

# SAUDI ARAMCO

## 2222

Introduction : Le mardi 13 Mai 2025, Trump a débuté son voyage de trois jours au Moyen-Orient en commençant par l'Arabie saoudite. Il y a signé un partenariat économique stratégique avec le Prince Mohammed Ben Salman. Le montant des futurs investissements saoudiens a été estimé à 600 milliard de dollars par la Maison Blanche. Ce montant pharaonique nous amène à reconsidérer la puissance économique de ce Royaume qui repose essentiellement sur ses réserves de pétrole.

Autrefois première capitalisation boursière au monde, Saudi Aramco est la pièce maîtresse de l'économie de son pays. Avec sa valorisation boursière qui a diminuée de plus de 30% en 3 ans, une analyse de ce géant de l'industrie permettra de savoir s'il existe aujourd'hui une opportunité d'achat d'actions ou non.

À l'heure où les valeurs technologiques sont valorisées à des multiples de valorisation particulièrement élevés avec un environnement politique plus que bouleversé, il n'est pas inintéressant pour les investisseurs d'orienter une partie de leurs portefeuilles vers des entreprises plus stables. C'est également pourquoi nous pensons qu'il est pertinent de s'intéresser à Aramco.

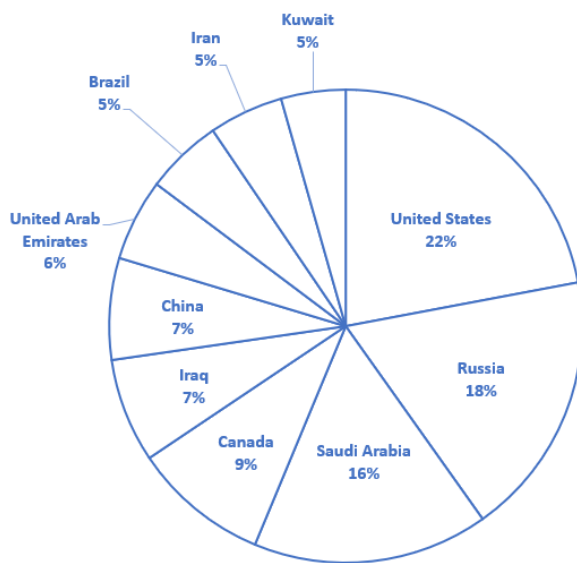
Afin d'analyser au mieux l'entreprise Aramco, nous adopterons une approche « Top Down ». Nous commencerons par une étude du marché pétrolier international, en expliquant les mécanismes de fixation des prix.

Après cette analyse macroéconomique, nous nous concentrerons sur Aramco, en retraçant son histoire, son modèle économique et ses ressources. Nous examinerons les raisons de son avantage compétitif dans le secteur ainsi que les difficultés liées à son évaluation financière. Nous aborderons également les motifs de son introduction en bourse, son manque de popularité auprès de certains investisseurs et la dimension politique de son développement. Enfin, une synthèse permettra de revenir sur les points clés de notre analyse.

Présentation du marché : Le marché du pétrole est aujourd'hui soutenu par une demande d'environ 104 millions de barils par jour, incluant le pétrole brut, les liquides de gaz naturel et autres ressources. Du côté de l'offre, nous identifierons les principaux pays exportateurs de la ressource et les clés du secteur. Par la suite, nous expliquerons brièvement comment sont mis



en relation les acheteurs et vendeurs en passant par le mécanisme de détermination du prix. Ce



graphique représente la répartition de la production pétrolière mondiale par pays en 2024. Cela permet d'avoir une idée du poids de chaque pays dans la production mondiale. Cependant, cette donnée reste trop générale. Il convient de comprendre la nature de chaque production, leurs coûts et les organisations impliquées telles que l'OPEP par exemple.

La première observation économique est que parmi les 3 premiers pays producteurs, le royaume est de loin le plus petit en surface et en démographie, ce qui laisse comprendre une certaine dépendance à ce secteur et permet de

mieux anticiper les décisions politiques importantes concernant son entreprise.

Cette idée est confirmée par le tableau ci-dessous. On remarque qu'entre 30 et 40% du PIB de la monarchie repose sur le pétrole. D'autant plus cette ressource représente 90% des exportations du pays.

| Country       | GDP (in Billion USD 2024) | Oil/Fossil Fuel Share of GDP | Estimated Fossil Fuel Revenue (USD) |
|---------------|---------------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| United States | \$28,000.00               | 3-4%                         | \$840 billion - \$1.12 trillion     |
| Russia        | \$2,200.00                | 15-20%                       | \$330 billion - \$440 billion       |
| Saudi Arabia  | \$1,100.00                | 30-40%                       | \$330 billion - \$440 billion       |
| Canada        | \$2,200.00                | 5-7%                         | \$110 billion - \$154 billion       |

Maintenant que nous avons un aperçu du marché international du pétrole, nous pouvons nous intéresser à sa formation et son fonctionnement. Comme dans tout autre marché, le prix de la ressource noir se détermine par le mécanisme de l'offre et de la demande. Néanmoins, celui-ci est relativement encadré.

Nous savons tous que la ressource que nous utilisons pour nos véhicules et nos usines est exploitée et offerte sur le marché par de grandes compagnies pétrolières telles qu'Exxon Mobil, BP, Chevron etc.. Mais cette offre rencontre une première demande des raffineurs, qui eux se chargent de rendre son utilisation possible pour les clients finaux, à savoir, les particuliers, les professionnels et industriels. Ces raffineurs font appels à des spécialistes de la négoce pour acheter et vendre les bons volumes en fonction de la demande et du besoin de leurs clients. On peut donc considérer ces professionnels comme des traders qui vont chercher à faire des bénéfices sur les variations quotidiennes du cours. C'est pour cette raison que durant les transports de cargaisons, les propriétaires changent à plusieurs reprises. Ce marché, sur lequel les échanges physiques s'effectuent s'appelle le marché spot. C'est donc bien sur ce marché



que le prix du WTI est momentanément devenu négatif durant l'épidémie du Covid-19 du fait de la saturation des capacités de stockage aux États-Unis.

À la différence du marché spot, le marché à terme (ou marché au papier) fonctionne sur la base d'achat et de vente sur papier sans réel échange physique du produit. On peut effectuer ces opérations sur les marchés spécialisés comme le Chicago Mercantile Exchange (CME), New York Mercantile Exchange (NYMEX) ou l'Intercontinental Exchange Futures (ICE Futures). Ce marché est particulièrement intéressant pour les producteurs qui souhaitent se protéger contre les variations de prix en vendant à terme leurs productions. En face de ceux-ci se trouvent toutes sortes d'acteurs comme des spéculateurs par exemple, qui espèrent gagner de l'argent ; en contrepartie ils fournissent de la liquidité pour cet immense marché. Le seul inconvénient de ce système de marché est qu'il amène plus de volatilité des cours, ce qui peut être néfaste pour l'économie dans certaines situations.

Tous ces marchés et acteurs amènent à déterminer le prix auquel la ressource pourra être vendue par les producteurs. Le prix de ce pétrole brut pourra être déterminé sur la base des benchmarks, qui sont le West Texas Intermediate (WTI) et le Brent. Le WTI correspond au pétrole exploité au États-Unis et le Brent à celui provenant de la Mer du Nord. En effet la ressource n'est pas la même à chaque endroit à cause de sa composition, viscosité etc... Il faudra donc appliquer une décote ou une prime pour chaque gisement à partir de l'indicateur de référence choisi (WTI ou Brent). Il existe de nombreux autres pétroles bruts de référence pour autant, comme le Dubai Fateh (golf persique), le Bonny Light du Nigéria ou même le Western Canadian Select issu des sables bitumeux.

Un autre paramètre important est le prix du panier des pétroles vendus par les 13 membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP). Souvent appelé « le cartel », l'OPEP est le groupement initial de 5 pays, l'Arabie Saoudite, l'Iran, l'Irak, le Koweït et le Venezuela. Créée le 14 septembre 1960, l'OPEP dénombre aujourd'hui 12 membres, contrôlant 40% de la production mondiale, dont l'Algérie, le Congo, la Libye, le Nigeria, les Émirats Arabes Unis en dehors des cinq pays fondateurs. Cette organisation a pour but de réguler le prix du pétrole par un effort coordonné de ses membres qui disposent chacun d'un quota de production. Les décisions de baisses ou de hausses doivent être prises à l'unanimité. C'est ainsi que les volumes de pétrole sont ouvertement manipulés par les plus importants exportateurs du monde. C'est cette même organisation qui était à l'origine du déclenchement de la crise économique des années 1970 en s'accordant en 1973 de fortement diminuer les quantités d'exportations, amenant les prix à quadrupler.

