



Junio 2017

Diamond Offshore Drilling: esperando un repunte del ciclo inversor

Creemos que Diamond Offshore está muy infravalorada

Diamond Offshore Drilling capitaliza 1.605 millones de dólares (11,7 dólares por acción). Pensamos que su valor puede estar un 180% por encima de su precio actual.

La compañía nunca ha estado tan barata

El precio de la acción está muy deprimido, ha retrocedido más de un 90% desde los máximos de 2008 y cotiza a 0,4 veces su valor en libros. Este descenso está en línea con las bajadas más acusadas del sector en ciclos anteriores (70-95%). Históricamente las recuperaciones han sido muy fuertes (100%-400%).

Está controlada por la familia Tisch

Diamond está controlada por la familia Tisch a través del holding Loews. Históricamente Diamond ha tenido una política de remuneración muy favorable al accionista (desde el año 2000 han pagado más de 6.000 millones de dólares en dividendos).

Los vencimientos de deuda son largos y tiene 3,2 billones de pedidos hasta 2019

Diamond sólo tiene un vencimiento de la deuda antes de 5 años (500 millones en 2019), el resto de los vencimientos se alargan hasta 2043, y su nivel de pedidos es de 3,2 billones de dólares.

La demanda de petróleo de mar adentro será significativamente mayor a futuro

La compañía estima que se necesitarán aproximadamente 33 millones de barriles adicionales al día (por agotamiento natural del petróleo y crecimiento de la demanda) en los próximos 10 años, de los cuales esperan que 6 millones provengan de aguas profundas, negocio principal de Diamond.

Con el “shale oil” el sector ha cambiado, pero el petróleo depende en gran medida del ciclo de inversión

El desarrollo del “shale oil” ha venido propiciado en gran medida por la política de tipos de interés bajos, desde 2008 a 2015 el sector no ha generado flujo de caja libre. El petróleo, no obstante, depende en gran medida del ciclo de inversión y la inversión ha retrocedido durante dos años consecutivos, lo que no sucedía desde 1986/7. Creemos que el descenso en la inversión que está sufriendo el sector del petróleo será en el medio/largo plazo positivo para los precios y para Diamond.



Diamond Offshore está controlada por la familia Tisch

Diamond Offshore es una empresa de plataformas petrolíferas marítimas. Su principal accionista es el holding Loews con un 53%, que a su vez está controlado por la familia Tisch con un 21%. Geográficamente sus ventas se dividen en Estados Unidos (34%), Sudamérica (27%), Europa y África (22%), Australia y Asia (15%) y México (2%). La compañía tiene 24 plataformas de perforación de mar adentro: 19 semisumergibles, 4 barcos perforadores y 1 autoelevable (“jack up”).

Diamond está enfocada principalmente en aguas ultraprofundas

Diamond alquila sus plataformas a compañías petrolíferas. La compañía hoy en día está enfocada principalmente en aguas ultraprofundas. El 67% de sus ventas son para aguas ultraprofundas, 19% para aguas profundas, 13% para aguas intermedias y el 1% para autoelevables. La compañía se encuentra inmersa en una fase de reducción de costes agresiva. Han reducido significativamente el número de plataformas en los últimos años (han pasado de tener 36 en 2011 a 24 actualmente), han reducido plantilla (desde 5.300 empleados en 2011 a 2.800 en 2016) y han recortado la inversión. Se han enfocado más en el segmento de aguas ultraprofundas y profundas, donde hay una mayor utilización de capacidad y las tarifas son mayores, reduciendo significativamente su exposición a aguas intermedias. Los precios han retrocedido ligeramente pero donde realmente se han visto afectados ha sido en el número de días trabajados y especialmente en el negocio de aguas intermedias. Diamond se ha fijado como prioridad el Golfo de México ya que es uno de las zonas de costes más bajos. Cuatro de sus cinco nuevas plataformas de aguas ultraprofundas se encuentran en el Golfo de México. Sus principales clientes son Anadarko con un 22% de las ventas, Petrobras con un 18% y Exxon Mobil con un 6%.

