

Energy Maandrapport: Mei 2022

Inleiding

'Hiding in plain sight' is een mooie Engelse uitdrukking om onder woorden te brengen dat wat je zoekt soms recht onder de neus terug te vinden is. Rilex Exploration is zo'n bedrijf. Deze kleine olieproducent communiceert zeer duidelijk en biedt zelfs een guidance op kwartaalbasis aan zodat aandeelhouders en geïnteresseerden kwartaal na kwartaal kunnen zien of het bedrijf woord gehouden heeft.

Toch negeert de markt dit bedrijf wat, en dat komt wellicht door de redelijk zware olie-hedges aan een redelijk lage prijs. Maar hierin ligt net de opportuniteit volgens ons. Week na week, maand na maand lopen er goedkope olie-hedges af. En maand na maand worden er meer vaten olie verkocht aan de marktprijs.

We zagen in het tweede kwartaal al dat de gemiddeld verkregen olieprijs een sprong van zowat 20% nam, terwijl we in het huidige kwartaal opnieuw een sprong van 10% in de gerealiseerde olieprijs verwachten. Dus zelfs al stijgt de olieprijs op de markten niet, juist omdat de hedges aflopen zal Riley de komende kwartalen een telkens hoger nettoresultaat kunnen voorleggen. In dit rapport leggen we u uit waarom Riley ons nog steeds zeer koopwaardig lijkt, zelfs al zou de olieprijs meteen 30% dalen.

Het is een olie-gecentreerde editie van het Energy rapport want we kijken ook nog eens terug naar Whitecap Resources, een van onze favoriete producenten in Canada. Na enkele gouden overnames aan lage waarderingen in 2020 en 2021 plukt het bedrijf hier nu de vruchten van. De vrije kasstroom die binnen vloeit is waanzinnig hoog en dit zorgt ervoor dat het bedrijf een luxeprobleem heeft waar ook de aandeelhouders van kunnen profiteren.

We zijn nog steeds bullish wat de olieproducenten betreft. Zelfs al komt er geen dollar meer bij de olieprijs, dan nog staan zowat alle producenten goedkoop. De markt loopt dus al vooruit op lagere olieprijsen maar elke dag aan de huidige prijzen is een gewonnen dag waarop de bedrijven meer cash flow genereren dan verwacht. En 'hebben is hebben', natuurlijk.

Nieuwe opname

Riley Exploration Permian

(REPX op de NYSEMKT)

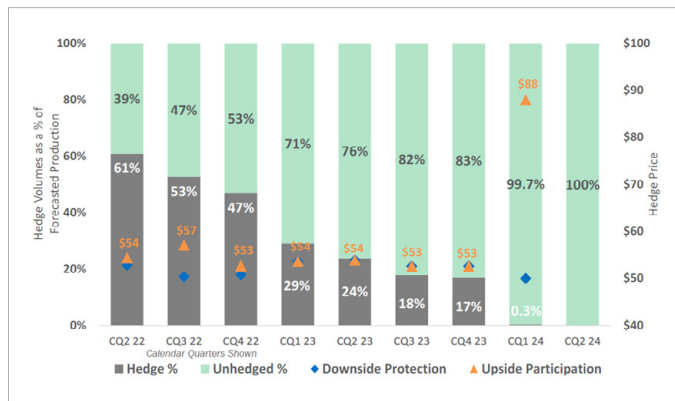
Riley Exploration Permian is actief in de Permian Basin in Texas waar het enkele zeer interessante oliebronnen bezit en uitbaat. Het bedrijf is relatief nieuw aangezien het pas in het eerste kwartaal van 2021 in de huidige vorm tot stand kwam. Wellicht vliegt het bedrijf daardoor ook wat onder de radar door aangezien het geen 'gevestigde waarde' is in het olielandschap. Daarenboven speelt ook het feit dat Riley te zware hedges afsloot in 2020 en 2021 waardoor het niet ten volle profiteert van de huidige prijs-hausse.



Maar daar zien we net de opportuniteit en investeringskansen bij Riley. De komende maanden komen steeds meer en meer van die hedges te vervallen terwijl het bedrijf ook verder investeert in productiegroei. Hierdoor zal het percentage van olie dat gehedged werd snel dalen en de afbeelding hieronder illustreert dat zeer mooi.