Maintenant que nous connaissons le volume du marché international du pétrole, ainsi que les mécanismes de détermination de son prix et la place qu'occupe l'Arabie saoudite dans ce secteur, nous devons nous pencher sur les plus grandes entreprises concurrentes. En effet, même si Aramco est considéré comme la plus grande société pétrolière au monde, il est préférable de s'appuyer sur ses quelques concurrents afin d'avoir une idée assez claire de sa performance.



| <b>Company</b> | <b>Nationality</b> | <b>Market Cap (USD)</b> | <b>Revenue (USD) - Q1.25+Q2,3,4.24</b> |
|----------------|--------------------|-------------------------|----------------------------------------|
| Saudi Aramco   | Saudi Arabia       | 1,540.00B               | \$480.00B                              |
| Exxon Mobil    | United States      | 350.00B                 | \$340.00B                              |
| Chevron        | United States      | 240.00B                 | \$190.00B                              |
| Shell          | United Kingdom     | 200.00B                 | \$280.00B                              |
| BP             | United Kingdom     | 80.00B                  | \$280.00B                              |
| Total Energies | France             | 132.00B                 | \$190.00B                              |
| Rosneft        | Russia             | 55.00B                  | \$120.00B                              |
| PetroChina     | China              | 200.00B                 | \$400.00B                              |
| Sinopec        | China              | 90.00B                  | \$445.00B                              |

Ici l'on retrouve quelques-unes des entreprises qui sont considérées comme les plus grandes du secteur pétrolier. Nous pourrions donc comparer par la suite l'entreprise saoudienne à ses concurrents étrangers. Mais avant cela, revenons sur l'histoire d'Aramco.

**Histoire** : Tout commence en 1933 lors des premières découvertes de pétrole au sein du royaume. C'est en 1938, après les premiers forages de 1935, qu'un accord de concession est signé avec l'American Standard Oil Company of California pendant le règne du roi fondateur Abdelaziz ben Abderrahmane Al Saoud. C'est le puits numéro 7 de la prospérité à Dammam qui marque le commencement de cette histoire. En 1939, la première exportation de pétrole brut a lieu. En 1940, les volumes de production doublent. La société change de dénomination et devient Arabian American Oil



Company (Aramco) en 1944. La photo précédente est symbolique puisqu'il s'agit du roi Abdul Aziz d'Arabie saoudite avec le président Franklin D. Roosevelt à bord de l'USS Quincy le 14 février 1945. Malgré un arrêt des opérations de forage à cause des répercussions de la Seconde Guerre mondiale, la société produit 500 000 barils de pétrole par jour en 1949. C'est entre 1950 et 1960 que l'entreprise

connaît un immense développement grâce à la découverte de gisements maritimes (champ pétrolifère Safaniya), la construction du pipeline transarabe de 1 648km, l'expansion des opérations dans le secteur de la distribution ainsi que le franchissement de la barre symbolique du million de barils produit par jour en 1958. Un autre cap symbolique est franchi en 1971 avec 1 milliard de barils exportés depuis le Ras Tannurah sur l'année (photo de gauche). À partir de 1973, le gouvernement saoudien acquiert 25% des parts de la société, puis 60% l'année suivante. Les efforts du gouvernement se multiplient pour posséder l'entière part, ce qui arrive en 1980. Le troisième et dernier nom de la société est annoncé en 1988 par la création de Saudi Arabian Oil Company « Saudi Aramco » par décret du roi Fahd ben Abdelaziz Al Saoud.



Un an après, l'entreprise passe d'une compagnie pétrolière ciblée sur la production et l'exportation à une compagnie pétrolière intégrée. À cette époque un partenariat naît avec l'entreprise Texaco mais il finira par le rachat de Star Entreprises, qui était alors la plus grande raffinerie de pétrole brut d'Amérique du Nord, à Port Arthur, au Texas. Désireuse de s'étendre à l'international, la société acquiert, en 1991, 35% de la SsangYang Oil Refining Company en Corée du Sud et 40% de Petron Corporation (raffinage aux Philippines) en 1994. La fin du siècle reste marquée par l'accomplissement du gisement de Shaybah ayant nécessité 50 millions d'heures de travail et le déplacement de 13 millions de m<sup>3</sup> de sable. Au début des années 2000, un centre de recherche et de développement est créé à Dhahran. 10 ans plus tard, l'entreprise met au point sa technologie « GigaPowers » permettant de simuler des réservoirs grâce à une grille d'information d'un milliard de cellules. Cette technologie évolue ensuite pour obtenir un système d'information avec une grille d'un trillion de cellules. Poursuivant sa vision de devenir une entreprise intégrée dans les domaines de l'énergie et de la chimie, Aramco lance le projet Sadara, une usine de dessalement, en partenariat avec la Dow Chemical Company. En octobre 2021, l'entreprise annonce son ambition d'atteindre des émissions de gaz à effet de serre (scope 1 et 2) nulles pour toutes les installations et tous les actifs gérés et détenus entièrement par la société d'ici à 2050. Plus récemment, en 2019, Saudi Aramco est devenu une société anonyme publique en s'introduisant à la bourse saoudienne Tadawul, proposant 1,73% de son capital contre 3,45 milliards de parts. La dernière transaction majeure fut l'acquisition de 70% des parts de Saudi Basic Industries Corporation (SABIC) pour 70 milliards de dollars environ. En 2022, c'est 4% des parts d'Aramco qui ont été transférées au Fonds public d'investissement (PIF).

*Saudi Aramco / Business Model* : Après un aperçu de l'histoire et du développement de la société depuis ses premiers jours, nous allons étudier son activité actuelle. Il convient de comprendre quelles sont ses principales sources de revenus et lesquelles seront stables dans le futur. Cette étape est assez importante avant de pouvoir chercher à établir un Discounted Cash Flow Model, ou une analyse financière.

Saudi Aramco possède son siège dans la ville de Dhahran, dans la province d'Ach-Charqiya et opère tant au niveau national qu'international grâce à ses 70 000 employés. Possédant les réserves d'hydrocarbures du Royaume, la société opère dans une optique de maximisation de la valeur à long terme tout en augmentant ses taux de production, qui aujourd'hui, peuvent atteindre de façon durable les 12 millions de barils par jour. À présent, dressons la liste de ses activités, productions.

- Pétrole brut : L'entreprise propose 5 types de pétroles, l'Arab Heavy, Medium, Light, Extra Light et Super Light. La capacité de production s'élève à 12 millions de barils de brut par jour avec une réserve de plus de 200 milliards de barils. Les exportations représentent plus de 7 millions de barils par jour. Point important, le plafond de production est déterminé par le gouvernement et l'entreprise doit maintenir son niveau de capacité de production maximale durable jusqu'à 13 millions de barils par jour.



- Gaz : Tout comme pour le pétrole, Aramco est l'un des principaux producteurs de gaz au monde. Présent depuis plus de 40 ans dans l'exploitation de cette ressource, la société est le seul acteur au sein du royaume et possède un important réseau de pipelines. La demande de gaz est en croissance grâce à la production d'électricité, au dessalement et à la production pétrochimique. Cette ressource est également utile pour la production d'engrais et d'hydrogène bleu. En 2022, la capacité de traitement du gaz était de 18,3 milliards de mètres cubes standards par jour. Concernant la production, la société a établi un record historique avec 11,3 milliards de mètres cubes en un jour. Les réserves de gaz naturel s'élèveraient à 247 trillions de mètres cubes.
- Produits chimiques : Les opérations dans ce secteur ont débuté en 1988. Cette activité comprend aujourd'hui la production de produits chimiques de base comme les aromates, les alcènes, les polyoléfinés ainsi que des produits avancés comme les polyols et le caoutchouc synthétique. Ces produits servent les secteurs de l'emballage, l'automobile, les chaussures et les appareils ménagers. Les opérations d'industrie pétrochimique se font par le biais de ses nombreuses filiales dans le Royaume, en Chine, Japon, Corée du Sud, Malaisie, États-Unis, Pays-Bas. Les collaborations avec des sociétés comme Dow Chemical (Sadar), ExxonMobil (Samaref), Sinopec (Yasref), Sumitomo (Petro Rabigh), et Total (Satorp) permettent des débouchés sûrs pour la commercialisation. De plus, grâce à l'acquisition de 70% des parts de SABIC, Aramco est désormais présent dans plus de 50 pays et sa capacité de production d'énergie des matériaux chimiques s'élevait à 56 millions de tonnes par an en 2022.
- Hydrocarbures et lubrifiants : Aramco est également l'un des leaders mondiaux dans le domaine des hydrocarbures avec une production comprise entre 4 et 5 millions de tonnes par an. Cette production s'opère par 3 sociétés principales qui sont : Luberef, Motiva et S-Oil. Motiva est une société américaine, filiale à 100% de Saudi Aramco dont l'histoire a commencé en 1988 sous le nom de Star Entreprises entre Texaco et Saudi Refining (comme expliqué plus haut dans la partie historique). En 1997, Shell fusionne ses activités de marketing et raffinage avec Texaco en créant deux coentreprises. On distingue Equilon regroupant les activités de l'ouest et du Midwest et Motiva qui est constituée des opérations de Star Enterprises et celles de Shell dans l'est et le sud-est. Texaco fusionne avec Chevron en 2001 et alors, Shell et Saudi Refining rachètent les participations de Texaco dans les coentreprises. C'est un point important car Motiva Entreprises possède et exploite la raffinerie de Port Arthur, au Texas, qui est la plus grande raffinerie d'Amérique du Nord et la 6ème mondiale en 2018.
- Ventes de carburant : C'est en 2019 qu'Aramco développe son secteur de station-service en formant une coentreprise avec Total pour gérer les stations-service au sein du Royaume. Un accord avait également été établi pour acquérir 270 stations de la marque Sahel. Cette initiative permet à l'entreprise saoudienne de distribuer le carburant afin d'approvisionner les secteurs industriels, automobile, résidentiel et commercial dans le Royaume. Un de ses objectifs serait de devenir l'une des principales sociétés de vente de carburant au détail au niveau mondial.