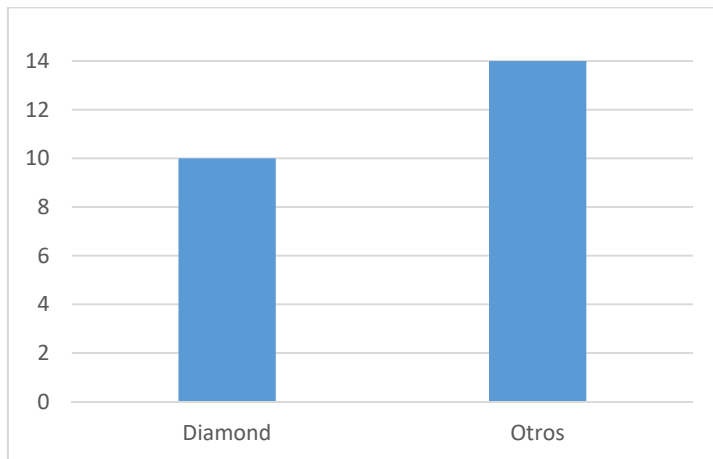
Diamond tiene la flota más joven del sector y 3.200 millones de dólares de pedidos

Diamond tiene 24 plataformas de perforación de mar adentro: 4 barcos perforadores, 12 plataformas para aguas ultraprofundas, 6 para aguas profundas, 5 para aguas de profundidad intermedia y 1 autoelevable. Del total de las plataformas 14 están operativas y 10 están actualmente sin actividad. La compañía desde 2009 ha invertido más de 5.000 millones de dólares en modernizar la flota, de los cuales 3.900 han sido desde 2013 (el último pedido ha sido el Ocean Great White que ha costado 765 millones de dólares). Como consecuencia de esta renovación tiene la flota más joven del sector en aguas ultraprofundas, con una media de 10 años frente a los 14 años del sector. En general ha cambiado el perfil de su flota: está más orientada a aguas profundas y ultraprofundas, es más pequeña y se ha rejuvenecido.



El nivel de pedidos ha disminuido significativamente en los últimos años. Llegó a ser de 10.800 millones de dólares en 2008 y actualmente se sitúa en 3.200 millones de dólares (1,1 billones para 2017, 1,1 para 2018 y 1 billón para 2019). Creemos que el tener una flota joven favorecerá su futuro nivel de pedidos.

Edad media de las plataformas (años)



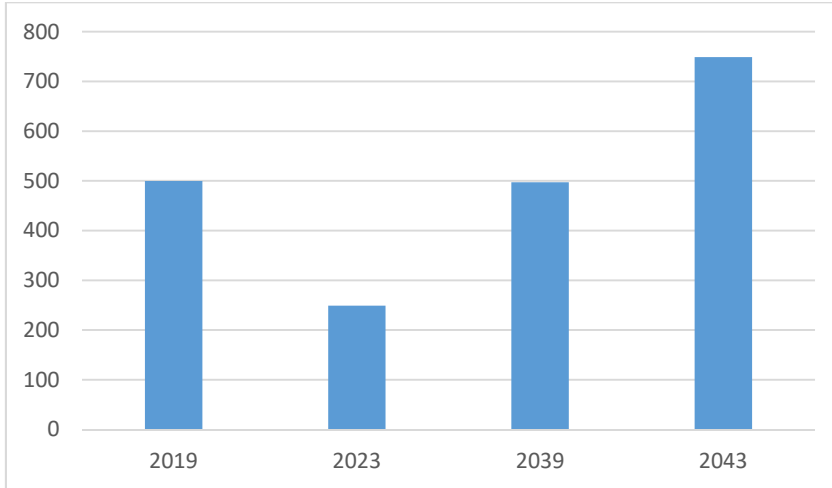
Fuente: Diamond Offshore, SM

Los vencimientos de la deuda son largos

La compañía tiene 1.981 millones de deuda pero tan sólo un vencimiento antes de cinco años (500 millones en mayo 2019), el resto de los vencimientos se van alargando hasta 2043. La compañía tiene una línea de crédito de 1.500 millones de dólares (ampliable en 500 millones) hasta 2020. Fruto de los resultados de los últimos años las agencias de rating han rebajado su calificación. En febrero 2016 Moody's rebajó su rating a Ba2 desde Baa2, con perspectiva estable y en julio de 2016 S&P rebajó su rating a BB+ desde BBB y en enero de 2017 a BB- con perspectiva negativa. Un factor positivo es que su nivel de inversión será significativamente inferior de lo que venía siendo en los últimos años (esperan para 2017 sólo 145 millones de dólares de inversión de mantenimiento). Aunque Diamond históricamente ha sido muy favorable al accionista, han pagado casi 6.000 millones de dólares en dividendos desde el año 2000, no creemos que vuelva a pagar dividendos hasta que la situación del sector se normalice.



