie uit de industrie snel toenemen in de komende kwartalen.

Aangezien de buitenzijde van de oliefuturescurve weigert om boven het psychologisch belangrijke niveau van \$70/bbl uit te komen, zullen voor de high-yield E&P's naar alle waarschijnlijkheid diverse thema's op de voorgrond treden in de tweede helft van dit jaar - fusies en overnames (M&A), overnames/afstotingen en voortgezet passivabeheer (verzekerde financieringen/schuldenruil) – aangezien we verwachten dat de lage grondstofprijzen en dalende hedgewinsten de beslissingen van managementteams zullen sturen in de richting van het voortbestaan van de ondernemingen.

En hoe heeft high-yield energie gepresteerd? Figuur 2 toont dat er merkwaardig genoeg nog geen kortetermijnleidraad is binnen ratings en subsectoren, behalve de vaststelling dat investeerders nog altijd alle producten met CCC-rating in E&P link laten liggen, in het bijzonder in gebieden buiten de belangrijkste oliereserves van de VS (Permian, Eagle Ford, Bakken). Gezien de versnelling van het aanbod van bedrijfsschuldenruil en de toenemende activiteit in de verzekerde schuldfinanciering wordt de submarkt van sterk afgewaardeerd energiewaardepapier met CCC-rating nog steeds gemeden door investeerders, omdat deze obligaties gepaard gaan met aanzienlijke priming- en/of herstructureringsrisico's. De volatiliteit is overduidelijk in de prestatietabel en blijft waarschijnlijk een kenmerk van high-yield stromen en de prijzen van ruwe olie, ongeacht wat er fundamenteel gaande is in de olie- en gassector. Figuur 3 toont de relatieve rendementen (energie versus ex-energie high-yield index) in begin juli. In mei waren we bijna 100 basispunten (bps) strakker tegenover de ex-energie high-yield markt met brede spreads van midden december 2014, maar we hebben ongeveer 72 bps ingeleverd op de koers van juni en begin juli, met energiespreads + 287 bps breed tot de ex-energy high-yield index van 9 juli 2015 – terug naar de year-to-date (YTD) brede spreads die we ondervonden midden maart.

Exhibit 2

Barclays U.S. High-Yield Energy Index Ratings Returns by Month (%)							
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June	YTD <sup>1</sup>
Total	-0.59	5.49	-2.39	3.97	0.49	-2.41	4.35
BB Energy	1.61	3.14	-1.26	2.47	1.06	-2.13	4.87
B Energy	-1.88	6.99	-2.38	5.20	0.77	-2.66	5.75
CCC Energy	-3.62	10.11	-6.03	7.79	-2.20	-2.84	2.14

Barclays U.S. High-Yield Energy Index Subsector Returns by Month (%)							
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June <sup>1</sup>	YTD <sup>1</sup>
Total	-0.59	5.49	-2.39	3.97	0.49	-2.41	4.35
E&P	-1.52	7.29	-3.46	4.60	-0.43	-3.32	2.71
OFS	-3.94	5.60	-2.63	6.48	3.03	-2.71	5.44
Midstream	2.50	2.24	-0.46	1.83	0.76	-0.71	6.27
Refining	0.14	6.10	0.29	1.55	1.10	-0.91	8.42

Best =   Worst =  

<sup>1</sup>Source: Barclays. As of 30 Jun 15

Exhibit 3



Source: Barclays. As of 09 Jul 15

<sup>1</sup>Yield-to-Worst

<sup>2</sup>Barclays U.S. High-Yield Energy Index

<sup>3</sup>Barclays U.S. High-Yield ex-Energy Index

Door nieuwe macrorisico's betreffende China/Griekenland/Iran en de daaruit voortvloeiende sterke uitstroom uit de high-yield sector gedurende de voorbije twee maanden zijn de spreads van energieobligaties afgezwakt tot YTD (year-to-date) brede spreadniveaus versus de brede high-yield index. Ondanks de moeilijke macro-economische context op korte termijn geloven we nog steeds dat de lage prijzen van ruwe olie de vereiste daling in de globale industriële activiteit zullen veroorzaken. Dit resulteert in een strakkere wanverhouding tussen vraag en aanbod op lange termijn, een proces dat naar onze mening verschillende jaren in beslag zal nemen.