

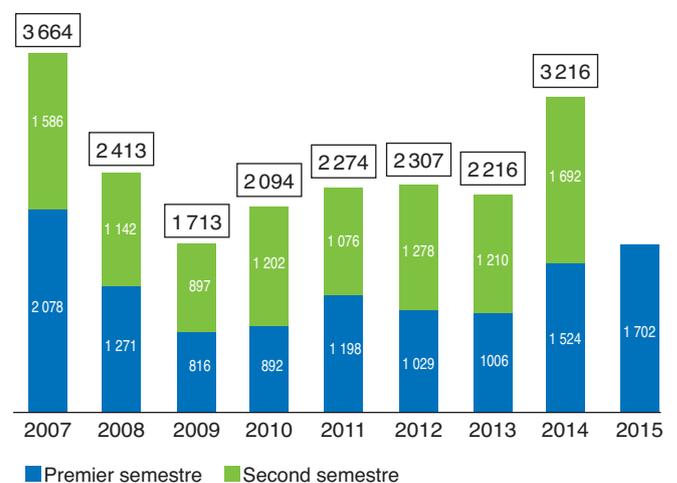
Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

Le secteur des hydrocarbures reste un terrain favorable pour les opérations de fusions et acquisitions (F&A). Il a représenté entre 5 et 15% des transactions globales sur la période 2008-2014. Depuis 2008, les opérations de F&A dans ce secteur restent dominées par un triptyque composé d'une région (l'Amérique du Nord), d'un segment d'activités (l'amont pétrolier et gazier) et d'un type d'acteur principal (les opérateurs indépendants).

Dans un contexte de baisse marquée des prix du pétrole depuis juin 2014, le secteur des hydrocarbures est sujet à une vague profonde de restructurations qui touche l'ensemble des acteurs sur les différents segments d'activité. La forte baisse des investissements des principales compagnies internationales (IOC) observée dès le début de l'année 2015 témoigne du profond changement observé sur les marchés pétroliers. Ce mouvement s'accompagne d'annonces de réduction d'effectifs dans les compagnies de services, notamment Schlumberger (20 000 emplois), Baker Hughes (7000 emplois) ou Technip (6000 emplois). Par essence cyclique, l'industrie pétrolière reste familière de ces mouvements marqués de l'activité, comme en attestent les épisodes de 1986, de 1997 ou de la plus récente crise économique mondiale de 2007-2008 qui a vu les prix du pétrole chuter à moins de 40 dollars le baril en décembre 2008. Pourtant, à la différence des phases de retournement d'activité passées, le cycle actuel se produit dans une industrie qui a connu une mutation profonde. Ainsi, au cours des années 2000, le secteur des hydrocarbures a été confronté à une hausse marquée de ses coûts, reflétant notamment le doublement moyen des prix des matières premières entre 2004 et 2008. En outre, l'inflation des coûts "matières" des projets s'est accompagnée d'un renforcement des difficultés d'accès aux gisements sous l'effet d'un renouveau des nationalismes pétroliers et d'une complexité croissante des projets, nécessitant le recours à

des technologies coûteuses. Enfin, la réalisation des projets a, elle-même, été de plus en plus contrainte par des réglementations extérieures (environnement, sécurité, etc.) ou par les politiques de *Local Content*. Cet ensemble de facteurs a modifié certaines caractéristiques structurelles du secteur et notamment les arbitrages réalisés entre des stratégies de croissance interne ou externe (opérations de fusions et acquisitions).

Fig. 1 – Les opérations de F&A au niveau mondial (tous secteurs confondus, en milliards de dollars)



Source : Mergermarket

Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

Au niveau mondial, selon Mergermarket, les opérations de F&A, tous secteurs confondus, ont rebondi de manière marquée en 2014 à 3216 milliards de dollars (G\$), soit une progression de près de 45 % par rapport à 2013 (fig. 1). Pour le seul secteur pétrolier, en 2014, près de 1000 transactions ont été enregistrées pour un montant total de 361 G\$¹, avec notamment l'annonce de la fusion entre Halliburton et Baker Hughes pour environ 38 G\$. Sur la période 2007-2014, le secteur des hydrocarbures a représenté entre 5 et 15 % de la valeur des transactions selon les années.