In het huidige kwartaal is 61% van de olie gehedged aan een prijs van zo'n 54 dollar per vat, maar dit daalt redelijk snel naar 53% in het derde kwartaal van dit kalenderjaar om zo geleidelijk aan verder te zakken. Dit speelt natuurlijk ook mee op de markt waar beleggers liever in ongehedgede producenten zitten. Begrijpelijk,

maar in dit rapport leggen we u uit waarom dat heel kort door de bocht is en ook mét dit hedgeprofiel het bedrijf werkelijk veel te goedkoop noteert.



Om dat uit te leggen nemen we u even mee naar de kwartaalresultaten van het bedrijf. In het tweede kwartaal van het financieel jaar (dat kwartaal eindigde in maart aangezien het financieel jaar van Riley loopt van 1 oktober tot en met 30 september) werd er een olie-equivalente productie opgetekend van zo'n 9.800 vaten olie-equivalent per dag, waarvan 77% ook effectief olie was (de rest bestond uit aardgas en de zogenaamde Natural Gas Liquids). De gemiddelde olieprijs in het kwartaal was 92,44 dollar per vat maar door die hedges moest Riley genoeg nemen met een opbrengst van slechts 66,6 dollar per vat.

Selected Operating and Financial Data (Unaudited)				
	Three Months Ended March 31,		Six Months Ended March 31,	
	2022	2021	2022	2021
Average Realized Prices:				
Oil (\$ per Bbl)	\$ 92.44	\$ 56.71	\$ 84.11	\$ 48.53
Natural gas (\$ per Mcf)	2.62	7.51	2.95	4.36
Natural gas liquids (\$ per Bbl)	26.71	13.16	29.25	8.72
Total average price (\$ per Boe)	\$ 75.63	\$ 49.12	\$ 68.64	\$ 40.89
Average Realized Prices, including the effects of derivative settlements⁽²⁾:				
Oil (\$ per Bbl)	\$ 66.60	\$ 51.70	\$ 60.37	\$ 50.78
Natural gas (\$ per Mcf)	1.25	7.72	1.31	4.48
Natural gas liquids (\$ per Bbl) ⁽²⁾	26.71	13.16	29.25	8.72
Total average price (\$ per Boe)	\$ 54.78	\$ 45.64	\$ 49.50	\$ 42.68

Een aderslating? Ja en nee. Fijn is het niet maar met een gemiddelde productiekost van slechts om en bij de 16-17 dollar per vat olie-equivalent blijft Riley natuurlijk zeer winstgevend, ondanks deze hedges.

De omzet kwam uit op zo'n 66 miljoen dollar maar dit is voor het in rekening brengen van hedge-verliezen. We zien zeer duidelijk

hoe de totale operationele kosten slechts 26,2 miljoen dollar bedragen. Dat is zo'n 30 dollar per vat olie-equivalent, en dit is op een all-in basis: dit is inclusief de overheadkosten van het bedrijf en inclusief de depreciatie- en depletiekosten. Hier vindt u al meteen een eerste reden waarom Riley ons zeer interessant lijkt: zolang de olieprijs boven de 30 dollar per vat blijft zal Riley winstgevend blijven.

Er was in Q2 weliswaar een klein kwartaalverlies van zo'n 7,2 miljoen dollar, dit verlies werd volledig veroorzaakt door de verliezen op de hedge-portefeuille. Hou er rekening mee dat slechts een beperkt deel van deze verliezen ook effectief gerealiseerd werden: dit zal de komende kwartalen gebeuren. Maar volgens de boekhoudkundige regels moet een bedrijf ook de ongerealiseerde verliezen in rekening brengen op de resultatenrekening.

Daarom, en enkel daarom, is er een nettoverlies in het tweede kwartaal waardoor de puike nettowinst van meer dan 20 miljoen dollar in het eerste kwartaal volledig werd uitgevaagd.

