



**HAL**  
open science

## Les principales compagnies pétrolières indépendantes américaines : caractéristiques et résultats récents

Jean-Philippe Cueille, Luis de Castro Pinto Coutinho, Jesus F. de Miguel Rodrigues

► **To cite this version:**

Jean-Philippe Cueille, Luis de Castro Pinto Coutinho, Jesus F. de Miguel Rodrigues. Les principales compagnies pétrolières indépendantes américaines : caractéristiques et résultats récents : Cahiers de l'Economie, Série Analyses et synthèses, n° 51. 2002. hal-02468243

**HAL Id: hal-02468243**

**<https://ifp.hal.science/hal-02468243>**

Preprint submitted on 27 Feb 2020

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**ÉCOLE DU PÉTROLE ET DES MOTEURS**

**INSTITUT FRANÇAIS DU PÉTROLE**

228-232, avenue Napoléon Bonaparte

92852 RUEIL-MALMAISON CEDEX

téléphone : 01 47 52 62 80 - télécopieur : 01 47 52 70 36

**Les principales compagnies pétrolières  
indépendantes américaines :  
caractéristiques et résultats récents**

*Jean-Philippe CUEILLE*

*Luis de Castro Pinto COUTINHO*

*Jesus F. de Miguel RODRIGUES*

*Décembre 2002*

**Les cahiers de l'économie - n° 51**

**Série Analyses et synthèses**

La collection "Les cahiers de l'économie" a pour objectif de présenter des travaux réalisés à l'Institut français du pétrole, travaux de recherche ou notes de synthèse en économie, finance et gestion. La forme peut être encore provisoire, afin de susciter des échanges de points de vue sur les sujets abordés.

Les opinions émises dans les textes publiés dans cette collection doivent être considérées comme propres à leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de l'École du pétrole et des moteurs ou de IFP.

Pour toute information complémentaire, prière de contacter :

Denis **Babusiaux** - Tél. 01 47 52 62 80



## Résumé

L'objet de cet article est de dégager les principales caractéristiques d'un échantillon de compagnies pétrolières indépendantes américaines : Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum, Marathon Oil, Unocal, Burlington Resources, Amerada Hess, Apache, Kerr-McGee, Devon Energy, Valero Energy. Il s'agit de sociétés essentiellement actives en amont, dont la dimension gazière est parfois très forte, supérieure en valeur relative à celle des majors. Ces groupes connaissent une internationalisation en croissance, généralement focalisée sur quelques zones clés. Comme les majors, ils ont adopté une stratégie de croissance externe dynamique, conduisant à des augmentations de taille significative. L'analyse de leurs activités montre que ces compagnies sont des acteurs à part entière, exerçant la fonction d'opérateur dans de nombreux cas et faisant appel aux technologies de pointe. Peu de ces compagnies sont intégrées, et l'existence d'indépendants de grande taille en aval est possible, mais rare. Les résultats financiers des années 2000 et 2001 ont été exceptionnellement bons, tandis que ceux de l'année 2002 s'annoncent en retrait, en raison en particulier de la faiblesse des prix du gaz aux États-Unis.



L'objet de cet article est d'étudier les principales compagnies pétrolières indépendantes américaines, en analysant un échantillon d'une dizaine de sociétés. Selon le critère de la capitalisation boursière, les dix premiers groupes pétroliers au niveau mondial, avant les fusions récentes, sont ExxonMobil, Shell, BP, TotalFinaElf, Chevron, Eni, Texaco, RepsolYPF, Conoco, Phillips<sup>1</sup>. Dans la suite de cette étude, nous ferons référence à ces sociétés sous le nom de majors, dans la mesure où elles sont de très grande taille, intégrées et internationales. Nous avons retenu pour notre analyse les dix sociétés suivantes américaines, à savoir par ordre de capitalisation boursière décroissante Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum, Marathon Oil, Unocal, Burlington Resources, Amerada Hess, Apache, Kerr-McGee, Devon Energy, Valero Energy<sup>2</sup>. Ces compagnies sont essentiellement actives en Amérique du Nord et représentent dans cette région des acteurs de taille significative. Leurs réserves d'hydrocarbures cumulées s'élèvent ainsi à cinq fois celles de Conoco ou deux fois et demie celles de Phillips. Il faut néanmoins souligner que notre analyse ne couvrira qu'une faible partie de l'industrie pétrolière américaine et canadienne dans la mesure où celle-ci regroupe des dizaines d'autres sociétés de dimension plus modeste, qui témoignent de la vitalité du secteur pétrolier et gazier dans cette partie du monde. En effet, bien que les importations de pétrole des États-Unis soient supérieures à la production de l'Arabie Saoudite, ce pays demeure le troisième producteur mondial de pétrole et le deuxième producteur de gaz naturel<sup>3</sup> et l'activité pétrolière y est toujours très intense. Les sièges sociaux des sociétés étudiées sont situés au Texas, à Houston (Anadarko, Apache, Burlington Resources, Marathon Oil) et à San Antonio (Valero Energy), en Oklahoma, à Oklahoma City (Devon Energy, Kerr-McGee), en Californie à Los Angeles (Occidental) et El Segundo (Unocal) et à New-York (Amerada Hess) et on retrouve dans cette localisation les principales régions productrices du pays, à l'exception de l'Alaska.

## Présentation de l'échantillon

La plupart des compagnies étudiées sont anciennes, certaines ont été créées au XIX<sup>e</sup> siècle, et ont participé à l'histoire pétrolière américaine et internationale. Les liens privilégiés de Armand Hammer, créateur d'Occidental avec les pays ex-communistes, la présence de cette compagnie en Libye au début des années 70, Unocal à l'origine de la première découverte de gaz naturel en Alaska, Kerr-McGee réalisant le premier puits offshore non visible depuis le rivage illustrent l'importance et le dynamisme de ces sociétés. La palette de leurs activités actuelles résulte ainsi d'une longue histoire, mais aussi parfois de l'abandon plus ou moins récent de domaines jugés non stratégiques. Le fort environnement concurrentiel des quinze dernières années a amené des réévaluations drastiques de la qualité des actifs et conduit à des repositionnements majeurs : un exemple, parmi d'autres, est constitué par le cas d'Unocal qui, peu après avoir déposé des brevets concernant la fabrication des essences reformulées, qui font encore aujourd'hui l'objet de nombreuses batailles juridiques dans les prétoires américains, décidait en 1997 de vendre son aval à Tosco<sup>4</sup> pour se focaliser sur l'amont pétrolier et gazier.

---

<sup>1</sup> Ces sociétés ont fait l'objet d'un précédent article, paru en septembre 2001 dans les cahiers de l'économie, n° 46, Institut français du pétrole.

<sup>2</sup> En fait, la dixième société indépendante américaine par capitalisation boursière est EOG Resources et non pas Valero Energy. Nous avons néanmoins décidé de retenir cette dernière en raison de son positionnement aval, et de sa fusion avec Ultramar Diamond Shamrock qui va conduire à une augmentation sensible de sa taille. EOG Resources est quant à elle uniquement active en amont.

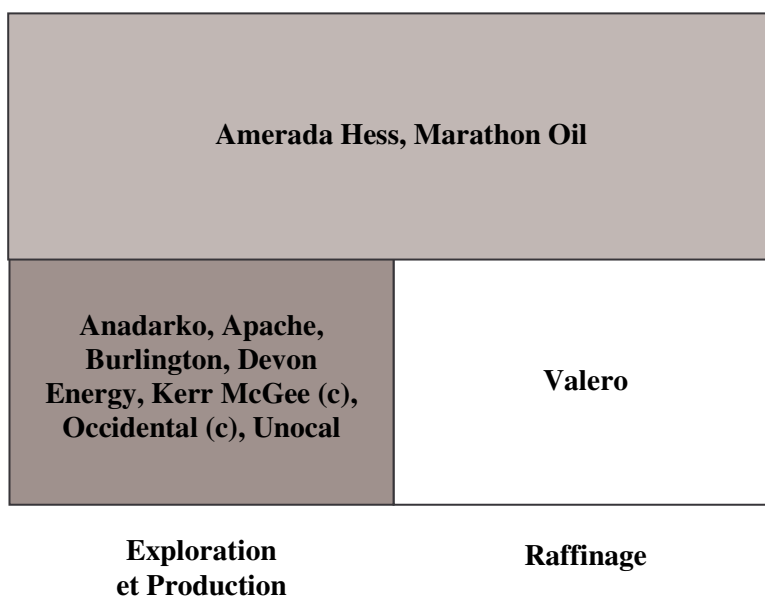
<sup>3</sup> Source Cédigaz pour le gaz naturel.

