

苦境から1年、復活への歩みを進める Tullow Oil

(Tullow Oil ホームページ、Kosmos Energy ホームページ、Panoro Energy ホームページ他)

- Tullow Oil はガーナの Jubilee 油田、TEN 油田をコア資産に据え、アフリカに焦点を当てた英国ベースの中小独立系企業である。
- 2019 年末、ガーナ・Jubilee 油田での生産不調を受けて、Tullow Oil の株価が 20 年来の最低水準に落ち込んだ。同社はポートフォリオ全体及び財務の見直しを行い、資産売却を検討し、ガーナの生産アセットに集中することとなった。
- 2020 年 4 月に Tullow Oil のウガンダ資産を Total に売却することで合意し、同年 11 月には取引が成立した。
- 2021 年 2 月に Tullow Oil の赤道ギニア、ガボン資産をノルウェーの Panoro Energy に売却することで合意し、2021 年 6 月までに取引を成立させる予定である。
- 昨今の油価上昇基調やポートフォリオの見直しを通じて Tullow Oil のさらなる復活が期待される。

1. Tullow Oil 概要

Tullow Oil は独立系の石油天然ガス探鉱開発企業である。同社は 1985 年にアイルランド、ダブリンから南へ 35 マイルほどにある Tullow という小さな町で設立され、現在ではロンドンに本拠地を構えている。

現在、同社はアフリカと南米¹の 14 か国で 70 のライセンスを保有している。同社のビジネスモデルは、発見した石油の開発・生産からキャッシュフローを創出し、新たな石油発見のための探鉱投資に焦点を当てるといったものであったが、現在は負債の削減とポートフォリオ管理による資産の適正規模化に注力している。Tullow Oil は 1986 年からアフリカで事業を展開しており²、アフリカ大陸での探鉱開発事業は、Tullow Oil をここまで成長させるために極めて重要な役割を果たしてきた。

1 南米ではアルゼンチン、ガイアナ、ペルー、スリナムでライセンスを保有。

2 創業者の Aidan Heavey 氏は、友人と話しているときに、メジャーに取り残されたアフリカの小さな油田の話聞いた。それから Aidan 氏は世界銀行の友人に連絡を取り、セネガルのプロジェクトについて知った。そして 1986 年にセネガルでライセンス契約を締結すると、1987 年には同国でガスの生産と販売を開始した。

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構（以下「機構」）調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用であることを明示していただきますようお願い申し上げます。

図1:Tullow Oil のアフリカでの活動場所(出所:Tullow Oil ホームページ)



表1:Tullow Oil の歴史年表(出所:Tullow Oil ホームページから JOGMEC 作成)

年	主要出来事	従業員数	収益
1985年	・アイルランドにて設立 ・セネガルでライセンス取得	42人	1.7百万£
1987年	・セネガルでガス生産開始		
1989年	・英国陸上、スペイン、イタリア、南イエメンで鉱区取得 ・英国及びアイルランドの株式市場に上場		
1990年代	・パキスタンを皮切りにバングラデシュ、インド、コートジボワール、エジプト、ルーマニアに鉱区取得	89人	5.2百万£
2000年代	・BPから取得した英領北海鉱区で石油ガス生産開始	128人	126.6百万£
2004年	・Energy Africaの買収により事業規模を2倍に拡大、ウガンダ、ガボン、赤道ギニア、ナミビア、コンゴ(ブラザビル)等の生産・探鉱資産を獲得。	147人	225.2百万£
2005年	・英領北海、ガボン、モーリタニアでガス発見	174人	445.2百万£
2006年	★探鉱成功のはじまり ・ウガンダで5つの油田を発見、Lake Albert盆地の有望性を明らかに ・英国で3つのガス発見 ・Hardmanを買収し、ウガンダでオペレーションポジションの確立をはかるとともに、モーリタニア、仏領ギアナ、スリナムの資産を獲得	250人	1,067百万\$

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構(以下「機構」)調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用であることを明示していただきますようお願い申し上げます。