	Three Months Ended March 31,		Six Months Ended March 31,	
	2022	2021	2022	2021
(In thousands, except per share unit amounts)				
Revenues:				
Oil and natural gas sales, net	\$ 66,645	\$ 36,659	\$ 123,295	\$ 59,073
Contract services - related parties	600	600	1,200	1,200
Total Revenues	67,245	37,259	124,495	60,273
Costs and Expenses:				
Lease operating expenses	6,830	5,955	14,249	10,523
Production and ad valorem taxes	3,502	2,758	6,507	4,044
Exploration costs	1,498	5,473	2,109	5,597
Depletion, depreciation, amortization and accretion	6,853	6,251	13,500	12,241
General and administrative:				
Administrative costs	4,014	2,696	7,647	5,141
Unit-based compensation expense	—	276	—	689
Share-based compensation expense	1,017	4,571	1,968	4,571
Cost of contract services - related parties	85	91	235	239
Transaction costs	2,638	2,164	3,896	3,213
Total Costs and Expenses	26,317	30,232	58,111	46,558
Income From Operations	41,028	7,027	74,384	13,715
Other Income (Expense):				
Interest expense, net	(678)	(1,165)	(1,574)	(2,400)
Loss on derivatives	(49,632)	(24,903)	(54,822)	(38,812)
Total Other Expense	(50,310)	(25,968)	(56,396)	(41,212)
Net Income (Loss) From Continuing Operations Before Income Taxes	(9,282)	(19,041)	17,985	(27,497)
Income tax benefit (expense)	2,114	(14,231)	(3,755)	(13,716)
Net Income (Loss) From Continuing Operations	(7,168)	(33,272)	14,230	(41,213)

Op de afbeelding hierboven kunt u zien hoe de hedgeverliezen in het eerste semester op bijna 55 miljoen dollar binnenkwamen (en dus zowat 90% van die hedge verliezen in het tweede kwartaal geboekt werden). Neem dit even mee in uw achterhoofd want als we naar de kasstroom-tabel kijken dan zien we dat van die bijna 55 miljoen dollar aan hedge-verliezen er slechts 34 miljoen dollar gerealiseerd werd, en er dus al voor 20 miljoen dollar een voorziening werd aangelegd.

Of anders bekeken, de kasstroomtabel van de eerste jaarhelft

toont eigenlijk de situatie aan van hoe Riley zou presteren indien de gemiddelde gerealiseerde olieprijs slechts 60 dollar per vat zou bedragen. Een zeer conservatief scenario dus.

En daar zien we dat het bedrijf het heel behoorlijk doet.

	Six Months Ended March 31,	
	2022	2021
(In thousands)		
Cash Flows from Operating Activities:		
Net income (loss)	\$ 14,230	\$ (59,819)
Adjustments to reconcile net income (loss) to net cash provided by operating activities:		
Loss from discontinued operations	—	18,606
Oil and gas lease expirations	2,053	5,827
Depletion, depreciation, amortization and accretion	13,500	12,241
Loss on derivatives	54,825	38,812
Settlements on derivative contracts	(34,389)	2,579
Amortization of deferred financing costs	473	316
Unit-based compensation expense	—	689
Share-based compensation expense	1,968	4,571
Deferred income tax expense	2,863	12,938
Changes in operating assets and liabilities:		
Accounts receivable	(8,309)	(3,477)
Accounts receivable – related parties	(650)	(122)
Prepaid expenses and other current assets	(2,333)	(433)
Accounts payable and accrued liabilities	2,851	1,366
Accounts payable – related parties	(443)	—
Revenue payable	4,429	3,253
Other current liabilities	654	799
Net Cash Provided by Operating Activities - Continuing Operations	51,722	38,146
Cash Flows from Investing Activities:		
Additions to oil and natural gas properties	(39,182)	(17,133)
Acquisitions of oil and natural gas properties	—	(171)
Additions to other property and equipment	(145)	(380)
Tengasco acquired cash	—	859
Net Cash Used in Investing Activities - Continuing Operations	(39,327)	(16,825)
Cash Flows from Financing Activities:		
Deferred financing costs	(299)	(129)
Proceeds from revolving credit facility	8,000	5,500
Repayment under revolving credit facility	(5,000)	(9,000)
Payment of common share/unit dividends	(12,196)	(7,841)
Payment of preferred unit dividends	—	(1,491)
Common stock repurchased for tax withholding	(358)	—
Purchase of common units under long-term incentive plan	—	(191)
Net Cash Used in Financing Activities - Continuing Operations	(9,853)	(13,152)

De gerapporteerde operationele kasstroom was 51,7 miljoen dollar en na het isoleren van veranderingen in het werkkapitaal was dit zo'n 55,4 miljoen dollar. De totale capex was 39,2 miljoen dollar waardoor de vrije kasstroom op onderliggende basis zo'n 16,2 miljoen dollar bedroeg. Er staan 19,5 miljoen aandelen uit waardoor de vrije kasstroom per aandeel zo'n 83 cent was. Op jaarbasis is dat dus 1,66 dollar per aandeel.