Vencimientos de la deuda (mn \$)

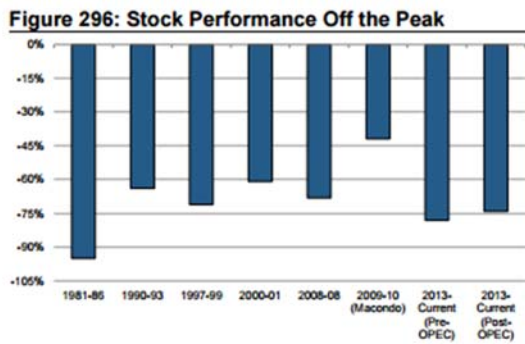


Fuente: Diamond Offshore, SM

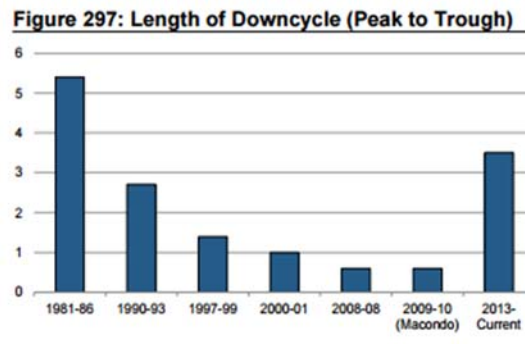
Creemos que está muy infravalorada

Creemos que Diamond puede valer un 180% más de su precio actual. Pensamos que los márgenes pueden revertir a la media de los últimos 15 años para 2020. El valor podría ser mayor debido a los bajos niveles de inversión y de descubrimientos que está teniendo la industria. El precio de la acción ha retrocedido más de un 90% desde máximos, esta bajada está en línea con los descensos históricos más duros (70-95%) que ha tenido la industria en períodos de ajuste. Actualmente el mercado bajista lleva prácticamente cuatro años, le quedaría algo más de un año para alcanzar al mercado bajista más largo. Históricamente las recuperaciones han sido muy fuertes, aproximadamente entre un 100% y un 400% tras estos descensos, y los plazos de estas recuperaciones normalmente han oscilado, en general, entre 2 y 5 años.

Bajadas de las empresas de plataformas petrolíferas en crisis pasadas y duración



Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates



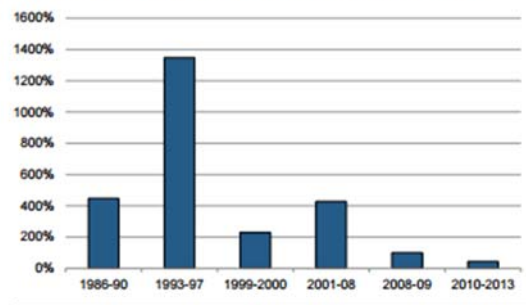
Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates

Fuente: Credit Suisse



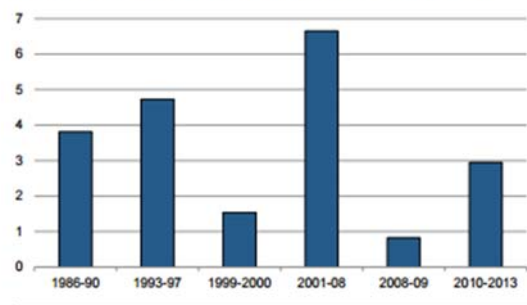
Subidas de las empresas de plataformas petrolíferas tras crisis pasadas y duración

Figure 298: Stock Performance Off The Bottom



Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates

Figure 299: Length of Upcycle (Trough to Peak)



Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates

Fuente: Credit Suisse

La industria

El petróleo

La demanda en petróleo es creciente

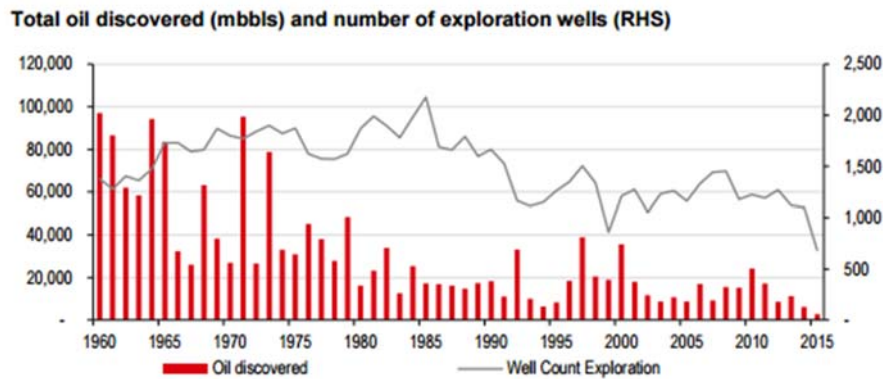
La demanda de petróleo es creciente, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) espera un crecimiento superior a 1 millón de barriles al día anuales para los próximos años. Diamond prevé que para la próxima década se necesitarán prácticamente 33 millones de barriles adicionales al día (fruto del agotamiento natural que supone un 3-5% de la producción anual y por el crecimiento de la demanda). La producción de petróleo en tierra firme, incluyendo petróleo no convencional, no será suficiente para abastecer la demanda, será necesario una mayor producción de mar adentro. Diamond estima que serán necesarios 6 millones de barriles de aguas profundas, lo que supondría prácticamente el 70% de la producción actual.

Los descubrimientos de petróleo están en niveles mínimos

Según la AIE los descubrimientos de petróleo han caído en 2016 a su nivel mínimo en 70 años. Los descubrimientos del año pasado fueron de 2.400 millones de barriles comparados con los 9.000 millones de barriles que se descubrieron de media en los últimos 15 años. Ha disminuido tanto el número como el tamaño de los descubrimientos. Además la capacidad ociosa de la OPEP es de prácticamente un 2% de la oferta global, lo cual deja al mercado más vulnerable a potenciales problemas de oferta. A corto plazo, sin embargo, los inventarios de los países industrializados se mantienen en niveles algo elevados, por encima de la media de 5 años, aunque recientemente han corregido.