<sup>4</sup> Le même Tosco étant racheté par Phillips en 2000, ce qui témoigne de la recomposition permanente du paysage pétrolier américain.

Les dix compagnies de notre échantillon ne sont donc pas toutes, comme les majors, des sociétés intégrées. Certaines ont le fait le choix de n'être présentes que dans un secteur et de développer une stratégie de concentration (au sens de Michaël Porter). Il s'agit de Anadarko, Apache, Burlington Resources, Devon Energy, Unocal, actives uniquement en amont, et de Valero Energy qui se focalise sur l'aval. D'autres, telles que Amerada Hess et Marathon, sont à la fois producteurs et raffineurs, tandis que Kerr-McGee et Occidental possèdent aussi des actifs chimiques<sup>5</sup>, en plus de l'exploration-production. Il faut noter néanmoins que l'activité amont y est généralement prépondérante : ainsi, par exemple, la répartition des capitaux employés par Amerada Hess en 2001 privilégie l'exploration-production, avec plus de 70 % des investissements consacrés à ce segment.

Par ailleurs, quelques sociétés ont des activités dans l'aval de la chaîne gazière et produisent parfois de l'électricité par cogénération. La figure 1 illustre le positionnement majoritairement amont des gros indépendants, avec 9 compagnies sur 10 dans ce secteur. Ceux-ci sont, à des degrés divers, à la fois producteurs de pétrole et de gaz naturel.

### Secteurs d'activités des indépendants



( c ) : activités chimiques pour Kerr McGee et Occidental

*Figure 1 : Secteurs d'activités des indépendants*

### Situation relative des indépendants étudiés et des majors.

Si on compare la plus petite des majors, ConocoPhillips, avec le plus grand des indépendants, Anadarko en termes de réserves et production et Occidental en termes de résultats, on vérifie sans surprise qu'il existe une grande différence de taille entre eux (figure 2).

<sup>5</sup> L'activité chimique de Kerr-McGee est en fait quasiment uniquement relative à la production d'un produit particulier, le dioxyde de titane, qui sert de base pour les pigments. Kerr-McGee en est le troisième producteur mondial.

Les réserves de ConocoPhillips atteignent plus de trois fois et demi les réserves d'Anadarko et presque trois fois sa production. En termes de résultats, Occidental, la société indépendante avec le résultat le plus élevé en 2001, présente un résultat trois fois plus faible que ConocoPhillips, et la capitalisation boursière d'Anadarko, en mai 2002 était trois fois plus petite que celle de ConocoPhillips.

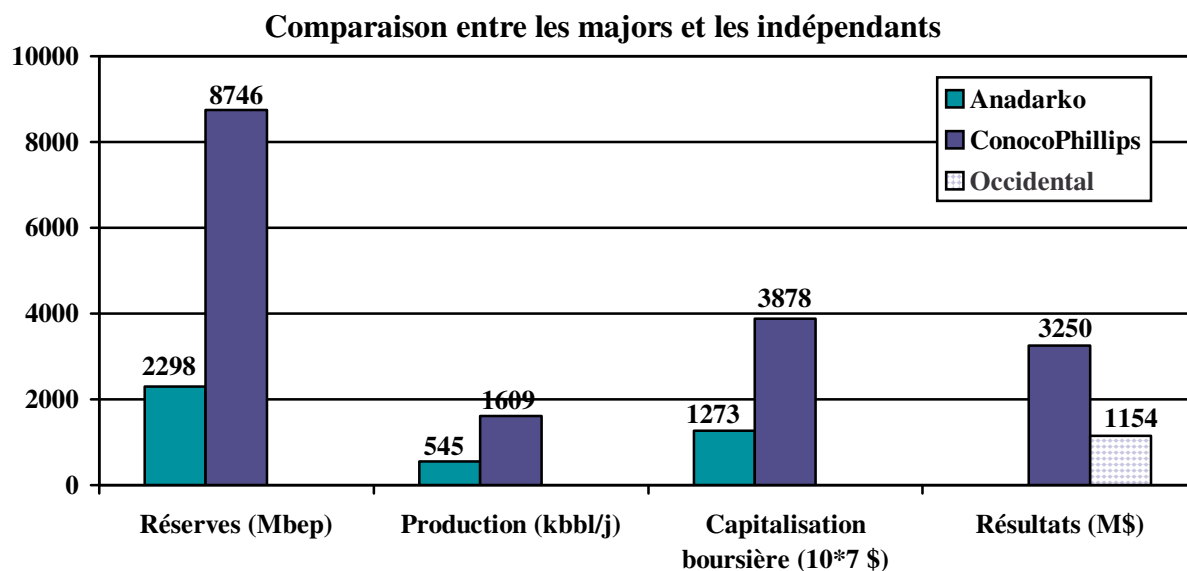


Figure 2 : Comparaison entre les majors et les indépendants

Source : rapports annuels

**Une prédominance des activités amont, avec, en valeur relative pour certaines compagnies, une dimension gazière supérieure à celles des majors.**

Cela nous amène à analyser dans un premier temps les caractéristiques des 9 sociétés actuellement actives en amont. Les 10 premiers groupes pétroliers mondiaux (de ExxonMobil à Phillips) sont d'abord des sociétés pétrolières, même si le poids du gaz naturel dans la production totale d'hydrocarbures se rapproche de 50 % pour certains. Il n'en est pas de même pour plusieurs compagnies de notre échantillon, qui sont d'abord des sociétés gazières. Les figures 3 et 4, qui présentent les réserves prouvées et la production d'hydrocarbures, montrent que c'est clairement le cas de Burlington Resources et de Unocal, ainsi que de Anadarko, Devon et Apache dans une moindre mesure.



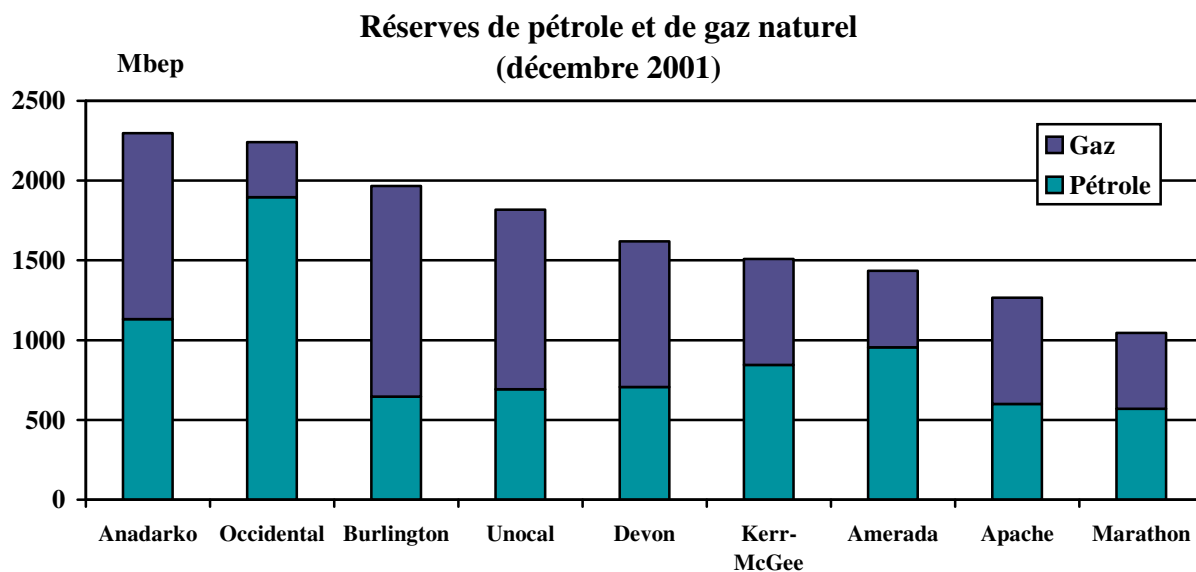


Figure 3 : Réserves de pétrole et de gaz naturel (décembre 2001)