We horen u al denken 'Pff, moeten we daar nu warm voor lopen?'. Puur gebaseerd op de cijfers hebt u gelijk. Maar er zijn twee zeer belangrijke elementen. Ten eerste was de gemiddelde verkregen olieprijs slechts 60 dollar. Dus dit bedrijf genereert bijna 1,7 dollar per aandeel aan vrije kasstroom aan 60 dollar olie. Ten tweede investeert het bedrijf volop in groei (we bespreken de groeiplannen straks) en gebaseerd op de vooruitzichten voor het volledige jaar zou de sustaining capex slechts 50-55 miljoen zijn waardoor de sustaining capex in één semester zo'n 25 miljoen bedraagt.

En zo kunnen we opnieuw aan het rekenen. We weten dat op 60 dollar olie de jaarlijkse operationele kasstroom zo'n 110 miljoen dollar is en dat de sustaining capex daar ongeveer de helft van is waardoor de vrije kasstroom op zo'n 3 dollar per aandeel binnenkomt. En we herhalen het nogmaals, dit is gerekend met 60 dollar olie!

Om aan te tonen hoe geweldig de kracht is van slechts een kleine verschuiving van de olieprijs hebben we de kasstromen van het tweede kwartaal geïsoleerd.

We weten namelijk dat de gecorrigeerde operationele kasstroom in het eerste kwartaal 22,3 miljoen euro was. Dit laat ons toe om de Q2 kasstroom te berekenen op \$66 olie, en die komt uit op 33 miljoen dollar. Op jaarbasis is dat dan eerder 120 miljoen dollar waardoor – na aftrek van de sustaining capex- de vrije kasstroom op 70 miljoen dollar uitkomt. En dat is meer dan 3,5 dollar per aandeel.

Dus zelfs al zakt de olieprijs morgen compleet in elkaar, dan nog staat REPX te goedkoop. Gebaseerd op een olieprijs van 65 dollar per vat kunnen we het argument maken dat de aandelen eerder 40 dollar waard zijn dan de huidige miezerige 22-23 dollar. Vergeet ook niet dat de balans zeer stevig is met een nettoschuld van slechts 43 miljoen dollar. Een nettoschuld die op twee kwartalen tijd helemaal kan weggewerkt worden.

Als we een olieprijs van \$85/vat zouden loslaten op Riley Exploration Permian in de huidige toestand zou er nogmaals 30 miljoen dollar (\$1,5 per aandeel) aan vrije kasstroom per jaar bijkomen en kloppen we af op of boven de \$5/aandeel.

U merkt op dat we de woorden 'in de huidige toestand' gebruiken. Nu de vrije kasstroom komt binnenklotsen investeert Riley uiteraard ook in verdere groei. Dit jaar plant het bedrijf meer dan 100 miljoen dollar te investeren. De helft hiervan gaat naar de sustaining capex zoals we eerder al aanhaalden, de andere helft wordt in groei geïnvesteerd. Dit zou moeten resulteren in een gemiddelde productie van zowat 10.200 vaten olie-equivalent per dag doorheen het jaar waarvan het zwaartepunt in de tweede jaarhelft ligt (het huidig semester) met een gemiddelde productie van meer dan 10.500 vaten olie-equivalent per dag.

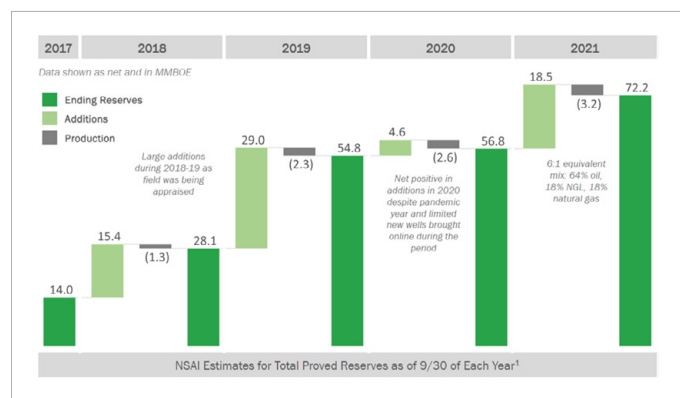
Dit betekent ook dat er een goede kans is dat Riley dit financieel jaar eindigt met een productie van zo'n 11.000 vaten olie-equivalent per jaar waardoor de eerste bouwsteen al wordt gelegd voor verdere groei in het komende jaar.