Maintenant que nous connaissons les principales activités de l'entreprise, nous pouvons regarder quelles sont leurs répartitions au sein du chiffre d'affaires et comparer leurs



proportions à celles des autres entreprises « concurrentes ». Avant cela, pour compléter la liste ci-dessus, on peut évoquer les principaux centres et gisements qui se cachent derrière ces segments d'activités.



Parmi les plus connus au monde, Ghawar, entièrement détenue par Saudi Aramco, est le plus grand gisement de la planète avec une surface de 280 km de longueur pour 30 km de largeur. Son exploitation représentait pendant longtemps plus de la moitié de la production de l'entreprise et constitue encore aujourd'hui une part majeure de sa production. Pendant longtemps, Riyad

affirmait que son champ pouvait produire jusqu'à 10 millions de barils par jour. Après 40 ans de silence et un document de 470 pages publié en 2019 par l'entreprise, Ghawar produirait en réalité 3.8 millions de barils par jour. Le premier champ pétrolier au monde devient donc le



Bassin permien au Texas (photo de droite). Le pétrole de Ghawar reste plus prisé et beaucoup moins cher à extraire même si Aramco s'ajuste moins facilement au marché. Ce gisement reste donc bien plus rentable que le bassin Permien qui nécessite des forages horizontaux et l'application de méthodes de fracturation hydraulique (méthode de fracking).

Toutefois, l'analyste Matthew Simmons dans son ouvrage *Twilight in the Desert* (2005) affirmait que les réserves récupérables de Ghawar sont faibles et que le gisement atteindra son pic pétrolier pendant les années 2010.

Un autre gisement notable est Safaniya. Il a été découvert en 1951 par Chevron Corporation. Son exploitation débute en 1957. Elle permet à l'entreprise saoudienne de dépasser le million de barils produit par jour en seulement un an. Lors de son pic en 1980, Safaniya produisait plus de 1.5 million de barils par jour. Treize ans plus tard, le gisement comptait 624 puits. Ce champ pétrolier offshore est donc le plus grand au monde et mesure 50 km sur 15 kilomètres. La production a récemment décliné, passant de 2 Mbbbl/j en 2000 à 1,7 millions de barils par jour.

C'est à l'ouest du premier gisement Ghawar, que l'on peut trouver Khurais, qui est également l'un des plus grands sites pétroliers du royaume. Abandonné à de nombreuses reprises par le passé, il représente aujourd'hui l'un des projets majeurs d'Aramco, avec une reprise en 2009. L'objectif est qu'il produise 1,2 million de barils par jour grâce à l'utilisation de technologies avancées telles que l'injection d'eau et de gaz. Ce gisement peut s'avérer extrêmement



important pour compenser la baisse de production des autres sites. En 2019, il subit une attaque revendiquée par les Houthis.

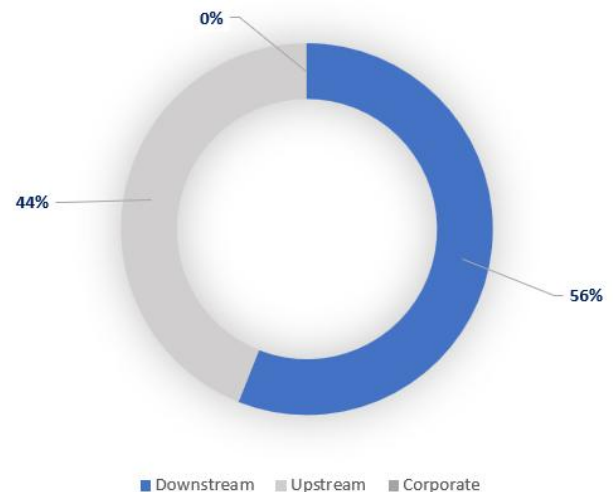
Shayba fait également partie des géants gisements de pétrole et de gaz naturel du royaume. Son exploitation est relativement récente, à la fin des années 90, ce qui en fait l'un des plus jeunes. Ce gisement pourrait produire jusqu'en 2050 500kbbbl/j de pétrole de très haute qualité. Tout comme le gisement de Khurais, il sera amené à remplacer les plus anciens. Sa production pourrait donc augmenter à 1Mbbbl/j, ce qui écourterait sa durée de vie. L'infrastructure conçue uniquement pour l'exploitation de ce gisement est telle que son nom mérite sa place dans les sites notables du royaume. Tout comme Khurais, en 2019, le site subit une attaque d'une dizaine de drones revendiqués par les Houthis.

Aramco possède encore de nombreux sites majeurs, il est difficile de tous les énumérer. L'attention pourra cependant encore être portée sur le site de Zuluf, qui comme Safaniya, est un gisement offshore situé dans le golfe Persique. Ce gisement continue d'être développé afin d'équilibrer les futures productions. Il est important de noter que la communication sur les gisements au Moyen-Orient est parfois trompeuse. C'est notamment le cas avec l'un des premiers géants gisements, Abqaiq, qui semble être le plus sévèrement épuisé des géants saoudiens, et qui, lui aussi, a fait l'objet d'attaques par les Houthis en 2019.

Nous pouvons à présent expliquer comment ses installations se matérialisent dans le chiffre d'affaires (ici de 2024) en étudiant sa répartition tant d'un point de vue du business que de la provenance de ses ressources. Dans un premier temps, nous pouvons observer la répartition entre les revenus en amont dit Upstream et les revenus en aval dit Downstream. L'Upstream concerne l'exploration, la production et l'extraction du pétrole brut et du gaz naturel. Il s'agit donc du cœur historique d'Aramco et de sa principale source de revenus. Encore une fois la proportion de ce type de revenus peut être trompeuse puisque, dépendante du prix du pétrole brut, sa proportion peut considérablement varier. C'est pourquoi, en 2022, cette activité représentait près de 80% des revenus totaux. À la différence, les revenus en aval dit Downstream englobe toutes les activités de transformation, de distribution et de vente des produits pétroliers et pétrochimiques. La proportion ici présentée prouve l'engagement d'Aramco pour diversifier ses revenus à travers les importants investissements réalisés par le passé. Les activités principales du Downstream comprennent donc le raffinage, la pétrochimie, la distribution et la vente de carburants et dans une moindre mesure les énergies nouvelles.



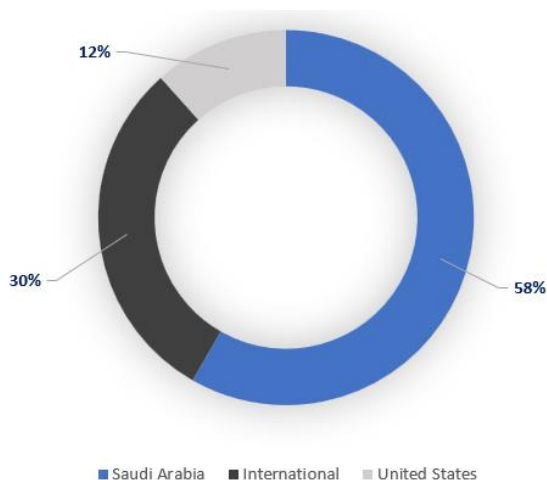
Même si Aramco reste avant tout une entreprise « Upstream », il est évident que son avenir dépendra de sa capacité à renforcer son segment aval et à s'adapter à la transition énergétique. Cette évolution stratégique pourrait être réalisée grâce à une intégration verticale afin de réduire sa dépendance au pétrole brut aux prix volatiles. L'objectif est de capturer plus de valeur ajoutée puisqu'un baril raffiné rapporte plus qu'un baril de brut et évidemment préparer le jour où ses réserves seront complètement vidées.



