



Kashagan : Mythe ou réalité ?

Résumé-Conclusion



Source : RD Shell 31 01 2013

La découverte du champ pétrolier de Kashagan (au Kazakhstan) en 2000 a créé beaucoup d'espoirs parmi la communauté financière, car malgré les difficultés prévisibles de mise en œuvre de production, il s'agissait de la principale découverte réalisée depuis plusieurs décennies dans un monde à la recherche de nouveaux gisements. Les choix des compagnies occidentales présentes dans le projet furent différents, avec la volonté d'ExxonMobil, Shell, Total et ENI de prendre le leadership alors que BP, Statoil et BG Group se retirèrent. Le choix d'ENI comme opérateur couronna la stratégie du groupe italien de transformation d'un groupe considéré comme « utility » en major pétrolier. Force est de constater que ce repositionnement d'ENI fut salué par les marchés financiers.

Cependant les réalités prirent le dessus sur le « rêve » et face aux difficultés techniques et environnementales, les retards s'accumulèrent, les coûts explosèrent entraînant le courroux de l'Etat kazakh, une baisse de la rentabilité du projet et une sous-performance boursière d'ENI.

Maintenant que la première production d'huile va enfin commencer en juin 2013 (l'estimation initiale était prévue en 2008), force est de constater que les marchés n'attendent plus grand-chose de ce projet, si ce n'est qu'il va aider aux volumes de production, élément que les marchés regardent, même si comme certains disent, la croissance des volumes à venir est déjà intégrée dans les cours !!!

C'est ainsi que le 14 mars, ENI a pu confirmer une croissance moyenne annuelle de sa production de 4% pour les années à venir (de 2012 à 2016) avec la première phase de Kashagan contribuant à hauteur de 3,5% de sa production 2012. En comparaison, Kashagan contribuera à 2,6% de celle de Total.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Sommaire

Page 1 : Résumé Conclusion/ Kashagan Mythe ou réalité ?

Page 2 : Sommaire

Page 3 : Découverte géante pouvant en faire le 3ème champ de production mondial et le premier développé et opéré par des compagnies occidentales

Page 4 : Historique de la découverte de Kashagan (des espoirs puis des déconvenues)

Page 6 : Les principaux mouvements des occidentaux dans Kashagan

Page 9 : Valorisation des actifs – La proposition de la compagnie indienne ONGC Videsh à ConocoPhillips valorise les réserves de Kashagan à 22\$/baril !

Page 10 : Surperformance boursière d'ENI par rapport à Total au début des années 2000 avec une transformation d'ENI en major pétrolier

Page 11 : Total et ENI, performance boursière similaire depuis 5 ans

Page 13 : Conclusion/ Première phase de Kashagan : 3,5% de la production d'ENI 2012 et 2,6% de Total



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Découverte géante pouvant en faire le 3^{ème} champ de production mondial et le premier développé et opéré par des compagnies occidentales

L'annonce en juillet 2000 de la découverte de Kashagan au Kazakhstan a été un évènement majeur car créant beaucoup d'espoirs. En effet, les chiffres annoncés (38 milliards de barils (Mds) en place avec une production potentielle de 1,2 million de barils par jour (Mb/j)) étaient prodigieux à un moment où on ne découvrait plus de pétrole dans des zones facilement accessibles (l'Arabie Saoudite, l'Irak le Koweït et l'Iran n'étant pas ouverts ou très peu aux sociétés occidentales).

Les marchés financiers étant axés sur les profils de production, un tel montant de réserves et de potentiel de production peut, à certains égards, faire rêver les actionnaires des sociétés occidentales, surtout pour des groupes à taille modeste, tels que l'étaient BG Group, ENI et à un degré moindre Total.

	BG Group	ENI	Total
Production 2010 (kb/j)	280	1,187	2,214
60* kb/j** en %	21,4%	5,1%	2,8%

*part de chaque groupe dans la 1^{ère} phase de production en 2016 (source ENI présentation Mars 2013) ** milliers barils par jour

Depuis BG s'est désengagé du projet, car les investissements nécessaires étaient trop importants vu sa taille à cette époque.

	ENI	Total	RD Shell	ExxonMobil
Production 2012 (kb/j)	1,701	2,300	3,262	4,239
60* kb/j** en %	3,5%	2,6%	1,8%	1,4%

ExxonMobil, RD Shell, Total, ENI et BG Group ayant le même % de participation dans le champ, on voit bien l'importance relative de ce champ pour chaque société.

Vu la baisse des productions des champs au niveau mondial, la découverte de Kashagan pouvait en faire le troisième champ mondial après ceux de Ghawar (Arabie Saoudite) et de Burgan (Koweït) qui furent découverts respectivement en 1948 et 1938.

