

DAS INVESTMENT

Investment Case auf dem Prüfstand

Warum die Aktie von SBM Offshore ein aussichtsreiches Investment ist

Die Experten von Avant-Garde Capital erklären, was sie an dem niederländischen Ölservice-Unternehmen SBM Offshore so vielversprechend finden.

Im Laufe des Jahres 2024 gab es weitreichende Änderungen im Marktumfeld und im Investment Case von SBM Offshore, die sich klar positiv auf die Aktie des Unternehmens auswirken sollten. Dies führte auch bei uns zu einer Neubetrachtung der Aktie des niederländischen Ölservice-Unternehmens, auf die wir in der Folge etwas näher eingehen möchten.

Das Unternehmen hat zwei Geschäftsbereiche: Es baut und betreibt für Kunden FPSOs (Floating Production, Storage and Offloading Units) für die Öl- und Gasförderung in großen Wassertiefen. FPSOs sind schwimmende Ölförder-, -speicher- und -verladeplattformen, die wie große Tankschiffe aussehen, aber je nach Einsatzzweck mit entsprechenden Aufbauten versehen sind. Sie sind über Rohrleitungen mit Ölplattformen verbunden, um das geförderte Öl aufzunehmen und für den Weitertransport abzupumpen.

Teure Pipeline-Infrastruktur entfällt

Der Aufbau einer aufwendigen und teuren Pipeline-Infrastruktur am Förderort entfällt. Lösungen von SBM Offshore sind derzeit die innovativsten, emissionsärmsten und digitalisertesten am Markt. Nach Fertigstellung einer FPSO übernimmt SBM den Betrieb der Plattform für den Kunden. Bislang war es üblich, bereits vor dem Bau einer FPSO mit den Kunden Leasingverträge für den Lebenszyklus einer Ölquelle von durchschnittlich 20 Jahren abzuschließen.

Man spricht hier von einem Modell „Lease & Operate“. Das bedeutet, dass SBM für den Bau der Plattform, der circa 2 bis 3 Jahre dauert und circa 1,5 Milliarden US-Dollar kostet, in Vorleistung treten muss, also das Projekt finanziert. Die Rückzahlung erfolgt über den Lease-&-Operate-Vertrag für die folgenden 20 Jahre, in denen SBM die Plattform für den Kunden betreibt.

Dafür erhalten die Niederländer eine Ratenzahlung, die die Kosten für Bau und Betrieb der Plattform, eine fest vereinbarte Marge und einen Leistungszuschlag für operative Verbesserungen

DAS INVESTMENT

enthält. Dabei trägt SBM nur ein sehr geringes Risiko, da die Kunden große, finanzstarke Energieunternehmen sind und die Ölpreisentwicklung keine Rolle spielt.

Kritische Sicht auf negative Kennziffern

Allerdings hat dieses Modell zur Folge, dass die absolute Verschuldung des Unternehmens sehr hoch ist und die Cashflows eines Projekts lange Zeit negativ sind. Beides sind die Hauptgründe, warum viele Investoren und auch Leeway, ein KI-gestütztes Aktienanalyse-Tool mit Mustererkennung, die Aktie kritisch gesehen haben.

Doch inwiefern haben sich das Marktumfeld und der Investment Case der Aktie zum Vorteil geändert?

Starke Bilanzen und steigende Zinsen haben bei den Ölgesellschaften zu einem Umdenken geführt. Die positive Folge ist, dass der Bau und der Betrieb einer FPSO entkoppelt werden.

Zunehmend übernehmen die großen Ölförderer wie Shell, Exxon oder Total die Finanzierung der Plattform selbst und sind nach Fertigstellung der FPSO auch deren Eigentümer (und nicht mehr SBM). Der Betrieb wird weiterhin von Firmen wie SBM übernommen, jedoch unter einem separaten Vertrag.

Damit werden die bisherigen Modelle zunehmend obsolet und durch sogenannte „Sell-&-Operate“-Verträge ersetzt. Durch diese Veränderung des Marktumfeldes verbessern sich auch die Bilanzen und Cashflows der Unternehmen drastisch.

So übernehmen nun die Ölgesellschaften die Finanzierung während der Bauphase und die FPSO-Anbieter werden für Design, Engineering und Bau einer FPSO bezahlt, häufig sogar mit Vorauszahlungen der Ölgesellschaften für bestimmte Bauabschnitte.

Fazit: Nach Fertigstellung und Übergabe der Plattform stehen keine Schulden in der Bilanz. In der anschließenden Betriebsphase erhalten die FPSO-Unternehmen ihre Kosten, eine vereinbarte Marge und eine Erfolgsprämie. Durch diese Entkopplung von Bau und Betrieb entstehen stabile Cashflows und die Verschuldung sinkt. Durch diese Änderungen kann SBM auch die Auszahlung an die Anteilseigner besser planen.