Les F&A : perspective historique

Dans une perspective historique, le mouvement observé au niveau international depuis 2007 est considéré comme une nouvelle vague de F&A, la 7^e depuis la fin du XIX^e siècle. Elle fait suite à celle observée entre 2003 et 2007, qui avait bénéficié d'un contexte macro-économique extrêmement porteur, la croissance mondiale atteignant des taux d'environ 5% sur l'ensemble de la période, soit un niveau inconnu depuis les années 1960. L'histoire nous éclaire sur la complexité des mouvements de F&A. En effet, les déclencheurs sont généralement nombreux et variés (économique, financier, réglementaire), tout comme les motivations sous-jacentes à ces opérations ou les secteurs concernés (énergie, chimie, banque, etc.). Ainsi, si le secteur des hydrocarbures n'a pas été un acteur de chacune des vagues de F&A, sa participation a correspondu aux changements structurels de l'industrie pétrolière : au début du siècle dernier (consolidation horizontale²), à la veille du premier choc pétrolier de 1973 (diversification de type congloméral), suite au contre-choc pétrolier de 1986 (restructuration interne massive), suite à la crise asiatique (consolidation horizontale marquée par la formation des *Supers Majors*) et pendant la période actuelle. Les F&A sont observées sur les différentes phases du cycle économique et seules les variables financières (innovations financières, hausse de la liquidité disponible, faible niveau des taux d'intérêt) semblent être des constantes à l'ensemble des vagues.

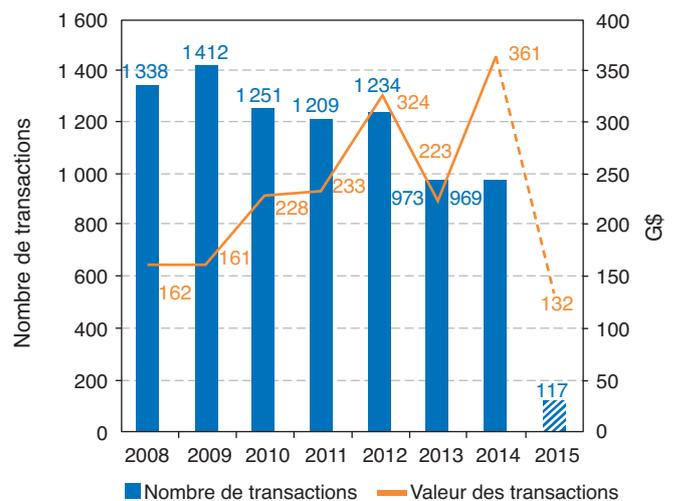
Les analyses portant sur les F&A se focalisent sur le secteur bancaire, celui des télécommunications ou de la pharmacie, en raison notamment du haut niveau de transactions enregistré, du cadre réglementaire, du modèle d'activité spécifique et enfin du rôle majeur de

l'innovation dans ces secteurs d'activité. *A contrario*, peu d'études analysent les secteurs pétrolier et gazier, alors que ces derniers représentent une part non négligeable des opérations de F&A et que l'innovation est au cœur des différentes révolutions énergétiques. Il existe, en effet, une spécificité sectorielle des opérations de F&A dans les secteurs pétrole et gaz. Une motivation récurrente des acteurs serait l'achat, à moindre coût, des réserves de pétrole et de gaz.

Faits stylisés sur la vague actuelle de F&A dans le secteur des hydrocarbures

En 2014, on dénombrait environ 1000 transactions pour un montant total de 361 G\$ dans le secteur des hydrocarbures. Ces chiffres sont à comparer avec ceux enregistrés lors de la crise économique mondiale (2008-2009), période durant laquelle la valeur des transactions est restée relativement stable, à environ 160 G\$/an (fig. 2).

