

1 - L'équilibre offre / demande, notre indicateur principal de l'évolution du prix du pétrole

En se basant sur l'analyse de l'équilibre offre / demande (graphique 2), nous avons écrit lors de notre rapport annuel 2015 être acheteurs du secteur pour un baril à 30\$ (Cf. page 45 du rapport annuel 2015). Au cours du premier semestre nous avons donc augmenté notre exposition sur le secteur pétrolier (13% du portefeuille au 30/11/2016).

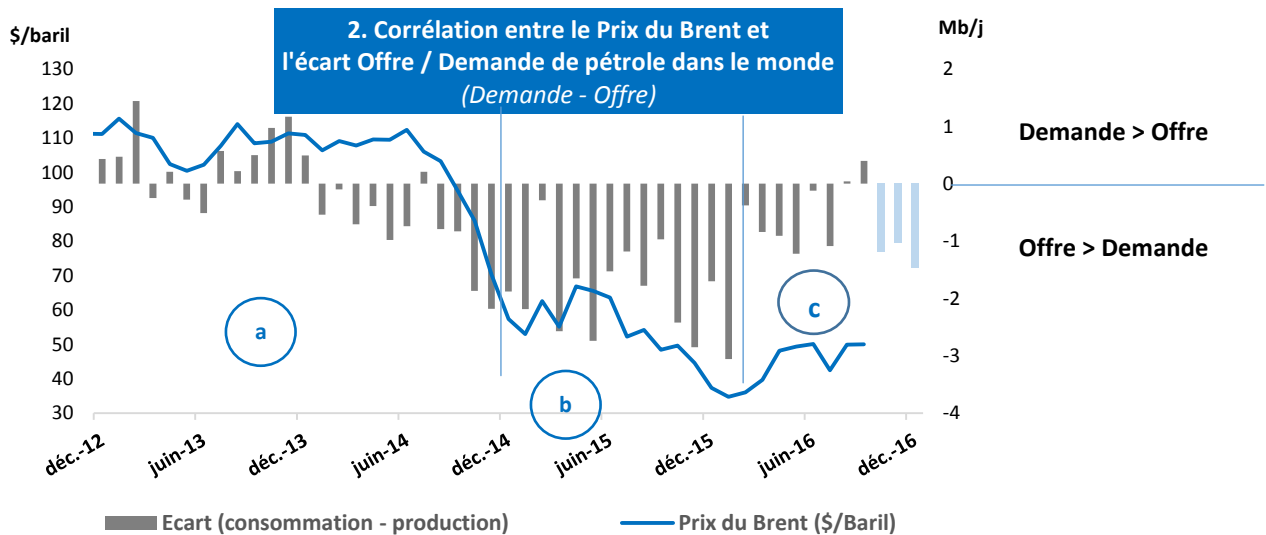
Synthèse de notre gestion sur le secteur pétrolier

En plus du rebond du prix du pétrole, à travers notre choix de valeurs, nous avons recherché des éléments supplémentaires pour investir.

1. Contribution à la performance 2016 au 30 novembre

Vallourec	+2,2%
Total	+0,4%
Technip	+0,2%
ENI	+0,2%
GTT	-0%
Rubis	-0%
SBM Offshore	-0,1%
Total secteur	+2,9%
A21	+6,3%

- Vallourec (fabriquant de tubes) : rebond du prix du pétrole + exposition au redémarrage de l'activité aux Etats-Unis + réorganisation industrielle.
- Technip (management de projets, ingénierie et construction pour l'industrie de l'énergie) : rebond du prix du pétrole + fusion avec FMC Technologies + exposition aux projets de cycle court.
- Total, ENI (compagnies pétrolières) : rebond du prix du pétrole + rationalisation des dépenses + rendement dividende.
- GTT (fabricant de membranes pour le transport de GNL) : rebond du prix du pétrole + volume de GNL en hausse + carnet de commandes offrant de la visibilité + rendement dividende supérieur à 8,5% pour un cours de 31€.



a : 2011 – nov. 2014 b : nov. 2014 – T1 2016 c : T1 2016 - ?

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission. Toutes les opinions, estimations et projections contenues dans le présent document reflètent le contexte actuel et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis.

3. Schiste US : production de pétrole (Mb/j)

Janv. 2012	1,6
Janv. 2013	2,5
Janv. 2014	3,4
Mars 2015	4,6
Oct. 2016	3,9

4. OPEP : production de pétrole (Mb/j)

2014	31
2015	32,1
2016 T1	32,5
Oct. 2016	33,6
Janv. 2017	32,5

5. Surplus de l'offre mondiale de pétrole selon l'EIA avant accord (Mb/j)

2016 T4	1,2
2017 T1	0,7
2017 T2	0,9
2017 T3	0
2017 T4	0,4

Trois phases depuis 2014

a- La baisse des prix du pétrole à partir de la fin de l'année 2014 est liée à un déséquilibre entre l'offre et la demande (graphique 2). Ce déséquilibre a pour origine la montée en puissance de la production de pétrole de schiste américaine (tableau 3), accentuée par la décision de l'OPEP (29 novembre 2014) de ne plus encadrer sa production.