Das zugrunde liegende Wachstum für die Niederländer ändert sich kaum, da sie weiterhin zwei bis drei neue FPSOs pro Jahr bauen können. Die Nachfrage ist weiterhin gut untermauert, da viele Tiefsee-Ölprojekte in den Startlöchern stehen. Dieses Öl ist deutlich billiger und auch etwas umweltfreundlicher zu produzieren als konventionelles Öl.

DAS INVESTMENT

Es wird prognostiziert, dass in den nächsten drei bis vier Jahren insgesamt 40 FPSOs benötigt werden. 16 davon können aufgrund ihrer Größe und Komplexität nur die beiden Marktführer SBM Offshore und Modec bauen und betreiben. Da SBM aber vor allem im Betrieb deutlich effizienter als Modec ist, dürften die Chancen für einige Projektzuschläge recht gut sein.

Das Gewinnwachstum sollte in den nächsten Jahren zwischen 15 und 20 Prozent liegen. Durch die Entkopplung von Bau und Betrieb der FPSOs wird das Unternehmen bis 2030 mindestens 1,4 Milliarden US-Dollar an seine Aktionäre ausschütten können, was knapp 50 Prozent der Marktkapitalisierung entspricht.

Dies unter der konservativen Annahme, dass keine neuen FPSOs gebaut werden. Aufgrund der beschriebenen Knappheit ist dies ein unwahrscheinliches Szenario, sodass die Analystenschätzungen von weiteren 1,7 Milliarden US-Dollar Ausschüttungen (insgesamt 100 Prozent der Marktkapitalisierung) ein realistischeres Szenario widerspiegeln.

Bis zu 30 Prozent Rendite in den kommenden Jahren

SBM Offshore dürfte somit in den kommenden Jahren einen Total Shareholder Return (Gewinnwachstum + Dividenden + Aktienrückkäufe) von 20 bis 30 Prozent pro Jahr erreichen.

Das Beispiel SBM Offshore zeigt, dass ein KI-Analysetool wie Leeway uns einen tiefen Einblick und ein besseres Verständnis der (Performance-)Treiber einer Aktie geben kann. Der Titel war bereits vor einigen Jahren im Portfolio, als wir noch keine künstliche Intelligenz einsetzten.

Die Mustererkennung der Leeway-Analyse macht nun aber interessante Zusammenhänge zwischen der Performance-Wahrscheinlichkeit einer Aktie und Finanzkennzahlen sichtbar, die damals verborgen blieben. Die oben diskutierten Veränderungen haben sich erst im Laufe des Jahres 2024 materialisiert und spiegeln sich bisher kaum im Market Fit Rating von Leeway wider.

Da die KI nur die Unternehmenszahlen der Jahre 2021 bis 2024 berücksichtigt, erreicht SBM Offshore aktuell ein sehr niedriges Rating von nur 0,5. Dies ist vor allem auf das eingangs erwähnte schwache Cashflow-Profil und die hohe Verschuldung des Unternehmens zurückzuführen. Auch das sehr niedrige Kurs-Buchwert-Verhältnis und die hohe Dividendenrendite wirken sich negativ auf den Leeway-Score aus.

Durch die oben beschriebenen Veränderungen wird sich das Market Fit Rating jedoch zwangsläufig

DAS INVESTMENT

verbessern und damit die Outperformancewahrscheinlichkeit laut Leeway deutlich erhöhen. Die zugrunde liegenden Bewertungskennzahlen werden sich ändern.

So werden die FPSOs künftig nicht mehr in den Büchern von SBM, sondern in denen der Kunden geführt, was den Buchwert und die Verschuldung reduziert. Zudem hat das Unternehmen bereits die Dividende gesenkt und im Gegenzug die Aktienrückkäufe erhöht.

Ohne die beschriebenen positiven Veränderungen im Investment Case und die damit verbundene Gewissheit, dass sich auch das Leeway-Rating deutlich verbessern wird, wären wir kein erneutes Investment in die SBM Offshore-Aktie eingegangen. In diesem Fall ist für uns bei der Nutzung von Leeway nicht das absolute Rating von Bedeutung, sondern insbesondere das Verständnis der Treiber und Hintergründe des Ratings.

Über die Autoren:

Anko Beldsnijder ist Fondsmanager des Avant-Garde Stock Fund (ISIN: LU0187937411) bei Avant-Garde Capital mit Sitz in Frankfurt.

Richard Burkhardt arbeitet als GARP-Analyst beim Frankfurter Asset Manager Avant-Garde Capital.

Dieser Artikel erschien am **10.02.2025** unter folgendem Link:

<https://www.dasinvestment.com/warum-die-aktie-von-sbm-offshore-ein-aussichtsreiches-investment-ist/>