Ghawar, de loin le plus grand gisement pétrolier mondial (avec une production actuelle de l'ordre de 5 Mb/j) fut découvert en 1948 et est entré en production en 1951 (soit seulement trois ans après sa découverte). Burgan, de son côté, avec une production plus modeste (de l'ordre de 1,3 à 1,7Mb/j) fut découvert en 1938 (avec un début de production en 1946). Pour Ghawar, non seulement les réserves étaient immenses (estimations avant la nationalisation de 170 Mds barils (dont 60 récupérables) mais en plus, il s'agissait d'un pétrole léger. Jusqu'à ce jour aucun champ (Cantarell au Mexique, Burgan au Koweït, Samotlor en Russie) n'a dépassé les 2 Mb/j de production alors que Ghawar a dépassé lui les 5 Mb/j.

Aujourd'hui, il s'avère que les 60 Mds barils de réserves récupérables étaient trop faibles et alors que Ghawar produit encore de l'ordre toujours de 5 Mb/j), on parle pour les réserves d'un montant de l'ordre de plutôt 100 Mds barils, mais le montant actuel n'est pas connu et continue à faire l'œuvre de beaucoup de spéculations.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

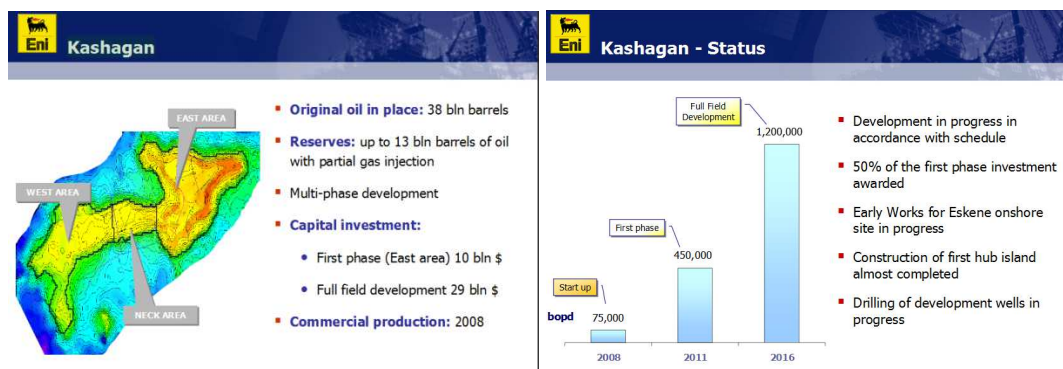
n° 2

Historique de la découverte de Kashagan (des espoirs puis des déconvenues)

Kashagan fut découvert en juillet 2000 après la signature du PSA (Production Sharing Agreement – Contrat de Partage de Production) en novembre 1997.

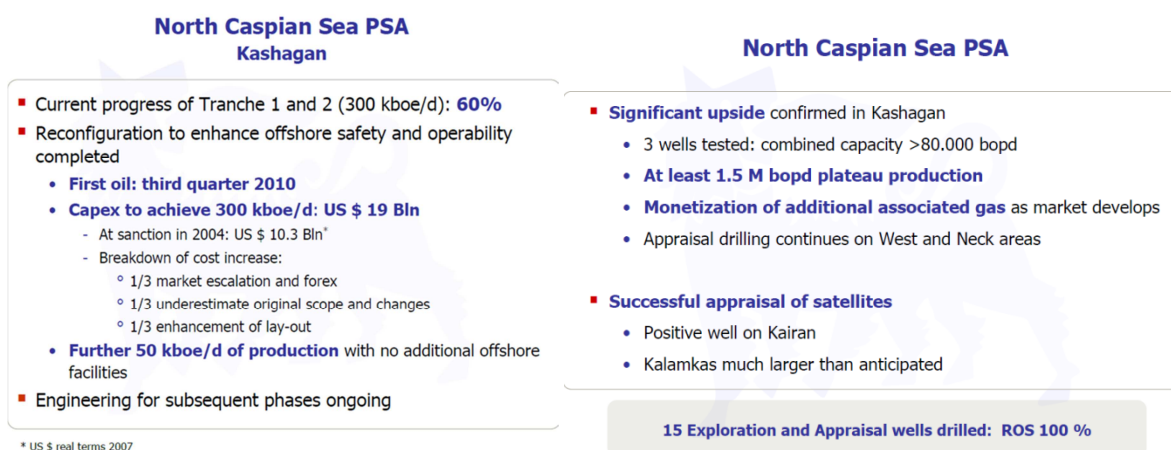
En 2004, le consortium espérait une production pour la première phase de 75 kbp/j en 2008 avec une montée à 450 kbp/j (en 2011) et un développement total à 1,200 kbp/j (2016) ; des dépenses d'investissements de 10 Mds \$ pour la phase Est et 29Mds \$ pour tout le champ.

