

Investment Case “AWILCO DRILLING” (18.10.2014)

1. Unternehmensbeschreibung und Geschichte

Bei Awilco Drilling handelt es sich um ein Micro-Cap (Marktkapitalisierung: ca. 425Mio. US-\$). Hauptbestandteil der AG sind zwei Oelbohrplattformen. Diese wurden 2010 von Transocean zu einem Schleuderpreis gekauft (ca. 25% des Wertes). Transocean musste die Rigs aus kartellrechtlichen Gruenden verkaufen, aufgrund der Katastrophe auf der Deepwater Horizon im Golf von Mexiko fand sich aber kein anderer Kaeufer. Die Awilco Drilling wurde fuer diese beiden rigs gegrundet. Hauptaktionaeer ist mit 43,3% die Awilco Drilling AS, die wiederum eine Tochter der Awilhelmsen AS ist, wenn ich das richtig verstehe, ein Investmentvehikel von Gjert Wilhelmsen.

Nach dem Kauf wurden die Rigs in einer Werft in Danzig generalueberholt und seit 2011 werden die Rigs zum Oelbohren in der Nordsee an Oelkonzerne vermietet. Es ist nicht davon auszugehen, dass in Zukunft weitere Rigs zu so guenstigen Preisen gekauft werden koennen, ganz ausschliessen will ich es aber nicht. Auf den beiden Rigs arbeiten in Summe ca. 200 Leute, an Land nochmal ca. 30 MA.

2. Aktionaersstruktur

Wie bereits erwaeht, kontrolliert der Hauptaktionaeer 43,3% der Aktien, besass vorher aber einen groesseren Anteil (ca. 50%), der inzwischen reduziert wurde. Weitere ~43% teilen sich auf etwa 20 Banken auf. Mir ist nicht klar, ob die Banken auf eigene Rechnung handeln oder ob die Aktien in Hauseigenen Small-Cap Fonds liegen. Freefloat liegt bei nur 13,4% (~57 Mio. US-\$).

3. Vermutete Intention des Hauptaktionaeers

Im Laufe der Panik um Deepwater Horizon hat der Hauptaktionaeer die Geschaeftsmoeglichkeit gesehen und die beiden Rigs gekauft. Vermutlich werden diese jetzt als Cash-Cow ausgequetscht, so gut es geht. Die Lebensdauer der Rigs wird mit ca. 20 Jahren veranschlagt, also bis 2031. Danach werden diese vermutlich verschrottet und das Unternehmen aufgeloeset.

4. Management

Das Top-Management scheint sehr erfahren zu sein. Alle Manager haben 20-30 Jahre Berufserfahrung in dem Sektor. Der Managerverguetung scheint mir angemessen zu sein.

5. Geplante Werftaufenthalte

Fuer beide Rigs sind 2-monatige Werftaufenthalte (sogenannte special purpose surveys) in 2015/2016 geplant. Dazu wurden in der Bilanz Rueckstellungen gebildet: Ende 2013 i.H.v. 15,25 Mio. US-\$. Bei linearer Fortschreibung (2012 → 2013) wuerden dazu bis Ende 2015 ca. 27,5 Mio. US-\$ zurueckgestellt sein. Wenn bei der Inspektion in der Werft keine aussergewoehnlichen Schaeden auffallen, dann werden ca. 20 Mio. € Werftkosten je Rig geplant.

6. GuV

	<i>Notes</i>	<i>2013 US\$000</i>
Revenue	5	236,532
Cost of sales		(75,462)
Gross Profit		161,070
General and administrative expenses		(20,887)
Operating Profit	6	140,183
Finance income	9	120
Finance expense	10	(9,507)
Foreign exchange gain/(loss), net	11	972
Gain on forward contracts at fair value through profit and loss		562
Gain on disposal of property, plant and equipment		147
Profit before taxation		132,477
Income tax expense	12	(10,214)
Profit for the year attributable to equity shareholders		122,263

(Quelle: Report Awilco) Hier die GuV-Rechnung fuer das Geschaeftsjahr 2013. Die Umsaetze bestehen praktisch aus der Vermietung der Rigs, zu jeweils ausgehandelten Tagessaetzen, sogenangen „Dayrates“. Diese werden in den GBs und Praesentationen angegeben. Somit kann man die Umsaetze ziemlich genau ueber die Laufzeit der Vertrage prognostizieren (probeweise habe ich dies fuer 1H2014 gemacht: Abweichung <1%).