年	主要出来事	従業員数	収益
2007年	・ガーナ沖で開発に直結する同社最大の Jubilee 油田を発見 ・FTSE100 ³ に昇格	370人	1,280百万\$
2010年	・ガーナ Jubilee 油田からの生産開始(発見からわずか40か月後) ・ガーナ TEN 油田発見	935人	1,090百万\$
2013年	・ケニア陸上探鉱で成功 ・ウガンダ事業で開発開始	2,034人	26.5億\$
2016年	・ガーナ沖 TEN 油田生産開始	1,152人	12.7億\$
2017年	・創業者 Aidan Heavey 氏が会長に就任、新 CEO に Paul McDade 氏就任	1,030人	17.23億\$
2018年	・創業者 Aidan Heavey 氏引退。	990人	19億\$

2. 主要アセットのガーナ沖 Jubilee 油田と TEN 油田

Jubilee 油田は 2007 年に掘削された探鉱井、Mahogany-1 (M-1) および Hyedua-1 (H-1) によって発見された。Jubilee 油田は 2 つの鉱区にまたがる油田で、West Cape Three Points 鉱区で M-1 探鉱井によって商業量の油が発見されると、隣接する DeepWaterTano 鉱区にも Mahogany 構造が伸びている可能性があるとして、H-1 探鉱井により掘削、商業量の油が発見された。Tullow Oil と米国独立系 Kosmos Energy がそれぞれオペレーターを務める Deep Water Tano および West Cape Three Point 鉱区で発見された両構造は Jubilee 油田として一体開発されることになり、ガーナ政府は 2009 年 7 月に開発計画を承認した。Jubilee 油田は FPSO(原油生産量:12 万 b/d)ならびに海底に生産設備を設置する Sub-sea Production System (SPS) による開発を行い、2010 年 12 月に生産開始された。2020 年の Jubilee 油田からの生産量は平均 8.2 万 b/d と見込まれている。

³ ロンドン証券取引所 (LSE) における株価指数で、イギリスの代表的な株価指数。

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構（以下「機構」）調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示していただきますようお願い申し上げます。

図2：Jubilee 油田の位置(出所:Tullow Oil ホームページ)



表2: Jubilee Unit Area 参加企業及び権益比率(出所:Tullow Oil、Kosmos Energy ホームページ⁴⁾)

Tullow Oil(オペレーター)	35.48%
Kosmos Energy	24.08%
Anadarko ⁵⁾	24.08%
GNPC	13.64%
PetroSA	2.73%

なお、Jubilee 油田開発で使用されているのは FPSO Kwame Nkrumah MV21 で、三井海洋開発株式会社(MODEC)が Tullow Oil のガーナ現地法人より建造及びチャーター契約を受注したものである。ちなみに、MODEC 社 2017 年 6 月 1 日付プレスリリース⁶⁾によると、同社が建造した FPSO がガーナ共和国の新紙幣(5 セディ)の図柄として採用された由である。

⁴⁾ <https://www.kosmosenergy.com/ghana/>

⁵⁾ Occidental の Anadarko 買収の一環として、Total が Anadarko のアフリカ資産買収交渉をする中で、ガーナも対象であったが、2020 年 5 月、Total は Anadarko のガーナ資産の買収を行わない旨明らかにした。当該資産が非オペレーター権のものであることや、当時の原油相場の状況から判断されたもの。これにより Occidental は当該資産を別の第三者に売却が可能になった。

⁶⁾ <https://www.modec.com/jp/news/2017/20170601.html>

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構(以下「機構」)調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示していただきますようお願い申し上げます。

写真左:FPSO Kwame Nkrumah MV21 (出所:MODEC ホームページ)

写真右:ガーナ新紙幣のFPSO (出所:同上)