Pour avoir une meilleure idée des infrastructures

qui se cachent derrière les revenus Downstream aujourd'hui, on peut passer en revue les quelques sites qui se trouvent au centre cette activité. Ras Tanura est une ville de la province d'ach-Charqiya qui est un lieu aussi symbolique qu'important. C'est dans son port qu'en mai 1939 le Roi Abdelaziz a tourné la valve qui a permis de charger la première cargaison de pétrole brut exportée. De plus, cet endroit abrite aujourd'hui une des plus grandes raffineries de pétrole au monde avec une capacité de 550 000 barils par jour. On y trouve également la raffinerie de Jubail qui est à l'origine du projet avec Total lancé en 2005 et mis en service huit ans après. Son coût a été estimé à 9,6 milliards de dollars et sa surface s'étend sur cinq cents hectares avec une torchère de 175 mètres. Cette raffinerie peut produire 400 000 barils par jour. À l'étranger, Motiva, situé dans le port Arthur, reste un des acteurs stratégiques avec une capacité surpassant les deux précédentes. Enfin SABIC, une des plus grandes entreprises de chimie au monde, créée en 1976, est depuis 2019 détenue à plus de 70% par Aramco. Cette collaboration permettra de produire à terme neuf millions de tonnes de produits chimiques et d'huiles de bases par an.

D'un autre côté, il est important d'étudier la provenance de ses revenus car même si le Royaume entame sérieusement ses réserves, elle peut décider de compenser son essoufflement en achetant ou investissant sur les ressources étrangères, évitant ainsi à l'entreprise de devoir s'éloigner de son activité principale.



Il serait intéressant de pouvoir combiner les indicateurs de catégories de revenus et des pays d'origines de ceux-ci pour les comparer avec chaque concurrents d'Aramco. Toutefois, on peut constater que même si les profits dégagés par le Royaume restent majoritaire, la diversification est satisfaisante. En effet, 42% de revenus proviennent de structures présentes à l'étranger. La rubrique « international » de ce graphique comprend de nombreux pays. On constate qu'il existe de nombreuses infrastructures de distribution et de bureaux en

Europe. Cependant, de manière générale, toutes les autres activités sont présentes aux États-



Unis, Canada, Brésil, Corée du Sud, Japon, Thaïlande, Chine, Inde, Malaisie, Singapour et dans d'autres pays encore. Cette présence à l'international s'explique également par le grand nombre de filiales et de collaborations stratégiques à l'étranger. Même si le premier nom venant à l'esprit est encore Motiva, on retrouve par exemple la raffinerie et usine pétrochimique Hyundai Oilbank. Cette dernière a été fondée en 1964 et est aujourd'hui détenue à 17% par Aramco avec une capacité de traitement (raffinage) de 650 000 barils par jour. Esmax Distribución Spa, considérée comme l'une des principales entreprises de distribution de carburants et de lubrifiants au Chili, a également été acquise à 100% par Aramco en mars 2024. C'est aussi dans la province de Fujian, en Chine, que l'on retrouve un complexe pétrochimique destiné à raffiner plus de 16 millions de tonnes par an (équivalent à 320 000 barils par jour), résultant d'un projet entre Aramco, Sinopec et Fujian Petrochemical Company Limited. Tous ces partenariats et acquisitions montrent à quel point Saudi Aramco cherche et parvient à s'établir aux quatre coins du globe grâce à sa présence stratégique, permettant ainsi de réduire sa dépendance aux ressources du Royaume.

Nous connaissons à présent l'histoire de la société, sa position sur le marché, les quelques concurrents qu'elle possède, ses principales ressources, partenariats et ses moyens de transformation pour l'avenir. Lorsque l'on souhaite investir et particulièrement en bourse, passer par un DCF (Discounted Cash Flows) peut sembler systématique. Cependant, ici, un autre jugement peut être porté sur l'utilisation de cette méthode. En principe, un DCF doit estimer la croissance des cash flows qui peuvent être générés par la croissance du chiffre d'affaires ou par d'autres facteurs. Or, en ce qui concerne les entreprises mentionnées dans ce document, elles sont pratiquement toutes dépendantes du prix du baril. Par définition, puisque le prix du pétrole varie et parfois avec beaucoup d'amplitude, il n'est pas forcément facile d'établir un modèle DCF. Un autre paramètre important concerne la capacité à maintenir ses niveaux de production, ce que nous ignorons puisque comme démontré dans la section consacrée au gisement Ghawar, il existe une importante asymétrie d'informations en ce qui concerne l'entreprise saoudienne. Les décisions géopolitiques (comme les quotas de production imposés par l'OPEP+), et des risques réglementaires (transition énergétique, taxes spécifiques) sont également des facteurs difficiles à maîtriser dans les projections. En revenant sur l'exemple de 2020, la chute des prix du pétrole à des niveaux négatifs a rendu toute projection de cash-flows caducs, alors qu'Aramco maintient des coûts de production ultra-bas (certainement de quelques dollars le baril), un avantage structurel difficile à modéliser dans un DCF standard. Une autre stratégie d'évaluation serait d'étudier tous les articles universitaires sur la production pétrolière et l'extraction afin de placer une probabilité de X quantité de pétrole restant et répéter le processus pour chaque puits en activité chez Aramco. Il faudrait ensuite reprendre tous les CAPEX et D&A afin d'évaluer avec précision la valeur de chaque actif et infrastructures. Enfin, il faudrait évaluer les consommations probables en fonction de la demande globale et estimer quelles seront les futures productions pour déduire quelles seront les décisions de l'entreprise concernant les puits vides (si revente des actifs ou non). Parler du gouvernement est très pertinent car il nous sera également amené à questionner ses projets afin de savoir quelle direction prendra une entreprise qui par définition est étatique mais sur laquelle repose toute l'économie et la politique du pays. Bien évidemment toutes ces étapes ne seront pas pertinentes si nous sommes incapables de prédire avec « justesse » le prix de la ressource noire, qui est par



ailleurs, relativement volatile. D'autres sections nous permettront d'avoir une idée de la direction que prendra les activités de l'entreprise et les différentes politiques impliquées.

Un peu d'histoire géologique nous permettrait d'en savoir plus sur les niveaux de rentabilité de l'entreprise. En effet, l'Arabie saoudite se trouve sur une plaque continentale appelée la plaque arabique, autrefois séparée de l'Eurasie par un océan. Celui-ci s'est fermé puis la plaque est entrée en collision avec l'Iran, formant la chaîne de montagnes du Zagros. Au nord-est se trouve une ceinture de plis et de chevauchements (*Zagros fold-and-thrust belt*), zone où la croûte continentale a été plissée, puis une zone où elle a été écaillée, puis la zone de suture entre la plaque arabique et l'Iran. L'ouverture de la Mer Rouge, qui est en fait un océan, a soulevé le

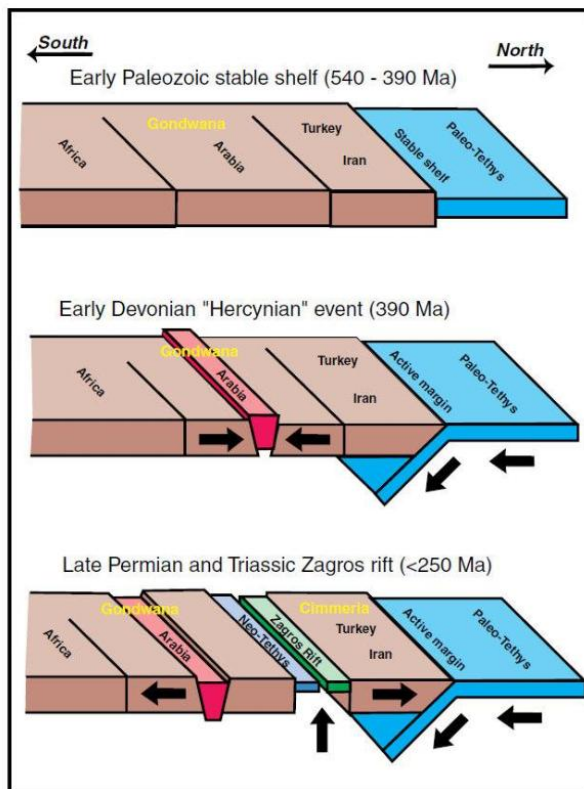


Figure 8. Evolution of Arabian Plate tectonics from early Paleozoic to Late Permian and Triassic, showing Early Devonian "Hercynian" compressional event and Early Zagros rifting event. Modified from McGillivray and Husseini (1992).