Source : rapports annuels

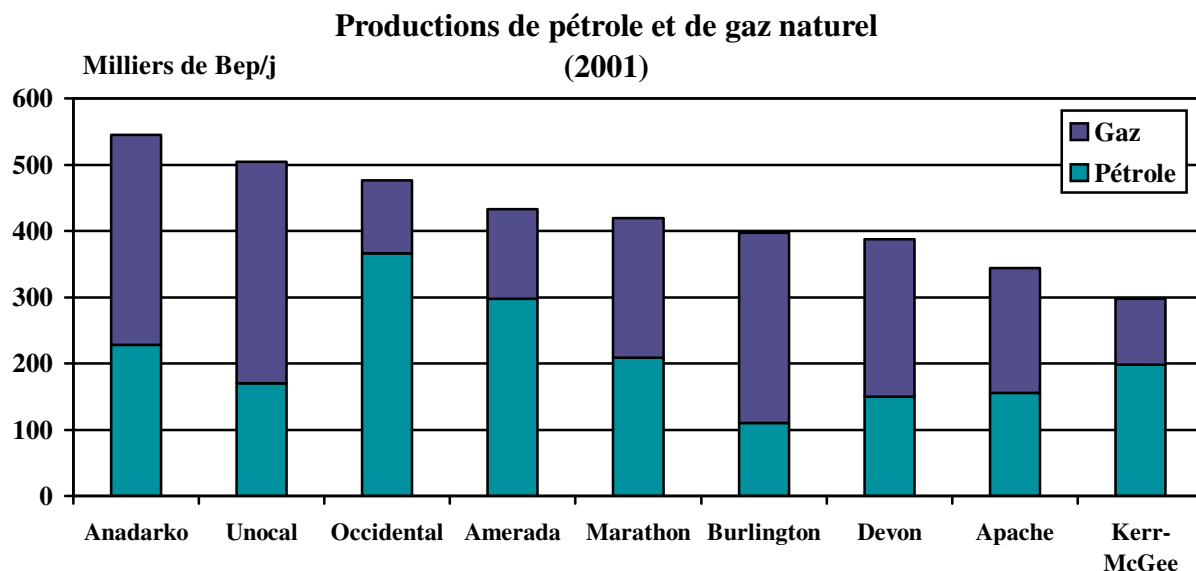
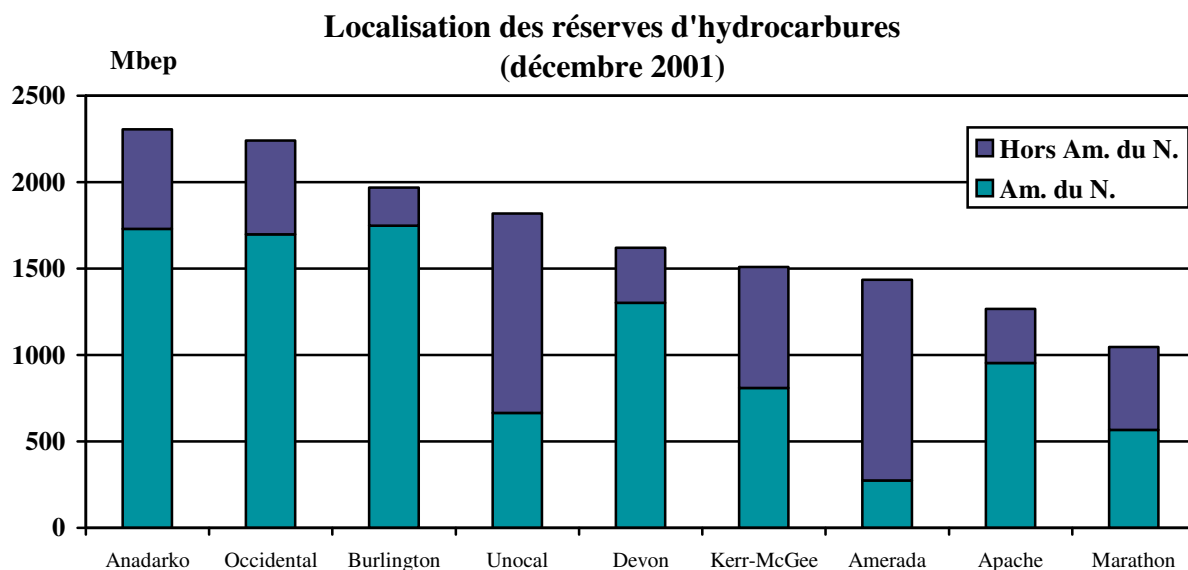


Figure 4 : Production de pétrole et de gaz naturel (2001)

Source : rapports annuels

#### Une internationalisation en croissance, généralement focalisée sur quelques zones clés.

Un niveau d'internationalisation limité, avec une base d'activités fortement centrée sur l'Amérique du Nord, est une caractéristique traditionnellement associée aux indépendants, même si historiquement, certaines de ces sociétés sont à l'origine de découvertes significatives en dehors du continent nord-américain (Occidental en Libye, en Colombie, Unocal en Thaïlande).



Source : rapports annuels

Figure 5 : Localisation des réserves d'hydrocarbures (décembre 2001)

La figure 5, qui indique la localisation des réserves, illustre cette situation. Néanmoins, certaines sociétés présentent des réserves d'hydrocarbures situées majoritairement en dehors de l'Amérique du Nord (Amerada Hess, Unocal) et l'orientation générale vers l'international est manifeste si l'on considère la répartition des zones de production (tableau 1).

Valeurs arrondies 2001 en %	Poids de la production pétrolière hors Amérique du Nord	Poids de la production gazière hors Amérique du Nord	Poids de la production pétrole + gaz hors Amérique du Nord
Amerada Hess	74	48	67
Unocal	40	45	44
Kerr-McGee	61	11	43
Marathon Oil	35	35	35
Occidental	42	8	33
Apache	40	19	28
Anadarko	24	0	11
Burlington	12	9	9
Devon Energy	23	2	8

Tableau 1 : Production pétrolière et gazière hors Amérique du Nord

Amerada Hess, Kerr-McGee et Unocal réalisent au moins les 2/5 de leurs productions d'hydrocarbures en dehors de l'Amérique du Nord. Le poids de la production pétrolière hors du continent nord-américain est significatif pour quasiment toutes les sociétés<sup>6</sup>, représentant des valeurs de 20 à 75 %. Contrairement aux majors qui produisent dans un grand nombre de pays, ces compagnies réalisent à l'international l'essentiel de leurs productions dans une zone donnée, la mer du Nord pour Amerada Hess (11 Mtep/an, soit 50 % du total produit) et Kerr-McGee (5 Mt/an, soit près de 40 % du total produit), l'Algérie pour Anadarko (1,1 Mt/an, soit 1/3 de la production internationale), ce qui témoigne à nouveau de la stratégie de concentration. Seule Occidental a un portefeuille d'activités plus diversifiées (Qatar, Yémen,

<sup>6</sup> à l'exception de Burlington Resources, celle-ci étant presque exclusivement une société gazière très centrée sur l'Amérique du nord

Russie, Colombie, Equateur, Oman, Pakistan), mais avec des quantités produites généralement faibles par pays. Le gaz naturel étant une énergie plus difficile à commercialiser, les indépendants sont globalement moins actifs dans sa production à l'étranger : Amerada Hess et Unocal, respectivement présentes en mer du Nord (4 Gm3/an) et en Extrême Orient (8,5 Gm3/an), sont les deux acteurs principaux dans ce domaine. L'internationalisation des indépendants est donc bien réelle et serait encore plus visible si on analysait les zones où ils conduisent des activités d'exploration, préfiguration de productions futures.

### Des acteurs à part entière

Les indépendants ne sont pas uniquement des partenaires minoritaires, laissant la conduite des activités aux majors. Ainsi, il n'est pas rare de voir des indépendants en charge des opérations (Unocal en Thaïlande, Occidental en Colombie). Certaines sociétés se spécialisent aussi dans des créneaux à fort contenu technologique, tels que l'offshore profond (Kerr-McGee est ainsi opérateur de Neptune et de Baldpate, gisements américains situés par plus de 1650 ft d'eau), la reprise de champs anciens pour relancer leur production par récupération améliorée (Occidental, Amerada) ou le gaz naturel issu des mines de charbons (Devon, Marathon). Une autre illustration est la participation d'Occidental et de Marathon à l'un des consortiums gaziers en Arabie Saoudite (Core Venture n°2). Le tableau 2 présente de manière non exhaustive un certain nombre d'actifs amont des sociétés étudiées et met en évidence leurs poids sur la scène internationale.