En zo kunnen we opnieuw terugkeren naar de kasstromen op \$66 olie. Een productiestijging van 12% zal een operationele kasstroomstijging van meer dan 12% vertegenwoordigen (door schaalvoordelen zal bijvoorbeeld de overheadkost per geproduceerd vat dalen) waardoor je met een productie van iets onder de 11.000 vaten olie-equivalent per dag uitkomt op een operationele kasstroom van 135 miljoen dollar en een vrije kasstroom van 75-80 miljoen dollar ofte \$4/aandeel.

Als we daar opnieuw \$85/vat op los laten zien we een vrije kasstroom van \$5,75 per aandeel. Een olieprijs van \$100/vat resulteert dan in een vrije kasstroom van 7 dollar per aandeel. En dit is uiteraard gerekend zonder verdere groei (en groei zal er zijn).

Die groei moet natuurlijk ook ondersteund kunnen worden door beschikbare reserves. U weet bijvoorbeeld dat bij Canacol ons grootste probleempunt de relatief lage reserves zijn waardoor de nuttige levensduur van de gasvelden eerder beperkt is. De enige manier om reserves uit te breiden is natuurlijk exploreren of gekende reserves overnemen.

Overnames zouden duur zijn, wellicht te duur in het huidige prijszettingssysteem. Maar gelukkig heeft Riley wel verstand van exploreren.



Zoals u kan zien kon het bedrijf de reserves stelselmatig optrekken en op het einde van het financieel jaar 2021 kwamen er meer dan 15 miljoen vaten olie-equivalent netto bij de reserves. Dit is inclusief de 3,2 miljoen vaten die tijdens het jaar geproduceerd werden. Als we het jaar eindigen met een productie van 11.000 vaten olie-equivalent per dag zou de huidige reserve alvast volstaan voor een productie van maar liefst 18 jaar. En gelet op Riley's exploratiesucces in het verleden hebben we weinig twijfels dat de reserves op het einde van dit jaar opnieuw een mooie stap voorwaarts zullen zetten.

De PV-10 waarde van de kasstromen van de bestaande olievelden zetten ook al aan tot nadenken.

Reserves as of March 31, 2022	SEC Pricing	
	Proved Developed Reserves	Total Proved Reserves
Oil (MMbbls)	27,285	46,916
Natural Gas (MMcf)	49,576	78,734
Natural Gas Liquids (MMbbls)	8,046	13,325
Total (MBoe)	43,594	73,364
PV-10 ⁽¹⁾ (in thousands)	\$ 766,154	\$ 1,082,999

Gebaseerd op een gemiddelde olieprijs van 78,4 dollar per vat en een aardgasprijs van 4,34 Mcf komt de PV-10 waarde van de bewezen reserves uit op 1,08 miljard dollar. Als we hiervan de nettoschuld aftrekken en ook de bestaande hedges mee in overweging nemen blijft de resterende PV-10 waarde nog steeds rond het miljard dollar hangen, wat zo'n \$50 per aandeel is. Zelfs indien we zouden werken met een gemiddelde belastingvoet van zo'n 30% dan nog is de PV-10 waarde ergens tussen de 35 en de 50 dollar per aandeel. En elk vat olie dat men kan bij vinden voegt natuurlijk waarde toe.

Gerekend op \$60-65 olie staat Riley Exploration Permian goedkoop. Gerekend met \$85 olie staat het spotgoedkoop en aan spotprijzen staan we aan slechts drie keer de vrije kasstroom. Het probleem met REPX is perceptie. De perceptie van een zwaar hedge-boek. Gelukkig is dit een probleem dat zichzelf oplost en kwartaal na kwartaal zal het gewicht van de gehedgede vaten in de boeken afnemen. Door de hedges kwam in het vorig kwartaal de gemiddeld verkregen prijs uit op slechts 66 dollar per vat. Als we dan vooruit kijken naar het huidige kwartaal en de hedges ten

belope van 61% van de productie en gerekend met een marktprijs van \$95/vat zal de gemiddelde verkregen prijs tot iets boven de 70 dollar uitstijgen.