また、ガーナでは、2009年に Tweneboa ガス・コンデンセート構造が発見されると、翌2010年に Enyenra 油田が発見され、2012年には Ntomme 油田及び Wama ガス・コンデンセート構造が発見された。これらを総称してTEN 油田という。TEN 油田について、Tullow Oil ほかパートナー企業はFPSO (原油生産量:8万 b/d)を用いて油田開発を行うこととし、初期段階では Enyenra 油田及び Ntomme 油田に焦点が当てられた。2013年にガーナ政府からTEN 油田開発計画が承認され、2016年に生産を開始した。また、同油田開発で用いられるFPSO (名称:FPSO Prof. John Evans Atta Mills)は Jubilee 油田に続き、MODEC が Tullow Oil から連続受注したものであり、エンジニアリングから設計、機器購入、建造、据付までの一括工事を行った。

表3:TEN 油田参加企業及び権益比率(出所:Kosmos Energy ホームページ)

Tullow Oil (オペレーター)	47.18%
Kosmos Energy	17%
Anadarko	17%
GNPC	15%
PetroSA	3.82%

3. 2019 年末、生産不調を受けて CEO 辞任、株価暴落

2019年以降、Tullow Oil は生産目標の未達成に苦しみ、同年12月、Tullow Oil にとって主要アセットの Jubilee 油田で、技術的問題(ガス圧縮の制約や水注入による生産問題等)及び操業上の問題の影響により期待を著しく下回る生産パフォーマンスに至った。さらに、TEN 油田では事前の予想を

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構(以下「機構」)調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示してくださいようお願い申し上げます。

はるかに上回るウォーターカット⁷が明らかになり Enyenra 油田の埋蔵量を 30%ダウンさせた。これを受け、同社の CEO Paul McDade 氏(当時)と Chief Exploration Officer の Angus McCoss 氏(当時)は辞任し、同社の株価は暴落(前月 217 ポンドから 39 ポンドまで下落)、20 年来の低水準にまで落ち込んだ。

その後、non-executive Chair の Dorothy Thompson 氏が暫定 CEO に指名された。同社はポートフォリオ全体及び財務の見直しを行い、ウガンダ等の資産売却を検討し、ガーナの生産業務に集中する方向に舵を切った。2020 年 4 月には、アフリカに焦点を当てる独立系 Delonex Energy の CEO Rahul Dhir 氏が Tullow Oil の新 CEO にノミネートされ、7 月 1 日に着任した。Dhir 氏は Cairn India に 2006 年の IPO から 2012 年まで managing director として在籍し、2013 年には Delonex Energy を創業した。Delonex Energy はチャド、ケニア、エチオピアで活動しており、ケニアの 12A 鉱区では Tullow Oil のパートナーである。

4. アフリカ資産を相次いで売却

①ウガンダ資産売却

2020 年 4 月、Tullow Oil はウガンダの Lake Albert プロジェクトにおける同社の保有権益の全てを 5 億 7,500 万ドルで Total に売却することで両社は合意、同年 10 月にウガンダ政府及び財務当局も当該売却を承認し、同年 11 月に売却を完了した。すでに 11 月時点で Tullow Oil は Total から 5 億ドルを受け取っており、Lake Albert プロジェクトが FID した際には追加で 7,500 万ドルを受け取る予定である。

Tullow Oil はウガンダ資産売却によって純負債額を 24 億ドルに修正した。これまで探鉱に焦点を当てた活動をしてきたが、債務軽減のため探鉱活動は先送りされる予定である。その他に、今後数年間はガーナの既存油田に投資の 90%を集中し、今後 10 年間で 70 億ドルのキャッシュフローを生み出す予定である。

②赤道ギニア・ガボン資産売却へ

2021 年 2 月、Tullow Oil は赤道ギニアとガボンの上流資産を最大 1 億 8,000 万ドルで Panoro

⁷ 坑井から生産される液体に含まれる水分の比率をパーセントで表したもの。(https://oilgas-info.jogmec.go.jp/termlist/1000297/1000305.html)

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構(以下「機構」)調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示していただきますようお願い申し上げます。