Pétrole en place de 38 Mds barils permettant un montant de réserves récupérables 13 Mds avec injection partielle de gaz.



Source ENI : Octobre 2004

Puis en 2007, le début de production est repoussé au 3^{ème} trimestre 2010 avec des Capex quasiment doublées pour une première phase de production annoncée à 300 kbp/j. En revanche le potentiel est revu à la hausse à 1,5 Mb/j !



Source : ENI février 2007

Et en 2008, après les discussions suite aux mécontentements des kazakhs du fait de nouveaux retards (voir plus loin également les autres conséquences), une nouvelle date de début de production est fixée à 2011.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

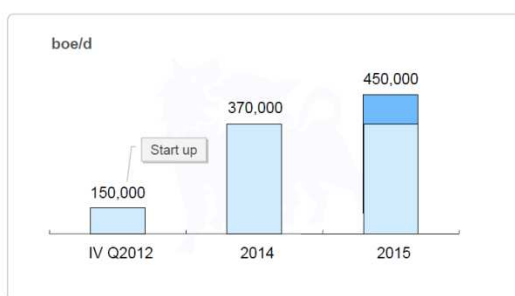
n° 2

Acquisition and new Start-up				
Field	year	W.I.	Op.	Peak 100%*
KAZAKHSTAN				
 Kashagan Ph.1	2011	16.8%	✓	450,000

Source ENI Février 2008

En 2010, nouveau retard et démarrage prévu au 4ème trimestre 2012

Experimental Program Production Capacity



Kashagan



• Eni share	16.81%
• Contract type	P5A
• Capex EP* (100%)	32 B\$
• Start-up EP	4Q 2012
• EP production @ 2013	370 kboed
• 3P Reserves (100%)	ca. 14 Bboe
• Peak Production (100%)	1.5 Mbb/d

• Challenges: high pressured reservoir, H₂S, shallow water and harsh conditions

• Details of progress (T1&2) @ April 2010:
• Offshore 78%
• Onshore 90%



* Experimental Program

58

Source : ENI Juin 2010 Séminaire Amont

Aujourd'hui, après tous ces retards, **la date de juin 2013 vient d'être confirmée pour une première production** par l'opérateur ENI le 14 mars 2013 lors de sa dernière réunion stratégique.

Ainsi d'un début de production pour la phase 1 (450 kb/j) prévu en 2008, celui-ci n'aura lieu qu'en 2013.

En outre, force est de constater que personne, à ce jour, n'est prêt à donner de date pour la phase 2 du projet (production de 1,5 Mb/j) qui en 2008 était prévue en 2016 d'autant que l'envolée des dépenses d'investissements (Capex) constatée dans tous les projets majeurs actuels fait peur !



Les principaux mouvements des occidentaux dans Kashagan

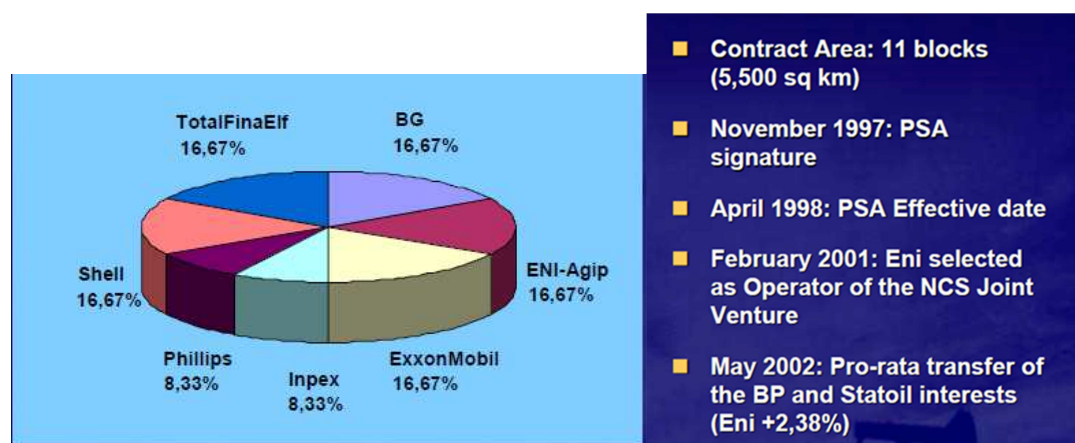
En novembre 1997 a été signé un PSA (Production Sharing Agreement – Accord de partage de production) entre les principaux groupes occidentaux (ExxonMobil, RD Shell, BP, Total, ENI, Statoil, Phillips, BG group et le japonais Inpex) et l'Etat kazakh.

