



AFREKENEN IN AANDELEN

- “Voor een fusie of overname heb je twee bereidwillige partijen nodig”, aldus Exxon-topman Darren Woods op de vraag van een analist waarom Pioneer wordt overgenomen nu de olieprijs hoog staat. Hij wees er ook fijntjes op dat “eigenaren van goede bedrijven hun aandelen doorgaans niet willen verkopen op het dieptepunt van de cyclus”.
- Bovendien moet één transactievoorwaarde helpen het effect van de hoge olieprijs te neutraliseren: de afrekening vindt plaats in aandelen. Een bedrijfsovername vergt al snel zes tot negen maanden. Een ceo die in cash afrekent, staat in zijn hemd als de prooi plots veel minder waard is geworden door lagere grondstofprijzen. De oplossing: betaal de overname met – op dit moment ook dure – eigen aandelen. Bij onverhoopte rampspoed op oliemarkten zal de verkopende partij aandelen krijgen die een stuk lager gewaardeerd zijn.
- Betalen in aandelen levert wel een ander probleem op. Op de balans hoopt zich zo steeds meer cash op. Na de overname ligt de *gearing* – de nettoschuld als percentage totale kapitaal – voor zowel Exxon als Chevron onder de 10 procent. De drie Europese majors zitten daar substantieel boven. Chevron zelf streeft door de grondstoffencyclus heen naar een gearing van tussen de 20 en 25 procent.
- Dat biedt ruimte voor extra uitkeringen. Chevron gaf concreet aan dat de inkopen worden verhoogd naar 20 miljard dollar per jaar. Dat is circa 7 procent van de beurswaarde van de nieuwe combinatie. Bij dit soort percentages zijn de bijgedrukte aandelen binnen enkele jaren weer opgeveegd. Topman Wirth voegt daar wel een flinke disclaimer aan toe: de hoge inkopen zijn alleen houdbaar als de olieprijs op niveau blijft.

laatste decennium leert dat een kleine disbalans in vraag en aanbod voor extreme koersbewegingen kan zorgen; naar boven, maar ook naar beneden. In 2008 (kredietcrisis, olieprijs dook onder de 40 dollar), 2014 (aanbodoverschot schalie, dieptepunt 27 dollar) en recenter in de coronacrisis (de futurekoers dook zelfs kort onder de nul) werden forse verliezen geboekt door de majors. Daardoor waren gemiddelde winsten van de upstream-divisies over langere periodes ontoereikend om de kapitaalverschaffers een fatsoenlijk rendement te kunnen bieden.

In de analistenscalls over de deals klonk vaak de vraag of er voor Pioneer en Hess niet te veel werd betaald, waarbij werd gewezen op de hoge olieprijs. De ceo's van Exxon en Chevron benadrukten echter de bescheiden overnamepremie – circa 10 procent voor zowel Hess als voor Pioneer – en het feit dat met eigen – ook hooggewaardeerde

EEN RISICO IS DAT OVERHEDEN INGRIJPEN OM KLIMAAT-VERANDERING TEGEN TE GAAN

– aandelen werd betaald (zie kader). Het scheelt bovendien dat veel overgenomen projecten, vooral schalie in het Texaanse Perm-bekken, weinig nieuwe investeringen vergen en een hoge winstmarge en korte terugverdientijd hebben.

Een ander risico is dat overheden ingrijpen om klimaatverandering tegen te gaan – denk aan een *carbon tax* – die leidt tot hogere kosten of minder fossiele vraag en als gevolg daarvan *stranded assets*. Bij dat toekomstbeeld hebben de Europese spelers, die veel meer investeren in duurzame energie, mogelijk betere papieren om te overleven.

Afgaand op de waarderingskloof achten beleggers de kans op dit scenario klein. De markt schat in dat het wegvallen van de vraag naar olie en gas nog enige tijd op zich zal laten wachten. En als het zover komt, hebben Exxon en Chevron tegen die tijd al veel geld verdiend en uitgekeerd aan aandeelhouders.