Davon abgezogen werden die Betriebskosten der beiden Rigs. Der Hauptteil der Betriebskosten sind Mitarbeitergehaelter (40 Mio. US-\$ von ca. 75 Mio.). d.h. pro Rig ca. 20 Mio. US-\$. Der Punkt ist wichtig, denn die Mitarbeiter koennen bei fehlenden Auftraegen entlassen werden, um die Kosten zu senken.

In der GuV sind bereits Abschreibungen fuer die Rigs sowie Rueckstellungen fuer Werftaufenthalte enthalten.

Fazit aus der GuV: Im weiteren Verlauf der Analyse gehe ich davon aus, dass die Umsaetze variabel und abhaengig von der Dayrate und den vermieteten Tagen / Jahr ist. Die Kosten werde ich dagegen als Fix ansetzen – was eine konservative Schaetzung ist (Mitarbeiterkosten und Managerboni z.B. koennen in schlechten Wirtschaftlichen Zeiten gesenkt werden). In 2013 betrug die Umsatzrendite fantastische 51,7%! Der FCF betrug sogar 145 Mio. US-\$ (Rueckstellungen & Abschreibungen)! Vom Gewinn (122 Mio. US-\$) wurden 93 Mio. US-\$ als Gewinn ausgeschuettet. Das sieht fuer mich recht gesund aus.

Grob geschaetzt gilt: Der Gewinn haengt mit dem Faktor 2 vom Umsatz und damit direkt von den Dayrates ab. Sinken die Dayrates um 20%, so sinkt der Gewinn um 40%. Beide Rigs brauchen dayrates von ca. 190.000 US-\$ pro Tag und muessen ganzjaehrig vermietet werden, damit das Unternehmen eine schwarze Null schreibt

7. Bilanzen / Aktiva

Die Bilanz sieht elegant einfach aus. Hier die Aktiva-Seite (Quelle: Report Awilco):

	<i>Notes</i>	<i>2013 US\$000</i>
Non-current assets		
Property, plant and equipment	15	245,279
Deferred tax	12	2,763
		<u>248,042</u>
Current assets		
Inventory		4,799
Trade and other receivables	17	40,814
Current tax receivable		42,317
Cash and cash equivalents	18	52,347
		<u>140,277</u>
Total assets		<u><u>388,319</u></u>

Das Anlagevermoegen besteht im ganz Wesentlichen aus den beiden Rigs (245 Mio. US-\$). Das Umlaufvermoegen besteht aus Forderungen aus LuL (ich gehe davon aus, dass die Kunden zahlungskraeftig sind), Steuerforderungen und reichlich Cash.