Les différentes participations étaient alors de : ExxonMobil, RD Shell, Total, ENI, BG Group (14,28%), BP (9,52%), Inpex, Phillips (7,14%) et Statoil (4,76%). Tous les majors occidentaux étaient présents dans ce projet, à l'exception notable de Chevron ; ce dernier étant déjà très présent dans le pays (Kazakhstan) avec le champ de Tengiz (découvert en 1979 et contenant 25 Mds barils en place).

En juillet 2000 a été faite la découverte de Kashagan, considérée d'ores et déjà comme la plus grande découverte des trente dernières années et la plus grande hors Moyen Orient.

Une fois cette découverte réalisée, fut fait en février 2001 le choix de l'opérateur et force est de constater que le choix d'ENI fut, du fait de l'enjeu emblématique de ce développement, plus un choix par défaut. Parmi les quatre possibles, les deux super majors (ExxonMobil et RD Shell) se neutralisèrent. Le choix de Total fut rejeté car cela aurait été par ses pairs une consécration du groupe français qui venait de racheter Petrofina et Elf Aquitaine.

Peu de temps après, Total fit une offre en juin pour l'acquisition des parts de Statoil et de BP. Statoil (qui n'avait pas les capacités financières des autres groupes) se retira ainsi que BP qui était confronté à un choix politique du fait de sa puissance en Azerbaïdjan. Les autres partenaires, exerçant leur droit de préemption, les parts de chacun augmentèrent au prorata de leur participation.



Source ENI : Juin 2002



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

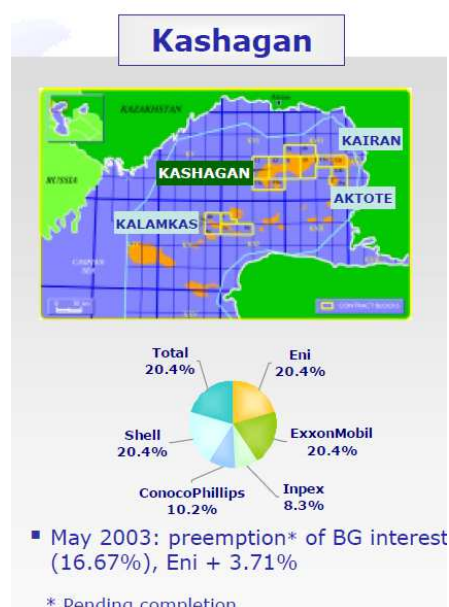
Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Le désengagement plus tardif de BG Group (2003), pour un montant de l'ordre de 1,2 Mds \$ répondit à la même logique de celle de Statoil.

Et de même qu'ils l'avaient fait avec Total, l'accord de cessions de mars 2003 avec les chinois CNOOC et Sinopec (chacun 8,33% pour 615M\$), fut préempté en mai 2003 par tous les partenaires du consortium (à l'exception du japonais Inpex).

Après cette cession, les % de détention, en attendant la finalisation des droits de préemption, auraient été alors de 20,37% pour les principaux (Shell, ENI, ExxonMobil, Total) et de 10,19% pour ConocoPhillips et de 8,33% pour Inpex.



Source ENI : Octobre 2003

Droits de préemption qui furent exercés par l'Etat kazakh et en mars 2005, fut annoncé le transfert de la moitié des actifs achetés à BG Group à la société d'Etat Kazakh Kazmunaygaz. La nouvelle structure était alors la suivante : KMG (8,33%), Eni (18,52%), ConocoPhillips (9,26%), ExxonMobil (18,52%), Shell (18,52%), Total (18,52%) et Inpex (8,33%).

Ces participations restèrent stables jusqu'à le renforcement de Kazmunaygaz en janvier 2008, suite à la poursuite des retards de production, entraînant une épreuve de force entre le consortium et l'Etat kazakh, épreuve se terminant par un transfert de parts du consortium au bénéfice de Kazmunaygaz. En effet en septembre 2007, le parlement kazakh avait voté une loi permettant au gouvernement de changer ou d'annuler tout contrat avec des compagnies étrangères si leurs actions menaçaient l'intérêt national ! Ainsi le retard probable de 5 ans fut officiellement compensé par un accord conclu le 31 octobre 2008 avec le transfert d'une partie de leur participation le 23 janvier 2009 à Kazmunaygaz.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