Energy⁸に売却することで両社が合意したと発表した。ディールは6月までに完了させる予定である。純負債の削減に努める Tullow Oil にとって、この資産売却はその原資を手に入れる良い機会と考えられている。

Tullow Oil によると、赤道ギニア資産の対価として最大1億500万ドル、ガボン資産の対価としては最大7,000万ドルで売却され、両取引が完了した際にさらに500万ドルが Tullow に支払われる予定である。

表4:取引内容(出所:Tullow Oil ホームページ、各種資料より JOGMEC 作成)

	金額	資産のパフォーマンスと原油 価格に応じた偶発的支払	Tullow への追加支払い
赤道ギニア	8,900 万ドル	最大1,600 万ドル	トランザクション完了後に 追加で500 万ドル
ガボン	4,600 万ドル	最大2,400 万ドル	

Tullow Oil が売却する資産は、赤道ギニアの Block G の 14.25%の権益とガボン沖の Dussafu Marin Permit の 10%の権益の予定である。いずれも Tullow はオペレーターを務めておらず、マイナーシェアを持っているのみである。

赤道ギニアの Block G (CEIBA、OKUME 両油田) では Ceiba 油田が 2000 年に生産開始し、Okume 油田が 2006 年に生産を開始した。2020 年の両油田からの生産量は 3 万 8,000b/d 程度と見られる。オペレーターの Trident Energy は 4D 地震調査の結果に基づいて、新たな開発機会を創出するために 2021 年 3 月以降に開発掘削活動を再開する予定である。

表5:赤道ギニア Block G (CEIBA and OKUME) 参画企業および権益比率
(出所:KOSMOS ENERGY ホームページ)

Trident Energy (オペレーター)	40.375%
Kosmos Energy	40.375%
Tullow Oil	14.25%
GEPETROL	5%

⁸ 2009 年設立。オスロ上場、本社は英国。アフリカでの生産・探鉱・開発アセットを保有する独立系企業。

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構（以下「機構」）調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示してくださいようお願い申し上げます。

図3:赤道ギニア鉦区図(出所:KOSMOS ENERGY ホームページ)



ガボンの Dussafu Marin Permit (Ruche EEA) では、これまで6つの油田が発見されている。最初に発見された Tortue 油田は2018年9月にFPSOによって生産を開始しており、現在の生産量は1万6,000b/dである。今後、他の油田の開発とさらなる探鉦が予定されている。

表6:ガボン Dussafu Marin Permit (Ruche EEA) 参画企業および権益比率
(出所:各種資料よりJOGMEC作成)

BW Energy(オペレーター)	73.5%
Panoro Energy	7.5%
Tullow Oil	10%
Gabon Oil Company	9%

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉦物資源機構(以下「機構」)調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用であることを明示していただきますようお願い申し上げます。

図 4: ガボン 鉱区図 (出所: Tullow Oil ホームページに筆者加筆)



Panoro Energy によると、今回の買収により、7 つの油田(非オペレーター)から 6,900b/d の純生産量と 2P で 2,500 万バレルの埋蔵量が同社に加わり、会社規模が約 4 倍になるといい、「“high-quality, low operating cost” の資産を買収する」と述べた。

Panoro Energy はアフリカ 6 か国(ガボン、赤道ギニア、チュニジア、ナイジェリア、南ア)でアセットを保有し、ポートフォリオ拡大に意欲的と報じられている。

5. 今後の展望

昨今の原油価格はワクチンの普及による石油需要回復への期待感などに下支えられ、上昇基調にある。この油価上昇トレンドやウガンダ、赤道ギニア、ガボン資産の売却による負債の削減で Tullow Oil は復活への歩みを順調に進めている模様である。同社のアフリカでの果敢な探鉱・開発への取り組みは目を見張るものがあり、今後のさらなる復活が期待される。

以上

Global Disclaimer(免責事項)

本資料は石油天然ガス・金属鉱物資源機構（以下「機構」）調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本資料に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本資料は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本資料に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用であることを明示していただきますようお願い申し上げます。