Bilanzen / Passiva

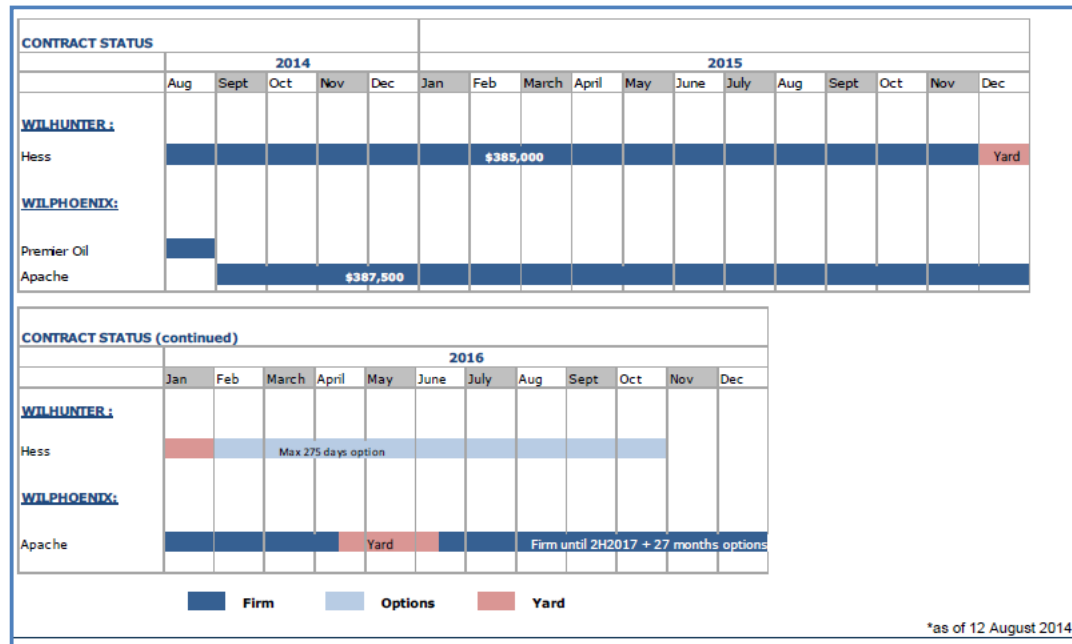
Current liabilities		
Trade and other payables	19	26,720
Current tax payable		53,271
Loans	20	11,000
		<u>90,991</u>
Non-current liabilities		
Deferred tax liabilities	12	554
Loans	20	87,098
Other liabilities	25	2,164
		<u>89,816</u>
Total liabilities		<u>180,807</u>
Net Assets		<u>207,512</u>
Equity		
Called up share capital	22	304
Share premium account	22	129,837
Retained earnings		77,371
Total Shareholders' funds		<u><u>207,512</u></u>

(Quelle: Report Awilco) Auch der passive Teil der Bilanz sieht recht ordentlich aus. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind durch das Umlaufvermoegen mehr als gedeckt. Die Langfristigen Verbindlichkeiten bestehen im Wesentlichen aus einem Kredit i.H.v. 125 Mio. US-

\$ zu einem Zinssatz von 7%. Das klingt im ersten Moment zwar etwas teuer hat aber folgenden Hintergrund: Awilco hat vom Verkaeufder der beiden Rigs einen Kredit ueber 162 Mio. US-\$ zu 9% p.a. erhalten, davon sollten je Quartal 2,75 Mio. US-\$ getilgt werden mit Laufzeitende 2015, wo dann die Restsumme auf einen Schlag bezahlt werden sollte. Inzwischen wurde im Maerz 2014 eine 2019-er Anleihe i.H.v. 125 Mio. US-\$ zu 7% begeben und der Lieferantenkredit vorzeitig getilgt. Die Anleihe war deutlich ueberzeichnet. Das Unternehmen ist damit komfortabel durchfinanziert.

8. Dayrates

Wie bereits bei der GuV angemerkt, haengt der Umsatz (und als Ableitung davon auch der Gewinn) direkt an den Dayrates und an der Auslastung der Rigs. Dazu liefert das Unternehmen in der Q2 Praesentation folgendes Schaubild (Quelle: Praesentation Awilco):