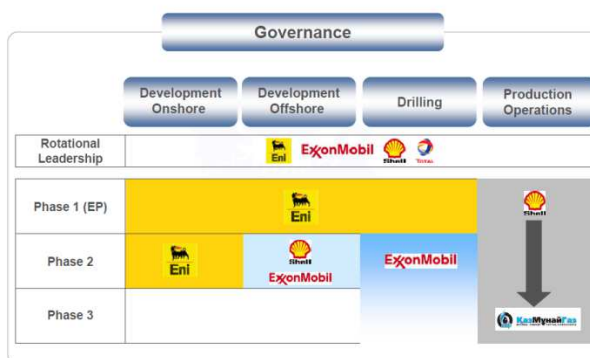
n° 2

A noter également la perte par ENI une fois la production démarrée du rôle d'opérateur au bénéfice de Shell et un contrôle plus partagé entre les majors (Shell, ExxonMobil, ENI et Total). Voir tableau ci-après à droite.

Major Agreements Reached in 2007 - Kashagan

- New agreement concluded:
 - PSA contract structure unchanged
 - Compensation to Kazakhstan linked to oil price scenario
- Benefits to Eni from managing the experimental programme:
 - Skill transfer
 - Transformational experience
- Long term structure in place:
 - Stable partnership
 - Deployment of expertise in other projects

The New Operating Model and Governance



Source : ENI février 2008

Après ce transfert, et avant la cession à venir de ConocoPhillips (et qui est toujours en attente), les parts actuelles sur le champ de Kashagan sont :

Shell, ENI, Total, ExxonMobil, KMG (16,81%), ConocoPhillips (8,33%), Inpex (7,62%).

En effet, en novembre 2012, l'américain ConocoPhillips, après sa séparation en deux, a annoncé son désengagement au profit de la compagnie indienne ONGC Videsh pour un prix de l'ordre de 5 Mds \$. L'accord est encore soumis, comme toutes les opérations précédentes, à préemption.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Valorisation des actifs – La proposition de la compagnie indienne ONGC Videsh à ConocoPhillips valorise les réserves de Kashagan à 22\$/baril !

Certes depuis il y a eu beaucoup d'investissements et le cours du baril n'est plus du tout du même niveau entre 2002 et 2012-13, mais il est intéressant de mettre en parallèle la valorisation implicite du champ donné par les transactions effectuées :

- 1) 2003/ Brent à environ 25-30\$/baril, 8,33% du champ pour 615M\$ (cession en 2003 de BG Group au consortium).
- 2) 2012-13/ Brent à environ 100-110\$/baril, 8,4% du champ pour 5Mds \$, donnant une valorisation des actifs à 100% du champ à environ 60Mds \$ (cession en cours de ConocoPhillips au groupe indien ONGC Videsh).

Ainsi en dix ans, la valorisation du champ à 100% a quasiment décuplé passant de 7,4 Mds \$ à environ 60Mds \$.

Et si l'on focalise ce prix de transaction sur ENI qui déclare le montant de ses réserves prouvées sur le champ de Kashagan, cela revient à dire que la valorisation par baril est supérieure à 22\$/baril.

Au 31 décembre 2011, les réserves prouvées 1P de Kashagan étaient estimées à 449 Mbep (en retrait de 120 Mbep par rapport à 2010, du fait de la hausse du cours du baril, pénalisant les réserves car il s'agit d'un contrat de partage de production).

Si l'on prend la participation d'ENI de 16,81%, les réserves pour tout le champ seraient alors de 2 671Mbarils impliquant au niveau de ConocoPhillips (8,33%), 222 Mbarils.

Ainsi c'est à plus de 22\$/baril que la proposition de l'indien ONGC Videsh valorise les réserves prouvées 1P de Kashagan !

Cela met de nouveau en avant comment les majors pétroliers sont largement sous valorisés fondamentalement par rapport aux juniors !



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Surperformance boursière d'ENI par rapport à Total au début des années 2000 avec une transformation d'ENI en major pétrolier

Comme nous l'avions déjà souligné dans notre lettre précédente, ENI et Total sont les deux principales valeurs pétrolières dans l'indice Eurostock. Certes au moment de la découverte de Kashagan, Royal Dutch n'avait pas encore fusionné avec Shell et donc Royal Dutch (action néerlandaise) était encore dans les indices Euro, mais la performance de Royal Dutch obéissait aussi à certains arbitrages avec Shell T&T (action anglaise) qui elle-même était arbitrée avec BP !