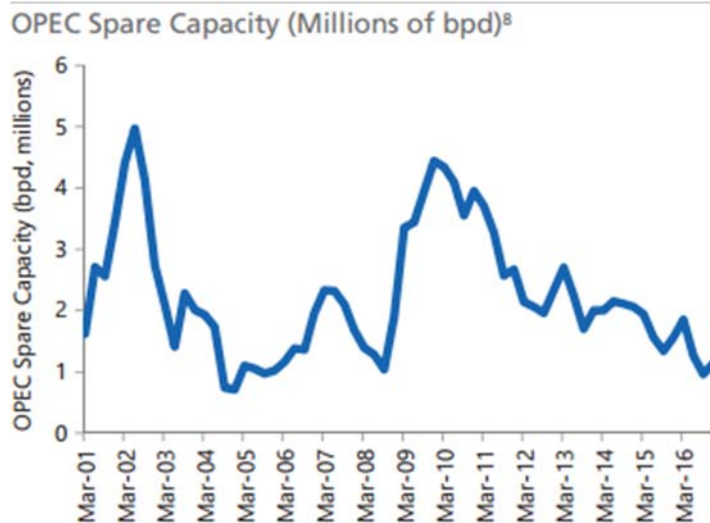


Descubrimientos de petróleo en los últimos años



Fuente: Wood Mackenzie, HSBC

Gráfico de capacidad ociosa de la OPEP



Fuente: Carlyle

El precio del petróleo está muy correlacionado con los ciclos de inversión

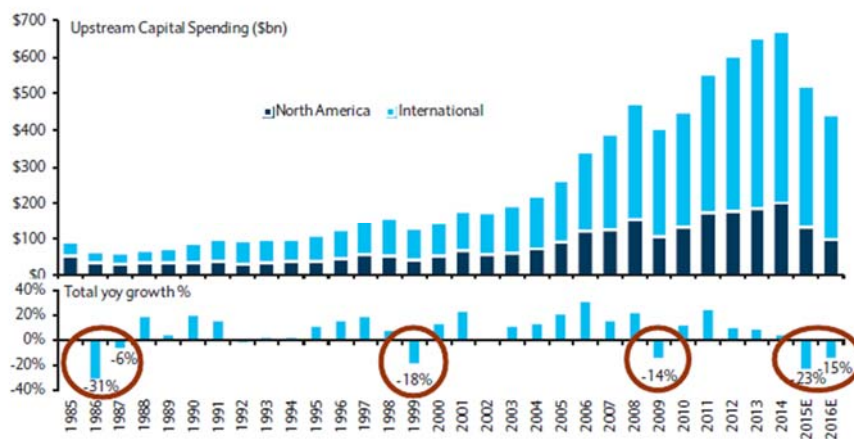
El comportamiento del petróleo es cíclico. Los precios elevados tienden a provocar subidas de la inversión, la oferta crece más que la demanda, lo que eventualmente provoca descensos en los precios. Cuando los precios son bajos sucede lo contrario, desciende la



inversión, se agotan los recursos más rápido que el incremento de la producción y si pasa mucho tiempo en esta situación las subidas pueden ser elevadas ya que la inversión no logra responder al incremento de precios. La correlación entre la inversión real mensual y el precio del petróleo es muy elevada (desde los años 80 hay un 81% de correlación entre las dos). Uno de los motivos por los que las compañías han reducido la inversión es porque el petróleo empezó a bajar en el segundo semestre de 2014 alcanzando menos de 30 dólares el barril en enero de 2016, su nivel mínimo en los últimos 12 años. La inversión desde 2014 ha descendido un 40% (un 55% en términos reales). Descensos en la inversión tan prolongados no se habían producido desde 1986-1987, cuando bajó por dos años consecutivos; en 1999 y 2009 los descensos de la inversión se produjeron durante tan sólo un año. Se espera un repunte de la inversión general en petróleo para 2017 y en concreto para mar adentro para 2018.

Evolución anual de la inversión en petróleo (bn \$)

Barclays Upstream Spending Survey

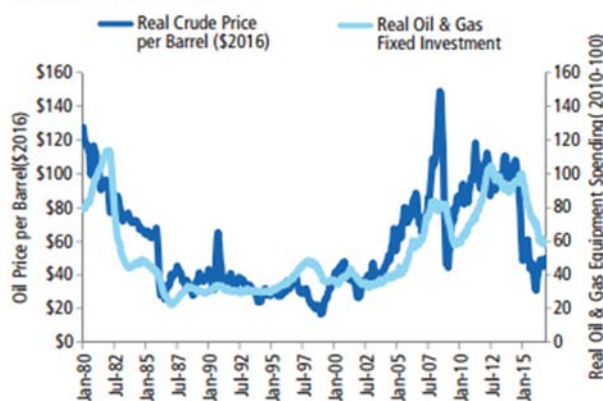


Source: Barclays Research

Fuente: Barclays

Precio del petróleo y ciclo inversor en términos reales

Real Crude Oil Prices and Real Oil & Gas Investment Spending Globally²³



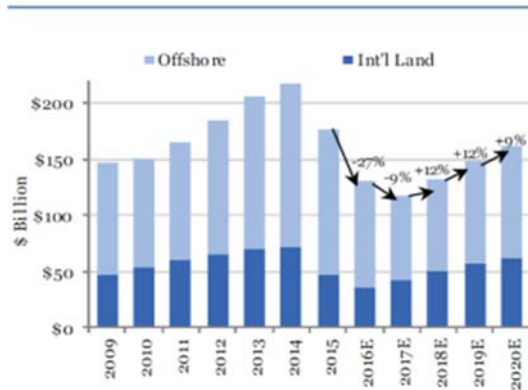
Fuente: Carlyle



Previsión de la inversión para plataformas petrolíferas de mar adentro (bn \$)