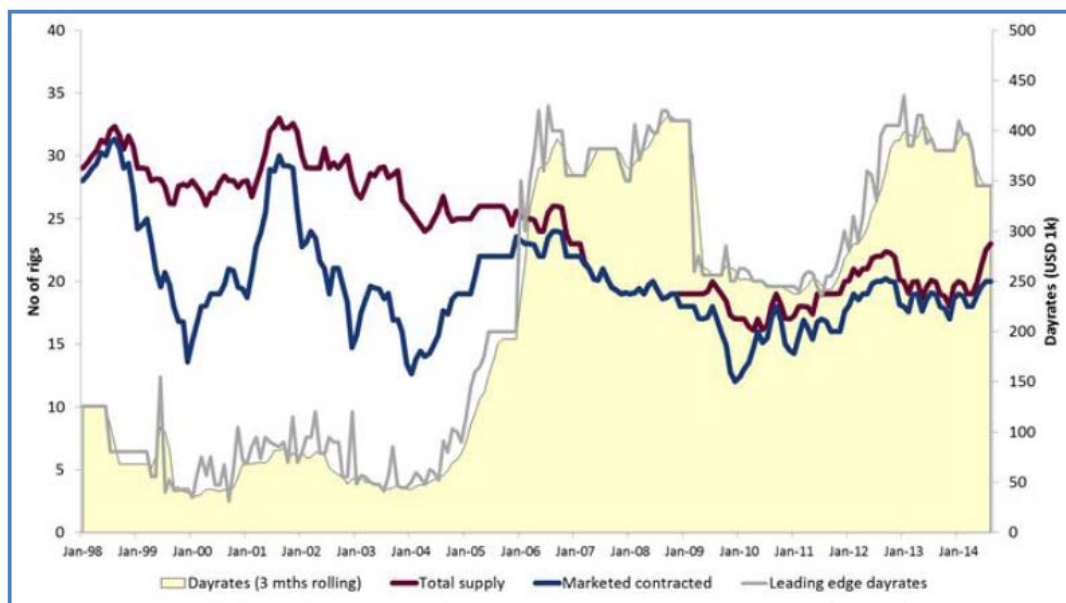


Fuer H2 2014 schaetze ich den Umsatz auf 138 Mio. US-\$. Damit wuerde sich fuer 2014 ein Gesamtumsatz von ca. 263 Mio. US-\$ ergeben (2013: 238 Mio. US-\$), bei leicht hoeheren Kosten wie 2013 (steigende Managerboni, Gehaelter) sollten sich trotzdem hoehere Gewinne einstellen (Schaetzung Gewinn 2014: ~125-130 Mio. US-\$).

Analog dazu schaetze ich den Umsatz 2015 auf 255 Mio. US-\$ und den Gewinn auf 125 Mio. US-\$.

Fuer 2016 und 2017 wird die Umsatz- und Gewinnschaetzung ungenau. Fuer die Wilhunter besteht nur die Option, dass Hess diese fuer weitere 275 Tage bucht. Die Dayrate wird neu verhandelt und wird aufgrund des aktuell rueckklaeufigen Oelpreises vermutlich signifikant niedriger liegen als aktuell. Hess muss sich bis zum 31.10.2014 entscheiden, ob die Option gezogen wird. Das Verhandlungsergebnis will Awilco zusammen mit den Q3-Zahlen am 12.11.2014 verkuenden.

Meine persoenliche Einschaetzung: Die Wilhunter wird auch fuer 2016 Vertraege erhalten. Fuer eine Worst-Case Abschaetzung hilft ein Blick auf die historischen Dayrates (Quelle: Praesentation Awilco):



Bis 2004 lagen die Dayrates noch bei 50.000-100.000 US-\$ pro Tag, sprangen dann aber Sprunghaft an und vielen dann auch waehrend der Finanzkrise 2008/2009 nicht unter 250.000 US-\$ pro Tag. Im Worst-Case Szenario wurde ich also davon ausgehen, dass die Wilhunter fuer 2016 und 2017 fuer eine Dayrate von 200.000 US-\$ vermietet werden kann. Damit springt fuer die Wilhunter (einschliesslich des Anteils an Zinsen, Steuern und Verwaltungskosten) eine schwarze Null raus, der Gewinn kaeme ausschliesslich aus dem Langzeitvertrag der Wilphoenix bis Ende 2017. In dem Fall wurde ich fuer 2016 und 2017 einen Jahresgewinn von jeweils 50 Mio. US-\$ ansetzen.