C'est pourquoi, il nous a semblé intéressant de regarder la performance comparée de ENI et de Total au cours du début des années 2000, moment de la découverte de Kashagan et des espoirs dans ce champ alors qu'ENI, sous l'impulsion de son Directeur Général Vittorio Mincato, avait entrepris un tournant majeur dans sa stratégie lui permettant boursièrement de passer du statut de valeur « Utility » à celui d'une valeur pétrolière, grâce non seulement à la découverte de Kashagan mais aussi de par ses nombreuses acquisitions (British Borneo, Lasmo...).

Le choix d'ENI à l'époque (février 2001) fut considéré comme le point d'orgue à cette transformation.

Evolution des cours en absolu d'ENI et de Total au début des années 2000, chaque année et en cumulé

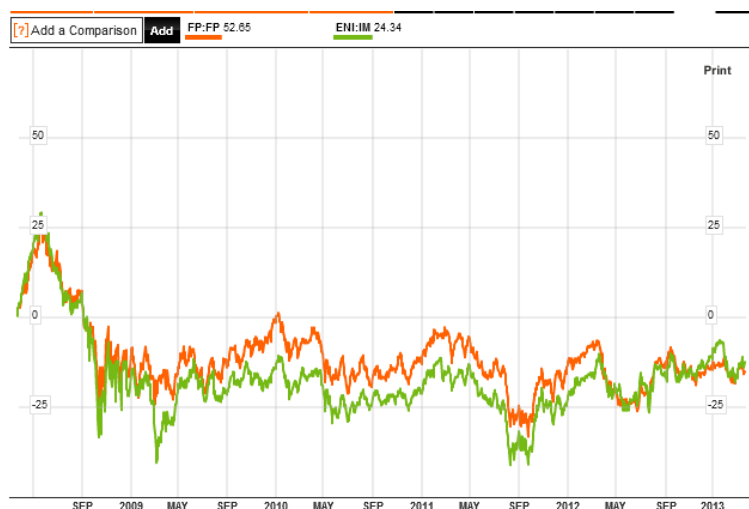
Chaque année	2000	2001	2002	2003	2004
Total	19,6%	1,3%	-15,2%	8,3%	9,0%
ENI	24,9%	3,0%	7,8%	-1,3%	24,4%
Années cumulées	2000	2001	2002	2003	2004
Total	19,6%	21,1%	2,7%	11,3%	21,3%
ENI	24,9%	28,7%	38,7%	37,0%	70,4%



Total et ENI, performance boursière similaire depuis 5 ans

Depuis le milieu de la dernière décennie, force est de constater après la formidable histoire d'ENI que les performances des deux valeurs ont quasiment été identiques et que si à un moment, une des deux valeurs surperforait l'autre pour une quelque raison (crainte sur dividende à l'exemple de ENI en 2008, cessions etc...) peu de temps après elle était rattrapée par l'autre.

Performance comparée d'ENI et de Total depuis 5 ans



Source FT

Evolution des cours en absolu d'ENI et de Total depuis 2005, chaque année et en cumulé

Chaque année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total	32,1%	3,0%	4,0%	-31,5%	15,7%	-11,9%	-0,4%	-1,2%
ENI	25,9%	8,7%	-1,7%	-33,2%	6,3%	-8,2%	-2,0%	14,6%
Années cumulées	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total	32,1%	36,0%	41,5%	-3,1%	12,0%	-1,3%	-1,7%	-2,9%
ENI	25,9%	36,9%	34,6%	-10,0%	-4,4%	-12,2%	-14,0%	-1,5%

En revanche, si l'on entre plus en détail année par année, on constate que si les performances sont quasiment identiques, la raison en vient à ce qu'après le formidable parcours d'ENI au début des années 2000, les dures réalités (entre autres) de Kashagan avec les retards, la perte à venir du leadership de ENI sur ce projet ont déçu après tant d'espoirs. Total a surperformé ENI surtout au moment de la chute des cours du baril à partir de mi 2008.