Compagnie	Actifs	Participation	Pays
Amerada Hess	Champ de Ceiba	85 %	Guinée équatoriale
	Ivanhoe/Rob Roy/Hamish	76,56 %	Royaume-Uni
	Champ gazier de Valhall	28,09 %	Norvège
	South Arne (pétrole et gaz)	57,48 %	Danemark
	AIOC Consortium	2,72 %	Azerbaïdjan
	Actions de Premier Oil plc	25 %	Royaume-Uni
Anadarko	Plusieurs champs en production, avec Sonatrach		Algérie
Apache	Qarum Block	75 %	Egypte
	Khalda Block (gaz naturel)	40 %	Egypte
Devon Energy	Azeri-Chirag-Gunashli (ACG)	5,6 %	Azerbaïdjan
Kerr-McGee	Neptune et Baldpate	50 %	Golfe du Mexique US
	Gryphon	61,5 %	Royaume-Uni
	CFD 11-1 et 11-2	40,1%	Chine
	Bayu-Undan	11,2 %	Mer de Timor
	Caspian Pipeline Consortium	1,75%	Kazakhstan/Russie
Marathon Oil	Kenai LNG Chain	30 %	Alaska (USA)
	Foinaven et Foinaven Est	28% et 47%	Royaume-Uni
	Alba	63,2%	Guinée Equatoriale
Occidental Petroleum	Cano Limon	35 %	Colombie
Unocal	13 champs gaziers	Opérateur	Thaïlande
	Yadana	28,25 %	Myanmar
	AIOC	10,28 %	Azerbaïdjan

Tableau 2 : Exemples d'actifs amont possédés par les indépendants

En conclusion de la présentation de notre échantillon, nous pouvons noter la prédominance de l'amont dans les activités de ces indépendants américains. Il apparaît aussi que ces dix sociétés, même si elles n'ont pas l'ampleur mondiale des 10 premiers groupes pétroliers internationaux, constituent dans les domaines d'activités où elles se concentrent, des concurrents significatifs des majors. Cela illustre la pertinence de la stratégie de niches qu'elles ont retenue et le nom de super-indépendants qui leur est parfois donné.

### **Peu d'indépendants sont intégrés**

Les dix plus gros pétroliers indépendants américains ont donc une forte orientation de leurs activités vers l'amont, mais néanmoins certains d'entre eux s'impliquent aussi dans l'aval de la chaîne pétrolière : c'est le cas de Amerada Hess, de Marathon et de Valero<sup>7</sup> (figure 5). Ainsi, avec 7 raffineries, Marathon Ashlands Petroleum (contrôlé à 62 % par Marathon) représente près de 6 % de la capacité de raffinage américaine, Valero Energy contrôle une douzaine de raffineries et Amerada Hess a une présence plus modeste, puisqu'elle n'est active que sur deux sites de raffinage (participation de 50 % dans le complexe Hovensa dans les îles Vierges américaines et craqueur catalytique de Port Reading, dans le New Jersey). La figure 6 met en regard les niveaux de production et de brut raffiné et illustre que Valero Energy et Marathon sont exclusivement ou principalement des compagnies de l'aval, tandis que Amerada Hess a une structure équilibrée.

Certains indépendants ont des activités chimiques. Kerr-McGee, pour se concentrer sur ses domaines clés, a vendu au cours des années 90 ses actifs liés au raffinage et au charbon mais a conservé le segment de chimie de spécialités (pigments, ...), qui a contribué en 2000 à environ 10 % des résultats opérationnels (7 % en 2001). Il en est de même pour Occidental qui possède un pôle chimique significatif, concentré sur la chaîne chlorovinyle. Par ailleurs, la présence dans la logistique gazière (midstream) et dans l'aval gazier par la mise en place de structures de commercialisation et la production d'électricité, en particulier par cogénération, sont des axes de développement de certaines sociétés. Ainsi, Marathon a racheté récemment les droits de livraison d'Enron au terminal de regazéification de l'île d'Elba et cherche à promouvoir la mise en place d'un gazoduc d'importation entre la Norvège et le Royaume-Uni.

Néanmoins ces quelques exemples sont plutôt des exceptions qui confirment la règle de la concentration en amont des activités de la plupart des indépendants étudiés.

---

<sup>7</sup> uniquement présent en aval.

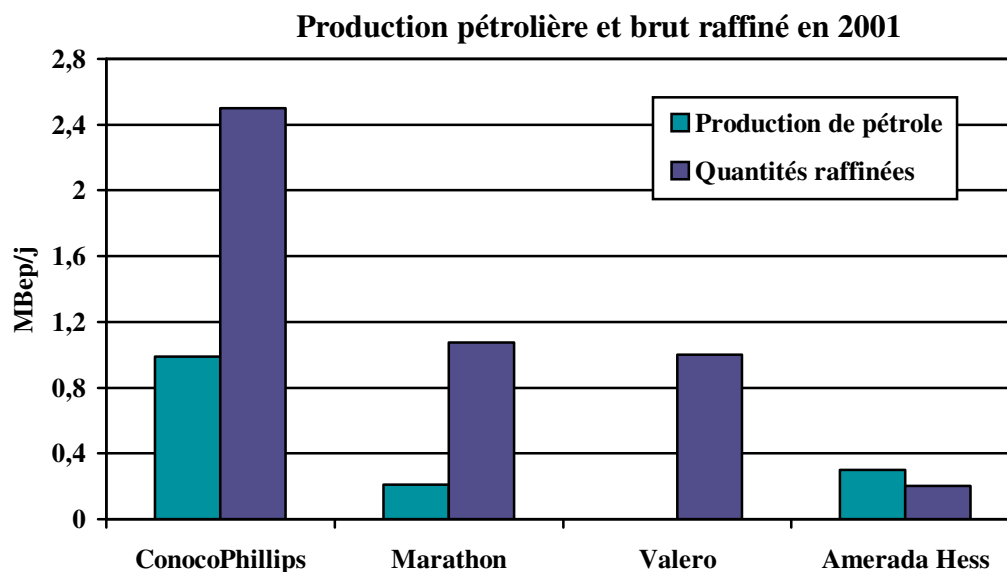


Figure 6 : Production pétrolière et brut raffiné en 2001

Source : rapports annuels

### **L'existence d'indépendants de grande taille en aval est possible, mais rare.**

Valero Energy est la seule société de notre échantillon uniquement spécialisée en raffinage-distribution. Cette compagnie texane, dont le siège est à San Antonio, possède actuellement douze raffineries, situées au Texas, en Louisiane, dans le New Jersey, en Oklahoma, au Colorado, en Californie et au Canada, avec une capacité combinée de près de 2 Mb/j (tableau 3) et un réseau de distribution réparti dans 34 états américains et au Canada. Son outil de raffinage est très sophistiqué, avec une grande flexibilité opérationnelle lui permettant de traiter toute une gamme de charges lourdes et de les transformer en essences et gazoles satisfaisant aux spécifications les plus sévères, telles que celles du California Air Resources Board (CARB). Valero Energy a adopté une stratégie de concentration (vente de ses activités gaz naturel en 1996 pour 1,5 G\$) et de croissance externe intense : ainsi, il y a 5 ans, elle ne possédait qu'une raffinerie de 170 000 b/j.

En outre, en 2001, la société a quasiment doublé de taille, suite à son acquisition de Ultramar Diamond Shamrock, opération à laquelle la Federal Trade Commission a donné son accord le 18 décembre 2001. Néanmoins, il s'agit toujours de la plus petite compagnie de notre échantillon. Il semble donc plus difficile pour un indépendant de se développer et de survivre en aval qu'en amont. Il est vraisemblable que les niveaux élevés d'investissements nécessaires pour réaliser les produits de haute qualité demandés par le marché américain pénalisent ou remettent en cause l'existence de sociétés de taille modeste dans ce secteur. En outre, les marges y sont souvent déprimées et les taux de rentabilité sur capitaux employés (ROCE) sont généralement nettement plus faibles en aval qu'en amont.

Nom de la raffinerie	Capacité (baril par jour)	Localisation
Corpus Christi	225 000	Texas
Texas City	210 000	Texas
Houston	115 000	Texas
Three rivers	98000	Texas
McKee	170000	Texas
Krotz Springs	85 000	Louisiane
Paulsboro	160 000	New Jersey
Benicia	160 000	Californie
Wilmington	140000	Californie
Ardmore	85000	Oklahoma
Denver	27000	Colorado
Quebec (Jean Gaulin)	205000	Canada

Source : rapports annuels

Tableau 3 : Capacité et localisation des raffineries de Valero Energy

### Une stratégie de croissance externe dynamique

L'optimisation du portefeuille d'activités a aussi constitué une préoccupation significative des indépendants. Grâce à des ressources financières abondantes, des actions d'envergure ont pu être menées, conduisant à des renforcements majeurs : doublement de taille pour Anadarko, forte croissance d'Occidental en Californie et au Texas, par exemple. L'essentiel des opérations recensées dans le tableau 4 montre la volonté de se renforcer dans des zones où les sociétés sont déjà présentes (Amérique du Nord) afin de bénéficier de nouvelles synergies, d'étaler les coûts fixes sur une base plus large et d'atteindre une taille critique dans certaines régions. La possibilité d'accéder à certains actifs que les majors abandonnent, pour des raisons de rationalisation ou parce que, aux États-Unis, la Federal Trade Commission les y oblige, l'attractivité du Canada comme terrain naturel d'expansion et zone de croissance future expliquent les nombreuses acquisitions de réserves en terre ou d'actifs de raffinage.

