

Anleihe Atwood Oceanics (AIGZEZ)

These:

Wir schlagen eine Investition in die Anleihen von Atwood Oceanics vor, einem Offshore- Bohrunternehmen. Die Atwood-Anleihen sind aus unserer Sicht wg. der hohen Yield-to-Maturity von rd. 33,7%, der exzellenten Kosteneffizienz, des guten Auftragsbestands von rd. \$1,5 Mrd. sowie der modernen Flotte und des damit einhergehenden hohen Beleihungswerts der Bilanzaktiva interessant. Dadurch werden die wesentlichen Risiken, insb. ein anhaltend niedriger Ölpreis, die strukturelle Nachrangigkeit der Anleihen zu der signifikanten Bankverschuldung von \$1,6 Mrd. im Verwertungsfall sowie eine durch einen Unfall verursachte Ölpest und damit verbundene Schadenersatzzahlungen, zufriedenstellend kompensiert.

Unternehmensbeschreibung

Atwood ist ein Offshore Bohrunternehmen (ODC) und ist in der Entwicklung von Ölfeldern und der Exploration für die Öl- und Gasindustrie tätig. Atwood verfügt über eine vielseitige Flotte. Dazu gehören vier Ultra Deep-Water Bohrschiffe, wovon sich derzeit noch zwei im Bau befinden, zwei Ultra-Deep Water Semisubmersibles, zwei Deepwater Semisubmersibles und fünf Jackups. Atwood zeichnet sich in der Branche insb. durch ein hohes Sicherheitsbewusstsein für die Belegschaft auf den Bohrinseln und durch die hervorragende Zuverlässigkeit bei den Prozessabläufen aus. Seit 45 Jahren ist Atwood im Offshore Drilling aktiv und befindet sich derzeit am Ende einer Verjüngungskur der gesamten Flotte des Unternehmens.

Anleihenstruktur und -bedingungen

Die Anleihe von Atwood wurde zunächst mit einem Volumen von \$450 Mio. begeben und in 2013 um weitere \$200 Mio. zu den gleichen Anleihenbedingungen aufgestockt. Die Anleihe ist ausgestattet mit einem Zinssatz von 6,5% mit halbjährlicher Zahlung und einer Endfälligkeit am 01.02.2020. Die Anleihe ist sowohl in einer Verwertung vollständig subordiniert zu der besicherten Bankverschuldung von aktuell \$1,5 Mrd. (inkl. freier Linie von \$0,5 Mrd.) als auch hins. der Fälligkeit nachrangig, da die Bankverschuldung spätestens 2019 ausläuft und getilgt bzw. refinanziert werden muss. Die Anleihe kann in 2016 zu 103,25%, in 2017 zu 101,625% und ab 2018 zu 100% gecallt werden.

Aktueller Kurs	\$ 35,00
Gesamtvolumen	<u>\$ 650</u>
Kupon	6,5%
Current Yield	18,57%
Yield-to-Maturity	<u>33,70%</u>
Laufzeitende	01.02.2020
Zinszahlung	Halbjährlich
Rating	Moody's: B1

<u>In Mio. \$</u>			
	2015	2014	2013
Umsatz	1.396	1.174	1.064
EBITDA	703	586	547
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>50,4%</i>	<i>49,9%</i>	<i>51,4%</i>
Oper. Cash Flow	604	443	432
<i>Cash Conversion</i>	<i>85,9%</i>	<i>75,6%</i>	<i>79,0%</i>
Auftragsbestand	1.600	3.000	3.800
Leverage-Ratio	2,4x	3,0x	2,3x
Gearing	57%	68%	57%

Anleihe Atwood Oceanics (AIGZEZ)

Es bestehen zwar keine Garantien der Flottenschiffe für die Bedienung der Anleihe, jedoch würde ein Bruch der Covenants während der Laufzeit zu einem Event of Default führen und durch die Cross-Default Klausel auch die Anleihen sofort fällig stellen. Damit steht der Flottenwert nach der vollständigen Rückführung der Bankverschuldung auch zur Bedienung der Anleihen zur Verfügung. Die Covenants beschränken das Unternehmen zudem u.a. bei Ausschüttungen, Neuverschuldung und Investitionen. Außerdem muss die Anleihe bei einem Eigentümerwechsel (Change of Control) zu 101% zurückgezahlt werden. Insgesamt können die Anleihenbedingungen mit den bestehenden Covenants, der CoC-Klausel und dem Cross Default als vglw. restriktiv bewertet werden und scheinen von den Bedingungen der besicherten Bankverbindlichkeiten abgeleitet worden zu sein.

Warum gibt es diese Investmentchance?