La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret



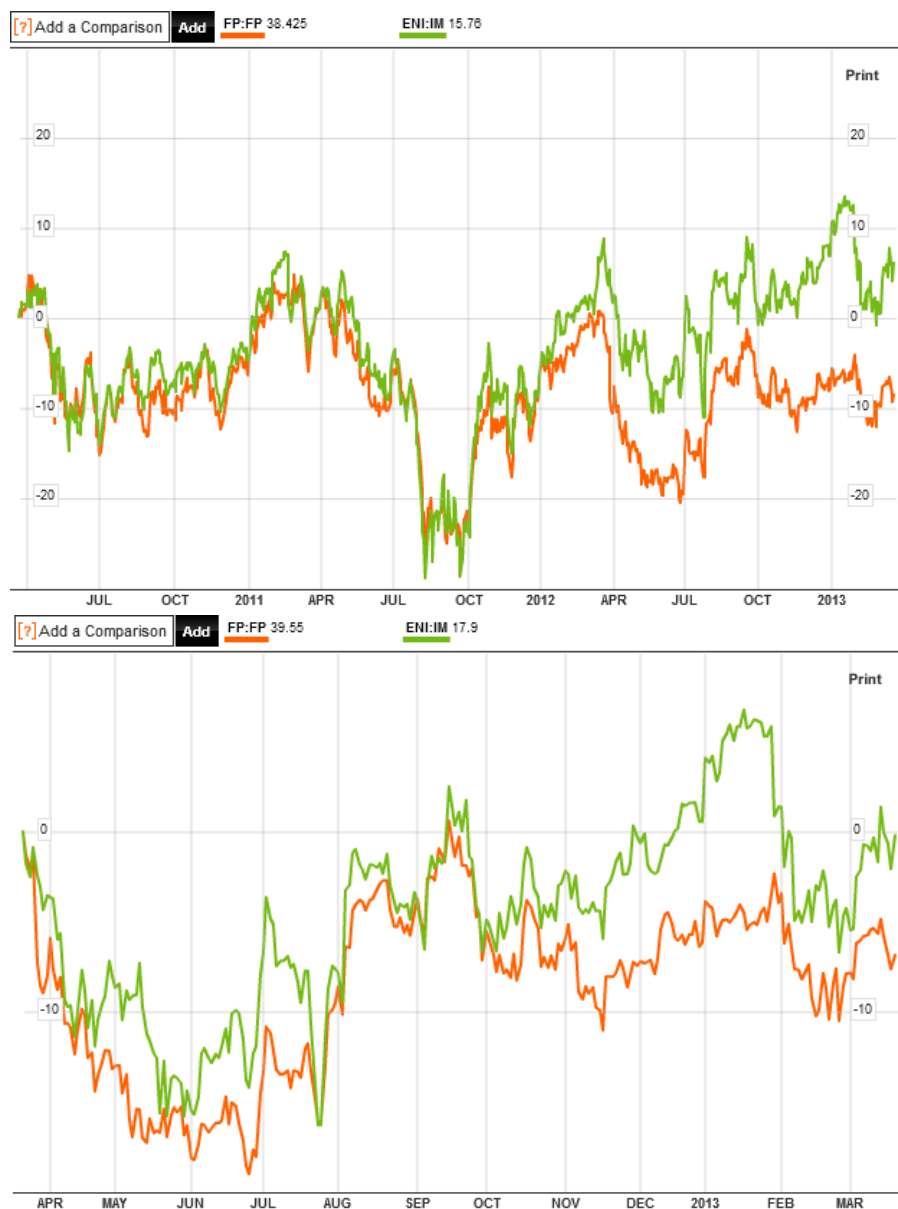
Avril 2013

Kashagan mythe ou réalité ?

n° 2

Ensuite, c'est l'histoire (très récente) des découvertes au Mozambique et les désengagements de SNAM Rete et de Galp Energia qui ont permis à ENI de se redresser, expliquant les graphes ci-après avec une nette surperformance d'ENI depuis surtout la mi-2012 :

Performances absolues comparées de Total (orange) et d'ENI (vert) depuis 3 et 1 an.