b- La chute des prix du baril a freiné la croissance de l'offre et a poussé les compagnies pétrolières et parapétrolières à réduire leurs coûts et leurs investissements de façon drastique, en particulier aux Etats-Unis. Depuis le 1^{er} trimestre 2016, le surplus d'offre se résorbe progressivement, ce qui a entraîné un rebond du prix du baril de 30\$ à 45\$.

c- La rationalisation des coûts au niveau mondial permet aujourd'hui à de plus en plus de projets d'être rentables dans un environnement à moins de 60\$/baril. Aux US, les investissements ont touché un point bas au T2 2016 et sont attendus en forte hausse pour 2017 (cf. partie 2). Sous réserve de la confirmation de la reprise des investissements, la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis devrait toucher un point bas en 2017.

Lors de la réunion de Vienne du 30 novembre 2016, l'OPEP a décidé d'abaisser sa production à 32,5 Mb/j, soit une réduction de 1,1 Mb/j par rapport au niveau d'octobre 2016 (tableau 4). L'accord doit être mis en place à partir du 1^{er} janvier 2017, il est valable six mois, renouvelable une fois. Ce dernier a été facilité par l'engagement de certains pays non membres de l'OPEP d'abaisser leur production de 0,6Mb/j.

Cet accord marque la volonté de l'OPEP (un tiers de la production mondiale) de rééquilibrer le marché. Toutefois, nous restons prudents sur l'évolution future de l'équilibre offre / demande pour les raisons suivantes :

- Evolution de la production américaine
- Niveau élevé des stocks
- Accord fragile et incertitude sur son application
- L'accord ne s'applique pas à la Libye ni au Nigeria

2 - Redémarrage de l'activité en Amérique du Nord

Les sociétés de pétrole de schiste américaines constituent « le producteur marginal » : le surplus d'offre qu'elles ont produit a déstabilisé le marché et fait chuter les prix. Pour cette raison, depuis 2014 nous sommes très attentifs à l'évolution du secteur du pétrole de schiste aux Etats-Unis. Nous suivons un échantillon de quinze des principales sociétés de ce secteur, représentant une capitalisation totale de 223Md\$ au 30/11/2016.

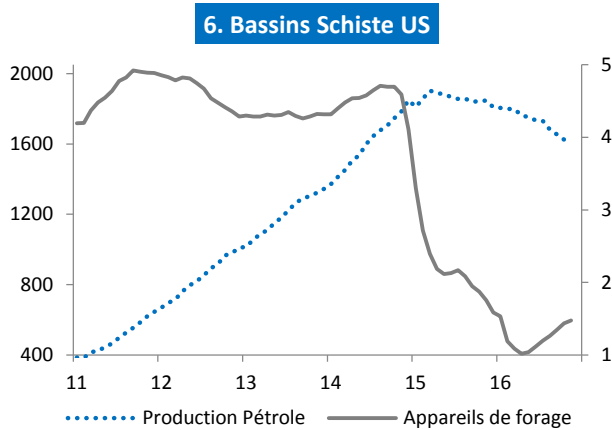
Concernant le pétrole de schiste aux Etats-Unis, nous avons constaté le retournement en 2016 de deux de nos indicateurs : le nombre d'appareils de forage et les CAPEX.

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission. Toutes les opinions, estimations et projections contenues dans le présent document reflètent le contexte actuel et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis.

Indicateur n°1 : Suivi du nombre d'appareils de forage

Alors que le nombre d'appareils de forage continue de baisser dans le reste du monde, en Amérique du Nord (US + Canada), il est passé de 450 appareils en mai 2016, à 700 en octobre 2016, soit une hausse de +55% (tableau 7).



7. Nombre d'appareils de forages dans le monde

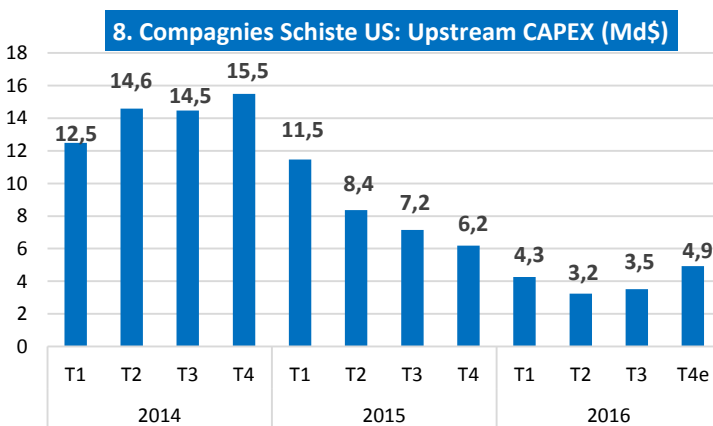
	US	Canada	RdM	Part Canada + US dans le Monde
déc.-14	1882	375	1 313	63%
déc.-15	714	160	1 095	44%
mai-16	408	42	955	32%
oct.-16	544	156	920	44%

/ Le nombre d'appareils de forage (indicateur publié chaque semaine par Baker Hugues aux US), sert de proxy pour le nombre de nouveaux puits et, par conséquent, pour la production et les CAPEX futurs. C'est un thermomètre de l'activité. /

Aux Etats-Unis, le nombre d'appareils de forage dans les bassins de schiste est encore loin de son niveau de 2014 (graphique 6), mais le rebond récent est renforcé par deux éléments. D'une part, la productivité des équipes de forage a plus que doublé depuis 2014. D'autre part, les progrès technologiques permettent de réaliser des forages horizontaux de plus en plus longs. Ces deux évolutions sont synonymes d'une production de pétrole et d'une consommation de tubes plus importantes par appareil de forage.