En we menen dat dit de markt zal verrassen. Zelfs als de olieprijs helemaal niet stijgt (of zelfs daalt), dan nog zal de gemiddeld verkregen olieprijs bij Riley verder stijgen. Dit zal resulteren in stijgende winsten, en belangrijker, stijgende vrije kasstromen.

We menen dan ook dat de teleurstelling van de markt in het hedgeboek zwaar overroepen is. De cijfers tonen duidelijk aan dat bij zelfs indien de olieprijs met 30% daalt tot halverwege de 60 dollar per vat, we nog steeds 75-90% opwaarts potentieel zien. Indien we kunnen rekenen met \$80 olie en een productiestijging van 10% in het financieel jaar 2023 kunnen we richting de \$70/aandeel kijken. En terwijl we daarop wachten krijgen we een kwartaaldividend van 31 cent per aandeel uitbetaald. Dat is zo'n 5,3% en dus een zeer mooie 'wachtvergoeding'.

We gebruiken niet graag zware woorden en zijn doorgaans nogal conservatief. Maar met Riley Exploration kan u vrijwel niets verkeerd doen aan de huidige koersen zolang de olieprijs boven de 50 dollar blijft. Op gelijk welke metric gebaseerd staat Riley goedkoop. Het neerwaarts risico is zeer beperkt in de huidige oliemarkt terwijl het opwaarts potentieel groot is - en dat is gebaseerd op een olieprijs die 15% onder de huidige marktprijs ligt.

Whitecap Resources

(WCP op de TSX)

Aangezien de oliesector heel volatiel blijft moeten we kort op de bal spelen in dit segment en onze posities heel goed in de gaten houden. Whitecap Resources maakt er een erezaak van om relatief snel na het einde van een kwartaal de financiële resultaten te publiceren, en dat was dit jaar niet anders.

De productie stoomt netjes door bij Whitecap en in het eerste kwartaal van dit jaar was de gemiddelde productie net iets

minder dan 133.000 vaten olie-equivalent per dag, waarvan iets meer dan 60% ook effectief olie was. Natural Gas Liquids maken ongeveer 11% uit van de productiemix terwijl de rest van de olie-equivalente productie door aardgas gegenereerd wordt.



Dat is op zich niet slecht want de producten binnen elk van die drie segmenten konden aan goede prijzen verkocht worden. De benchmark olieprijs was US\$94 per vat (op WTI-basis), en Whitecap kon de eigen olie verkopen aan net geen C\$112 per vat. Een forse verbetering ten opzichte van de C\$65/vat in het eerste kwartaal van vorig jaar.

Ook de NGL-prijzen (C\$55/vat, +54%) en de aardgasprijs (C\$5,07, +52%) legden het bedrijf geen windeieren. En juist die combinatie van hogere prijzen en een hogere productie (zowel door organische groei als de bijdrage van recente overnames) zorgde ervoor dat de omzet steeg van minder dan C\$475M naar C\$1,06 miljard. De netto-omzet was slechts C\$866M aangezien er op Whitecap's olieprojecten een 'getrapte' royalty betaald dient te worden. Hoe hoger de olieprijs, hoe hoger het percentage aan royalties. Dat zien we duidelijk in de resultatenrekening waar de omzet met 125% stijgt maar de royalties met meer dan 200% stijgen.

Voorts trekt het bedrijf ook nog de hedge-verliezen (zowel gerealiseerd als niet-gerealiseerd) af van de omzet waardoor er slechts C\$694M in de resultatenrekening verschijnt.

(CAD \$000s, except per share amounts)	Note	2022	2021
Revenue			
Petroleum and natural gas sales	15	1,063,133	471,649
Royalties		(197,353)	(65,214)
Petroleum and natural gas sales, net of royalties		865,780	406,435
Other income (loss)			
Net loss on commodity contracts	5	(171,835)	(78,190)
Total revenue and other income		693,945	328,245

De winst voor belastingen lag op een fabelachtige 868 miljoen Canadese Dollar maar dit werd voornamelijk veroorzaakt door het terugnemen van een waardevermindering van bijna 630 miljoen dollar van de voorgaande jaren. Zo kwam de nettowinst uit op 652 miljoen Canadese Dollar voor een winst per aandeel van 1,04 CAD. Op een genormaliseerde basis (exclusief hedge-verliezen en exclusief de non-cash terugboeking van eerdere afschrijvingen zou de winst op ongeveer de helft van zijn uitgekomen. Rond de 50 Canadese Dollarcent per aandeel dus.

