

Diamond Offshore Drilling: Buena estrategia a la espera de la recuperación



@ **Marta Escribano**
Asesora de Salmón
Mundi Capital Sicav.



@ **Guillermo Nieto**
Asesor de Salmón Mundi
Capital Sicav.

Creemos que Diamond Offshore está muy infravalorada. Diamond cotiza a \$8,04 por acción (capitaliza \$1.100 millones) y a solo 0,3 veces su valor en libros. Pensamos que puede valer un 190% más. El precio de la acción ha retrocedido casi un 95% desde máximos de 2007. 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

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

Los vencimientos de deuda son largos

Diamond tiene una situación financiera más manejable que el resto del sector. Su primer vencimiento es en 2023 y el resto se alargan hasta 2043. El 62% de la deuda vence a partir del año 2039.

Poco a poco el mercado va equilibrándose

El mercado sigue sobreabastecido pero un tercio de las plataformas flotantes se han convertido en chatarra desde 2014. La utilización de capacidad actual es la segunda más baja de los últimos 40 años. Según Loews entre un 5%-7% de la flota global se convierte en chatarra cada año.

El *shale*, que ha marcado el precio del petróleo, podría dar problemas

La producción de petróleo no convencional o *shale* en EEUU podría no tener el crecimiento esperado debido a que las compañías llevan 10 años sin conseguir flujo de caja positivo, la financiación al sector ha bajado drásticamente en 2018 (-65% desde máximos de 2012) y empieza a haber problemas operativos de pozos nuevos interfiriendo con los antiguos.

I. Diamond Offshore

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. Geográficamente sus ventas se dividen en Estados Unidos (61%), Sudamérica (24%), Europa (11%) y Australia (4%). La compañía tiene 17 plataformas de perforación de mar adentro: 13 semisumergibles, de los cuales 4 son dinámicos y 9 no dinámicos o moored y 4 barcos perforadores. Tiene 2.300 empleados.

La familia Tisch, accionista de referencia

El abuelo de la familia Tisch, de origen ruso, emigró a EEUU. Tuvieron una fábrica de ropa y regentaron dos campamentos en verano. El hijo mayor, Laurence Tisch, junto a su hermano Robert, tuvieron gran éxito en el mercado inmobiliario. En 1960 consiguieron el control de Loews Theatres que utilizarían luego como matriz del *holding*. A través de adquisiciones posteriores en diferentes industrias, los Tisch convirtieron Loews en un conglomerado altamente rentable (con participaciones en 14 hoteles, 67 cines, CNA Financial, Bulova y Lorillard). Sus ingresos aumentaron de \$100 millones en 1970 a más de \$3.000 millones en 1980. En 1989 adquirieron Diamond M Drilling, que a su vez adquirió ODECO en 1992. La compañía pasó a llamarse Diamond Offshore y en 1995 salió a bolsa. Los fundadores de Loews, Laurence y Robert, gestionaron el conglomerado hasta 1998, cuando se jubilaron y entró la nueva generación en la directiva.

James Tisch, hijo de Laurence Tisch, se unió al conglomerado en 1977, fue presidente y director de operaciones de Loews desde 1994 hasta 1999 y desde el año 1999 es su consejero delegado. Fue también consejero delegado de Diamond desde 1998 hasta 2008. Ha mantenido la filosofía de inversión en valor de su padre intacta, busca comprar activos de calidad baratos y en momentos de máximo pesimismo. Los tres pilares por los que él se guía son: hacer cosas que sean simples, no hacer caso al consenso y tener paciencia.

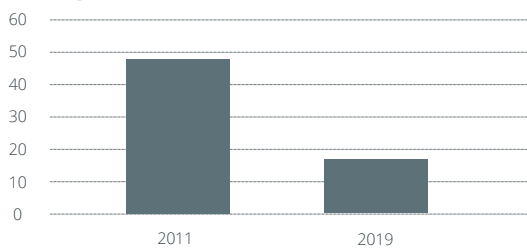
El consejero delegado de Diamond es desde 2014 Marc Edwards. Tiene más de 30 años de experiencia en la industria del gas y del petróleo y, antes de entrar en Diamond, trabajó 9 años en Halliburton.