Fig. 2 – Les F&A dans le secteur des hydrocarbures



Source : Reuters, calcul IFPEN

Dès 2010, la valeur des F&A est repartie à la hausse pour atteindre 324 G\$ en 2012. Paradoxalement, si la valeur des opérations a augmenté, le nombre de transactions a diminué sur la même période pour s'établir à moins de 1000 opérations en 2013 et 2014, contre plus de 1200 en 2010 et 2011.

La valeur des transactions analysées entre 2008 et 2015³ dans le secteur des hydrocarbures est très variable, la plupart, inférieure à 0,5 G\$, et recouvre des montants compris entre quelques millions de dollars et plusieurs milliards.

[3] Pour 2015, les données couvrent la période janvier-avril

[1] Ces chiffres sont tirés de la base Reuters

[2] Les opérations de F&A se subdivisent en plusieurs groupes. Les fusions sont ainsi dites horizontales lorsqu'elles concernent des acteurs (concurrents) produisant sur un même marché et au même stade de la filière de production (deux opérateurs pétroliers). Dans l'histoire des F&A au niveau mondial, c'est le type de transactions le plus observé. Les fusions sont dites verticales lorsqu'elles concernent des firmes intervenant à différentes étapes d'un processus de production sur un marché (ex. un producteur de pétrole et un raffineur). Enfin, on trouve également des F&A dites conglomérales lorsqu'une transaction se réalise entre deux firmes qui n'opèrent pas sur le même marché, et ne sont ni rivales, ni substituables, ni complémentaires

Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

L'effet de taille est recherché dans un secteur de plus en plus concentré

Sur la période 2008-2015, un tiers des transactions est réalisé dans le seul but d'un renforcement des activités déjà existantes des acquéreurs. D'autres objectifs sont énoncés de manière récurrente, comme la volonté d'expansion géographique de l'activité des firmes, le recentrage sur le cœur de métier ou la recherche de nouvelles synergies, afin de générer des économies d'échelle.

Endogamie des acteurs, absence de diversification

L'intérêt des acteurs industriels extérieurs au secteur des hydrocarbures est resté stable (environ 15% des transactions) et il n'y a donc pas eu de diversification significative des acquéreurs sur la période 2008-2015. Environ 60% des F&A ayant pour cibles des entreprises du secteur des hydrocarbures ont été réalisées par des entités de ce même secteur. Enfin, 25% des transactions ont été réalisées par des acteurs financiers (banques, assurances, fonds de pension). Ces organismes financiers sont particulièrement actifs dans les secteurs de l'amont et des services.

Une conjoncture favorable aux F&A ?

La valeur des actifs des firmes du secteur des hydrocarbures, leurs situations financières et leurs stratégies restent extrêmement dépendantes des niveaux et de la volatilité des prix observés sur les marchés, notamment pétroliers et financiers (fig. 3). L'influence de la conjoncture boursière du secteur est également intéressante à analyser. En effet, la vague de F&A observée depuis 2008 s'est inscrite dans une conjoncture boursière et financière particulière aux États-Unis. L'indice Dow Jones du secteur des hydrocarbures a commencé à surperformer l'indice des valeurs industrielles dès la fin 2010 et sur

l'ensemble de l'année 2011 (tab. 1), avant de le sous-performer par la suite et jusqu'au premier semestre 2015. Ce contexte boursier, assorti de taux d'intérêt extrêmement bas, laisse à penser qu'il existe, à l'heure actuelle, des opportunités d'achat pour certaines entreprises du secteur des hydrocarbures.