bord de la plaque. Depuis le Cambrien, elle a fréquemment été recouverte par la mer et a accumulé jusqu'à 13 700 mètres de sédiments. C'est autour du golfe Persique et dedans que se trouvent tous les champs pétroliers et gaziers saoudiens. À la fin du Précambrien, des rifts se sont formés. La mer a envahi les bassins ainsi créés et l'évaporation de l'eau a entraîné la précipitation de sels formant d'épaisses couches, les sels d'Hormuz, dont l'épaisseur atteint 2 500 mètres. Ils ont joué un rôle important dans la genèse des champs pétroliers, car grâce à leur faible densité, les sels montent au fil des millions d'années en repoussant les sédiments situés au-dessus d'eux. À la fin de l'Ordovicien (de 485 à 444 Ma) arrive la première grande extinction d'espèces attribuée à une glaciation. La fonte de la calotte glaciaire a fait monter le niveau des mers, émergeant partiellement la plaque

arabique. Un défaut d'oxygène dans les mers a permis la conservation de matière organique, qui s'est sédimentée avec des argiles sur l'est de la plaque arabique donnant une roche constituée de lamelles extrêmement fines, qualifiée fautivement de schistes. La matière organique contenue dans ces schistes s'est transformée en hydrocarbures : ce sont leurs roches-mères. Le Dévonien (de 419 à 359 Ma) est marqué par un événement important, l'Afrique, la plaque arabique, la Turquie et l'Iran étaient alors inclus dans le supercontinent Gondwana, et celui-ci est entré en collision avec la Laurasie. L'océan qui les séparait était la Paléotéthys. Il s'est fermé par subduction, le plancher de la Paléotéthys s'enfonçant sous le Gondwana. Cela a provoqué une compression de la plaque arabique avec des failles « inverses », comme celles représentées sur la figure. Le terrain surélevé entre deux failles s'appelle un horst. L'un d'eux, de direction nord-sud, est à l'origine du champ pétrolier géant de Ghawar. La plaque arabique a été la plupart du temps émergée durant tout le Dévonien. Le Carbonifère (de 359 à 299 Ma) est marqué par une forte érosion qui a retiré plus de 1 000 mètres de roches à la crête de Ghawar.



À la fin de cette période et au début de la période suivante, le Permien (de 299 à 252 Ma), de nouvelles glaciations se sont produites laissant des sédiments glaciaires dont des dunes de sable de climat froid, qui constituent de bons réservoirs pour les hydrocarbures.

Au cours du Jurassique (de 201 à 145 Ma), l'Arabie saoudite est située en zone tropicale et les strates du Jurassique sont très importantes puisque ce sont les roches-mères et les roches-réservoirs du pétrole saoudien. Le Tithonien (de 152 à 145 Ma), à la fin du Jurassique, a vu le dépôt d'une épaisse couche d'anhydrite qui empêche le pétrole de monter dans les couches supérieures. Il y a 92 Ma, commence une phase de compression sur la plaque arabique, et à l'emplacement de l'actuel sultanat d'Oman, est devenu une chaîne de montagnes. À cet endroit, la plaque arabique s'enfonce sous une plaque océanique. Ce phénomène, ainsi que la collision de la plaque arabique avec l'Iran, a entraîné la formation de plis qui sont des pièges à pétrole. Il s'agit plus exactement d'anticlinaux : un bombement de la croûte continentale. Le champ pétrolier de Ghawar se trouve ainsi dans l'anticlinal d'En Nala. *Selon un article basé sur le rapport de Richard M. Pollastro publié en 2003 par l'U.S. Geological Survey.*

Ces quelques mots peuvent paraître longs mais ils résument de façon rapide ce que la terre a produit pendant des millions d'années et en l'occurrence, pourquoi le royaume possède un aussi grand avantage sur les autres pays et sur ses concurrents. Son avantage compétitif est considérable et ce n'est pas en investissant 500 ou 2000 millions de dollars qu'une entreprise étrangère parviendra à rivaliser avec les marges d'Aramco, sans même parler de la qualité de son pétrole qui est un choix privilégié pour les raffineurs. Au vu de ces informations, l'étude du compte de résultat n'est pas forcément efficace, et cette remarque sera également justifiée par l'étude des décisions de la direction qui seront dans la section sur l'environnement politique saoudien. De plus, une analyse boursière peut comporter une évaluation du prix de l'entreprise grâce à la méthode des multiples en se basant sur plusieurs chiffres comme l'EBITDA, le chiffre d'affaires, l'EV et autres... Malgré la difficulté à établir un DCF, nous aimerions naturellement pouvoir nous tourner vers cette méthode. Cependant, il pourrait sembler que celle-ci ne soit pas plus concluante que la première. Tout d'abord, nous avons une véritable disproportion d'échelle au niveau des entreprises présentées plus haut, avec Aramco qui produit plus du double de nombre de barils que son plus proche concurrent. Ensuite, il existe également un grand décalage entre la capacité et les avantages des autres entreprises et leurs valorisations boursières, certainement attribuable à des conditions politico-économiques de chaque pays sur lesquels nous reviendrons. Par exemple, ExxonMobil ou Chevron n'ont pas la même composition des réserves (et production surtout), ni le même lien avec un État (l'Arabie saoudite détient 98% d'Aramco et influence directement sa stratégie). Lors de son introduction en bourse en 2019, la valorisation d'Aramco (1 700 milliards de dollars) a été fixée politiquement bien plus qu'économiquement, rendant les multiples du secteur (EV/EBITDA, P/E) inopérants, car aucune entreprise comparable ne bénéficie d'un soutien étatique aussi fort ni d'un accès à des réserves aussi gigantesques. Ainsi, ces méthodes sous-estiment ou surévaluent Aramco sans capturer ses spécificités stratégiques et géopolitiques. En somme, utiliser la méthode des multiples peut s'avérer plus pertinente pour d'autres domaines d'activités comme les industries pharmaceutiques aux États-Unis ou même certains groupes automobiles internationaux, mais,



ici, il existe bien plus de différences, que ce soit au niveau du Business Model, de l'échelle ou bien même du pays et des accès aux marchés, point sur lequel nous allons revenir.

L'évaluation d'Aramco, entreprise aux caractéristiques uniques, se heurte aux limites des méthodes traditionnelles comme le DCF ou la méthode des multiples.

|                            | <b>Saudi Aramco</b> | <b>Exxon Mobil</b> | <b>Chevron</b> | <b>Shell</b>   | <b>BP</b>      | <b>Total Energies</b> | <b>Rosneft</b> | <b>Petro China</b> | <b>Sinopec</b> |
|----------------------------|---------------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------------|----------------|--------------------|----------------|
| Country                    | Saudi Arabia        | United States      | United States  | United Kingdom | United Kingdom | France                | Russia         | China              | China          |
| Employees                  | 75 000              | 61 000             | 45 000         | 103 000        | 100 500        | 100 000               | 330 000        | 360 000            | 360 000        |
| Market Cap                 | \$1,540.00B         | \$450.00B          | \$244B         | \$200B         | \$80B          | \$132B                | \$60B          | \$200B             | \$90B          |
| Price                      | \$6.66              | \$104              | \$140          | \$34           | \$5            | \$60                  | \$4.5          | \$1.2              | \$0.8          |
| Barrels per day (millions) | 12                  | 4.3                | 3.2            | 1.4            | 2.4            | 1.4                   | 5.2            | 4.9                | -              |
| Turnover                   | \$480B              | \$340B             | \$194B         | \$290B         | \$280B         | \$190B                | \$130B         | \$400B             | \$423B         |
| PER                        | 16                  | 14                 | 16             | 16             | -              | 7                     | 7.5            | 9                  | 16             |
| Average PER                | 20                  | 15.8               | 19             | 20             | 36             | -                     | -              | 9                  | -              |
| Operating Margin           | 43%                 | 14.15%             | 10%            | 9%             | 5%             | 13%                   | 21%            | 8.6%               | 3.6%           |
| CAPEX                      | \$53B               | \$27B              | \$16B          | \$20B          | \$16B          | \$18B                 | \$18B          | \$38B              | \$32B          |
| Free Cash Flow             | \$85.3B             | \$34.4B            | \$15B          | \$40B          | \$12B          | \$17B                 | \$17B          | \$15               | \$8B           |
| Payout Ratio               | > 100%              | 52%                | 75%            | 54%            | -              | 57%                   | -              | 56%                | 75%            |
| Dividend yield             | 6,52%               | 3.82%              | 4.90%          | 4.15%          | 6.15%          | 6.3%                  | 15%            | 5.60%              | 5%             |

Ce tableau présentant les chiffres généralement observés par les investisseurs en ce qui concerne les entreprises du secteur pétrolier. En grisé, nous avons les trois plus grandes entreprises par production. Le tableau regroupe différentes entreprises des États-Unis à la Chine en passant par la France, le Royaume-Uni et la Russie. Certains chiffres sont relativement difficiles à obtenir (utilisation de différentes normes également) mais ceux-ci permettront d'avoir un ordre de grandeur représentatif et permettront éventuellement de compenser l'absence de méthode « classique » de valorisation.