9. Dividenden

Es sieht also ziemlich sicher aus, dass Awilco bis Ende 2017 Gewinne einfahren wird. Was will das Management mit dem Geld machen? Dazu findet sich folgendes Statement auf der Homepage: *"In 2013, Awilco Drilling stated its intent of distributing all free cash flow above a robust cash buffer to support operational working capital requirements and planned capital expenditure."* Man will also alles verdiente Geld an die Aktionaere in Form von Dividenden ausschuetten. Fuer mich sieht es also ganz danach aus, dass der Hauptaktionaar die Rigs bis zum Ende der Lebenszeit auspressen will, wie eine Zitrone. Zusaetlich hat man sich geaeussert, dass wenn man nochmal ein Schnaepchen wie 2010 angeboten bekommen wuerde, dann wuerde man zugreifen. Bis auf weiteres rechne ich aber nicht damit. Hier die Dividenden-Historie (Quelle: Website):

Earnings Quarter	Dividend per Share (in USD)	Dividend Paid per Share (in NOK)	Ex Dividend Date	Payable Date
Q2 2014	1.15	7.3145	19 August 2014	19 September 2014
Q1 2014	1.15	6.8908	19 May 2014	20 June 2014
Q4 2013	1.10	6.5021	4 March 2014	20 March 2014
Q3 2013	1.10	6.7353	20 November 2013	20 December 2013
Q2 2013	1.00	5.9160	21 August 2013	20 September 2013
Q1 2013	1.00	5.7610	24 may 2013	20 June 2013

Bei rund 30 Mio. Aktien bedeutet eine Quartalsdividende von 1,15 US-\$ eine Auszahlung von ca. 138 Mio. US-\$. Legt man die Gewinne zugrunde, wie unter Punkt 8 errechnet, so wuerde sich folgende Dividendenschaetzung bis Ende des Geschaeftsjahres 2015 ergeben:

Dezember 2014: 1,15 US-\$ (Q3 2014)

Maerz 2015: 1,15 US-\$ (Q4 2014)

Juni 2015: 1 US-\$ (Q1 2014)

September 2015: 1 US-\$ (Q2 2014)

Dezember 2015: 1 US-\$ (Q3 2015)

Ich bin mir unsicher ob die Q4 2015 Dividende ebenfalls in der Hoehe (1 US-\$) ausgezahlt wuerde. Ich halte das fuer moeglich, im Rahmen einer konservativen Schaetzung verzichte ich aber darauf. Das wuerde bedeuten, dass bis Ende 2015 5,30 US-\$ in Form von Dividenden an die Aktionaere zurueckfliessen. Beim aktuellen Aktienkurs von 14,24 US-\$ entspricht das immerhin 37% des investierten Kapitals innerhalb von nur 5 Quartalen.

Unter Beruecksichtigung der unter Punkt 9 zugrundeliegenden Schaetzungen fuer 2016 und 2017 (Gewinn = 50 Mio. US-\$) ergaebe sich eine Quartalsdividende i.H.v. 0,40 US-\$. Wie gesagt, es handelt sich um ein Worst-Case Szenario. Dadurch wuerden nochmal 3,20 US-\$ zurueckfliessen. Damit wuerde sich die Aktie beim aktuellen Kurs bis Ende 2017 bereits zu 60% amortisiert haben.

10. Risiken

- Unfaelle bei Bohrungen betreffen gleich 50% der Assets
- Dauerhaft sinkender Oelpreis koennte die Dayrates massiv druecken
- Bei Werftaufenthalt koennen weitere Schaeden entdeckt werden
- Keine Folgeauftraege wegen Wirtschaftskrise
- Weitere Betreiber von Rigs koennten auf den Markt draengen
- Aenderung der Steuergesetze in GB

11. Bewertung

Bei Awilco handelt es sich nicht um ein Unternehmen aus meinem sonst ueblichen Beuteschema. Awilco wird wahrscheinlich im Inneren Wert nicht wachsen. Ganz im Gegenteil: Ende 2031 ist die kalkulatorische Lebensdauer der Rigs erreicht und sie werden verschrottet. Das Eigenkapital hat dann den Wert 0 erreicht. Bis dahin muss sich der heutige Kaufpreis, ein Inflationsausgleich sowie die Rendite aus der Dividende bezahlt haben. Umso wichtiger ist ein niedriger Kaufpreis, denn wenn man zu viel bezahlt, kann man nicht einfach warten, bis das Unternehmen in die Bewertung hineinwaechst. Hier arbeitet die Zeit gegen den Investor.