Resultados en la parte baja del ciclo

Los resultados de Diamond están sufriendo actualmente como el resto de compañías de la industria. En el año 2009 llegó a tener ventas de más de \$3.500 millones, sin embargo, le han bajado hasta \$1.083 millones a finales de 2018. También ha descendido el valor de los pedidos que tiene, actualmente \$1.762 millones, mientras que en 2009 llegó a tener \$10.850 millones. El número de clientes se ha reducido de 52 en 2011 a los 12 actuales, de los cuales los cuatro mayores (Anadarko, Hess Corporation, Petrobras y BP) representan un 85% de las ventas.

La compañía ha reducido sus costes de forma drástica a medida que el ciclo ha ido empeorando. Han pasado de tener 49 plataformas en el año 2011 a 17 actualmente y una plantilla de 5.300 empleados en el año 2011 a los 2.300 actuales. También habían recortado la inversión en los últimos años, sin embargo, con los cambios que están haciendo para adaptar la flota al ciclo (entre otras cosas recuperar plataformas no dinámicas que tenían paradas), en 2019 van a aumentar la inversión (hasta los \$340-\$360 millones), aunque ya en 2020 podría volver a bajar. Creemos que este año los resultados podrían marcar el suelo de este ciclo.

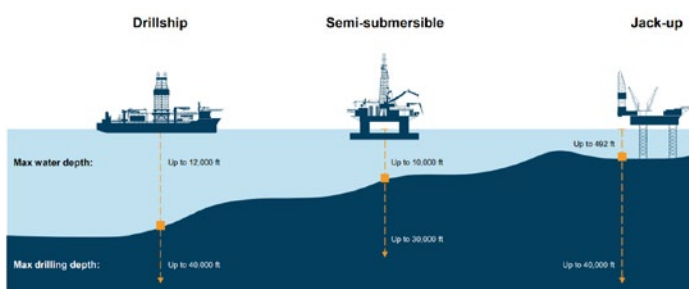
Número de plataformas de Diamond Offshore



Centrados en aguas profundas

De las 17 plataformas que actualmente tiene Diamond 13 son semisumergibles, de los cuales 4 son dinámicos y 9 no dinámicos o *moored* y en total hay 3 parados actualmente. Las otras 4 son barcos perforadores.

Tipos de plataformas



Fuente: Maersk Drilling

Las plataformas pueden ser autoelevables o jack-ups (hasta 400 pies de profundidad), semisumergibles (hasta 10.000) o barcos perforadores (hasta 12.000). Los barcos perforadores son buques adaptados para perforar, no son tan estables como el resto, pero se mueven con más facilidad y rapidez. Los semisumergibles tienen gran parte de su estructura debajo del agua, son estables, pero no descansan en el fondo marino como los *jack-ups*. Al igual que ellos, la mayoría tienen que ser remolcados para desplazarse. Al no tener patas, los semisumergibles necesitan un medio para mantener su posición sobre el pozo durante la perforación. Esto se logra utilizando un sistema de anclaje en los no dinámicos o *moored* y sistemas de posicionamiento con hélices motorizadas en los dinámicos. Los dinámicos son autopropulsados y pueden moverse largas distancias, mientras que los no dinámicos necesitan remolques o buques de carga pesada para ser trasladados.

La compañía desde 2009 ha invertido más de \$5.000 millones en modernizar su flota, de los cuales \$3.900 millones han sido desde 2013 (el último pedido fue en 2016, el Ocean Great White, por importe de \$765 millones). Desde 2012 han retirado y vendido 28 plataformas y reconocido pérdidas por el deterioro de los activos de \$1.700 millones. Dejaron de operar con autoelevables o *jack-ups* y en el mercado de aguas medias, centrándose en aguas ultra-profundas y semisumergibles. Actualmente tienen pedidos por valor de \$1.762 millones (\$652.000 para 2019, \$811.000 para 2020, \$256.000 para 2021 y \$43.000 para 2022). Vendieron el año pasado dos plataformas y este año han puesto a la venta el Ocean Guardian.

Flota Diamond Offshore (1T 2019)

FLOTA	AÑO	ESTADO	TIPO*	LUGAR	FIN ÚLTIMO CONTRATO
BARCOS PERFORADORES					
Ocean BlackLion	2015	Activo		US GOM	2T 2022
Ocean BlackRhino	2014	Activo		Senegal	4T 2023
Ocean BlackHornet	2014	Activo		US GOM	1T 2022
Ocean BlackHawK	2014	Activo		Senegal	1T 2023
SEMISUMERGIBLES					
Ocean Greatwhite	2016	Activo	D	Reino Unido	3T 2019
Ocean Valor	2009	Activo	D	Brasil	4T 2020
Ocean Courage	2009	Activo	D	Brasil	2T 2020
Ocean Confidence	2015	Parado	D	Islas Canarias	
Ocean Monarch	2008	Activo	ND	Myanmar	3T 2021
Ocean Endeavour	2007	Activo	ND	Reino Unido	2T 2021
Ocean Rover	2003	Parado	ND	Malasia	
Ocean Apex	2014	Activo	ND	Australia	4T 2020
Ocean Onyx	2013	Activo	ND	Australia	4T 2020
Ocean America	1988	Parado	ND	Malasia	
Ocean Valiant	1988	Activo	ND	Reino Unido	1T 2021
Ocean Patriot	1983	Activo	ND	Reino Unido	1T 2020
Ocean Guardian	1985	En venta	ND	Reino Unido	

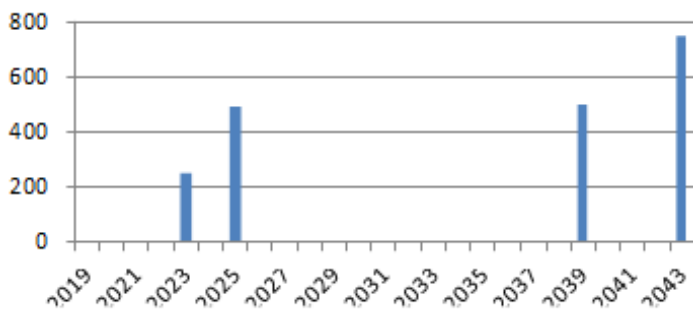
*D: dinámica/ND: no dinámica

Fuente: SMC, Diamond Offshore

Vencimientos largos de la deuda

Los vencimientos de Diamond son largos, tiene una de las mejores estructuras de deuda del sector. La compañía tiene \$1.992 millones de deuda pero ningún vencimiento antes del año 2023 y el resto se van alargando hasta 2043. El 62% de la deuda vence a partir del año 2039.

Estructura de la deuda de Diamond



Fuente: SMC

En el primer trimestre de 2019 tenían \$373 millones de caja y mejoraron la liquidez en 2018 con una línea de crédito de \$950 millones disponible hasta 2023 (sujeto a unos requisitos financieros). En total tienen \$1.235 millones de líneas de crédito.

Diamond históricamente ha sido muy favorable al accionista, desde el año 2000 pagaron casi 6.000 millones de dólares en dividendos hasta el 2015, cuando los eliminaron.

Fruto de los resultados de los últimos años las agencias de *rating* han rebajado su calificación crediticia. En agosto de 2018 S&P le bajó desde B+ a B y Moody's desde Ba3 a B2, en ambos casos con perspectiva negativa.

Estrategia diferente al resto del sector

El segmento de semisumergibles denominado *moored* es uno de los que está liderando la recuperación, ha tenido un mayor ajuste que el resto, de hecho las tarifas diarias ya han comenzado a recuperarse y este año va a ser un punto de inflexión. De las 119 plataformas flotantes que se han eliminado del mercado en este ciclo el 80% eran *moored*.

Tarifas diarias de los diferentes tipos de plataformas



Fuente: Clarksons Platou

El sector más estresado, sin embargo, son los barcos perforadores dedicados a aguas ultra-profundas. En todo este ciclo bajista solamente se ha eliminado una plataforma de las denominadas de sexta generación. Pero creen que pueden haber hecho suelo las tarifas diarias, ya que han descendido desde \$600.000 al día a menos de \$200.000 aunque no ven una recuperación cercana de este segmento.

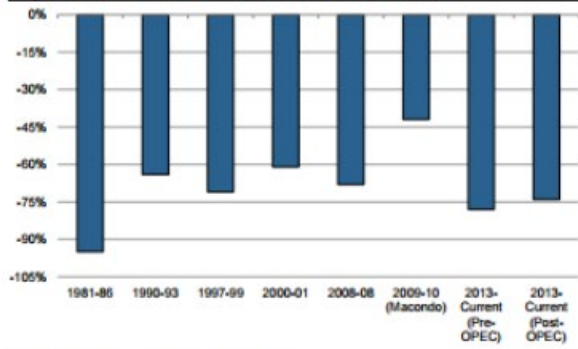
Por eso la estrategia de Diamond está siendo muy clara y diferente al del resto de competidores. La compañía es la única que tiene todos sus barcos perforadores contratados hasta 2022, asegurándose ingresos en este momento difícil, y también la única que está invirtiendo en sus semisumergibles no dinámicos o *moored* (han devuelto las plataformas Endeavor, Apex y Onyx al mercado). En el segmento de aguas ultra-profundas han cerrado contratos en todos sus barcos (los últimos dos, BlackRhino y BlackHawk, hasta el año 2023 en Senegal). Lo positivo es que lo han hecho a unos precios por encima del contado actual. Teniendo en cuenta las plataformas contratadas creemos que la compañía espera la recuperación en torno al año 2021.

Está muy infravalorada

El precio de la acción de Diamond está haciendo mínimos históricos, incluso por debajo del año 1998 cuando el petróleo tocó los \$17 dólares (actualmente está a \$53 el barril) y cotiza a 0,3 veces su valor en libros. Creemos que Diamond puede valer un 190% más de su precio actual. Esperamos un repunte de la utilización de capacidad y de las tarifas diarias hasta niveles cercanos a máximos para 2023. El precio de la acción ha retrocedido casi un 95% desde máximos, esta bajada está en línea con los descensos históricos más duros (70-95%) que ha tenido la industria en períodos de ajuste. Históricamente las recuperaciones han sido muy fuertes, aproximadamente entre un 100% y un 400%, en un plazo de entre 2 y 5 años.

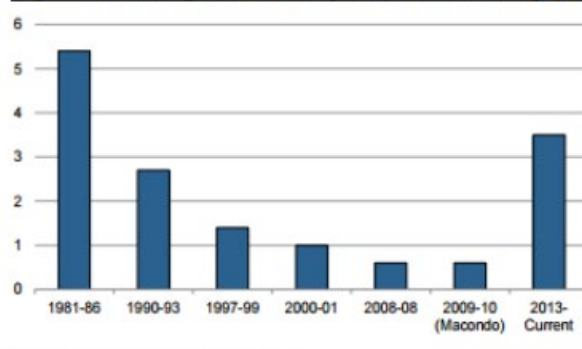
Bajadas de las empresas de plataformas petrolíferas en crisis pasadas y duración

Figure 296: Stock Performance Off the Peak



Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates

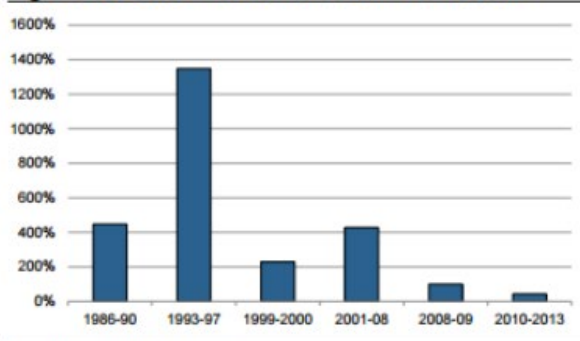
Figure 297: Length of Downturn (Peak to Trough)



Source: Bloomberg, Credit Suisse estimates

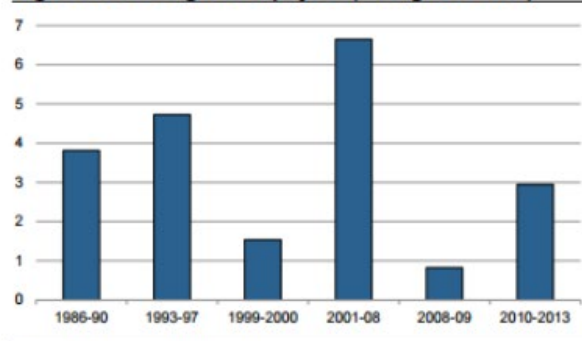
Subidas de las empresas de plataformas petrolíferas tras crisis pasadas y duración

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

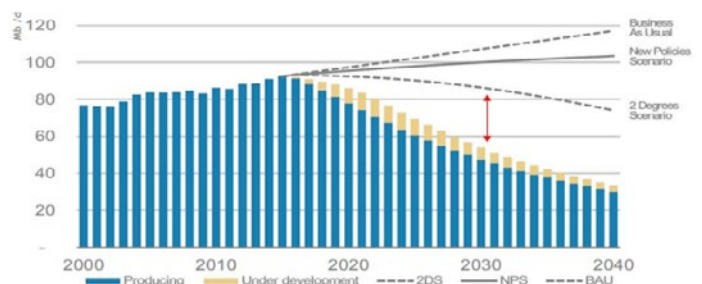
II. La industria

Demanda de petróleo creciente unida a agotamiento de los pozos

La demanda de petróleo ha sido muy estable a lo largo de los años y es creciente a futuro, sobre todo en países que no forman parte de la OECD. Esto se une a que los pozos de petróleo convencional sufren un agotamiento natural que supone aproximadamente entre un 3-5% de la producción total anual, que en el caso del petróleo no convencional, es de entre el 70-90% del pozo en tres años.

Agotamiento de los pozos (Mb/d)

... Meanwhile depletion requires new investments even to maintain production



La producción de petróleo no convencional en EEUU podría no tener el crecimiento esperado debido a que la mayoría de las compañías llevan 10 años sin conseguir flujo de caja positivo, en 2018 ha bajado drásticamente la financiación del sector (-65% desde 2012) y empieza a haber problemas operativos de los pozos nuevos interfiriendo con los antiguos.

Según EnscRowan la producción tendrá que crecer 17 millones de barriles equivalentes más al día hasta 2025. A pesar de que la producción en tierra firme, incluyendo el petróleo no convencional, ha tenido un crecimiento muy elevado, no será suficiente y será necesaria también la producción de mar adentro. Actualmente mar adentro representa el 28% del total de la producción de petróleo.

La inversión ha bajado mucho

La inversión de las mayores compañías de exploración y producción (E&P) que son sus clientes, ha bajado año tras año desde 2014.

Inversión de las compañías de E&P en mar adentro (2000-2018)



Fuente: Rystad, Maersk

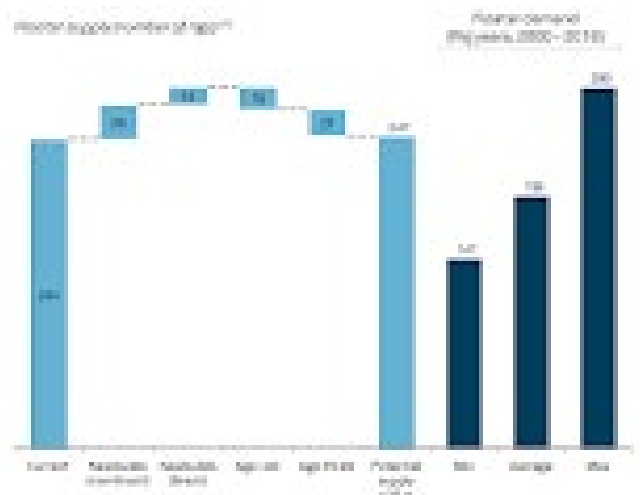
Un descenso en la producción tan prolongado no se había producido desde el año 1986-87 cuando cayó dos años consecutivos y ahora ya lleva cuatro. Esto está repercutiendo en el número de descubrimientos, que según Rystad, en 2017 fueron los menores en número de barriles equivalentes desde la década de 1940. Esto afecta también ya a la vida de las reservas globales. Las mayores compañías de exploración y producción han bajado su duración a mínimos de los últimos años, situándose en 10,6 años de media en 2019.

Sector de mar adentro muy perjudicado pero mejorando

El sector de las plataformas petrolíferas mar adentro sigue sufriendo sobrecapacidad. Los precios elevados hicieron que la inversión subiera y la oferta fuera mayor que la demanda. Pero la oferta mundial de plataformas flotantes lleva ya disminuyendo cuatro años consecutivos. Más de 200 plataformas (119 de ellas flotantes) se han retirado del mercado desde 2014.

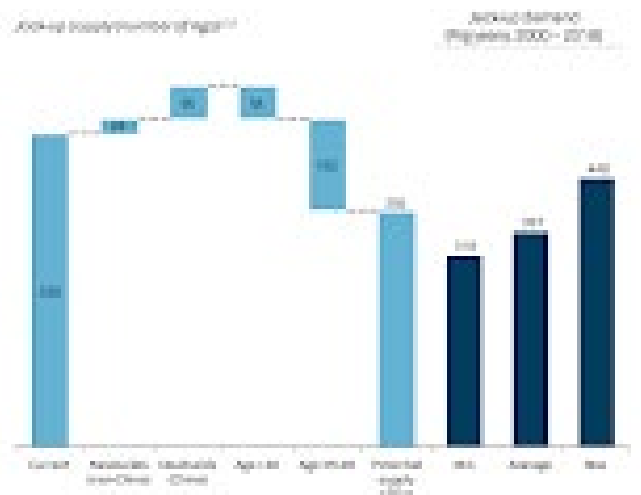
La oferta de plataformas flotantes de menos de 35 años es de 247 unidades y la demanda media entre 2000 y 2018 ha sido de 196. En el caso de las autoelevables, la oferta de jack-ups con menos de 35 años es de 392 unidades y la demanda media en ese período fue de 357.

Oferta y demanda de plataformas flotantes (unidades)



Fuente: Maersk Drilling

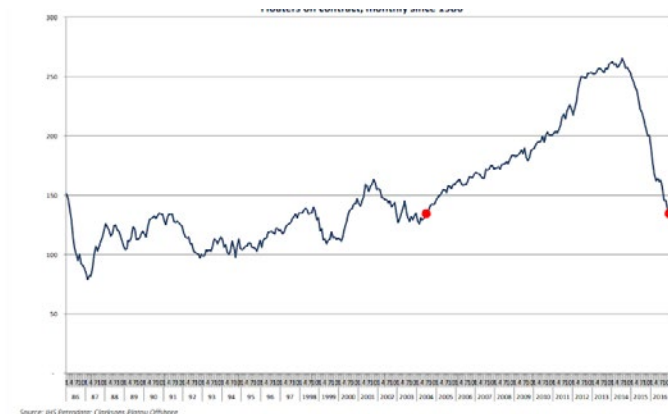
Oferta y demanda de plataformas autoelevables (unidades)



Fuente: Maersk Drilling

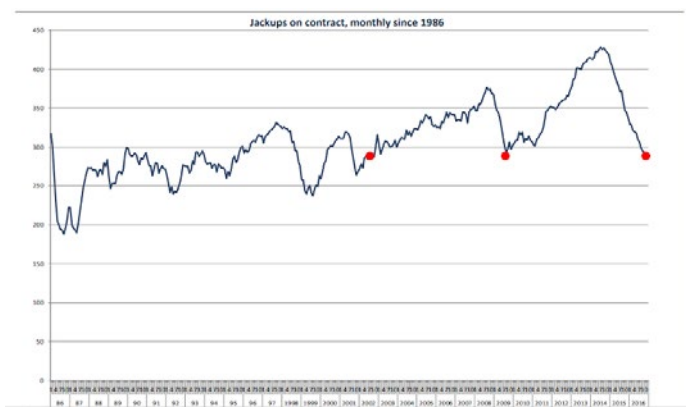
A los activos viejos se unen los que están sin actividad. Si una plataforma se aparta del mercado, volver a introducirla para que pueda operar cuesta, según la plataforma y según el número de años que lleve parada, entre 20 y 100 millones de dólares. Por eso se piensa que seguirán aumentando el número de plataformas para chatarra, desde 2014 más de un tercio de las plataformas a nivel global se han destinado a ello. Según Loews, cada año que pasa entre un 5%-7% de la flota total se convertirá en chatarra.

Plataformas flotantes contratadas (1986-2016)



Fuente: Clarksons Platou

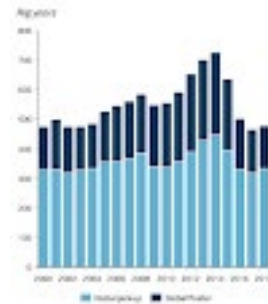
Plataformas autoelevables contratadas (1986-2016)



Fuente: Clarksons Platou

La demanda de plataformas, después de caídas muy fuertes en los últimos años, se ha estabilizado. Históricamente la subida de las tarifas diarias es muy rápida pero la oferta es lenta, ya que los pedidos de nuevas plataformas tardan entre 3 y 4 años en llegar. La demanda empezó a crecer ya en 2018 porque los clientes de las compañías de plataformas han mejorado mucho sus resultados, alcanzado niveles de flujo de caja similares a los de 2011 y están empezando a cerrar contratos para 2020 y más allá. La mayoría de los proyectos del sector de mar adentro, además, son rentables entre \$40-\$60/barril.

La demanda de plataformas se ha estabilizado



Fuente: Maersk Drilling

La utilización de capacidad es muy baja

Según Clarksons Platou, la utilización de capacidad a la que se ha llegado en este ciclo es la segunda menor de los últimos 40 años. El mínimo fue en 1986 cuando se alcanzó el 47%.

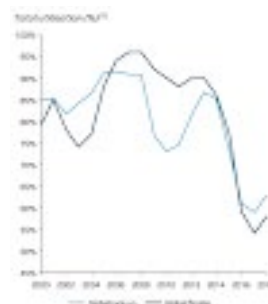
Utilización de plataformas en el ciclo anterior 1980-2016



Fuente: Clarksons Platou

Actualmente está habiendo una recuperación significativa en la utilización de las plataformas autoelevables y de los barcos perforadores. En mayo de 2018 la utilización media de los barcos fue de un 55% y ya este mayo fue del 65%, mientras que los autoelevables estaban de media en torno al 60% y ahora en el 70%. Los analistas de la industria citan que a partir del 80% de utilización media, el poder de negociación pasa del cliente a las compañías de plataformas.

Utilización de plataformas actual



Fuente: Maersk Drilling

Nota: Este informe no es una recomendación para compra o vender. Directa o indirectamente el asesor tiene una posición en los activos aquí mencionados. Los comentarios escritos son a título personal.