#### Période pré-introduction :

Dans cette section, nous allons essayer de comprendre une partie de la situation qui peut paraître incohérente. Saudi Aramco est l'entreprise la plus profitable au monde, assise sur des réserves qui sembleraient astronomique si on se fie à la déclaration suivante dans le rapport annuel de 2024 : « Au 31 décembre 2024, les réserves d'Aramco en vertu de l'accord de concession s'élevaient à 250,0 milliards de bep (2023 : 251,2 milliards de bep), dont 189,8 milliards de barils de pétrole brut et de condensats (2023 : 191,3 milliards de barils), 26,1 milliards de barils de LGN (2023 : 26,0 milliards de barils) et 209,8 tscf de gaz naturel (2023 : 207,5 tscf) ». *bep = Barils d'équivalent pétrole – LGN=Liquides de gaz naturel, qui sont des hydrocarbures liquides ou liquéfiés produits lors de la fabrication, de la purification et de la stabilisation du gaz naturel. Pour la déclaration des réserves, l'éthane est inclus dans les LGN. Pour la déclaration de la production, les LGN sont inclus dans le total des liquides, et l'éthane est déclaré comme un composant du gaz total – tscf = Trillion de pieds cubes standard*

Pour résumer cet extrait du rapport annuel, les réserves déclarées/revendiquées sont de 250 milliards de barils d'hydrocarbures. En sachant cela, on imagine que l'État, étant propriétaire à 100%, peut mener n'importe quelle politique ou projet avec assez de ressources pour ne pas avoir à se soucier des aspects financiers. Et pourtant, c'est bien l'introduction en bourse d'Aramco qui est effectuée en 2019. Ce type d'opérations a pour utilité de procurer du capital à une entreprise pour qu'elle puisse faciliter son développement. Or si l'on a connaissance des



données de l'entreprise, on aurait du mal à comprendre pourquoi elle aurait besoin de lever de l'argent... Serait-ce le signal que le modèle de l'entreprise n'est plus soutenable à terme ?

Nous allons essayer de nous pencher sur cette question afin de savoir si l'entreprise saoudienne n'essaierait pas de masquer un avenir plus sombre.

Tout a commencé en 2016, le prince héritier annonce qu'il envisageait une introduction en bourse de la société pétrolière. Les grandes lignes de cette communication étaient alors qu'il serait possible de vendre 5% du capital de la société avec une valorisation de 2000 milliards de dollars tout en faisant cette introduction rapidement. Le prince héritier Mohammed ben Salmane (MBS), arrivé au trône en 2017, a pour but de réformer son pays et de diversifier son économie. Cette ambition a été mise en place à travers le plan, composé de trois phases quinquennales, appelé « Vision 2030 ». Celui-ci constitue une réponse aux difficultés budgétaires rencontrées par le royaume à la suite de la forte baisse des prix du pétrole en 2014. L'introduction en bourse d'Aramco fait partie de la première phase de ce plan et devrait permettre de financer les projets et faciliter le processus de réalisation des objectifs. Mais ces réformes ont fait l'objet de nombreuses controverses. Selon des acteurs de cette économie, « Avant l'introduction en bourse, il y avait une certaine désillusion : aucun des grands projets n'avait abouti et l'économie allait mal. On se demandait : "Qu'est-il arrivé à Vision 2030 ?" ». « Avec l'introduction en bourse, ils peuvent dire qu'ils ont tenu leurs promesses. ». À présent, l'on se rend mieux compte à quel point la dimension politique de cette entreprise et de l'économie du royaume est fondamentale, ce qui est sans grand étonnement au vu de la part plus qu'importante du gouvernement saoudien dans le capital de cette société. La direction du Royaume sera encore dirigée par la main de MBS pendant probablement plusieurs dizaines d'années. Les investisseurs doivent donc se pencher sur sa vision et ses projets pour la réaliser. Pour avoir une meilleure idée de la forme que prend cette nouvelle direction (politique), on peut énumérer les événements notables qui sont arrivés depuis 2017. Concernant les conditions de vie des citoyens saoudiens, les femmes ont obtenu le droit de conduire ainsi que des aides à l'insertion professionnelle. Au niveau de l'attractivité, le pays a annoncé la délivrance de visas touristiques pour 49 pays sur une durée de 90 jours pour un faible montant ainsi que la construction de complexes sportifs et d'infrastructures réservées à l'événementiel. Cependant, d'autres événements négatifs sur le plan des affaires viennent contrebalancer les progrès de cette réforme, comme l'enfermement de 300 princes et magnats au Ritz-Carlton (Purge de 2017) pour obtenir plus de 100 milliards de dollars, ou bien le meurtre de Jamal Khashoggi par démembrement. Ces éléments sont importants et doivent être pris en compte, car comme nous le verrons dans la section suivante, les principaux acheteurs visés par cette IPO sont les Saoudiens et hommes d'affaires en relation avec le pays. Seulement, selon eux : « Nous avons vu nos amis aller au Ritz, nous avons vu nos factures ne pas être payées (par le gouvernement) et maintenant ils disent que nous devrions venir investir ? ». Toutefois, c'est bien 5 millions de citoyens et d'expatriés qui ont souscrit à cette offre et sont devenus actionnaires de l'entreprise. En effet, l'introduction en bourse ne serait pas commercialisée dans les centres financiers occidentaux comme Londres ou New York, et se concentrerait plutôt sur les investisseurs saoudiens et régionaux. Au final, c'est seulement 1,5% des parts de la société qui ont été émises pour 25,6 milliards de dollars, faisant de cet IPO la plus grande de l'histoire, devant Alibaba et



se démarquant loin devant les introductions d'Uber, Lyft ou celle avortée de Wework la même année. Ces chiffres ne reflètent pas complètement l'avis des professionnels qui expliquent que cette décision n'était pas un accord mais une décision purement politique. Lors de son introduction, de nombreuses banques, principalement occidentales, avaient tenté de faire baisser le prix et n'achèteraient pas à celui proposé. Pour apporter une meilleure vue d'ensemble dans la perspective de valorisation de la société, si les prix du pétrole restent dans la fourchette de 70 à 80 dollars, alors la demande pour les sociétés de ce secteur serait plus importante. Pour soulever les derniers aspects positifs de cette introduction malgré les nombreuses controverses. On peut souligner que le PIF (Public Investment Fund) s'est enrichi à hauteur de 30 milliards de dollars. Cette première étape pourrait être l'ouverture pour plusieurs autres ventes d'actions et même des cotations à l'étranger, sûrement vers l'Asie (moteur de la croissance de la demande de pétrole), en plus de la renommée et du nom que l'entreprise se forge en devenant connue. En plus du succès attribué par l'émission des 12 milliards de dollars d'obligations, 8 mois avant son IPO, Aramco a prouvé que l'État qui n'a normalement aucune contrainte réglementaire s'est aligné sur les normes de transparence et de responsabilité de la bourse Tadawul, qui aura sa description dans la rubrique suivante.

À présent, nous connaissons les trois acteurs très importants du pays, à savoir le prince héritier MBS, Saudi Aramco et le PIF. Le Public Investment Fund est le fonds souverain du Royaume d'Arabie saoudite, créé en 1971 (même période que le rachat de Saudi Aramco par le gouvernement) et classé 6ème plus grand fonds souverain au monde en 2024. Il joue un rôle crucial dans le développement et l'exécution du plan Vision 2030 qui à terme devra porter plus de 2000 milliards de dollars d'actifs. C'est notamment le projet controversé The Line qui est soutenu par ce fonds, mais aussi Oxagon et tous les autres projets dans le cadre de Neom. Le PIF possède d'importantes parts dans Saudi Aramco et tout comme le gouvernement, il reçoit d'importantes sommes de dividendes pour continuer à investir et atteindre Vision 2030.