Tableau 1

Comparaison des performances des différents indices boursiers aux États-Unis entre 2011 et 2015* (%)

	2011	2012	2013	2014	2015
Indice des valeurs industrielles	+ 5,5	+10,0	+22,6	+8,3	-7,7
Indice du secteur des hydrocarbures	+13,4	+4,9	+14,2	-7,9	-24,9
Indice du secteur des matériaux de base	-24,0	+7,9	-6,2	-9,6	-13,7

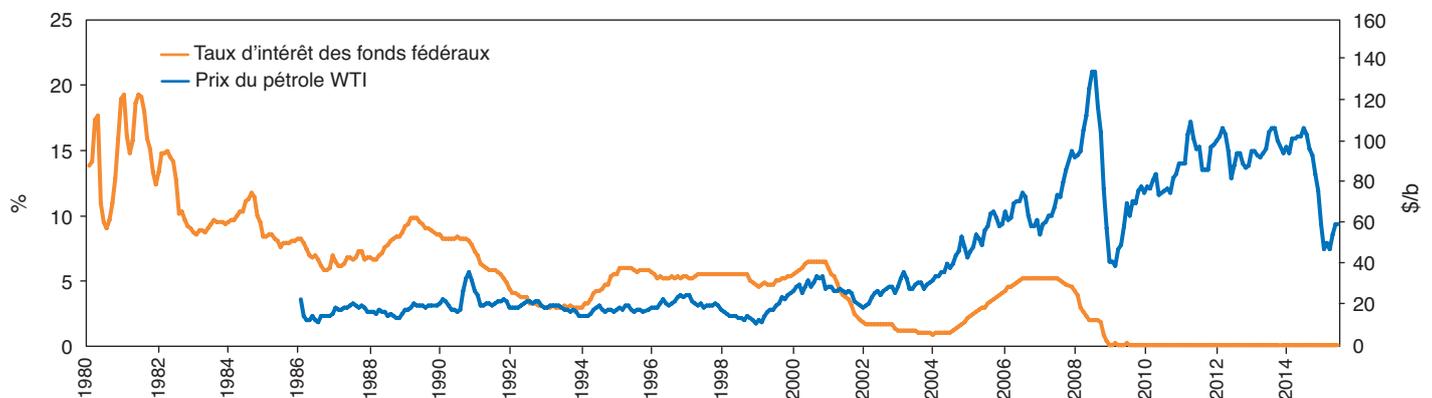
Source : FT

*La performance pour l'année 2015 est établie jusqu'au 24 août 2015.

Une géographie des F&A centrée sur l'Amérique du Nord

L'Amérique du Nord⁴, particulièrement les États-Unis, est la région la plus dynamique pour les F&A du secteur des hydrocarbures. En effet, sur toute la période 2008-2015, 45% des transactions impliquent des acquéreurs nord-américains, représentant 49% de la valeur totale, et près de 60% du montant des transactions concernent des cibles nord-américaines. La prédominance de l'Amérique du Nord est nette sur l'ensemble de la période mais également pour chacune des années étudiées. Ce constat s'explique notamment par la structure et la taille du marché américain (nombre et variété des acteurs). En effet, la filière pétrolière et gazière américaine est caractérisée par la complémentarité entre un

Fig. 3 – Taux d'intérêt et prix du pétrole



Source : Réserve fédérale de Saint-Louis

[4] Canada, États-Unis et Mexique

Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

petit nombre de grandes compagnies pétrolières qui représentent quelques-unes des plus importantes capitalisations boursières mondiales, et un noyau de nombreuses entreprises de petite ou moyenne taille. Les premières disposent de fonds propres élevés qui leur permettent de supporter des investissements massifs et risqués de long terme. Les secondes, les indépendants, sont caractérisées par un fort dynamisme et une grande réactivité. L'industrie américaine concentre également un ensemble de sociétés de services et d'équipementiers dont certains sont des leaders mondiaux. L'Europe (hors Russie) est également une région où les acquéreurs sont actifs (14 % du volume des transactions pour 18 % de leur valeur). Avec la Russie et l'Asie-Pacifique, ces trois zones représentent 42 % du volume des transactions et 33 % de la valeur globale des transactions sur la période.

