

wel 11 miljard vaten in de grond zouden zitten (hele project). Exxon-ceo Woods had het over een (bewezen) olievoorraad van 16 miljard vaten in alleen al het Perm-gebied.

Door de overnames zal bovendien een steeds groter deel van de reserves in eigen Amerikaanse grond zitten; het gaat om circa 34 procent voor Exxon en 43 procent voor Chevron. Voor het beeld: Exxon verwacht dat het over vier jaar 2 miljoen vaten in Perm zal oppompen (analistentaxatie totale productie: 4,8 miljoen). Zoals eerder vermeld, trok Shell zich juist terug uit de VS, waar nu volgens dataleverancier Bloomberg nog maar 6 procent van de reserves te vinden is.

In een wereld vol geopolitieke spanningen – denk aan de miljardenaafwaardering van BP en Shell in Rusland – lijken de VS een relatief zeker en stabiel olieland. Natuurlijk kunnen Exxon en Chevron zich niet onttrekken aan de wet dat de meeste olie in of rond onstabiele landen in de grond zit. Maar bij Shell lijkt dit soort risico's net wat groter – denk aan Nigeria, waar het bedrijf vanwege diefstal en sabotage op land nu naar olie voor de kust wil uitwijken.

Meer productie en dus meer winst, en dat bij een lager risico omdat de olie uit Amerikaanse grond komt. Het zal een belangrijke reden zijn dat beleggers nog geen vier keer het bedrijfsresultaat (ebitda) voor Shell betalen en circa zes keer voor de twee Amerikaanse spelers. Het impliceert dat de markt verwacht dat winsten aan de andere kant van de oceaan harder zullen groeien. En wellicht minder onzeker zijn.

ANDERE VERHOUDINGEN

De realiteit is dat de winsten uit duurzame energie voor Shell voorlopig marginaal zullen blijven. In ieder geval als deze

worden afgezet tegen (potentiële) olie- en gaswinsten. En dat is ook nog zo tegen het einde van dit decennium, zo was de boodschap van ceo Sawan op Shells *Capital Markets Day* in juni 2023.

Toen bleek bijvoorbeeld dat laadpalen en biobrandstoffen bij elkaar rond de 2 tot 3 miljard aan ebitda moeten opleveren in 2030. Voor de goede orde: hier moeten nog rente, belastingen en afschrijvingen van worden afgetrokken voordat je bij de nettowinst bent beland. De ambities in windenergie werden recent al fors teruggeschoefd, maar hier dacht Sawan nog altijd aan meer dan 3 miljard dollar ebitda in 2030. Na de tegenvallende kwartaalcijfers van BP en Ørsted begin november is het overigens de vraag hoe reëel dit nog is. Bij windprojecten lijken de verdienmodellen te wankelen nu rentes en bouwkosten oplopen, en klanten – vooral in Amerika – niet bereid zijn de pijn te delen.

In de afgelopen jaren heeft Shell de winst per olievat fors opgekrikt door selectief te investeren, laag-renderende



CREËREN DE DEALS OOK AANDEELHOUDERSWAARDE?

- Groei staat niet gelijk aan rendement voor aandeelhouders, zeker niet in olieland. Chevron-topman Wirth gaf al toe dat de Hess-deal "een beetje verwaterend werkt op ons rendement op geïnvesteerd kapitaal". De overnamesom van de aandelen van 53 miljard dollar ligt ver boven de boekwaarde van het eigen vermogen (8,5 miljard euro), er zal dus een behoorlijk bedrag aan goodwill betaald worden.
- Wil een deal waarde creëren, dan moet het jaarlijks rendement voor aandeelhouders toch minimaal 9 procent bedragen: dat is de verhouding tussen de (verwachte) winsten en de betaalde overnamesom.
- De deal van Exxon levert al in 2024 een winst op die de horde van 9 procent overstijgt (9,6 procent). Bij Chevron is dat pas in 2027. Het gaat namelijk jaren duren voor het Guyana-project op volle kracht draait en winsten op

kan leveren.

- Kritische succesfactor daarbij: de toekomstige olieprijs. Exxon en Chevron verwachten dat de overgenomen projecten ook bij lagere olie-prijzen nog winstgevend zullen zijn. Ook bij een olieprijs van 50 dollar stroomt volgens de prognoses nog steeds (ruim) voldoende cash binnen om het dividend en de investeringen te betalen. Dat zegt overigens nog niet dat er aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd.
- Ook is de vraag of de rendementshorde van 9 procent volstaat. Afgaand op het rendement op eigen vermogen van Exxon en Chevron leverden de eigen investeringen in het verleden circa 19 en 16 procent op. Ook Exxon en Chevron draaiden investeringen in nieuwe oliebronnen de laatste jaren terug. Deze deals moeten deze schade repareren en daar wordt nu de (overname)prijs voor betaald.