*Tadawul et Accès à l'action* : Tadawul est la bourse saoudienne. Les premiers échanges (informels) effectués sur celle-ci remontent à 1954. Renommée Tadawul en 2007, c'est aujourd'hui Saudi Aramco qui constitue environ 70% de sa capitalisation totale. Le marché des valeurs saoudiennes devient officiellement réglementé en 1984. Le Tadawul est partiellement autorégulée depuis 2018. En juillet 2024, sa capitalisation boursière dépasse les 3 000 milliards de dollars. Son indice de référence est le MSCI Tadawul 30 (lancé en 2019) dont Aramco n'a pas un poids majoritaire à cause de sa faible proportion de titres cotés (à hauteur de 9%). On y retrouve donc les sociétés Al Rajhi Bank, National Commercial, SABIC et Saudi Telecom représentant plus de la moitié de l'indice. S'exposer au marché saoudien sans vouloir acheter d'actions Saudi Aramco peut donc se faire par l'achat de l'ETF (exchange traded fund) MSCI Saudi Arabia. Cependant, de manière générale, la détention d'actions d'entreprises saoudiennes est fortement limitée pour les investisseurs étrangers. Ce n'est qu'en 2015 que le centre de trading de la Tadawul a été ouvert aux investisseurs étrangers qualifiés (QFI). Après l'introduction de Saudi Aramco, la bourse saoudienne a rejoint la série d'indices d'actions mondiales FTSE en tant que marché émergent secondaire. Les ressortissants et les résidents des pays du Conseil de coopération du Golfe, qui comprend l'Arabie saoudite, le Bahreïn, le Koweït, Oman, le Qatar et les Émirats arabes unis, peuvent posséder, acheter et vendre des actions de la



Tadawul s'ils possèdent un compte bancaire saoudien. En revanche, les particuliers étrangers qui ne résident pas dans ces pays ne peuvent pas investir directement dans les actions de la Tadawul. Les institutions étrangères peuvent s'inscrire au programme "Qualified Foreign Investor" (QFI) et investir sur la bourse saoudienne. Pour être admissible, un QFI doit avoir au moins 500 millions de dollars d'actifs sous gestion. Il faut consulter l'annuaire des membres de la Tadawul pour connaître les membres inscrits et savoir si votre courtier y est présent. Cependant, le 9 octobre 2024, IBKR (Interactive Brokers) a annoncé sa collaboration avec SNB Capital, la plus grande banque d'investissement du Royaume afin de permettre aux investisseurs internationaux éligibles d'accéder à la bourse saoudienne. De fait, Interactive Brokers devient le premier courtier mondial à permettre ce service. Il est donc désormais possible d'acheter des actions Saudi Aramco grâce à ce courtier.

*Pourquoi les meilleurs investisseurs n'investissent pas ?* : La première raison est évidente. Lorsqu'une société non américaine décide de se coter à la bourse de New York, elle peut avoir un meilleur accès aux capitaux et une base d'investisseurs plus large. Elle peut aussi ajouter un certificat de dépôt américain (ADR) qui offre un accès plus large aux investisseurs. Il faut donc que les investisseurs changent de courtier, ouvrent des comptes à l'étranger et au final se retrouvent à payer des frais et commissions plus élevés. Ils doivent donc se tourner vers des ETF, mais ceux-ci ne pourront jamais remplacer une détention directe d'actions de ladite société. La deuxième raison, est celle qui explique la décision de la cotation de l'entreprise à la bourse de Tadawul, à savoir, un problème de valorisation. En effet, en octobre lors d'une réunion à Riyad, l'un des banquiers les plus expérimentés de JP Morgan Chase & Co, Achintya Mangla, avait déclaré à Yasir Al-Rumayyan que les investisseurs internationaux n'évalueraient pas Saudi Aramco à 2 trillions de dollars. Cet épisode a eu lieu quelques semaines avant l'introduction en bourse. Durant cette réunion, Al-Rumayyan s'est mis à déverser des insultes en arabe et en anglais à l'ensemble des importants banquiers réunis, ce qui a évidemment choqué et marqué un message fort. Le président du conseil d'administration (Saudi Aramco) craignait la réaction de MBS. Ce phénomène a eu lieu suite à la divergence des volontés et opinions, le prince héritier tenait à une valorisation symbolique de 2 trillions alors que Wall Street tenait une fourchette initiale entre 1700 et 2000 et qu'un groupe Suisse comme Pictet & Cie défendait une valorisation de 800 milliards de dollars. Néanmoins, le consensus global restait 1200 milliards de dollars de la part des plus grandes sociétés d'investissements et la limite pouvait éventuellement être établie à 1500 milliards. Durant ces réunions, c'est également le banquier senior spécialisé dans les marchés de capitaux propres chez Goldman Sachs qui aurait été écarté de toute discussion. C'est Karen Young, spécialiste du Moyen-Orient à l'American Enterprise Institute de Washington qui affirme que : « L'Arabie saoudite a toujours été confrontée à ce problème : un système décisionnel imposé par le haut [...] Il existe une culture de la peur. Les technocrates avisés et compétents n'osent pas s'exprimer. ». Il restait donc deux options pour l'Arabie Saoudite : renoncer à sa volonté d'être à 2 trillions ou reporter l'opération. Après plusieurs épisodes scandaleux au sein du Royaume, la décision est prise. L'introduction en bourse se fera sur son territoire grâce à la Tadawul. Selon certaines sources, le gouvernement aurait fait pression sur les riches familles locales et fait appel à des alliés du



Moyen-Orient afin de réussir cette introduction. L'IPO a été précipitée par la crainte d'un effondrement des cours pétroliers à cause de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. L'exécution accélérée de cette opération a exigé le remplacement de Khaled al-Faleh par Al-Rumayyan. Elle a été un grand bouleversement et un conflit avec toutes les plus grandes banques du monde suivi d'un manque d'intérêt des autres. La solution a été de faire cette opération de façon domestique et précipitée. Malgré la divergence de valorisation entre les Saoudiens et les Américains, le premier jour de cotation, le cours a bondi de 10% portant la valeur marchande à 1880 milliards de dollars. Ces faits peuvent nous être mis en lien avec la déclaration d'un des dirigeant proches de la cour royale : « L'erreur du prince Mohammed a été de croire, à chaque fois qu'une personnalité comme Larry Fink lui rendait visite, qu'il croyait à la vérité et pensait qu'ils étaient prêts à investir des centaines de milliards de dollars, alors qu'en réalité, ils voulaient juste une part du gâteau ». Nous n'avons pas accès aux quatre années de travail et recherches des grandes banques américaines mais il est concevable que négocier un prix plus faible aurait toujours été à leur avantage.

### *Dernière discussion :*

Nous allons essayer de synthétiser les points importants concernant l'idée d'investissement dans Saudi Aramco en adoptant une approche Top-Down pour essayer d'inclure le plus d'éléments possible. Pour commencer, l'envie d'investir dans une entreprise pétrolière n'est pas mauvaise car à l'heure où les valeurs technologiques (et les marchés américains en général) sont valorisées à de très hauts multiples et souffrent de forte volatilité à cause des politiques de la Maison Blanche ou de guerre avec la Chine, chercher une entreprise comme Aramco permet d'ajouter plus de stabilité à son portefeuille. C'est même Warren Buffett qui n'hésite pas à ajouter des compagnies pétrolières à son portefeuille avec Occidental Petroleum en passant par Chevron. Sur le point de vue du marché international, nous avons vu que la demande est très solide et ne peut qu'augmenter grâce à l'Asie qui devient le nouveau moteur de la croissance. L'OPEP anticipe une augmentation de la demande mondiale de pétrole de 1,3 million de barils/jour en moyenne cette année. Ce marché de la demande du pétrole ne risque pas d'être fortement impacté par les événements liés à l'intelligence artificielle qui est très en vogue actuellement. Au contraire, le secteur pétrolier a l'avantage d'avoir une demande beaucoup plus fiable. Aujourd'hui, le souci économique majeur concernerait principalement une crise sur les marchés américains qui ferait probablement chuter les prix du pétrole. Or, dans ce cas, Saudi Aramco présente deux avantages. Le premier est que l'entreprise possède les coûts d'exploitation les plus faibles au monde et donc sera beaucoup plus résiliente face à une telle situation. La deuxième est qu'il s'agit d'une entreprise non américaine et donc moins exposée au risque des indices américains. Ici le désavantage de ne pas bénéficier des capitaux des grands investisseurs lui permet de se dégager d'une part du risque qui lui aurait été ajouté. En parlant à nouveau des prix du pétrole, comme vu plus haut, l'Arabie saoudite possède une place importante au sein de l'OPEP et peut donc utiliser son pouvoir pour maintenir une situation économique tenable. Aramco possède un business model tout à fait compréhensible malgré sa taille gigantesque, puisqu'elle ne dépend pas d'une ligne de code, d'un serveur informatique, d'une licence d'un médicament ou d'une dernière innovation étrangère. De plus, par sa taille on ne peut apercevoir aucun nouvel entrant et peu de véritables concurrents. Bien que