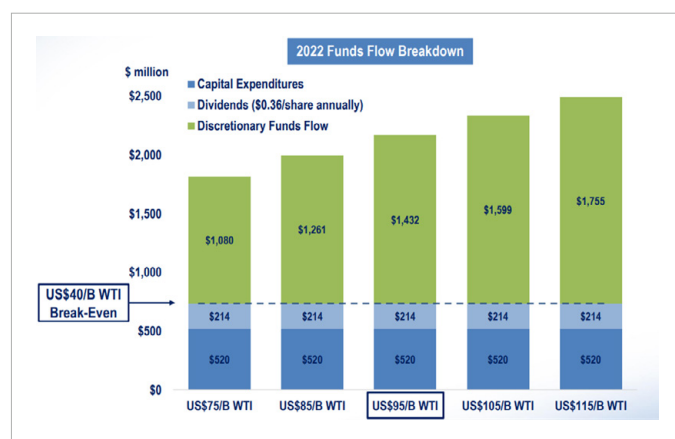
U weet naderhand ook al dat we meer waarde toedichten aan de kasstromen van een bedrijf dan aan de gerapporteerde nettowinst. Dat is bij Whitecap niet anders: in het kasstroom-overzicht wordt de terugname van de afboeking uiteraard ook teruggedraaid terwijl de operationele kasstroom van 391 miljoen dollar nog steeds een gerealiseerd hedge-verlies van zo'n 95 miljoen Canadese Dollar en een investering van meer dan 115 miljoen CAD in het werkkapitaal incorporeert.

(CAD \$000s)	Note	2022	2021
Operating Activities			
Net income and other comprehensive income		652,329	19,635
Items not affecting cash:			
Depletion, depreciation, and amortization	7 & 9	181,200	112,229
Impairment reversal	7	(629,745)	-
Exploration and evaluation	8	1,860	1,115
Deferred income tax expense		215,376	10,605
Stock-based compensation	5 & 14	3,299	1,667
Accretion of decommissioning liabilities	12	7,300	7,351
Unrealized loss on risk management contracts	5	76,536	42,188
Net gain on asset dispositions	6 & 13	(576)	(5,073)
Settlement of decommissioning liabilities	12	(1,888)	(1,950)
Net change in non-cash working capital items	17	(115,141)	29,378
Cash flow from operating activities		390,550	217,145
Financing Activities			
Increase in long-term debt		12,115	275,952
Share issue costs		(173)	(484)
Dividends		(47,125)	(24,181)
Principal portion of lease payments		(398)	(2,889)
Repayment of acquired debt	6	-	(361,768)
Net change in non-cash working capital items	17	4,995	3,176
Cash flow used in financing activities		(30,586)	(110,174)
Investing Activities			
Expenditures on property, plant and equipment		(211,534)	(118,862)
Expenditures on property acquisitions		(128)	(72,178)
Cash from property dispositions		38	20
Expenditures on corporate acquisitions, net of cash acquired	6	(180,516)	18,934
Net change in non-cash working capital items	17	32,176	65,115
Cash flow used in investing activities		(359,964)	(106,971)

Indien we de gecorrigeerde operationele kasstroom zouden berekenen komen we uit op zo'n C\$600M in het eerste kwartaal. Vooral dan met dank aan de overgedragen historische verliezen wat betekent dat Whitecap de komende paar kwartalen geen dollar belastingen zal betalen. Dat helpt de balans natuurlijk heel snel en fors want met een totale capex van slechts 212 miljoen Canadese Dollar was de vrije kasstroom op onderliggende basis net iets minder dan 400 miljoen dollar.

Dit belastingvoordeel zal natuurlijk niet blijven duren. En op onderliggende basis zou de vrije kasstroom zo'n C\$300M zijn, en dat is inclusief de genormaliseerde belastingen die verschuldigd zouden zijn in een normale situatie.