Offshore & Int'l Onshore

2017 est. -9%



Fuente: Wells Fargo Securities

El petróleo no convencional

El sector se ha desarrollado en gran medida gracias a los tipos de interés bajos

La existencia del petróleo no convencional (“shale oil”) se conocía desde hacía tiempo pero ha habido dos factores que han hecho que se desarrollara: los precios altos del petróleo y los tipos de interés bajos. El petróleo no convencional ha crecido gracias a la expansión de la deuda. La deuda del sector se ha incrementado hasta 200 billones de dólares desde los 50 billones de dólares que tenía en 2005, pero su gasto en intereses ha subido tan sólo hasta 10 billones de dólares desde los 4 billones de dólares en 2005. Los operadores de petróleo no convencional que no tienen grado de inversión (“investment grade”) en EEUU tienen ratios de deuda elevados (niveles de deuda neta/Ebitda entre 3 y 5,5 veces). Aunque existen grandes diferencias entre las regiones productoras: las empresas que operan en Permian tienen un 50% menos de deuda que las de Bakken o Eagle Ford. El sector en su conjunto no ha generado flujo de caja libre desde 2008 a 2015 y es vulnerable a subidas de tipos de interés ya que el gasto por intereses sobre su coste de caja (coste de extracción más intereses) es de casi un 30%.

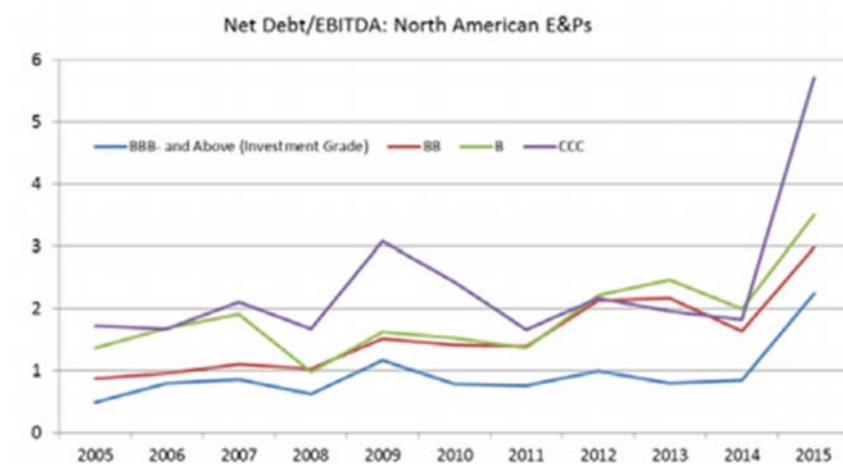


Evolución de tipos en EEUU (%)



Fuente: FRED

Ratio deuda neta/Ebitda (x) de los empresas de petróleo no convencional



Fuente: Columbia

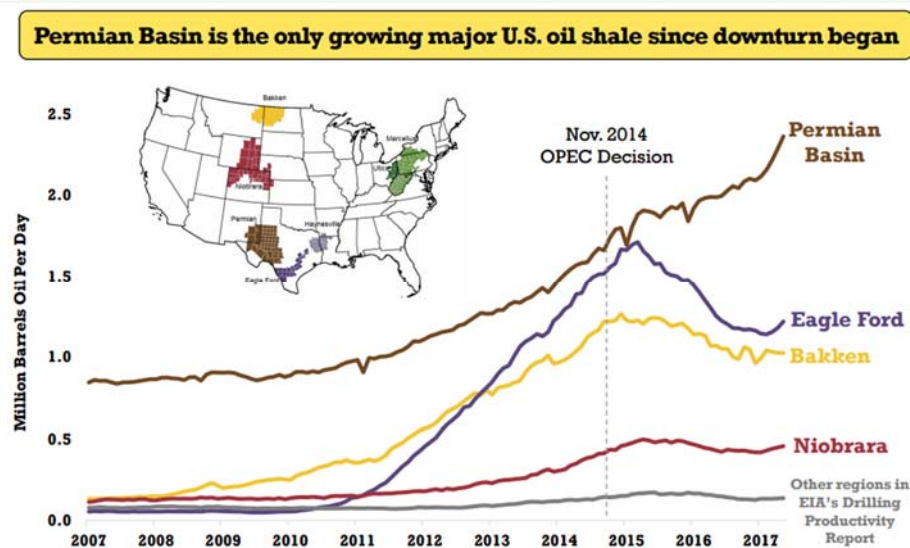
La producción ha subido mucho, principalmente por la cuenca de Permian