Par ailleurs, le nombre de compagnies intéressantes susceptibles d'être achetées se raréfiant, il y a une concurrence entre les différents acteurs qui conduit à une succession rapide des fusions-acquisitions. Cela a été particulièrement vrai en 2000 et début 2001 dans la mesure où, grâce aux prix élevés du pétrole et gaz naturel, la situation financière des sociétés était très bonne et beaucoup d'opérations ne se sont pas faites par échanges d'actions, mais par des sorties d'argent (Devon Energy, Marathon en 2001). La multiplicité des rachats ne doit pas cacher que les montants engagés sont élevés, se chiffrant souvent à plusieurs milliards de dollars et représentent des opérations d'envergure pour ces sociétés.

Il faut aussi souligner que de nombreux désinvestissements ont eu lieu, de façon à se focaliser sur les actifs les plus prometteurs et à dégager des liquidités destinées à limiter l'endettement. Ainsi, à leur échelle et dans leur domaine d'activité, les indépendants semblent avoir le même comportement que les majors, dans leur volonté de croissance externe et d'optimisation des activités. Mais le financement de ces fusions-acquisitions conduit généralement à un niveau d'endettement des indépendants bien supérieur à celui des majors.

Compagnie	Année 1998-1999	Année 2000	Année 2001	Année 2002
<b>Amerada Hess</b>	- Joint-Venture avec PDVSA concernant la raffinerie d'Hovensa (Caraïbes)		- Acquisition de Triton Energy (3,2 G\$). - Acquisition de LLOG Exploration Co (750 M\$)	- Accord d'acquisition d'intérêts en Gambie
<b>Anadarko</b>	- Acquisition des actifs d'Occidental Petroleum dans le bassin d'Anadarko (120 M\$)	- Fusion avec Union Pacific Resources (7,2G\$). - Acquisition de Berkley Petroleum, Canada (1G\$). - Acquisition de Gulfstream Resources Canada (140 M\$).		- Acquisition de Howell's Corporation (265 M\$) - Acquisition d'actifs de BP au Qatar
<b>Apache C.</b>	- Acquisition d'actifs de production de Shell au Canada et dans le golfe du Mexique (1,4 G\$).	- Acquisition des intérêts d'Occidental dans le golfe du Mexique (365 M\$) et d'actifs de Collins & Ware Inc (320 M\$)	- Acquisition des intérêts de Repsol YPF dans le désert occidental d'Égypte	
<b>Burlington R.</b>			- Acquisition de Canadian Hunter Exploration (2,1 G\$)	
<b>Devon Energy</b>	- Acquisition de Northstar Energy of Calgary (750 M\$) - Acquisition de PennzEnergy (2,6 G\$)	- Fusion avec Santa Fe Snyder Corporation (3,3 G\$)	- Acquisition de Mitchell Energy & Development Corp et d'Anderson Exploration Ltd (5 G\$)	- Joint Venture avec ChevronTexaco pour des activités d'exploration dans le golfe du Mexique
<b>Kerr-McGee</b>	- Acquisition des actifs britanniques de Gulf Canada Resources - Fusion avec Oryx Energy Company (2,9 G\$)	- Acquisition des actifs amont britanniques de Repsol S.A.(555 M\$)	- Acquisition de HS Resources Inc (2,1 G\$).	
<b>Marathon Oil</b>	- Acquisition Tarragon Oil and Gas Limited (Canada). - Fusion des principaux actifs aval de Marathon et Ashland dans Marathon Ashland Petroleum (62 % Marathon).		- Acquisition de Pennaco energy Corp (500 M\$). - Joint Venture avec Kinder Morgan Energy Partner (Permian Basin)	- Acquisition des droits de livraison d'Enron au terminal de regazéification de GNL de l'île d'Elba, en Georgie (31,9 M\$) - Acquisition des actifs de CMS Energy en Guinée équatoriale (993 M\$)
<b>Occidental</b>	- Acquisition de 78 % du champ géant Elk Hills en Californie	- Acquisition de Altura Energy, Ltd. (3,6 G\$)		- Acquisition de 24,5 % des intérêts du projet Dolphin et de Dolphin Energy Limited aux Emirats Arabes Unis (310 M\$)
<b>Valero Energy</b>	- Acquisition de la raffinerie Mobil de Paulsboro (328 M\$)	- Acquisition d'actifs aval d'Exxon en Californie (1,1G\$)	- Fusion avec Ultramar Diamond Shamrock Corporation (3,5 G\$)	- Acquisition d'un oléoduc de 430 km au Texas (64 M\$)

Tableau 4 : Exemples d'acquisitions et de fusions effectuées par les indépendants

## Évolution des réserves

L'ensemble de ces acquisitions explique une bonne partie de l'accroissement des réserves des sociétés de notre échantillon (Figure 7). À l'exception de Marathon, toutes les compagnies ont augmenté leurs réserves de manière très significative en 4 ans (multiplication par 3 pour Devon Energy, doublement pour Anadarko et Apache).

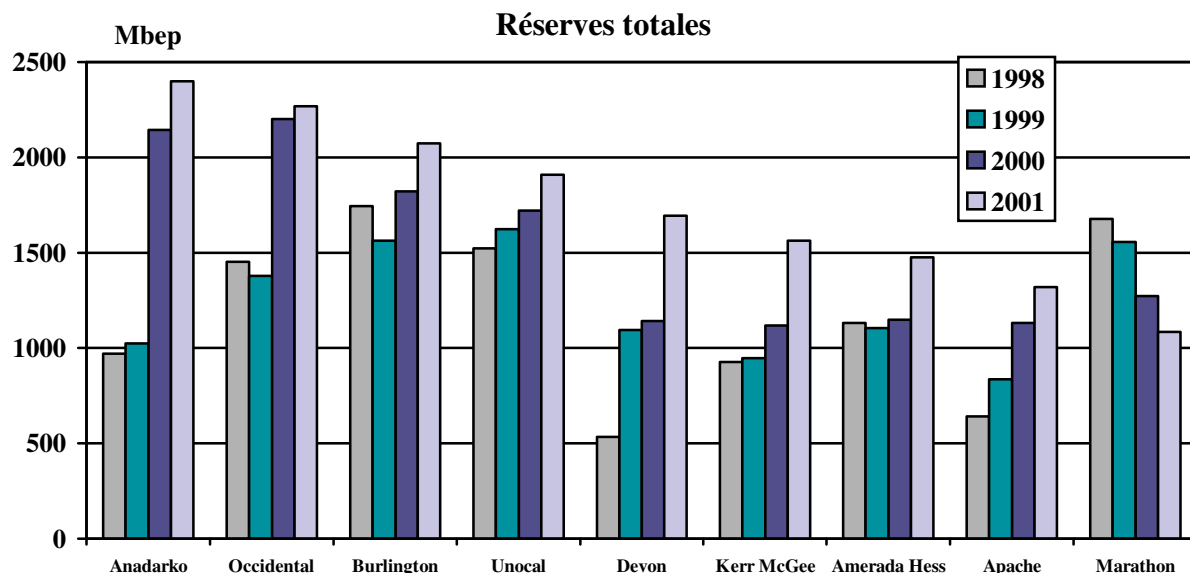


Figure 7 : Évolution des réserves totales depuis 1998

Source : rapports annuels

Le tableau 5 présente la durée de vie, au rythme actuel de production, des réserves prouvées d'hydrocarbures des compagnies étudiées (réserves de fin d'année divisées par la production de l'année), avec une comparaison avec la situation des majors. Si on ne retient pas les cas particuliers de Repsol YPF et de Marathon, le ratio R/P des majors est généralement compris entre 12 et 15 ans tandis que celui des indépendants présente une dispersion plus grande, sur une plage de 9 à 14 ans. Malgré les fortes hausses récentes, les compagnies indépendantes de notre échantillon présentent donc des réserves prouvées d'hydrocarbures plus faibles que celles des majors, non seulement en valeur absolue, mais aussi généralement en durée de vie<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Certaines compagnies ont des valeurs de la durée de vie de leurs réserves anormalement élevée ou faible, en raison de variations opposées au cours de l'année du niveau de leurs réserves et de leurs productions. C'est le cas en particulier de Repsol YPF, qui a enregistré en 2001 une augmentation de 20 % de ses réserves avec une baisse concomitante de 3 % en sa production. Marathon a enregistré une décroissance significative de ses réserves sur les 4 dernières années, qui explique son faible ratio R/P.