Une prépondérance du secteur amont et des opérations de F&A horizontales

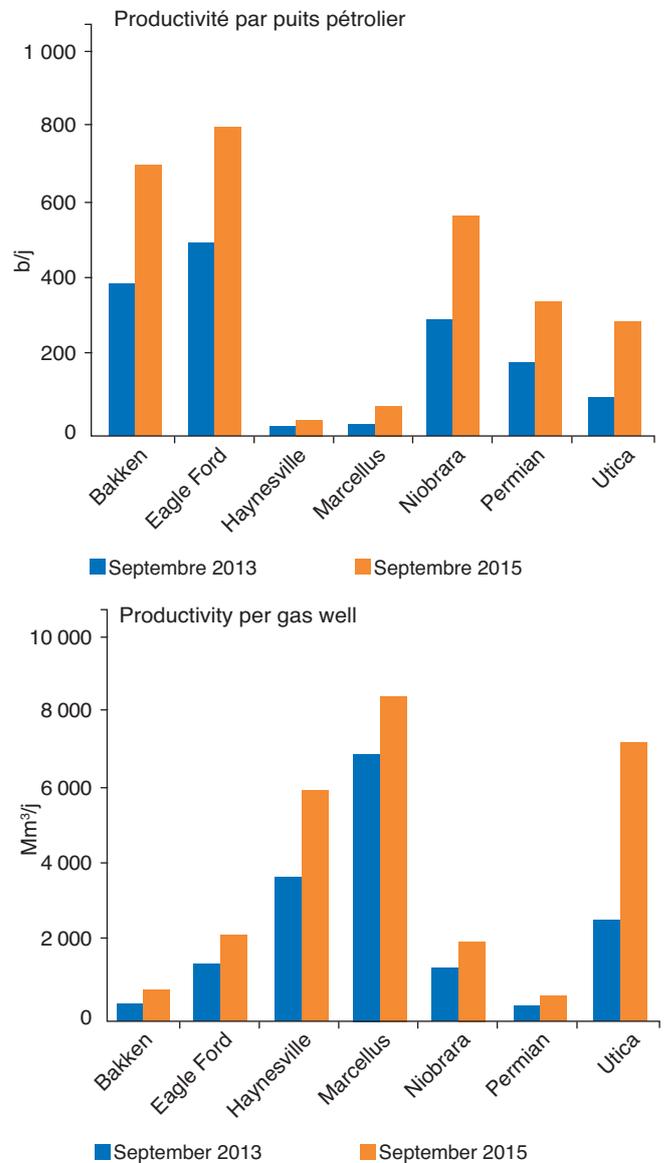
Depuis 2008, le secteur amont est le segment de l'activité pétrolière le plus dynamique en termes de F&A aussi bien en nombre de transactions qu'en montant agrégé des transactions. Après avoir enregistré un pic en 2012, le secteur amont représentait, en 2014, environ 60 % des transactions et 44 % de leur valeur totale. La rentabilité de ce segment d'activités dans l'ensemble de la chaîne de valeur reste un facteur déterminant.

Sur la période 2008-2015, 71 % des cibles du secteur amont ont été acquises par des acteurs du même secteur. Cette forte endogamie sectorielle, qui met en évidence la prépondérance des opérations de F&A horizontales, se retrouve également dans le segment aval (69 %) et pour le segment des services (58 %). Seul le secteur transport-logistique-marketing (*midstream*) fait figure d'exception avec seulement 33 % des transactions. La spécificité des actifs de ce secteur, notamment leur capacité à générer des revenus stables, peut expliquer leur attractivité pour les acteurs des autres segments d'activités, notamment dans des contextes de forte volatilité des prix ou de prix faibles.

Quelles perspectives pour les acteurs ?