La producción en petróleo no convencional se ha incrementado mucho en Estados Unidos: desde 1,5 millones de barriles en 2010 hasta 4,9 millones de barriles en 2015. Actualmente representa un 52% de la producción de EEUU y un 5% de la oferta total. En 2017 la producción ha repuntado pero básicamente gracias a la cuenca de Permian, la producción de otras cuencas como Eagle Ford o Bakken ha retrocedido (Permian supone actualmente un 45% de la producción de petróleo no convencional de EEUU, Eagle Ford un 23% y Bakken un 20%, el resto produce un 12%). La producción de petróleo no convencional tiene unas tasas de declive muy elevadas, su producción cae en torno al 80-



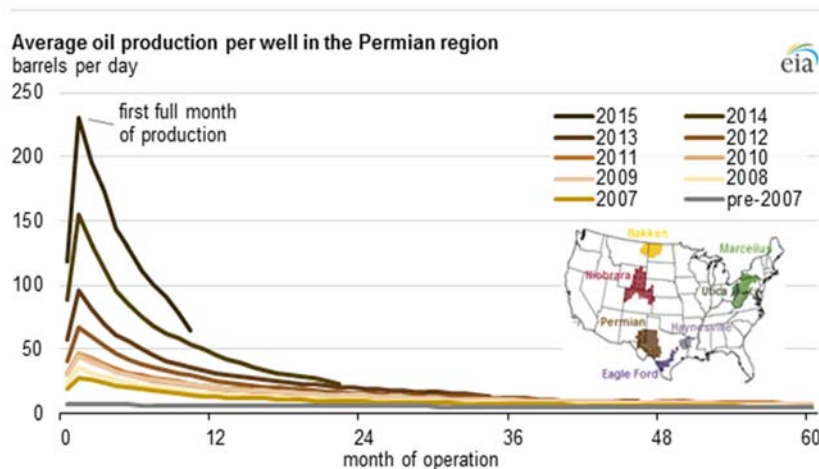
90% en los primeros tres años y luego se mantiene en niveles bajos. El incremento de producción en Permian frente a otras regiones ha sido debido a: i) mejoras de productividad ya que se desarrolló más tarde que el resto de las regiones y tenía más margen de mejora, ii) al potencial atractivo de la cuenca por posibles incrementos futuros de producción y/o de potenciales operaciones corporativas y a iii) la mejor situación de balance que tenían las empresas que operaban allí frente al resto de las regiones permitiéndoles disminuir menos su producción con los descensos del petróleo y tener un mayor acceso al mercado de capitales.

Principales regiones en EEUU de petróleo no convencional (mn barriles/día)



Fuente: AIE

Agotamiento de la producción en la región de Permian



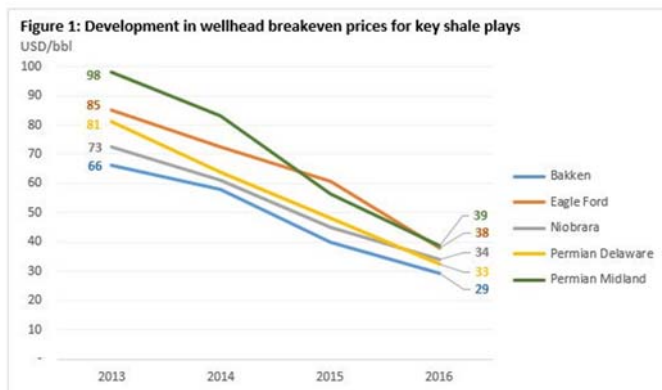
Fuente: AIE



El precio de equilibrio del petróleo no convencional está empezando a repuntar

Los costes de producción del petróleo no convencional se han reducido mucho desde 2013, el precio de equilibrio ha retrocedido desde 80 dólares barril hasta prácticamente 35 dólares barril, un descenso del 56%. Esta bajada se ha debido tanto a factores estructurales como cíclicos. Rydstad Energy cree que los factores cíclicos revertirán cuando el precio del petróleo repunte. Prevén que el precio de equilibrio se incremente en un 62% en los próximos dos años. Los nuevos proyectos de mar adentro a esos precios serán muy competitivos, la principal diferencia que hay frente al petróleo no convencional es que en éste los flujos se reciben en prácticamente dos años frente a los 5-8 años de los proyectos de mar adentro.