l'entreprise soit considérée comme trop fossile, elle crée une certaine valeur pour ses actionnaires grâce à son dividende versé tous les trois mois. L'idée n'est pas ici de philosopher sur l'opération boursière d'achat et vente ou sur les opérations spéculatives mais de comprendre la mentalité de l'actionnariat. Aramco a distribué plus de 440 milliards de dividendes depuis son introduction en bourse et a généré un résultat net trimestriel de 48 milliards de dollars en 2022 (soit plus que Microsoft, Apple, Meta et Tesla réunis sur la même période) pour un bénéfice net de 161 milliards de dollars cette même année. Avec un des plus solides dividendes du marché, cette entreprise pourrait être considérée comme un stabilisateur de volatilité générant des cash-flows qui pourront être investis ailleurs ou même pour racheter les actions (ce qui est courant pour les investisseurs saoudiens). Toujours dans cette démarche, l'étude du cours de l'action n'est pas fondamentale puisque dans ce secteur la valeur des actions peut être divisée par 9 en fonction du prix de la ressource. Avec moins de volatilité que ses concurrents, le prix de l'action Aramco a baissé de 30% depuis son pic et approche son cours le plus bas historiquement. Les réserves de pétrole tant convoitées correspondent ici au principal problème, car nombreux sont ceux qui avertissent de se méfier des déclarations des Saoudiens concernant leur pétrole (voir épisode Ghawar). Leur dernier chiffre serait 250 milliards de barils dans le dernier rapport annuel. Encore une fois, cela mériterait de se documenter comme Matthew Simmons sur le sujet et de se faire sa propre opinion. Les réunions de l'OPEP à Vienne nous montrent en image à quel point ce type d'informations est primordial, comme montré sur la photo de Khaled al-Faleh (au-dessus). Toutefois, il est bien d'évoquer l'épisode d'un homme interviewé par Al Jazeera qui était face au ministre du pétrole saoudien et avec un de ses directeurs. Le directeur a déclaré qu'il y avait 3 milliards de barils dans telle réserve et le ministre répondait ; « Oh, c'est trop petit, bouchonne-le ».



Ce qui suggère que nous sommes encore loin d'en savoir beaucoup sur les sous-sols saoudiens. Une remarque s'impose : les banquiers new-yorkais n'en savaient visiblement pas plus mais ont travaillé pendant 4 ans pour pouvoir vendre ses actions au grand public, certainement grâce à une introduction en bourse bien médiatisée et bien vendue. En revenant sur cet échec, on retrouve notre souci à attribuer une valeur de l'entreprise. Les quelques DCF publiés il y a quelques années nous montrent à quel point rien est correct. De plus, les valorisations par différentes banques d'affaires et fonds variaient entre 800 milliards et 1500 milliards ce qui représente tout de même une grande fourchette. Mais de toute façon, comme pour toutes entreprises, même si vous connaissez la valeur exacte de la société et de ses réserves, mais que vous êtes le seul à le savoir, le marché l'ignorera, surtout sur le Tadawul, donc pour quelques raisons encore les méthodes d'évaluations ressemblent plus à une impasse qu'à autre chose. *Pour revenir à de très simples notions qui valent ce qu'elles valent, on peut souligner que le PER de l'action se situe dans les environs de 15-16 soit en dessous de sa valeur moyenne.* Ce qui nous amène au dernier point concernant l'information et le pouvoir au sein de l'entreprise du Royaume, qui est la cause de tout depuis le micro management. S'intéresser à la politique d'une entreprise étatique dans un royaume est important mais encore plus dans le cas de Saudi



Aramco. C'est bien un des derniers points du document qui nous le rappelle avec le licenciement de l'ancien PDG, simplement pour poursuivre les projets et ambitions du Prince. C'est dans ce contexte que l'on comprend que la gestion des affaires n'est pas basée sur le mérite et la connaissance mais davantage sur la capacité à faire converger les intérêts de l'entreprise avec ceux du Prince. L'étude de la dimension politique de cette situation économique ne doit donc pas s'arrêter sur le cas d'Aramco puisque l'histoire ne cesse de nous montrer qu'entre les réformes, le plan Vision 2030, les séquestrations et autres événements encore, le changement est réel au sein du Royaume. La dimension politique peut également inclure les tensions présentes au Moyen-Orient... Les attaques des Houthis sont pénalisantes et le conflit au Yémen préoccupe toujours autant. Évidemment le but de cette discussion n'est pas de rentrer dans une représentation politique puisque de facto elle serait biaisée. Cependant, on peut évoquer un événement moins bien médiatisé, celle du brillant Prince Salman Bin Abdulaziz Bin Salman Al Saud, qui a été incarcéré dans la prison de haute sécurité d'Al-Ha'er, au sud de Riyad en 2018. Cet événement laisserait comprendre que MBS cherche à écarter tout rival potentiel et montre bien la transformation de pouvoir qui s'opère au sein du Royaume et qui mérite l'étude de plusieurs scénarios (plus dramatique) sur la direction du pays. Cette dimension politique ne doit absolument pas être sous-estimée puisque même le succès de l'IPO semble en être la conséquence. Si Aramco cotait aux États-Unis, alors le cours serait certainement plus volatile, exposant les petits épargnants tout en ayant certainement été vendu avec confiance par les banques d'investissements. Mais l'entreprise est bien cotée à la Tadawul et le volume d'achat a complètement surpris ces mêmes banquiers qui n'y étaient pour rien si ce n'est le contraire. Encore aujourd'hui, l'explication n'est pas claire. Ce qui est certain, c'est qu'à défaut d'être aux mains des spéculateurs, Aramco sera toujours soutenu par son pays qui avec ses alliés ont probablement été à l'origine d'un tel succès lors de l'introduction en bourse. Finalement, ce régime qui tend vers une monarchie absolue pourrait être une sorte d'assurance sur la stabilité boursière du mastodonte. Pour les investisseurs étrangers, un autre risque survient, celui de la devise. Or, investir dans Saudi Aramco présente un risque de devise relativement faible pour les investisseurs utilisant le dollar américain (USD), grâce à la parité fixe entre le riyal saoudien (SAR) et l'USD. Depuis 1986, le SAR est arrimé au dollar à un taux fixe de 1 USD = 3,75 SAR, avec une marge de fluctuation très étroite. Au-delà de tout le reste, la plupart des discussions pourraient se tourner vers les réserves (de pétrole) très concrètement. Et de ce point de vue, beaucoup d'espairs sont présents quand on parle de Manifa. C'est un gisement pétrolier offshore d'Arabie Saoudite avec des réserves estimées à 11 Gbbl (milliards de barils), en font un des plus grands gisements inexploités au monde en raison de son pétrole extrêmement chargé en soufre (de 3 à 3,5 %) et en vanadium. Aujourd'hui, il s'agit d'une vitrine de l'excellence technologique saoudienne. Ce mégaprojet offshore est l'un des plus complexes au monde et promet de beaux jours à venir. C'est donc sur ce point optimiste que la discussion pourra se refermer. L'idée principale se résume donc au mode « Politique », tant sur le plan financier, économique et stratégique. Il faut être conscient qu'étudier une des plus grandes entreprises au monde dont les affaires sont peut-être plus complexes que vendre des voitures ou des téléphones et dont l'activité est assez opaque, présente et cotée dans le seul pays portant le nom d'une famille qui en possède la majorité des parts est relativement difficile. Toutefois, si une réponse devrait être donnée de façon simple : si vous devez acheter une seule



ou quelques actions (entreprises) alors ne vous tournez pas vers Aramco ; si vous possédez un grand portefeuille et avez de la liquidité tout en étant à la recherche de stratégie complémentaires et ayant des convictions, alors Saudi Aramco mérite d'être une entreprise sélectionnée pour être étudiée.

### Sources :

Saudipedia.com – Wikipedia – Aramco.com – Saudi Aramco Annual Report – Rosneft Annual report – Financial Post “The Wall Street bankers who burst Saudi Aramco's \$2-trillion bubble” – Financial Post – TradingView – Barrons “It’s Nearly Impossible to Buy Saudi Aramco and Other Foreign Stocks.” – energynews – Companiesmarketcap.com – Lafinancementpour – Documentary of Al Jazeera “Saudi Aramco: A story of oil, wealth and power” – Zawya