2001	R/P	2001	R/P
Kerr McGee	14,0	Repsol-YPF	17,7
Burlington	13,5	ConocoPhillips	14,9
Occidental	12,8	ExxonMobil	14
Devon	12	Shell	13,9
Anadarko	11,4	TotalFinaElf	13,7
Apache	10,1	Eni	13,7
Unocal	9,9	BP	12
Amerada Hess	9,3	ChevronTexaco	12
Marathon Oil	6,8		

Source : rapports annuels

*Tableau 5 : Ratio R/P des principales sociétés pétrolières, majors et indépendants*

### Résultats 2001

Les résultats des années 2000 et 2001 des indépendants ont été exceptionnellement bons. En 2000, les sociétés ont bénéficié des prix élevés du pétrole et du gaz naturel, ainsi que des fortes marges de raffinage pour les compagnies présentes en aval. Les prix ont baissé au cours de 2001, ce qui a affecté les performances de certaines compagnies. Néanmoins, les hausses de productions ont souvent permis de compenser cet effet prix. Ainsi, les résultats de l'année 2001 de notre groupe d'indépendants sont souvent comparables à ceux de l'année 2000, malgré la baisse du cours du baril (environ 15 % d'une année sur l'autre) et celle du prix du gaz aux États-Unis (- 20 %). La hausse des productions en 2001, souvent liée à des opérations de fusions-acquisitions, de Amerada Hess (+ 16 %), d'Anadarko (+ 78 %), d'Apache (+ 32 %), et de Devon Energy (+ 12 %), d'Unocal (+ 8 %) explique l'évolution des résultats de ces sociétés. Par ailleurs, les opérations de couvertures du prix de vente que certaines d'entre elles ont effectuées sur les marchés à terme ont aussi atténué l'impact de prix plus faibles.

La comparaison des résultats entre différentes sociétés doit néanmoins être effectuée avec précaution, dans la mesure où les méthodes comptables utilisées ne sont pas toujours rigoureusement comparables. Il existe en particulier deux modes de comptabilisation des dépenses d'exploration<sup>9</sup> qui sont acceptés par la Security Exchange Commission (SEC) : la méthode des efforts couronnés de succès (successful-efforts method) et la méthode des coûts complets (full cost method). La première consiste à considérer les dépenses de géologie, de géophysique et les forages secs comme des charges, tandis que les forages positifs sont capitalisés et amortis en fonction du rythme de production. En revanche, selon la méthode des coûts complets, toutes les dépenses d'exploration (géologie, géophysique et forages) sont capitalisées et amorties. Les deux approches ont leur justification : la première retient naturellement comme charges toute l'exploration infructueuse, qui n'a effectivement pas de valeur pour le futur. La seconde revient à interpréter toute l'activité d'exploration comme un investissement qui doit donc être amorti. Anadarko, Apache et Devon utilisent la méthode des coûts complets, tandis que Amerada Hess, Burlington Resources, Kerr-McGee, Marathon Oil, Occidental et Unocal retiennent la méthode des efforts couronnés de succès.

<sup>9</sup> et des forages de développement secs.

Par ailleurs, en fonction des conditions selon lesquelles se réalise une fusion entre deux compagnies, il était permis, jusqu'au 30 juin 2001, d'envisager d'un point de vue comptable l'opération comme un rapprochement d'intérêt (pooling of interests) ou comme un rachat (purchase method). Nous avons vu précédemment que les indépendants ont réalisé ces dernières années de nombreuses fusions-acquisitions, et ces différences de comptabilisation rendent malaisées les comparaisons sur plusieurs années et peuvent nécessiter des retraitements, si l'on souhaite effectuer une analyse fine des performances. Les autorités comptables américaines requièrent maintenant que toutes les opérations de fusions-acquisitions soient considérées comme des rachats (Statements of Financial Accounting Standards n° 141), ce qui va introduire davantage d'homogénéité dans la présentation des comptes.

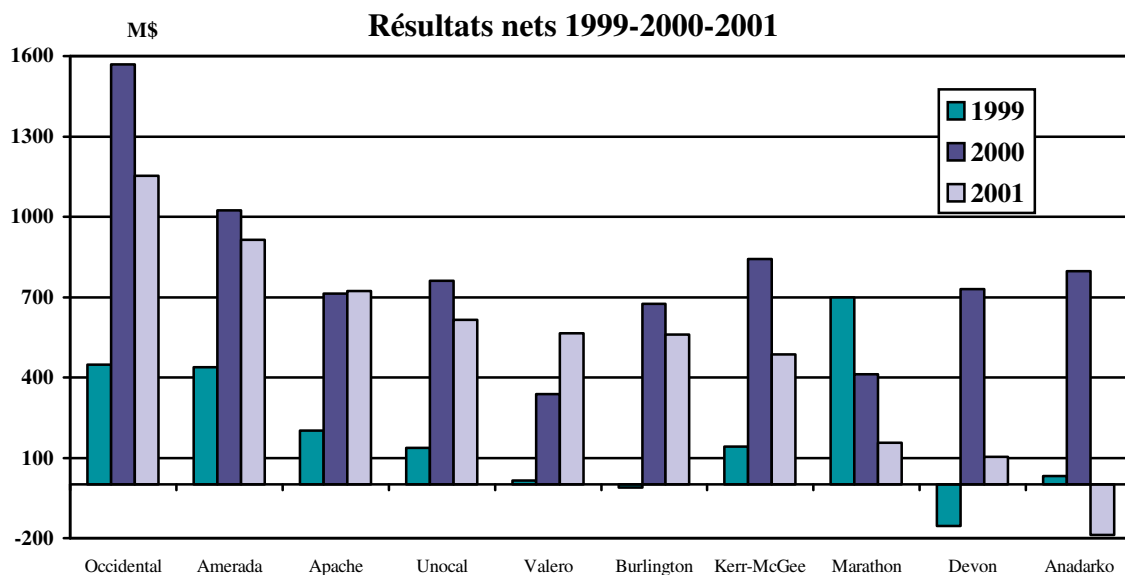


Figure 8 : Résultats nets 1999-2000-2001

Source : rapports annuels

La figure 8 montre que Occidental est le premier indépendant en termes de résultats nets. En 2001, les activités chimiques ont été en perte et donc l'ensemble de son bénéfice provient de ses activités amont. Par sa taille et la diversité des pays où elle produit, la société est proche des majors, mais elle conserve une caractéristique des indépendants, à savoir sa très forte implantation américaine (60 % de sa production d'hydrocarbures). La bonne performance d'Occidental s'explique par une forte croissance de ses résultats opérationnels amont (liée en partie à l'acquisition d'Altura Energy, qui a permis une augmentation significative de sa production pétrolière aux États-Unis).

Pour des raisons d'ordre comptable, les résultats nets peuvent être affectés par la volatilité des prix du pétrole brut et du gaz naturel. Les sociétés doivent en effet, à l'issue de chaque trimestre, évaluer la valeur de leurs réserves en terre en retenant les prix du dernier jour du trimestre. Si la valeur actualisée des flux futurs de production est inférieure à la valeur comptable des actifs, il est nécessaire de passer une provision pour dépréciation (impairments). Il s'agit d'une charge comptable exceptionnelle, non décaissable, qui n'a pas d'impact sur les flux de trésorerie, mais qui vient réduire le résultat net. Celui-ci peut alors ne pas représenter fidèlement les performances de l'année. En 2001, cela a été le cas pour Anadarko qui a enregistré une perte comptable de 188 M\$ (contre un résultat de 1389 M\$, en excluant cette provision) et pour Devon dont le résultat net 2001 a fortement baissé pour la même raison. Ces deux sociétés, comme nous l'avons vu précédemment, ont procédé ces

dernières années à des acquisitions, et les ont valorisées dans leurs comptes, en accord avec les règles comptables, sur la base de la « fair value » des réserves, qui est estimée en retenant des prévisions de prix que le management de la société considère réalistes sur le moyen terme. En raison des fortes fluctuations récentes, les cours de clôture de certains trimestres en 2001 ont été sensiblement plus faibles que les valeurs retenues et ont donc conduit au passage de ces provisions. On peut penser que dans un contexte de forte volatilité des prix, avec des prix déprimés ou exagérément élevés, cette nécessité comptable affecte l'image fidèle des comptes, en conduisant à une sous-estimation de la valeur des réserves de la société.

En termes de performances opérationnelles, la deuxième société de notre échantillon est donc Anadarko, compagnie qui a des réserves d'hydrocarbures légèrement supérieures à celles d'Occidental. Par sa stratégie de croissance externe et l'augmentation de la production de ses réserves, Anadarko réalise la production de pétrole et de gaz la plus importante (27 Mtep/an) de notre échantillon, devant Unocal et Occidental.