Aux États-Unis, deux mécanismes parallèles pourraient intensifier les opérations de F&A dans le secteur amont. D'une part, la productivité croissante des forages (fig. 4) et la baisse des coûts de production des hydrocarbures non conventionnels pourraient attirer certains acheteurs. D'autre part, la forte chute des prix du pétrole ayant provoqué un ralentissement du nombre de forages pour les hydrocarbures non conventionnels (une

Fig. 4 – Productivité des puits de pétrole et gaz de schistes aux États-Unis



Source : US Energy Information Administration (EIA)

diminution de 52 % du nombre de puits entre mai 2014 et mai 2015 aux États-Unis), les entreprises pour lesquelles les investissements nécessaires au renouvellement des puits ne sont plus rentables pourraient vendre des actifs à des sociétés financièrement plus robustes souhaitant accroître leur taux de renouvellement de réserves.

Les indépendants resteraient actifs sur ce même segment amont. Les moins robustes financièrement pourraient être amenés à céder des actifs à des indépendants plus solides ou à de grands opérateurs, désireux de renforcer leurs positions. Ce phénomène se renforcerait en cas de poursuite ou d'accentuation de la faiblesse des prix du

Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

pétrole ou de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Enfin, l'importance grandissante du gaz par rapport au pétrole pourrait pousser certains acteurs à acquérir des actifs gaziers afin de se positionner ou se renforcer dès aujourd'hui sur ce segment⁵, qui selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE) bénéficierait d'un taux de croissance plus élevé que celui du pétrole et ce, quel que soit le scénario considéré (tab. 2).

Tableau 2

Taux de croissance de la demande mondiale par rapport à 2012

	Current Policies		New Policies		450 Scenario	
	2020	2040	2020	2040	2020	2040
Pétrole	9 %	27 %	7 %	14 %	4 %	- 23 %
Gaz	13 %	67 %	12 %	55 %	9 %	22 %

Source : WEO 2014

Un secteur des services dynamique, un secteur aval plus atone

Sur la période 2008-2015, le secteur des services et équipements a représenté 27 % du volume des transactions et 20 % de leur valeur. En 2014, avec la réalisation de deux transactions géantes, Kinder Morgan et Kinder Morgan Energy Partners, ainsi que Halliburton et Baker Hughes, pour respectivement 59 G\$ et 38 G\$, la valeur des transactions a augmenté d'un facteur 7 par rapport à 2013. Les transactions, dans le secteur des services et équipements, se situent principalement en Amérique du Nord et ce sont, pour la plupart, des consolidations. À court terme, la tendance à la consolidation devrait se poursuivre suite aux réductions des investissements des opérateurs — de 10 à 20 % au niveau mondial pour les compagnies pétrolières internationales — et à la rationalisation des coûts d'exploitation (tab. 3). L'annonce du rachat de l'équipementier Cameron par Schlumberger en août 2015 va dans ce sens.

Dans le secteur aval, le nombre de transactions est bien plus modéré que dans le secteur amont ou dans celui des services. Seulement 22 % des transactions réalisées sur la période 2008-2015 concernent ce secteur (15 % de la valeur totale des transactions). En 2014, on comptabilisait ainsi environ 500 transactions pour près de 50 G\$. Les transactions se font historiquement en Europe et aux États-Unis car ce sont des marchés matures, favorables aux restructurations. Il est intéressant de noter que l'Australie devient une région dynamique en termes de F&A dans ce secteur, à l'inverse de l'Afrique et du Moyen-

(5) L'exemple de Total en témoigne : la production de gaz a dépassé 50 % de la production totale de l'entreprise en 2014

Tableau 3

Perspectives d'investissements des compagnies pétrolières

		Réduction d'investissements annoncée en 2015 par rapport à 2014
IOC	BP	- 20 %
	Chevron	- 13 %
	ConocoPhillips	- 20 %
	ExxonMobil	- 12 %
	Shell	- 20 %
	Total	- 10 %
NOC	CNOOC	- 35 %
	Gazprom	- 21 %
	PDVSA	- 10 % minimum
	Petrobras	- 37 % sur 5 ans
	Sinopec	- 12 %
	Statoil	- 10 %

Source : compilation d'articles de presse

Orient. Les compagnies internationales continueraient, pour leur part, à désinvestir dans ce secteur.