Man kann Awilco quasi als Annuitaetendahrlehen ansehen, bei dem die Tilgung und der Zins von der Geschaeftsentwicklung abhaengen, und das spaetestens 2031 verfaellt. Daher habe ich mir 5 verschiedene Szenarien aufgezeichnet, wie die Zukunft fuer Awilco aussehen koennte.

Case 1: Die naechsten 5 Quartale betraegt die Dividende 1\$, danach faellt sie jedes 2 Jahr aus und in den restlichen Jahren betraegt die Q-Dividende nur noch 0,50\$. Die Rendite bis 2031

betraegt dann ca. 5,5% p.a. → nicht sehr lukrativ, liesse sich vermutlich weniger riskant auch mit Bonds erreichen. Allerdings auch sehr pessimistische Annahme.

Case 2: Die naechsten 5 Quartale betraegt die Dividende 1\$, danach faellt sie jedes 3 Jahr aus und in den restlichen Jahren betraegt die Q-Dividende nur noch 0,50\$. Die Rendite bis 2031 betraegt dann ca. 10,2% p.a. → immer noch pessimistische Annahme und auch das Risiko wird meiner Meinung nach noch nicht ausreichend verzinst.

Case 3: Die naechsten 5 Quartale betraegt die Dividende 1\$, danach faellt sie jedes 2 Jahr aus und in den restlichen Jahren betraegt die Q-Dividende 1\$. Die Rendite bis 2031 betraegt dann ca. 14,2% p.a. → auch diese Annahme finde ich etwas pessimistisch, aber durchaus moeglich. Die Verzinsung erscheint fuer das Risiko angemessen.

Case 4: Die naechsten 5 Quartale betraegt die Dividende 1\$, danach faellt sie jedes 3 Jahr aus und in den restlichen Jahren betraegt die Q-Dividende 1\$. Die Rendite bis 2031 betraegt dann ca. 20,3% p.a. → realistische bis vorsichtig optimistische Annahme, gute Verzinsung

Case 5: Bis Ende 2031 betraegt die Quartalsdividende 1\$, Rendite 28,1% → sehr optimistische Annahme, moeglich, braeuchte aber dauerhaft hohe Oelpreise

Meiner persoentlichen Erwartung nach, wird das Unternehmen irgendwo zwischen Case 2 und 4 liegen.

Stand: 17.10.2014					
	Case 1	Case 2	Case 3	Case 4	Case 5
17.10.2014	-\$14,24	-\$14,24	-\$14,24	-\$14,24	-\$14,24
01.01.2015	\$1,00	\$1,00	\$1,00	\$1,00	\$1,00
01.01.2016	\$4,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2017	\$0,00	\$2,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2018	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$0,00	\$4,00
01.01.2019	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2020	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2021	\$0,00	\$2,00	\$0,00	\$0,00	\$4,00
01.01.2022	\$2,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2023	\$0,00	\$2,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2024	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$0,00	\$4,00
01.01.2025	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2026	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2027	\$0,00	\$2,00	\$0,00	\$0,00	\$4,00
01.01.2028	\$2,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2029	\$0,00	\$2,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
01.01.2030	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$0,00	\$4,00
01.01.2031	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$4,00	\$4,00
31.12.2031	\$2,00	\$2,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
Dividende	\$21,00	\$27,00	\$37,00	\$49,00	\$69,00
Rendite p.a.	5,5%	10,2%	14,2%	20,3%	28,1%

12. Moegliche Gruende fuer niedrige Bewertung

- Oelpreis von 110\$ auf 80\$ gesunken (Saudi-Arabien hat Foerderung erhoehrt etc.)
- Erhoehlung des Oelpreises wird fuer 2015/2016 nicht erwartet (politische Risiken etc.)
- Branche (Off-shore driller) ist generell unter die Raeder gekommen
- Micro-Cap (Streubesitz nur 57 Mio. US-\$), daher fuer Fonds uninteressant.