Marathon a enregistré en 2001 des charges exceptionnelles, liées à la séparation des activités pétrole et acier (Marathon est contrôlée par USX Corporation, holding sidérurgique). Sans ces éléments exceptionnels, Marathon serait la troisième société en terme de résultats, grâce en particulier à l'excellente contribution des activités de raffinage-distribution (de l'ordre de 50 % des résultats opérationnels).

L'unique indépendant aval de notre échantillon, Valero Energy, augmente aussi sensiblement ses bénéfices, tandis que les deux sociétés fortement gazières, Unocal et Burlington Resources, sont touchées par la baisse des prix du gaz sur le marché nord-américain.

## **Capitalisation boursière**

Notre échantillon est constitué des 10 sociétés américaines, qui suivent les 8 majors internationaux, selon le critère de la capitalisation boursière. Il existe dans le monde bien d'autres compagnies pétrolières qui sont plus importantes, mais qui sont totalement ou majoritairement possédées par des capitaux publics et qui ne font pas pour le moment l'objet de cotations boursières. Certaines sociétés publiques ont une partie de leur capital cotée en bourse et font l'objet d'estimations de leur valeur boursière par des publications comme Business Week ou le Financial Times. Si on prend en compte les sociétés retenues par ces deux journaux et les compagnies privées non américaines, il se rajoute entre les 8 majors et les sociétés de notre échantillon les compagnies suivantes<sup>10</sup> : Petrobras (27 G\$), Statoil (18,9 G\$), Yukos (18,7 G\$), Gasprom (17,4 G\$), BG Group (15,3 G\$), EnCana (14,7 G\$), Norsk Hydro (13,4 G\$). Anadarko Petroleum, la première société de notre échantillon, se place alors en 16<sup>e</sup> position en terme de capitalisation boursière au niveau mondial, mais il est clair que ce genre de classement a ses limites au regard de l'évaluation de certaines sociétés (Gasprom, par exemple) qui est fortement biaisée par le fait que leur flottant (partie cotée en bourse) est très limité.

La baisse des prix du brut du deuxième semestre 2001 a provoqué des réductions des valeurs boursières, mais n'a pas remis globalement en cause le classement entre les différentes sociétés. Anadarko se situe ainsi en première place en terme de valeur boursière, assez loin devant Occidental qui occupe la seconde place (figure 9).

---

<sup>10</sup> Capitalisation boursière au 1/4/2002, selon Business Week, pour Statoil, BG Group, EnCana, Norsk Hydro. Capitalisation boursière au 1/1/2002, selon le Financial Times pour Petrobras, Yukos, Gasprom.

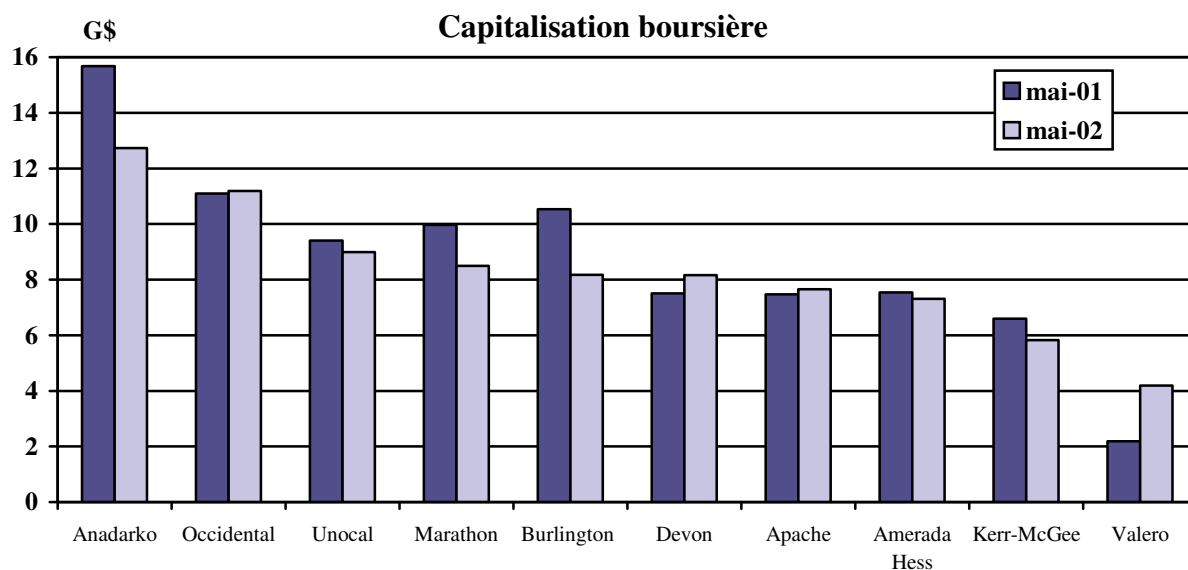
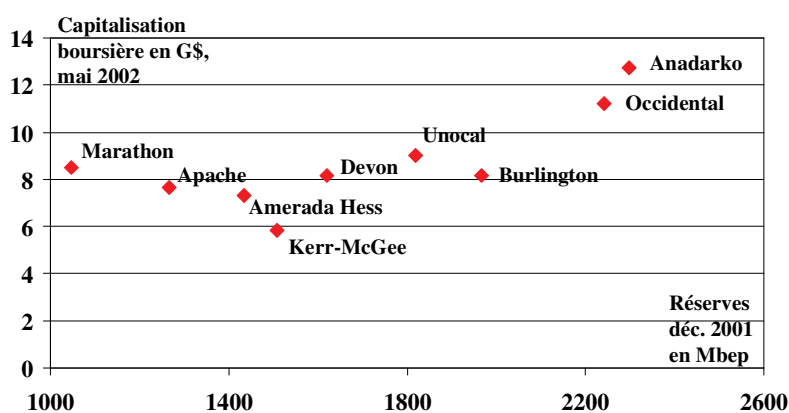


Figure 9 : Capitalisation boursière

Source : Business Week

#### Capitalisation boursière versus réserves totales en hydrocarbures



Source : rapports annuels et Business Week

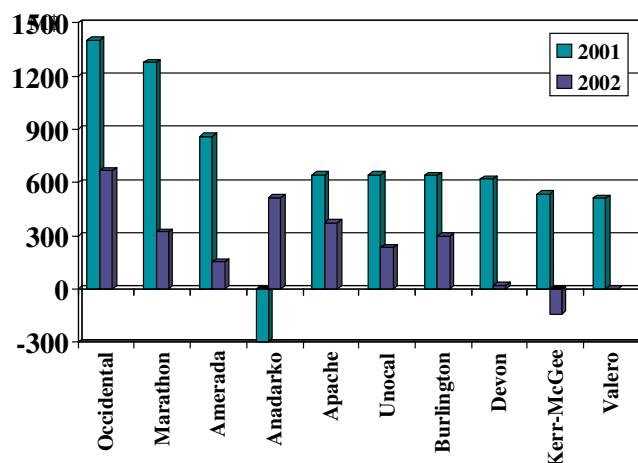
Figure 10 : Capitalisation boursière versus réserves totales en hydrocarbures

La figure 10 permet de visualiser les positions des 9 compagnies actives en amont. Il y a clairement un ensemble d'indépendants qui sont très proches les uns des autres (Apache, Amerada, Kerr-McGee, Devon), avec un écart significatif de réserves avec les compagnies les plus gazières de notre échantillon (Burlington aux États-Unis, Unocal en Asie du Sud-Est) et enfin deux compagnies qui se détachent nettement : Anadarko et Occidental. Marathon a une position un peu à part en raison de ses plus faibles réserves, mais une capitalisation boursière qui résulte de sa forte implication dans le raffinage distribution.

## Conclusion : aperçu sur les résultats 2002

Les performances de 2002 sont en deçà de 2001, en raison des prix faibles du début de l'année. Les prix du brut ont remonté en cours d'année, tandis que ceux du gaz naturel sont restés très sensiblement inférieurs à leur valeur de 2001. Les compagnies présentes dans le secteur du raffinage (Amerada Hess, Marathon, Valero) ont souffert de la faiblesse des marges de raffinage. Certaines charges exceptionnelles (liées à la dépréciation d'actifs : impairments) ont aussi contribué à réduire le résultat net d'Amerada Hess, de Devon et de Kerr-McGee.