Pour rappel, Vallourec est un fabricant de tubes principalement à destination du secteur pétrolier. Vallourec réalisait 40% de son CA en Amérique du Nord au 1^{er} trimestre 2015, contre 14% au 2^{ème} trimestre 2016.

Indicateur n°2 : Suivi des CAPEX en Amérique du Nord



/ Suivi trimestriel de l'évolution des CAPEX d'un échantillon de quinze des principales compagnies pétrolières de schiste américaines. /

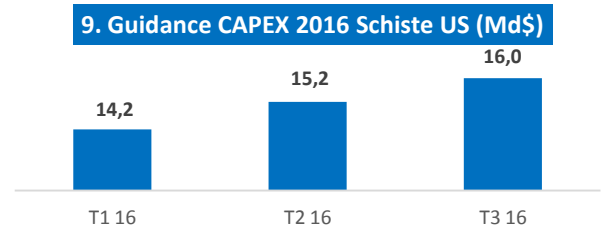
Le suivi des CAPEX en Amérique du Nord confirme la reprise des investissements depuis le 2^{ème} trimestre 2016 (graphique 8). Au sein de notre échantillon, deux sociétés ont publié leur prévision de CAPEX pour 2017. Les deux ont annoncé une augmentation de plus de 40% par rapport à 2016. La plupart des compagnies publieront leur guidance de CAPEX 2017 au 4^{ème} trimestre 2016 ; au vu des messages récents des managements, ces derniers devraient être en forte augmentation en 2017.

Au niveau mondial, la situation est différente : les CAPEX sont attendus en baisse de -5% en 2017 par rapport à 2016.

Avertissements

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission. Toutes les opinions, estimations et projections contenues dans le présent document reflètent le contexte actuel et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis.

Tout au long de l'année 2016, à mesure que leur discours se faisait plus positif, les compagnies américaines n'ont eu de cesse de rehausser leur guidance de CAPEX pour 2016 (graphique 9).



/ Suivi trimestriel de l'évolution des CAPEX d'un échantillon de quinze des principales compagnies pétrolières de schiste américaines. /

3 - Conclusion

A ce jour, nous restons positifs sur le secteur, toutefois nous adoptons une position plus mesurée sur l'évolution du prix du baril.

- Faible visibilité sur l'évolution du prix du baril :
 - La volonté de régulation de l'OPEP, ainsi que la déplétion naturelle des puits exercent une pression à la hausse sur le prix du pétrole.
 - A l'inverse, la hausse des prix du baril, la rationalisation des coûts et la reprise des investissements en Amérique du Nord nous incitent à la prudence.
- Reprise du cycle d'investissement :
 - Amérique du Nord : reprise des investissements depuis le 2^{ème} trimestre 2016
 - Reste du monde : baisse des dépenses toujours en cours, le point bas devrait être touché au 2^{ème} semestre 2017.

Après deux années de forte baisse des dépenses d'investissements, une reprise de ces dernières est nécessaire afin de compenser le déclin naturel de la production (-5%/an pour un puits classique, -50% la 1^{ère} année pour un puits de pétrole de schiste et -80% à partir de la 3^{ème} année). Contrairement au reste du monde, ce scénario est en train de se matérialiser en Amérique du Nord pour deux raisons : la baisse des coûts et des CAPEX y a été plus forte et le taux de déplétion de la production y est plus important.

Nous regardons plus particulièrement le secteur du pétrole de schiste américain qui, en tant que « producteur marginal », pourrait de nouveau déséquilibrer le marché. Prévoir la capacité de montée en puissance de la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis à moyen terme est difficile, car cette dernière est une fonction du prix du baril. Néanmoins, grâce à nos indicateurs, nous sommes en mesure d'agir rapidement en fonction de la situation. Enfin, le suivi de l'évolution des dépenses d'investissements influencera notre positionnement futur sur les compagnies parapétrolières.

10. Notre scénario central pour 2017

Prix du Brent (\$)	Entre 50 et 60
CAPEX pétrole de schiste Amérique du Nord	Hausse
CAPEX reste du monde	Légère baisse

Le 9 Décembre 2016, à Paris
Daniel Tondu
Laurent Gauville
Pierre Pougnet
Silvère Poitier

/ Sources: Communiqués Sociétés, Baker Hugues, EIA, OPEP, Gestion 21 /

Contacts

Valérie Salomon Liévin
Relations Investisseurs
01 84 79 12 11
v.salomon@gestion21.fr



Romain Joudelat
Relations Investisseurs
01 84 79 34 33
r.joudelat@gestion21.fr