Evolución de los precios de equilibrio de las principales cuencas (\$)



Source: Rystad Energy NASWellCube

Fuente: Rydstad Energy

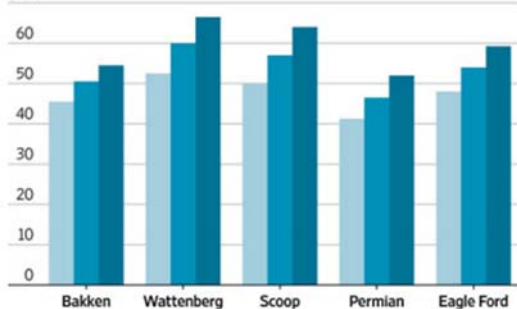
Precios de equilibrio con subidas de costes (\$)

Frackers' Test

Proving shale can be profitable when oil trades at \$55 or more may be challenging because the price of oil-field services are rising.

Breakeven prices for core areas in five major U.S. shale fields

At current oil-service pricing With 15% increase With 30% increase



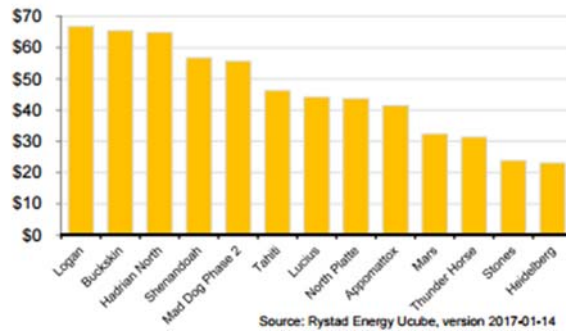
Source: Simmons & Co. International (breakeven prices); Newfield; Energy Information Administration; U.S. Geological Survey

Fuente: Simmons & Co.



Precio de equilibrio para nuevos proyectos de mar adentro en EEUU (\$)

Breakeven Prices of Selected USA Offshore Projects
(Expected to be Approved 2017-20)



Fuente: Rystad Energy

Gracias

Guillermo Nieto, Marta Escribano

**AVISO LEGAL**

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del producto financiero del cual se informa. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. En ningún caso este documento sustituye a cualquier otro de carácter legal, debiendo cumplimentar en cada caso de inversión, aquel que resulte adecuado para cada modalidad de inversión. A este respecto el inversor deberá recibir la documentación requerida por las disposiciones legales correspondientes. La información contenida en este documento se ha obtenido de buena fe de fuentes que consideramos fiables, empleando la máxima diligencia en su realización. No obstante no se garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenida de otras fuentes de terceros. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso.

El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de cambios en los mercados. La información de este documento no pretende predecir resultados ni asegurar los mismos. La información aquí contenida se ha preparado para su difusión general y en ningún caso sustituye a la información oficial. No tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los inversores. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada inversor resultante del correspondiente test Mifid que se deberá completar. Debería buscarse asesoramiento de un asesor financiero sobre la idoneidad de los productos aquí mencionados antes de comprometerse a compra dichos productos, a la luz de sus objetivos específicos, situación financiera y necesidades particulares. Ninguno de los consejeros de Salmón Mundi Capital Sicav ni sus representantes legales, ni Salmón Mundi S.L. ni ninguno de sus respectivos empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento, que pueda producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. Los resultados pasados no son garantía o predicción de rentabilidades futuras. La información aquí contenida no pretende predecir resultados, los cuales pueden diferir sustancialmente de los reflejados.

Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin nuestro permiso previo por escrito. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y puede contener información confidencial sometida a secreto profesional o cuya divulgación esté prohibida en virtud de la legislación vigente, por lo que se informa a quien lo recibiera sin ser su destinatario la responsabilidad en la que podría incurrir si lo utilizara o divulgase para cualquier fin. Si ha recibido este documento por error, le rogamos que nos lo comunice por teléfono y proceda a su eliminación. Por razones legales y operativas, este documento no está dirigido a personas físicas residentes en Estados Unidos o personas jurídicas constituidas bajo legislación estadounidense.