### Résultats nets 2002 (9 mois)



Source : Communiqués de presse

Figure 11 : Résultats nets des 9 premiers mois de 2002

Ainsi, en raison d'un environnement prix et marges moins favorable, les résultats financiers de notre échantillon de sociétés devraient en 2002 être un peu en retrait, après deux années exceptionnelles (2000 et 2001). Les groupes espèrent généralement une reprise des prix du gaz naturel aux États-Unis pour stimuler leurs résultats des années à venir. Les performances de 2003 seront aussi bien sûr très dépendantes du prix du brut, aujourd'hui à un niveau relativement élevé, en raison des tensions internationales. Ce niveau n'est pas forcément soutenable sur le long terme, mais l'invasion de l'Irak, si elle se concrétise, pourrait contribuer à de nouvelles tensions sur les prix à court terme.

Déjà parus

**CEG-1. D. PERRUCHET, J.-P. CUEILLE,**

Compagnies pétrolières internationales : intégration verticale et niveau de risque.  
Novembre 1990

**CEG-2. C. BARRET, P. CHOLLET,**

Canadian gas exports: modeling a market in disequilibrium.  
Juin 1990

**CEG-3. J.-P. FAVENNEC, V. PREVOT,**

Raffinage et environnement.  
Janvier 1991

**CEG-4. D. BABUSIAUX,**

Note sur le choix des investissements en présence de rationnement du capital.  
Janvier 1990

**CEG-5. J.-L. KARNIK,**

Les résultats financiers des sociétés de raffinage distribution en France 1978-89.  
Mars 1991

**CEG-6. I. CADORET, P. RENOUE,**

Élasticités et substitutions énergétiques : difficultés méthodologiques.  
Avril 1991

**CEG-7. I. CADORET, J.-L. KARNIK,**

Modélisation de la demande de gaz naturel dans le secteur domestique : France, Italie, Royaume-Uni 1978-1989.  
Juillet 1991

**CEG-8. J.-M. BREUIL,**

Émissions de SO<sub>2</sub> dans l'industrie française : une approche technico-économique.  
Septembre 1991

**CEG-9. A. FAUVEAU, P. CHOLLET, F. LANTZ,**

Changements structurels dans un modèle économétrique de demande de carburant.  
Octobre 1991

**CEG-10. P. RENOUE,**

Modélisation des substitutions énergétiques dans les pays de l'OCDE.  
Décembre 1991

**CEG-11. E. DELAFOSSE,**

Marchés gaziers du Sud-Est asiatique : évolutions et enseignements.  
Juin 1992

**CEG-12. F. LANTZ, C. IOANNIDIS,**

Analysis of the French gasoline market since the deregulation of prices.  
Juillet 1992

**CEG-13. K. FAID,**

Analysis of the American oil futures market.  
Décembre 1992

**CEG-14. S. NACHET,**

La réglementation internationale pour la prévention et l'indemnisation des pollutions maritimes par les hydrocarbures.  
Mars 1993

**CEG-15. J.-L. KARNIK, R. BAKER, D. PERRUCHET,**

Les compagnies pétrolières : 1973-1993, vingt ans après.  
Juillet 1993

**CEG-16. N. ALBA-SAUNAL,**

Environnement et élasticités de substitution dans l'industrie ; méthodes et interrogations pour l'avenir.  
Septembre 1993

**CEG-17. E. DELAFOSSE,**

Pays en développement et enjeux gaziers : prendre en compte les contraintes d'accès aux ressources locales.  
Octobre 1993

**CEG-18. J.P. FAVENNEC, D. BABUSIAUX\*,**

L'industrie du raffinage dans le Golfe arabe, en Asie et en Europe : comparaison et interdépendance.  
Octobre 1993

**CEG-19. S. FURLAN,**

L'apport de la théorie économique à la définition d'externalité.  
Juin 1994

**CEG-20. M. CADREN,**

Analyse économétrique de l'intégration européenne des produits pétroliers : le marché du diesel en Allemagne et en France.  
Novembre 1994

**CEG-21. J.L. KARNIK, J. MASSERON\*,**

L'impact du progrès technique sur l'industrie du pétrole.  
Janvier 1995

**CEG-22. J.P. FAVENNEC, D. BABUSIAUX,**

L'avenir de l'industrie du raffinage.  
Janvier 1995

**CEG- 23. D. BABUSIAUX, S. YAFIL\*,**

Relations entre taux de rentabilité interne et taux de rendement comptable.  
Mai 1995

**CEG-24. D. BABUSIAUX, J. JAYLET\*,**

Calculs de rentabilité et mode de financement des investissements, vers une nouvelle méthode ?  
Juin 1996

**CEG-25. J.P. CUEILLE, J. MASSERON\*,**

Coûts de production des énergies fossiles : situation actuelle et perspectives.  
Juillet 1996

**CEG-26. J.P. CUEILLE, E. JOURDAIN,**

Réductions des externalités : impacts du progrès technique et de l'amélioration de l'efficacité énergétique.  
Janvier 1997

**CEG-27. J.P. CUEILLE, E. DOS SANTOS,**

Approche évolutionniste de la compétitivité des activités amont de la filière pétrolière dans une perspective de long terme.  
Février 1997

**CEG-28. C. BAUDOUIN, J.P. FAVENNEC,**

Marges et perspectives du raffinage.  
Avril 1997

**CEG-29. P. COUSSY, S. FURLAN, E. JOURDAIN, G. LANDRIEU, J.V. SPADARO, A. RABL,**  
Tentative d'évaluation monétaire des coûts externes liés à la pollution automobile : difficultés méthodologiques et étude de cas.  
Février 1998

**CEG-30. J.P. INDJEHAGOPIAN, F. LANTZ, V. SIMON,**  
Dynamique des prix sur le marché des fiouls domestiques en Europe.  
Octobre 1998

**CEG-31. A. PIERRU, A. MAURO,**  
Actions et obligations : des options qui s'ignorent.  
Janvier 1999

**CEG-32. V. LEPEZ, G. MANDONNET,**  
Problèmes de robustesse dans l'estimation des réserves ultimes de pétrole conventionnel.  
Mars 1999

**CEG-33. J. P. FAVENNEC, P. COPINSCHI,**  
L'amont pétrolier en Afrique de l'Ouest, état des lieux  
Octobre 1999

**CEG-34. D. BABUSIAUX,**  
Mondialisation et formes de concurrence sur les grands marchés de matières premières énergétiques : le pétrole.  
Novembre 1999

**CEG-35. D. RILEY,**  
The Euro  
Février 2000

**CEG-36. et 36bis. D. BABUSIAUX, A. PIERRU\*,**  
Calculs de rentabilité et mode de financement des projets d'investissements : propositions méthodologiques.  
Avril 2000 et septembre 2000

**CEG-37. P. ALBA, O. RECH,**  
Peut-on améliorer les prévisions énergétiques ?  
Mai 2000

**CEG-38. J.P. FAVENNEC, D. BABUSIAUX,**  
Quel futur pour le prix du brut ?  
Septembre 2000

**ECO-39. S. JUAN, F. LANTZ,**  
La mise en œuvre des techniques de Bootstrap pour la prévision économétrique : application à l'industrie automobile  
Novembre 2000

**ECO-40. A. PIERRU, D. BABUSIAUX,**  
Coût du capital et étude de rentabilité d'investissement : une formulation unique de l'ensemble des méthodes.  
Novembre 2000

**ECO-41. D. BABUSIAUX,**  
Les émissions de CO2 en raffinerie et leur affectation aux différents produits finis  
Décembre 2000



**ECO-42. D. BABUSIAUX,**

Éléments pour l'analyse des évolutions des prix du brut.  
Décembre 2000

**ECO-43. P. COPINSCHI,**

Stratégie des acteurs sur la scène pétrolière africaine (golfe de Guinée).  
Janvier 2001

**ECO-44. V. LEPEZ,**

Modélisation de la distribution de la taille des champs d'un système pétrolier, LogNormale ou Fractale ? Une approche unificatrice.  
Janvier 2001

**ECO-45. S. BARREAU,**

Innovations et stratégie de croissance externe : Le cas des entreprises parapétrolières.  
Juin 2001

**ECO-46. J.P. CUEILLE,**

Les groupes pétroliers en 2000 : analyse de leur situation financière.\*  
Septembre 2001

**ECO-47. T. CAVATORTA,**

La libéralisation du secteur électrique de l'Union européenne et son impact sur la nouvelle organisation électrique française  
Décembre 2001

**ECO-48. P. ALBA, O. RECH,**

Contribution à l'élaboration des scénarios énergétiques.  
Décembre 2001

**ECO-49. A. PIERRU,**

Extension d'un théorème de dualité en programmation linéaire : Application à la décomposition de coûts marginaux de long terme.  
Avril 2002

**ECO-50. T. CAVATORTA**

La seconde phase de libéralisation des marchés du gaz de l'Union européenne : enjeux et risques pour le secteur gaziers français.  
Novembre 2002

---

\* une version anglaise de cet article est disponible sur demande