Quelle dynamique pour les IOC et les NOC ?

L'activité des IOC dans les F&A est globalement faible sur la période 2008-2015 relativement aux autres acteurs (indépendants, compagnies de services et équipements, etc.). Les IOC ont ainsi représenté moins de 1 % du volume de transactions en 2014 (moins de 4 % sur l'ensemble de la période étudiée). Cette faiblesse résulte d'une tendance marquée à la cession d'actifs et à une très faible propension au rachat d'actifs depuis 2012. À court terme, les IOC devraient encore poursuivre leurs désinvestissements dans les actifs non stratégiques, mais également dans l'aval pétrolier, afin de se repositionner sur les segments les plus rentables de leurs activités, sur le secteur gazier dont les perspectives sont intéressantes, tout en continuant à abaisser leurs coûts. En parallèle, les IOC pourraient également continuer ou renforcer leur diversification dans le secteur des énergies renouvelables, à l'image du rachat, en 2011, de 60 % du capital de SunPower par Total.

Les stratégies des compagnies nationales (NOC) sont plus diverses car elles sont directement liées aux plans nationaux. De manière générale, sur l'ensemble de la période étudiée, les NOC ont représenté 5 % du volume de transactions des F&A pour environ 7 % du montant global. On peut distinguer deux types de stratégies : celle des compagnies des pays riches en ressources en hydrocarbures, et celle des compagnies nationales des pays importateurs, qui ont été les plus actives ces dernières années. Les NOC des pays importateurs, notamment les NOC chinoises et, dans une moindre mesure,

Le retour des fusions et acquisitions dans le secteur des hydrocarbures

indiennes, ont été les acteurs d'une importante vague d'opérations entre 2010 et 2013, portée par la volonté d'acquérir des actifs technologiques spécifiques. Les compagnies nationales des pays producteurs et exportateurs ont été beaucoup moins actives sur la période 2008-2015. L'évolution actuelle des prix du pétrole, ainsi que la politique de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), engendrent un climat d'incertitude pour les NOC des pays producteurs. Leurs désirs d'acquisitions et/ou de diversification risquent de se heurter à des contraintes budgétaires majeures, suite à la diminution marquée des recettes d'exportations en 2014 et 2015, ou à des contraintes spécifiques (sanctions de l'Union européenne et des États-Unis pour les NOC russes). Enfin, suite à l'accord entre la communauté internationale et l'Iran en juillet 2015, la question de la stratégie de ses compagnies nationales se pose. Si la levée progressive des sanctions occidentales en Iran offre de nouvelles perspectives aux acteurs du secteur, il semblerait que les NOC iraniennes s'orientent de manière préférentielle sur des partenariats plutôt que sur des F&A, à court terme du moins, afin d'accroître le développement de leurs ressources.

Les différentes stratégies de F&A observées sur la période 2008-2015 révèlent des modèles économiques propres aux différents segments d'activité de l'industrie des hydrocarbures. Globalement, les opérations de F&A dans le secteur des hydrocarbures restent dominées par un triptyque composé d'une région (l'Amérique du Nord), d'un secteur (l'amont pétrolier et gazier) et d'un acteur principal (les indépendants). Le secteur des hydrocarbures reste très attractif pour les opérations de F&A, comme le montrent les opérations récentes entre Shell et BG (70 G\$) ou le rachat de Cameron par Schlumberger (15 G\$). La faiblesse des prix du pétrole, la faible valorisation relative des actifs pétroliers sur les marchés boursiers, les taux d'intérêt historiquement bas, qui caractérisent la conjoncture actuelle, constituent un ensemble d'ingrédients favorables à une poursuite à un rythme plus soutenu des opérations de F&A à court et moyen termes.

*Florian Fosse, Emmanuel Hache et Philomène Portenart
emmanuel.hache@ifpen.fr
Manuscrit remis en décembre 2015*