We zien ook dat het bedrijf beduidend meer uitgaf aan capital expenditures uitgaf in het eerste kwartaal dan dat het depreciatiekosten inboekte. We weten dat het bedrijf een totale capex van 510-530 miljoen Canadese Dollar vooropstelde voor dit jaar, wat dus betekent dat zowat 40% van dit jaarbudget reeds in de eerste 25% van het jaar werd opgebruikt. De capex zal de komende drie kwartalen dus eigenlijk halveren naar pakweg 100 miljoen CAD per kwartaal. Indien we de jaar-capex van C\$530M zouden delen in vier gelijke delen is de gemiddelde capex per kwartaal slechts C\$130M. Wat betekent dat de onderliggende genormaliseerde vrije kasstroom eerder C\$400M per kwartaal is, of zo'n slordige 1,5 miljard Canadese Dollar.



Verdeeld over de iets meer dan 626 miljoen aandelen die uitstaan komt dit neer op C\$2,4-2,5 per aandeel aan vrije kasstroom. En zo

bevestigen we nogmaals wat we eerder dit jaar al schreven: de koers van Whitecap is weliswaar vertienvoudigd sinds onze laatste aankoop tijdens de donkerste dagen van 2020, maar dat maakt het bedrijf nog steeds niet duur.

De grote onbekende is natuurlijk de olieprijs. Mogen we US\$94 WTI gebruiken als basis-scenario? Wellicht niet. Althans, in normale omstandigheden niet. Maar we moeten ook erkennen dat dit bijzondere tijden zijn en indien de Europese Unie inderdaad de import van Russische olie volledig aan banden zal leggen dan is het niet ondenkbeeldig dat andere benchmarks (WTI, Brent,...) sterk zullen blijven. Rusland zal hun olie natuurlijk altijd wel nog kunnen verkopen want bijvoorbeeld China heeft er lak aan dat men Rusland probeert te boycotten. Maar elk extra vat dat China uit Rusland haalt is natuurlijk een vat dat het niet koopt op de wereldmarkt. Dus ook al kan je natuurlijk wijzen naar de Rusland-situatie en de onzekerheid wat de oliebevoorrading betreft, het probleem is dat dit unieke tijden zijn en er niets is om op terug te vallen: we hebben de huidige situatie nog nooit eerder meegemaakt. Althans niet op de huidige schaalgrootte.

‘En de boer, die ploegde voort’ lijkt van toepassing te zijn op Whitecap Resources. Een olieproducent is per definitie een ‘price taker’: er zijn zoveel producenten dat niemand een prijs kan vragen, maar men gewoon afhangt van de markt. En op dit moment print Whitecap cash. De productie stijgt gestaag (en dat appreciëren we want de geleidelijke stijging is natuurlijk iets wat we liever zien dan een bedrijf dat zich vergaloppeert en dan in de financiële problemen komt).

De nettoschuld daalde weliswaar niét in het eerste kwartaal maar de redenen hiervoor zijn redelijk eenvoudig: enerzijds spendeerde het bedrijf een disproportioneel percentage van de jaar-capex in het eerste kwartaal terwijl Whitecap nog maar eens een overname afrondde in het eerste kwartaal waardoor er nieuwe aandelen uitgegeven werden én er een cash betaling van iets meer dan C\$180M was. Dit zijn eenmalige elementen en we verwachten dan ook een forse daling van de nettoschuld te zien na het huidig kwartaal. De 1,07 miljard Canadese Dollar aan nettoschuld zou toch richting de C\$700M moeten kunnen zakken (afhankelijk van veranderingen in het werkkapitaal). En met een klein beetje

geluk kan Whitecap zowat schuldevrij zijn tegen het einde van dit jaar. Extra bonus is dan natuurlijk dat de interestkosten dan ook zeer sterk zullen dalen: momenteel geeft Whitecap namelijk bijna 40 miljoen dollar per jaar uit aan interestbetalingen.

Voorbeeldportefeuille

(Stand op 13 Mei 2022)

[illegible]

* Wisselkoersen worden niet mee in overweging genomen

Disclaimer: Dit rapport is een uitgave van Beursbrink dat uitsluitend verspreid wordt aan de abonnees die de algemene voorwaarden hebben aanvaard (www.beursbrink.nl). Dit rapport is auteursrechtelijk beschermd, waarbij elke onrechtmatige verspreiding van dit rapport aanleiding zal geven tot een forfaitaire schadevergoeding van 10.000 EUR per inbreuk, ongeacht het recht van Beursbrink om haar hogere schade te begroten. Dit rapport is niet bedoeld om enig persoon tot het kopen of verkopen van enig product aan te zetten en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies.