

Analyse Ensco plc

vom Juli-Oktober 2016

Sehr geehrte Leser,

heute möchte ich erneut einen interessanten Wert aus der Ölbranche vorstellen. Subsea 7 hatte ich bereits zwei Artikel gewidmet und werde auch heute im offshore Bereich bleiben. Warum? Durch den Sturz des Ölpreises sind temporär kostenintensive Quellen unrentabel geworden. Das gilt nicht nur für offshore Öl, sondern auch für kanadische Teersände (3. größte weltweite Ölreserve) und teilweise fracking. Offshore Öl macht etwa 33% der weltweiten Ölproduktion aus und etwa 8% der weltweiten Produktion stammen aus der Tiefsee. Das Öl unter dem Meeresgrund hat dabei einen wichtigen Anteil an den Ölreserven und -ressourcen der großen Öl-Multis. Die kanadischen Teersände machen dagegen nur etwa 2% der weltweiten Ölproduktion aus.

Auch wenn zahlreiche Deinvestitions-Kampagnien und die Werbung für E-Autos etwas anderes vermuten lässt - wir sind auf das Öl aus nicht konventionellen Quellen angewiesen. Öl wird in sehr viel mehr Anwendungsfällen eingesetzt, als es einfach nur in PKW Motoren zu verbrennen. Daran wird auch ein Modell 3 von Tesla nichts ändern können.

Unrentabel bedeutet in dem Zusammenhang, dass der Ölpreis nicht hoch genug ist, alle erschöpften Quellen durch neue zu ersetzen. Plus der Ausbau der Produktion, um die steigende Nachfrage befriedigen zu können. Denn diese steigt pro Jahr um etwa 1% oder rund 1 Mio. Barrel/Tag. Die reinen Förderkosten sind dagegen kein Problem. So gibt beispielsweise Apache Corp. für sein offshore Öl aus der Nordsee cash costs von 16 USD/BOE an (Q4 2015).

Ausgelöst durch den niedrigen Ölpreis, haben die Öl-Multis und staatlichen Förderer begonnen ihre Capex massiv zu kürzen. So fiel letztes Jahr die Capex um rund 35% niedriger aus, als im Vorjahr. Auch für dieses Jahr wird mit einer ähnlichen Größenordnung gerechnet. Damit würden etwa 100 Mrd. USD weniger in die Erkundung und die Erschließung neuer Ölquellen fließen, als noch vor 2 Jahren. Die Investitionen könnten damit auf ein Niveau noch vor 2006 zurück fallen. Ein Teil dieser Kürzungen entfällt auf den offshore Bereich und hat deshalb zum Stopp zahlreicher Projekte geführt. Genau in diesem Umfeld agiert Ensco.

Das Unternehmen

Börsenkürzel (NYSE)	ESV
WKN / ISIN	A1JYNN / GB00B4VLR192
Marktkapitalisierung	ca. 3,2 Mrd. US \$
Aktienanzahl	301,3 Mio. Stück
Homepage	http://www.enscoplc.com/
Free float	ca. 99 %
Aktueller Kurs	10,5 US \$ / 9,5 €
Dividende	1 Cent je Aktie und Quartal

Kurzvorstellung

Enscopl ist ein weltweit tätiger Dienstleister für die Öl-Industrie. Man bietet Bohrschiffe und Bohrplattformen im offshore Bereich an. Für eine verhandelbare Mietgebühr (day rate; + ggf. Mobilitätsprämie) bekommt der Auftraggeber das Schiff/Plattform inkl. Mannschaft. Entweder um damit potentiell lukrative Ölfelder zu erkunden oder um diese auszubeuten. Enscopl hat viele namenhafte Kunden, z. B. BP, Angie (ehem. GDF), Total, Shell, Chevron, Wintershall, Maersk, Petrobras und Saudi Aramco. Die fünf größten Kunden machen zusammen etwas mehr als die Hälfte des backlogs aus. Der größte Kunde ist jedoch BP, mit etwa 18% Umsatzanteil am backlog (2015). Und der schwierigste Kunde ist zweifelsohne Petrobras. Aber dazu später mehr.

Enscopl wurde ursprünglich 1975 als Blocker Energy Corporation gegründet und ging als Energy Service Company 1987 an die Börse. Dank vieler Zukäufe von anderen drillern wuchs das Unternehmen bis heute zum zweit größten offshore driller heran. Die Firmenphilosophie spiegelt auch den Namen ENSCO wieder:

- Ethical behavior
- No harm to people, property or the environment
- Success for employees, customers and shareholders
- Can-do attitude
- Operational excellence

Die Regionen in denen Enscopl am stärksten vertreten ist, sind GoM, Europa/Mittelmeer, Afrika und Asien-Pazifik.

Enscopl verfügt über eine Flotte von etwa 10 Bohrschiffen (drillship rig), 15 Semisubmersible und 42 jackups. Eine jackup rig ist eine Ölplattform die fest am Meeresboden verankert wird und dadurch nur für geringe Tiefen geeignet ist. Die Semisubmersible (die Enscopl 8500er Serie) sind dagegen frei positionierbare Ölplattformen, wodurch sich diese auch für die Tiefsee eignen. Drillships und semi-subs werden manchmal auch unter dem Begriff floater zusammen gefasst.

Wegen der Krise hat Enscopl einige seiner alten Schiffe verkauft oder verschrotten lassen, so dass die Flottenstärke nicht mehr ganz dem Ist-Zustand entspricht. Etwas Dynamik ist auch immer durch die Neubauten gegeben.



Bild: Enco 8500

Die finanzielle Situation

vorab wieder ein paar Kennzahlen basierend auf dem Q1 Report (2016):

KGV	~ 18,2 (2015: ~ -2,2)
KBV	~ 0,47
KUV	~ 3,9 (2015: ~ 0,88)
KCV	~ 13,6 (2015: ~ 2,1)
EK-Quote	49,3%
Gearing	66,8%
Net working capital je Aktie	25,7%
Anlagendeckungsgrad I	59,4%
Anlagendeckungsgrad II	107,2%
Liquiditätsgrad I	91,5%
Liquiditätsgrad II	38,1%
Liquiditätsgrad III	154,1%
Theoretische Schuldentilgungsdauer (FCF)	60 Jahre
Moody's / S&P rating	Baa2 / BBB

EnSCO ist sehr solide finanziert. Ende Q1 verfügte man über 1,4 Mrd. USD cash und eine ungezeichnete Kreditlinie über 2,25 Mrd. USD. Damit verfügt man über ausreichend Liquidität, um alle Verbindlichkeiten zu begleichen (z. B. Capex für Neubauten) und Schulden zu tilgen. Bis 2019 werden keine Anleihen fällig. Außerdem gibt es noch das backlog von 5,2 Mrd. USD.

Während des zweiten Quartals hat EnSCO erfolgreich eine Kapitalerhöhung für 9,25 USD/Aktie durchgeführt und dabei über 580 Mio. USD eingenommen. Außerdem wurden vorher Schulden zu einem durchschnittlichen discount von 28% zurück gekauft, wodurch 238 Mio. USD eingespart werden konnten. Die Kennzahlen werden deshalb Ende zweites Quartal deutlich besser aussehen (z. B. Gearing). Die Anforderungen der Banken an die Kreditlinie können mit dem aktuellen Gearing bzw. debt-to-capitalisation ratio leicht erfüllt werden.

Die Kapitalerhöhung kommt zwar reichlich spät, da wegen des geringen Kurses nun die Verwässerung höher ist. Aber ich finde es war dennoch der richtige Schritt. Es ist derzeit ungewiss, wann sich die Auftragslage wieder signifikant erholen wird. Bis dahin müssen Rechnungen bezahlt und ggf. Anleihen getilgt werden. Das backlog bietet einen Puffer, der durch das zusätzliche Kapital aus der KE noch erhöht wird.

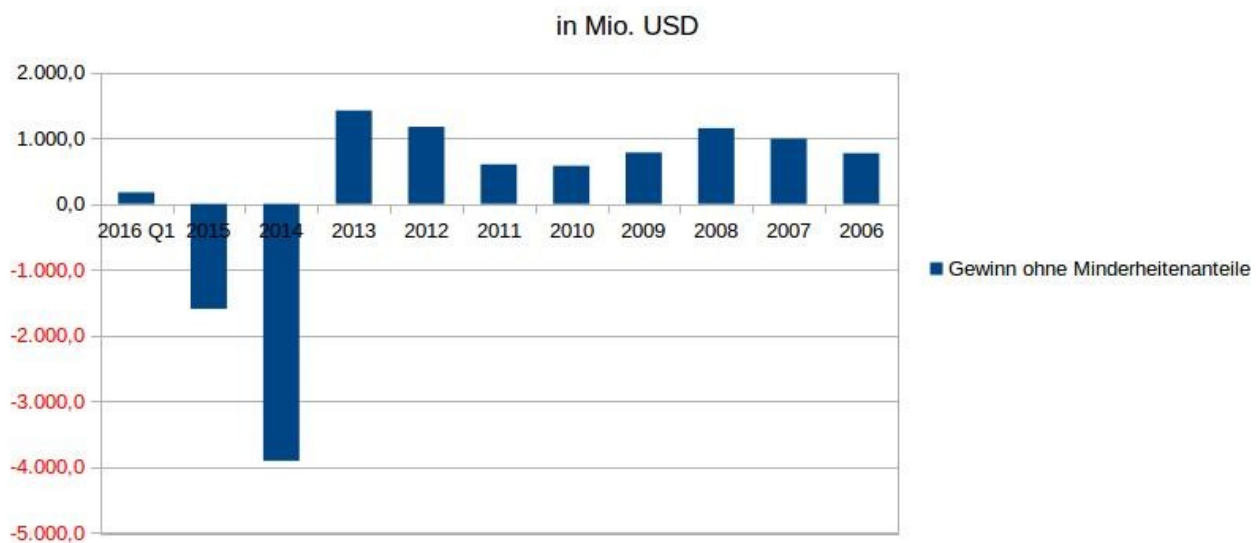
Wie man sich vorstellen kann ist das Geschäftsmodell zyklisch. Allerdings folgt es nicht direkt dem Ölpreis, sondern der Capex der Ölmultis. Es gibt also einen zeitlichen Versatz. Der Anstieg des Ölpreises in diesem Jahr mündet daher nicht automatisch in neuen Aufträgen. Vorher werden die Ölmultis abwarten, auf welchem Niveau sich der Ölpreis stabilisieren wird. Außerdem sind diese durch ihre sture Dividendenpolitik selbst gefangen. Die Aktionäre erwarten hohe Ausschüttungsquoten, obwohl die Gewinne weggebrochen sind. Außerdem sind in Folge des Preisverfalls die Reserven und Ressourcen stark geschrumpft. Das Geschäftsmodell kann aber nur funktionieren, wenn man weiterhin nach ökonomisch erschließbaren Quellen sucht. Früher oder später müssen also die Ausgaben wieder steigen und damit das backlog von EnSCO.

Die folgenden Diagramme sollte man also auch im Hinblick auf die zyklische Auftragslage beurteilen:



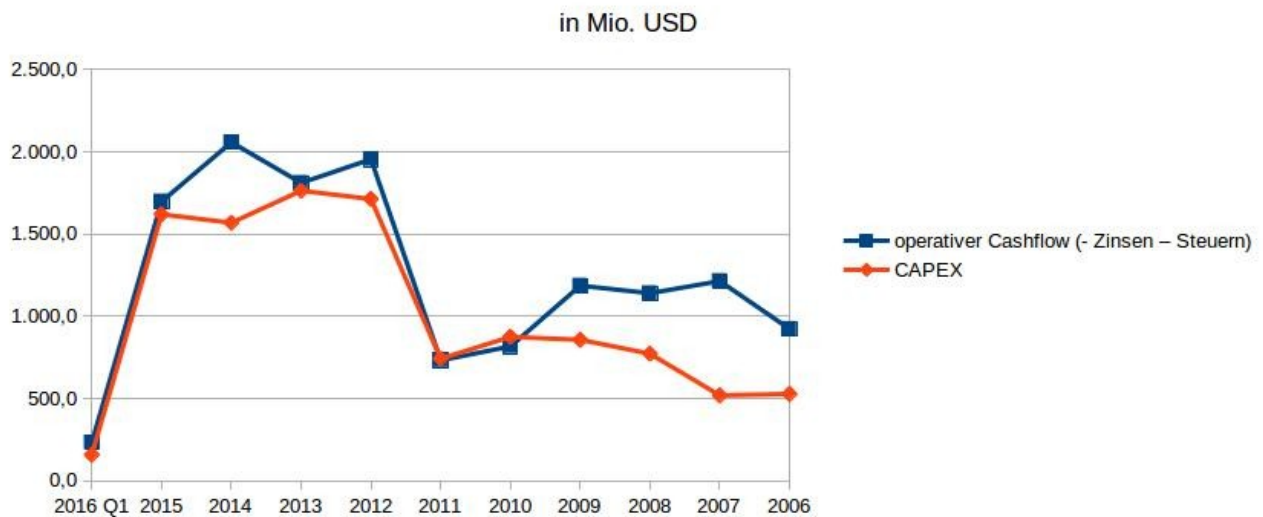
Der massive Anstieg des backlogs in 2011 kam durch die Übernahme von Pride International. Mit dieser 7,3 Mrd. USD Übernahme wurde EnSCO zum 2. größten offshore driller. Damit wuchs die Flotte, sowie der Auftragsbestand in Brasilien und Westafrika. Auf Grund dieser Übernahme wurden fast 5 Mrd. USD Schulden gemacht (vorher fast schuldenfrei). Seit dem ist die Verschuldung nur gering gewachsen.

Wie man gut sehen kann, gibt es seit dem Ölpreis-crash so gut wie keine neuen Aufträge mehr (nur ein paar kurze Verlängerungen). Eher wurden einige Aufträge zurück gezogen, was das backlog zusätzlich schrumpfen lässt. Durch die Übernahme von Pride kam außerdem noch hinzu, dass nun Petrobras ein großer Kunde wurde. Damals war das nicht weiter schlimm, sogar erwünscht. Immerhin war Brasilien ein starker Wachstumsmarkt für die Branche. Dummerweise ist Petrobras aber stark verschuldet und muss nun, wegen niedriger Ölpreise, massiv sparen. Ensco verlor in Folge mehrere bestehende Aufträge oder musste Kürzungen der day rate hinnehmen. Petrobras versucht sogar mit Korruptionsvorwürfen den Vertrag für DS-5 vorzeitig zu beenden. Zwar werden für vorzeitig beendete Verträge Ausgleichszahlungen geleistet. Aber das ist natürlich nicht das Ziel. Auch der Schiffsbauer SETE Brasil hatte unter den Sparmaßnahmen von Petrobras zu leiden und musste inzwischen Gläubigerschutz beantragen.



Die Verluste in 2014 und 2015 sind auf Sonderabschreibungen zurück zu führen. Ansonsten hätte es für die beiden Jahre einen Gewinn von 300 und 1.100 Mio. USD gegeben. Abgeschrieben wurde das gesamte goodwill (>3 Mrd. USD), sowie ein Teil der Flotte. Denn in Folge von Verschrottung und Verkauf einiger Schiffe, können diese keine Umsätze mehr generieren. Das ist zwar unschön und schreckt sicher viele Hobby-Spekulanten ab. Auf der anderen Seite ist damit und mit der Dividendenkürzung, das größte überstanden.

Entsprechend angeschlagen ist die Bilanz:

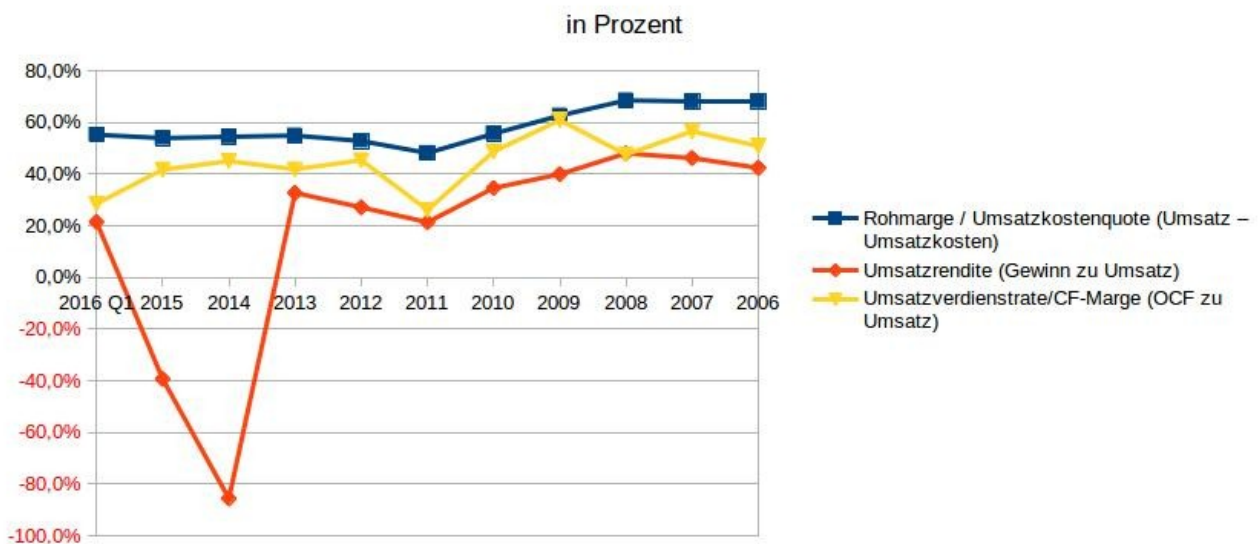
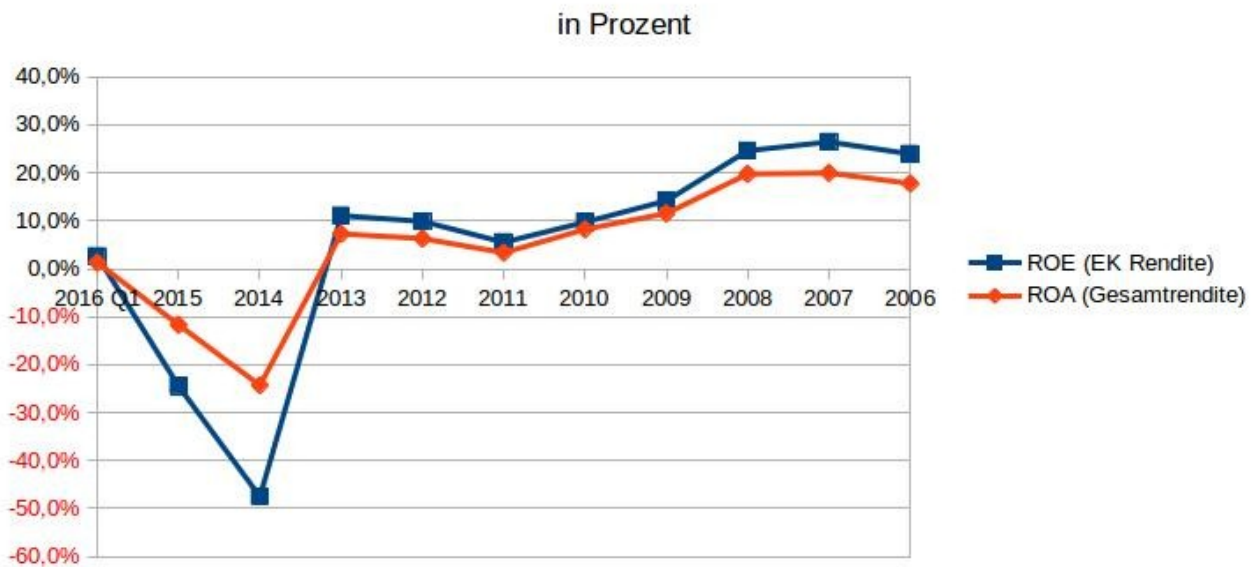


Das Geschäftsmodell ist zwar sehr kapitalintensiv, weil immer wieder alte durch neue Schiffe/Plattformen ersetzt werden müssen. Außerdem muss die vorhandene Flotte regelmäßig gewartet und aufgerüstet werden, um mit dem technischen Fortschritt mithalten zu können. Aber Enco hat seine Kosten im Griff, wodurch in dieser Zeit mehr als 2,6 Mrd. USD an free cash flow erwirtschaftet werden konnten. Das Geld wurde dann für Dividenden, Aktienrückkäufe, Schuldentilgung und Übernahmen aus gegeben.

Enco wird daher auch in den kommenden Jahren Geld für Neubauten ausgeben müssen. Das laufende Neubau-Programm wird die deepwater/ultra-deepwater Flotte vergrößern.

"The 2016 CapEx projection has therefore been reduced to \$450 million, of which \$275 million is for newbuild construction. Our 2017 CapEx budget is also \$450 million. 2018 CapEx is now expected to be \$325 million, inclusive of the final milestone payment for ENSCO 123 and we have no newbuild CapEx beyond 2018."

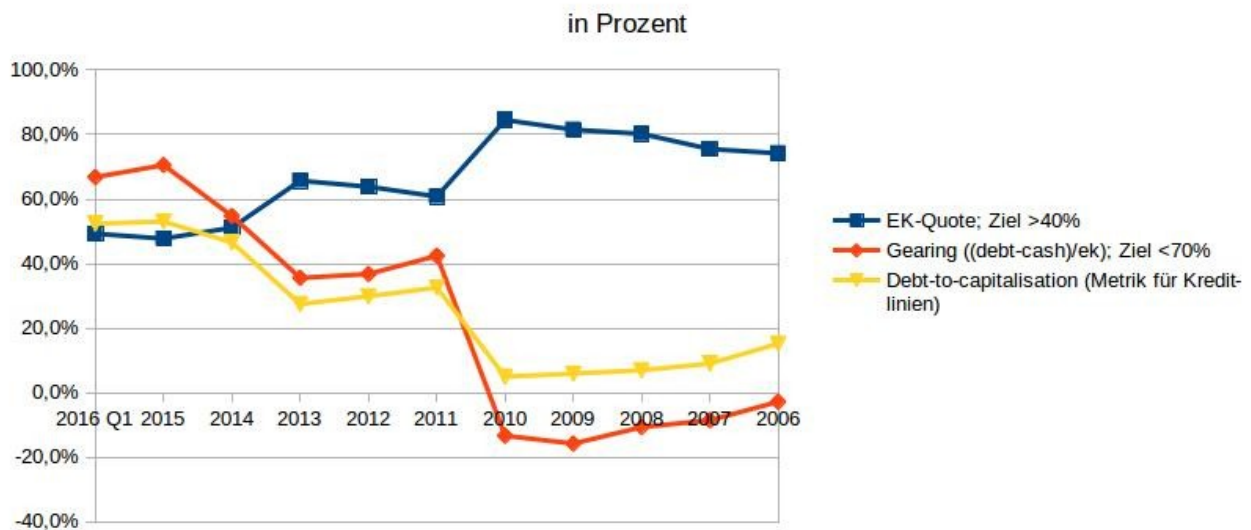
Klammert man einmal die extremen Jahre '14 und '15 aus, hat Enco ein sehr profitables Geschäftsmodell:



Abgesehen von der aktuellen Krise, lässt sich aber noch etwas heraus lesen. Seit 2010 sind die Margen Branchen-weit stark unter Druck. Einerseits hängt das mit der gestiegenen Konkurrenz zusammen. Viele Spekulanten haben neue Schiffe bauen lassen, die ohne Vertrag auf bessere Tage warten. Gerade einmal 8% der weltweiten Neubauten in 2015 sollen unter Vertrag stehen. Und auf der anderen Seite fällt es mit dem Unglück der Deepwater Horizon Bohrplattform im Golf von Mexiko (Macondo Ölfeld) zusammen. Damals geriet die Plattform von Transocean in Brand und löste eine der größten Ölkatastrophen aus, an der heute noch BP zu knabbern hat.



Zurück zu EnSCO:



Ein Detail, das mir an EnSCO gefällt, ist die Bilanz. Sobald die Kapitalspritze und die Schuldentrückkäufe in den Zahlen sichtbar sind, sieht es auch nicht mehr ganz so trübe aus. Die Kreditlinie läuft 2019 aus und erfordert ein debt-to-capitalisation ratio von kleiner 60%. Aktuell ist EnSCO also nicht in Gefahr. Pech hatten dagegen driller wie z. B. Seadrill oder Hercules Offshore. Seadrill ging hoch verschuldet in die Krise und wird gerade restrukturiert, mit ungewissem Ausgang. Hercules Offshore hat dagegen gleich das Handtuch werfen müssen. Die geringsten Liquiditätsprobleme haben aktuell die beiden Marktführer Transocean und EnSCO.

Neben einer robusten Bilanz sind natürlich auch die Kundenbeziehungen sehr wichtig. Daher gefällt mir an EnSCO, dass sie regelmäßig als offshore driller mit höchster Kundenzufriedenheit gewählt

werden. Und dies durchgängig seit 6 Jahren, wohlgemerkt.



Vergleich mit der Branche

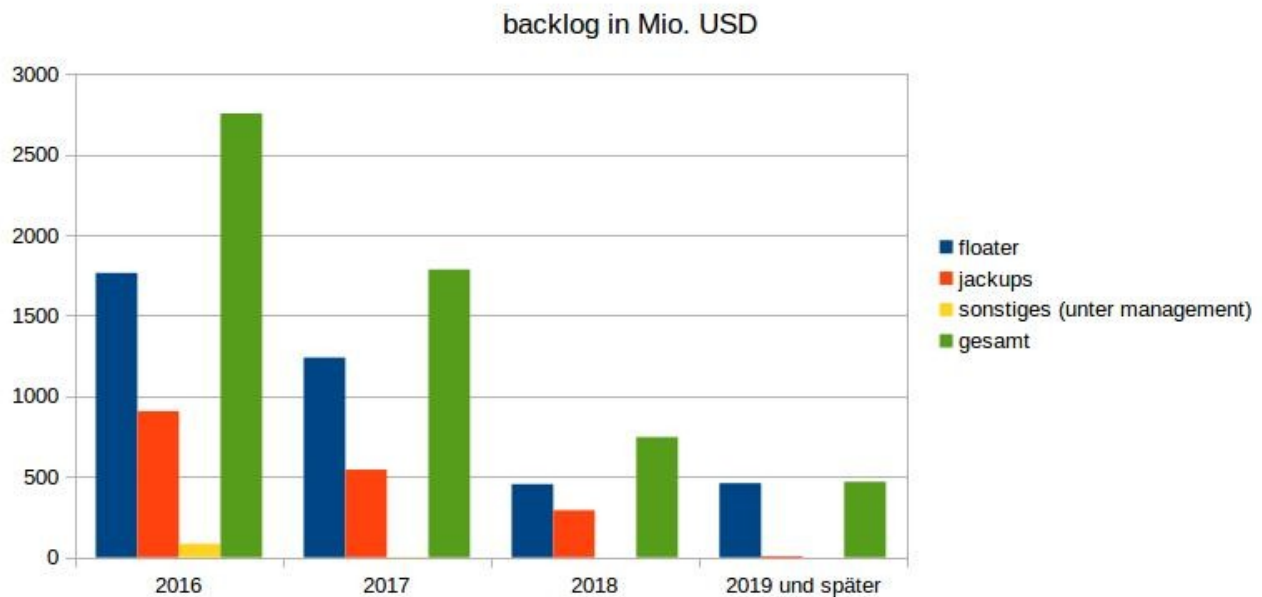
Die Branche steht unter starkem Druck, die Überkapazitäten abzubauen. Für Anbieter mit sehr alten Schiffen heißt dies so viele Schiffe wie möglich zu cold stacken oder zu verschrotten. Je nach dem wie man die Chancen für die nächsten Jahre einschätzt, dass das Schiff einen Auftrag bekommt. Ensco hat hier einen großen Vorteil. Neben Atwood Oceanics, Noble Drilling und der Seadrill Group hat es eine der jüngsten Flotten der Branche. Das Durchschnittsalter der Flotte liegt aktuell für die jackups bei 26 und bei den floatern bei 11 Jahren. Und das ist auch wichtig. Einerseits kann Ensco so im Falle einer Nachfrage-Erholung Wert-haltige assets vor weisen. Und anderer seits kann man einige Jahre auf ein Neubauprogramm verzichten. Umso länger die aktuelle Krise dauert, umso mehr Anbieter mit alten Flotten werden nachhaltiger aus dem Markt gedrängt. Bei einer Erholung verbleibt dann ein größerer Marktanteil für die Überlebenden. Diamond Offshore und Paragon haben dagegen eine der ältesten Flotten in dieser Branche.

Der zweite Unterschied liegt in den Kundenbeziehungen. Ensco hat einen guten Ruf und das backlog verteilt sich auf viele Kunden. Ende 2015 war der größte Kunde BP mit 18% und Petrobras mit 14% der zweit Größte. Dagegen hängt das backlog von z. B. Noble Drilling mit über 70% an Shell, was Verhandlungen umso schwieriger gestaltet. Ensco hat eine starke Position. Ich erwarte aber dass auch Ensco unattraktive, kurzfristige Verträge annehmen wird und muss, um ein paar Schiffe aktiv im Markt zu behalten. Ensco ist leider einer der großen driller, dessen backlog am stärksten geschrumpft ist. Würde z. B. 2017 eine Erholung eintreten, haben alle Pech, die ihre Schiffe bereits für unrentable kurzfristige Aufträge vermietet haben. Eine schnelle und breite Erholung scheint aber unwahrscheinlich, weshalb auch Ensco ein paar solcher „Lückenfüller“ annehmen müssen wird.

Drittens verteilt sich der Umsatz bei Ensco über eine gemischte Flotte von floatern und jack-ups. Der Markt für jack-ups wird nach Einschätzungen von Ensco zu erst wieder anziehen, bevor es eine signifikante Erholung bei den drill ships gibt. Denn Arbeiten im Flachwasser sind deutlich günstiger als bei großen Tiefen oder in anderen schwierigen Umgebungen (z. B. Arktis). Anbieter mit einer starken Fokussierung auf den ultra-deep-water Bereich haben so lange ein Einnahmen-Problem, bis der Ölpreis nachhaltig stark gestiegen ist. Ensco kann versuchen seine cold stacked deep-water drill

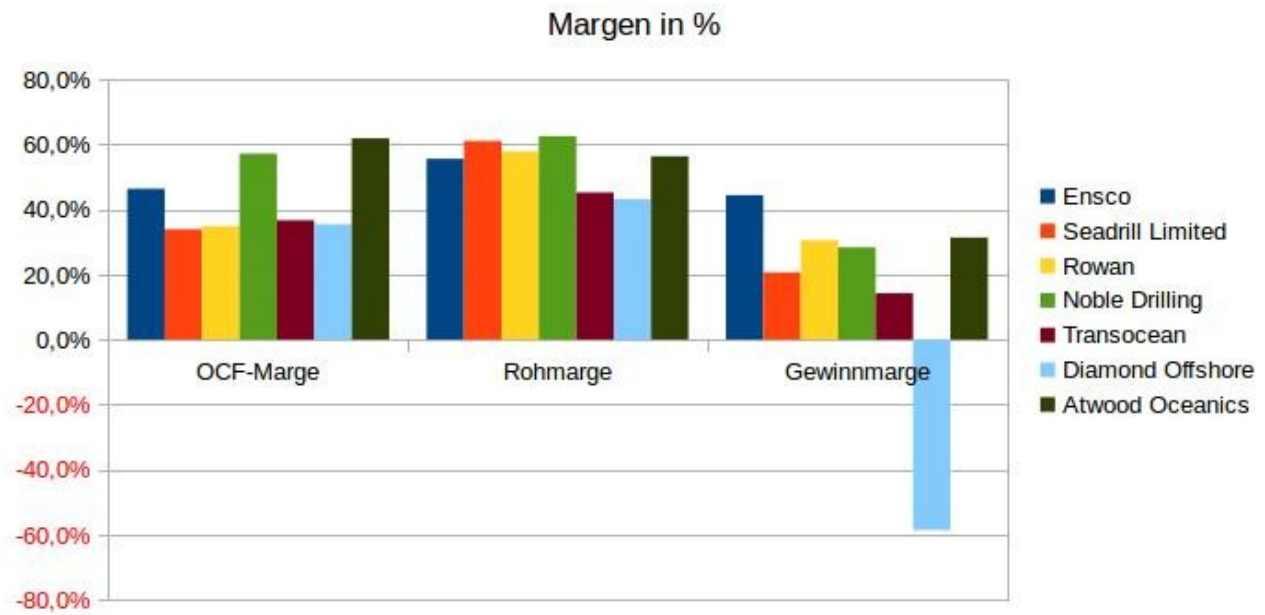
ships mit den Erträgen aus dem jack-up Geschäft „durch zu füttern“.

Enesco Backlog Ende 2015:



Ein vierter Punkt ist die Flotte selbst. Enesco arbeitet stetig daran die Flotte zu modernisieren und auf Kundenanforderungen abzustimmen. Dazu gehören die mobil positionierbare Enesco 8500er Serie, die deep-water drill ships DP-Serie, die 120er Serie von ultra-premium harsh environment jackups und die 140er Serie von high specification jackups. Außerdem setzt man standardisierte Komponenten ein, um Kosten zu sparen und das Personal flexibel einsetzen zu können. Um die gesamte Flotte modern und betriebsbereit zu halten sind Investitionen von 100-200 Mio. USD pro Jahr notwendig. Zusätzlich müssen noch Ausgaben für neue Schiffe bewerkstelligt werden. Andere Anbieter haben ähnliche Angebote und damit Investitionsbedarf. Es wird sicher immer Anbieter mit veralteten Schiffen neben Anbietern mit modernen und hochgerüsteten Schiffen und Plattformen geben. Aber diese Anbieter mit alten Schiffen bekommen auch nicht die Verträge mit den hohen Margen, welche sich nur im deep-water oder harsh environment realisieren lassen. Die höchsten Margen der Branche haben laut Enesco's eigener Darstellung Enesco, Seadrill und Atwood Oceanics.

Im ersten Halbjahr 2016 sieht das Bild ein wenig gemischt aus. Enesco ist aber auch recht vorn mit dabei:

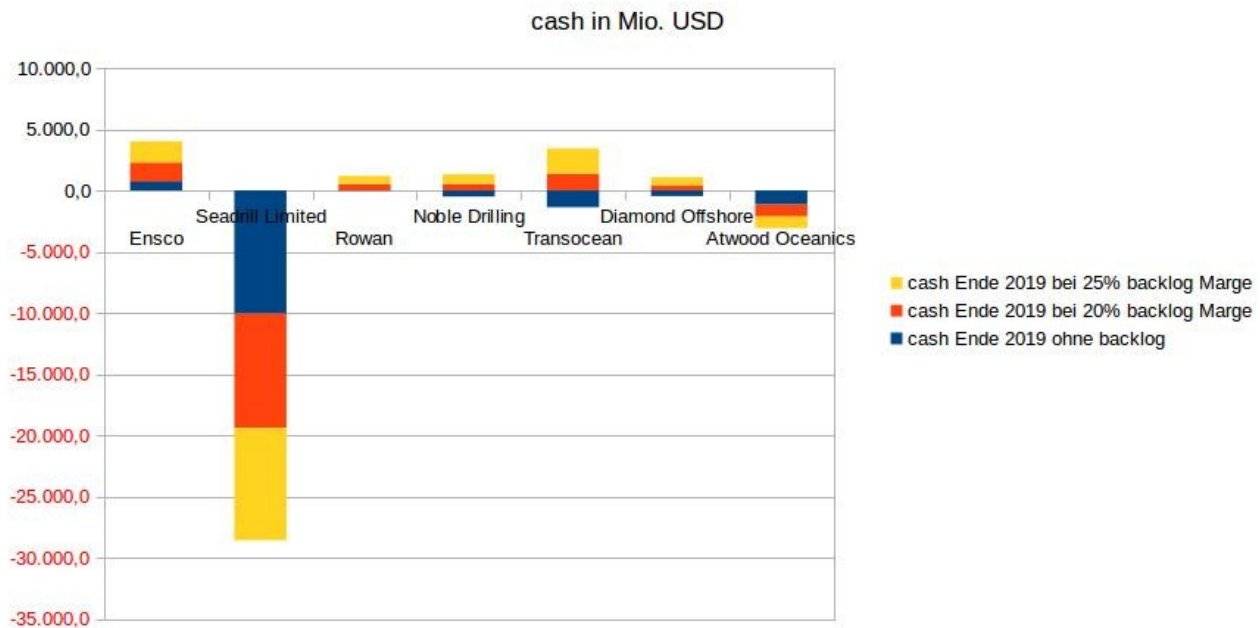


Ein weiterer Punkt ist die geographische Verteilung des Umsatzes. Vermutet wird das sich zuerst die Nachfrage in der Nordsee, sowie Flachwasserprojekte im GoM erholen werden. Außerdem noch einige Projekte vor der Küste Brasiliens und Mexikos. Für Westafrika sieht man dagegen den Markt noch länger unter einem Überangebot leiden. Unklar ist auch wie stark in den USA die Umweltschutzbestimmungen weiter verschärft werden. Das könnte im GoM die Nachfrage etwas dämpfen (ggf. auch an Land beim fracking).

Ensco ist global positioniert (aktiv auf 6 Kontinenten) und hängt nicht davon ab, wo sich vielleicht zuerst die Nachfrage erholen wird. Ensco wird von der steigenden Nachfrage profitieren so wie es auch gleichzeitig unter den Überkapazitäten leidet.

Zuletzt noch ein Hinweis zur Verschuldung. Es gibt viele gute Unternehmen in dieser Branche, welche gute Flotten, gute Kundenbeziehungen, ein großes backlog und hohe Margen vorweisen können. Da aber niemand weiß wie lange sich die aktuell angespannte Situation hin zieht, ist ausreichend Liquidität sehr wichtig. Einige haben es versäumt schnell oder entschieden genug zu handeln. So ist Hercules Offshore bereits insolvent und Seadrill Limited befindet sich inmitten einer schwierigen Restrukturierung. Dem Ensco Management wurde oft vorgeworfen, dass die Kapitalerhöhung zu spät kam. Dennoch waren sie einer der ersten und konnten die Verschuldung massiv senken. Außerdem hat Ensco den Vorteil, dass erst 2019 wieder eine Anleihe fällig wird. Die aktuelle cash Position reicht für eine Rückzahlung aus. Selbst nach Abzug der noch ausstehenden Capex für die Neubauten. Wenn die Branche aussterben sollte, wird Ensco einer der letzten Überlebenden sein.

Das folgende Diagramm soll dies veranschaulichen. Einmal angenommen dass bis einschließlich 2019 keine neuen Aufträge vergeben werden, würde sich die cash Position wie folgt verändern:



Ensco ist der einzige driller der jetzt schon mit seiner cash Position alle Schulden und die Capex für Neubauten bis inkl. 2019 begleichen kann. Mit dem backlog zusammen schaffen dies auch Rowan, Noble Drilling, Transocean und Diamond Offshore. Einzig bei Atwood Oceanics und Seadrill ist die Situation angespannt. Ein Großteil der Schulden muss geschoben werden. Andernfalls bleibt nur ein haircut bzw. chapter 11. Bei beiden Firmen wurde bewusst der Fehler begangen langfristige assets mit kurzfristigen Schulden zu finanzieren. Seadrill wird sogar schon nächstes Jahr zahlungsunfähig, wenn die Restrukturierung keinen Erfolg hat.

Eine zusätzliche Geldquelle ist die Verschrottung alter rigs. Die Erlöse sind aber nicht vorhersagbar.

Zukünftige Aussichten

Wie bereits vorher erwähnt endet das Neubauprogramm für Ensco in 2018. Danach fallen nur noch Ausgaben für Wartung und kleinere Upgrades an. Außerdem hat Ensco bereits die ältesten Schiffe und Plattformen verschrottet oder verkauft. Die aktuelle Flotte wird also im großen und ganzen auch der Flotte in späteren Jahren entsprechen. Vermutlich werden Ende nächsten Jahres noch einige jackups verschrottet, wenn diese ihre Verträge abgearbeitet haben. Auch die stacking Kosten konnten weiter gesenkt werden. Daraus folgt, dass man sich jetzt voll auf den Abschluss neuer Verträge konzentrieren kann, bei gleichzeitig niedrigen Kosten.

Die Branche insgesamt wird noch einige Zeit lang mit den Überkapazitäten/der Nachfragerücke zu kämpfen haben. Das heißt die Flottenauslastung wird unter denen der Vorjahre liegen und die day rates werden nur noch geringe Margen abwerfen. Ensco hat selbst eine Einschätzung der aktuell angespannten Lage abgegeben, die sich wie eine Warnung liest:

„In general, recent contract awards have been short-term in nature and subject to an extremely competitive bidding process. The intense pressure on operating day rates may result in rates that approximate, or are slightly lower than, direct operating expenses. In addition, we are seeing increased pressure to accept other less favorable contractual and commercial terms, including

reduced or no mobilization and/or demobilization fees; reduced day rates during downtime; reduced standby, redrill and moving rates; caps on reimbursements for downhole tools; reduced periods to remediate equipment breakdowns or other deviations from contractual standards of performance; certain limitations on our ability to be indemnified; increases in the nature and amounts of liability allocated to us; and reduced early termination fees and/or termination notice periods.“

Auf der anderen Seite gibt es aber auch genug Potential, dass der Markt wieder sein Gleichgewicht findet und die Margen sich erholen werden. Auf der einen Seite betrifft es das Angebot. Zwar werden jetzt viele neue jackups und floater die day rates drücken (Auslieferungen von 90 neuen jackups und 39 neuen floatern bis Ende 2017). Aber dafür beenden auch sehr viele vorhandene Schiffe ihre Aufträge im nächsten Jahr, ohne dass es für diese Schiffe Folgeaufträge gibt. Ein Teil dieser Schiffe (145 jackups und 70 floater) sind über 30 Jahre alt und damit potentielle Kandidaten für eine Verschrottung. Bei diesen Schiffen auf neue Verträge zu warten wird sich vermutlich nicht lohnen. Denn von den Neubauten sind nur 8% der jackups und 51% der drill ships unter Vertrag. Diese neuen und komplexeren Schiffe konkurrieren dann mit über 30 Jahre alten rigs. Bisher hat die Branche seit der Krise nur 20 jackups und 61 floater verschrotten lassen. Es liegt also an den Firmen selbst, ob sie lieber um Marktanteile oder Margen kämpfen wollen. Die Möglichkeit besteht zumindest, dass die Verschrottungen kräftig zunehmen werden.

Und die Nachfrage bildet ein weiteres Potential für eine Verbesserung. Die Kosten für das Equipment fallen und auch die Bohrzeiten konnten weiter gesenkt werden. Eine Entwicklung die sowohl an Land als auch zu Wasser statt findet. Das macht viele Ölprojekte auch bei geringeren Preisen wieder rentabel. Steigt der Ölpreis dauerhaft auf 60 USD/Barrel, dann kehrt die Nachfrage auch wieder signifikant in den offshore Bereich zurück. Das triggert zwar auch an Land mehr Aktivitäten. Allerdings kommen die großen unabhängigen Ölmultis und Teile der OPEC um das offshore Öl nicht mehr herum, wenn sie nicht dauerhaft schrumpfen wollen.

Beispiele dafür gibt es. Der EnSCO CEO meinte vor kurzem:

„So I have already mentioned deepwater economics coming down and breakeven and there are three example here, Statoil Johan Karlsberg, BP mad dog phase 2, Shell Ditto project or a very recent example where the actually quoted breakeven prices are now within a range \$45 to \$60 a barrel.“

Hat man einen längeren Anlagehorizont, so könnte man einfach die aktuelle Nachfrage-Delle aus sitzen und später von den sehr niedrigen Einstandskursen profitieren. Eine wichtige Voraussetzung dafür ist, dass der ausgewählte driller ausreichend Liquidität für die nächsten Jahre besitzt. Das muss nicht zwingend EnSCO sein, aber für mich ist es die erste Wahl.

Abschließende Bewertung

Nach den vielen Informationen noch eine Zusammenfassung, die bei der Bewertung berücksichtigt werden sollten.

Positives:

- robuste Bilanz
- langfristig gefragtes Geschäftsmodell und hohe Margen
- hohe Kundenzufriedenheit
- hoch spezialisierte und junge Flotte

- standardisierte Komponenten
- global aufgestellt, auch in Wachstumsmärkten

Negatives:

- Überkapazitäten in der Branche (niedrigere day rates und Auslastung)
- Region GoM wird weniger attraktiv
- stark geschrumpftes backlog

Wie viel Ensco Wert ist, hängt maßgeblich von den eigenen Erwartungen der nächsten Jahre ab. Nicht nur im Bezug auf die Nachfrage, sondern auch wie viele Schiffe (hauptsächlich jackups) Ensco noch verschrotten lassen wird. Hätte man 2013 noch Analysten danach gefragt, hätte man ein Kursziel von 61 bis 72 USD/Aktie zu hören bekommen. Davon sind wir aktuell bei 8,4 USD weit entfernt. Der massive Preisverfall ist sicher auch dem geschuldet, dass Ensco aus dem S&P 500 Index geflogen ist, wodurch viele Index-Investoren verkaufen mussten.

Kurzfristig kann Ensco durch aus in ein Szenario kommen, das man als bear case bezeichnen könnte. Die Margen befinden sich auf dem Niveau von Q2 2016 und nur 50% der Flotte sind ausgelastet. Der Rest ist also cold stacked. Wäre ein solches Szenario von Dauer, wäre Ensco gerade einmal 1,2 USD je Aktie wert. Aber das Szenario ist langfristig sehr unwahrscheinlich.

Wahrscheinlicher ist, dass sich die Nachfrage schrittweise in den nächsten 5 Jahren erholt und Ensco bis dahin auch weniger attraktive Verträge annimmt. Im Basisszenario gehe ich langfristig von 90% Flottenauslastung, den day rates von Q2 und 5% Wachstum nach 2021 aus. Basierend darauf wäre Ensco etwas über 25 USD/Aktie Wert. Das entspricht etwa der Marktkapitalisierung von 2010 und impliziert ein Potential von rund +200% auf den aktuellen Kurs. Darauf könnte man auch noch etwas Prämienzuschlag geben, da es sich immerhin um einen der führenden offshore driller handelt.

Sollte die Nachfrage zu stark steigen oder das Angebot stark zurück gehen, dann sind auch weit höhere Margen vorstellbar. Die Margen sind bereits stark gefallen und eine Erholung würde den Wert von Ensco noch einmal stark steigen lassen. So sind die durchschnittlichen day rates bei den floater von Q1 2014 bis Q2 2016 auf 77% gefallen. Bei den jackups sind es nur 17% weniger.

Darüber hinaus kann die vor kurzem durchgeführte Kapitalerhöhung auch als Indikator für den Mindestwert gesehen werden. Zu 9,25 USD/Aktie hatte Ensco eine große Nachfrage nach den neuen Aktien. Die neuen Eigentümer hätten wohl nicht gekauft, wenn sie nicht deutlich mehr Wert in Ensco gesehen hätten.

Hinweise in eigener Sache

Trotz sorgfältiger Prüfung meiner Investition kann ich nicht ausschließen dass sich ein Fehler eingeschlichen hat. Alle Leser sind angehalten alle Fakten zu prüfen und sich ihre eigene Meinung zu bilden.