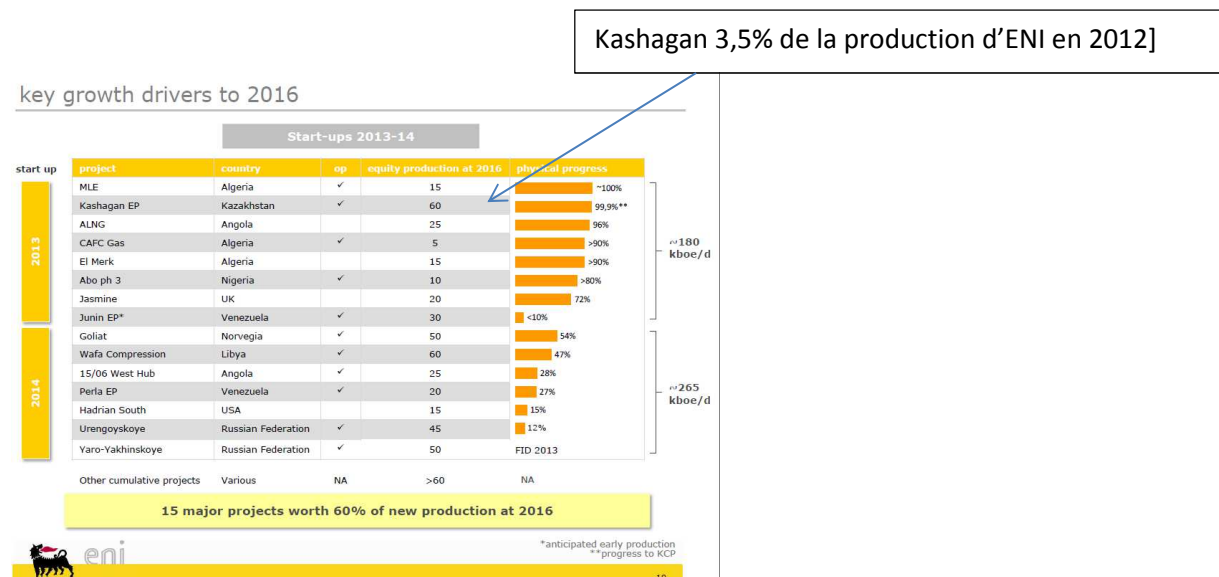


Source FT

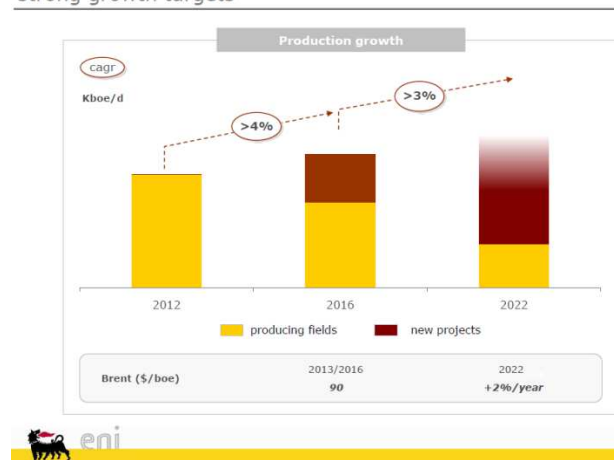


Conclusion

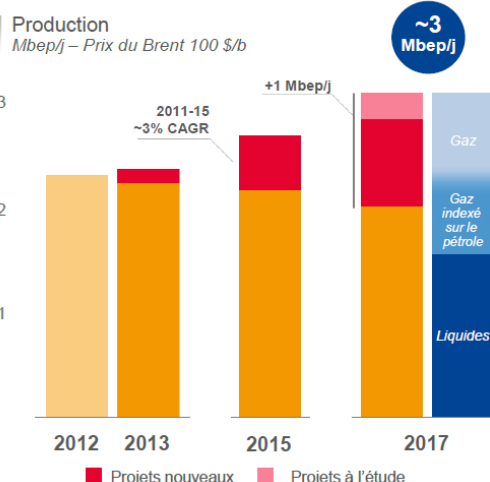
Première phase de Kashagan : 3,5% de la production d'ENI 2012 et 2,6% de Total



strong growth targets



Source ENI : Mars 2013 présentation stratégique



Source Total : Février 2013 Présentation résultats 2012

Maintenant que la première production d'huile va enfin commencer en juin 2013 (estimation initiale prévue en 2008), force est de constater que les marchés n'attendent plus grand-chose de ce projet, si ce n'est qu'il va aider aux volumes de production, élément que les marchés regardent, même si comme certains disent, la croissance des volumes à venir est déjà intégrée dans les cours !!!

C'est ainsi que le 14 mars, ENI a pu confirmer une croissance moyenne annuelle de sa production de 4% pour les années à venir (de 2012 à 2016) avec Kashagan contribuant à hauteur de 3,5% de sa production 2012. En comparaison, pour Total, les 60 kb/j correspondent à 2,6% de celle de Total, toujours pour 2012.



Avril 2013

La lettre mensuelle d'Aymeric de Villaret

Kashagan mythe ou réalité ?



n° 2

Aymeric de Villaret était, jusqu'à mai 2012, co-responsable sectoriel Energie à la Société Générale qu'il a rejoint en 1988 en tant qu'analyste financier actions chimie. Il a suivi le secteur du pétrole à partir de 1990. Avant de rejoindre SG, Aymeric de Villaret a travaillé comme ingénieur chimiste chez DSM pendant dix ans. En 2011 et 2012, l'équipe Pétrole SG a été classée numéro 1 au Grand prix Extel France. Il possède un diplôme d'Ingénieur Chimiste ESCOM et un troisième cycle de Finance de l'IAE Paris. Aymeric de Villaret a été classé meilleur analyste Pétrole au Grand Prix Agefi de 1996 à 2003 et a été classé meilleur analyste tous secteurs confondus en 1998.