- 1) Ölpreisverfall: Seit Mitte 2014 bildete sich aufgrund einer hohen Produktionstätigkeit insb. der Nicht-OPEC-Mitglieder ein deutliches Überangebot an Öl, was einen Preisrückgang von über \$100 in 2014 auf zwischenzeitlich rd. \$70 zur Folge hatte. Der Preisverfall wurde durch die Entscheidung der OPEC die eigene Produktion nicht zu drosseln Ende 2014 beschleunigt und hat weitestgehend zu einem Erliegen der Nachfrage nach Tiefseeförderungen geführt.s
- 2) Branchenbedingter Preisrückgang der Wertpapiere von Offshore Bohrunternehmen: Im Zuge der positiven Ölpreisentwicklung von 2009 bis 2014 wurde die Investitionstätigkeit der Offshore Driller deutlich erhöht. Dadurch hat sich im selben Zeitraum das Angebot an Bohrschiffen und -plattformen signifikant ausgeweitet. Zudem hat der Ölpreisverfall die Nachfrage der Ölkonzerne nach Bohrschiffen erheblich reduziert, da die Tiefsee-Exploration mit einem durchschnittlichen Break-Even Preis von \$x nur noch eingeschränkt wirtschaftlich ist. Das Zusammenspiel dieser Ereignisse hat zu einem signifikanten Rückgang der Charraten von Bohrschiffen geführt, die aktuell noch rd. 40% der Höchststände in 2014 betragen. Folglich reduzieren sich die Auftragsbestände aller Offshore Driller sukzessive, selbst wenn sie es unter dem aktuell immensen Wettbewerb schaffen Neuverträge abzuschließen, und werden zu einem spürbaren Umsatzeinbruch spätestens in 2017 führen. Auch Atwood kann sich dieser Entwicklung nicht entziehen. Der Auftragsbestand ist in 2015 ggü. dem Vj.-Niveau um satte 47% gefallen. Insb. 2017 muss Atwood eine Vielzahl von Neuaufträgen generieren, da derzeit nur 13% der verfügbaren Chartertage vergeben sind.
- 3) Rerating von High Yield Anleihen: Ende 2015 kam es zu einer branchenunabhängigen Ausweitung der Anleihspreads von HY-Unternehmensanleihen indiziert durch steigende Defaultraten, der Zinsanhebung in den USA und einer höheren Wahrscheinlichkeit für eine weltweite Rezession in 2016. Der mit dem Preisverfall für HY-Anleihen einhergehende Verkaufsdruck führte sogar zur Liquidierung bzw. Rücknahmestopp von Anleihenfonds.

Anleihe Atwood Oceanics (AIGZEZ)

Bewertung

Annahmen

a) Going Concern

Wir unterstellen in unserer Sachanlagenbewertung eine Geschäftsfortführung von Atwood und nicht den reinen Insolvenzwert, der im Worst Case nur dem Verschrottungswert entspricht und damit nicht einmal zur Deckung der vorrangigen Bankverschuldung ausreichen würde. Wir versetzen uns für die Berechnung der Assets (Bohrschiffe und- plattformen) in die Lage eines Investors aus der Branche. Dieser würde für den Kauf eines Bohrschiffs eine Payback-Time von etwa 5 Jahren erwarten. Wir unterstellen also die aktuell erreichbaren Charterraten, die etwa 60% unter den Höchstwerten aus 2014 liegen, und berücksichtigen zudem die branchenüblichen Abschreibungsraten von 4%.

b) Off Balance Zahlungsverpflichtungen

Neben der bestehenden Verschuldung müssen bei der Verschuldungsbetrachtung auch die offenen Abschlusszahlungen für die neuen beiden neuen Bohrschiffe von \$399 Mio. berücksichtigt werden.

c) Abschlag auf Sonstige Vermögensgegenstände, voller Ansatz der kfr. Schulden

Die Kasse wurde mit 100% angesetzt, ebenso wie die kfr. Verschuldung, die sich insb. aus Verbindlichkeiten für LuL auseinandersetzen. Die bestehenden Forderungen wurden konservativ nur mit 50% des Bilanzwertes mit \$125 Mio. angesetzt.

d) Keine Berücksichtigung des Auftragsbestands, der Vorräte und der Erhaltungsinvestitionen

Der Fokus liegt auf einer aktuellen Vermögenswertberechnung. Dementsprechend berücksichtigen wir positive und negative Cashflows, die zu späteren Zeitpunkten eintreten, nicht in unserer Betrachtung.

Ergebnis /Szenarioanalyse

In Mio. \$	Upside Case (Rückzahlung zu 100%)	Downside Case (Recovery von 35%)
Kfr. Verschuldung	116	116
Lfr. Verschuldung	1.648	1.226
Ausst. Neubauzahlungen	399	399
Kasse	-115	-115
Forderungen	-125	-125
Nettoverschuldung	1.924	1.501
SAV Going Concern	2.182	2.182
<i>Deckungsquote</i>	<i>113%</i>	<i>145%</i>

Unsere Berechnung zeigt eine zufriedenstellende Deckungsquote in beiden Szenarien. Im Upside Case erzielen wir neben einer laufenden Rendite von rd. 18,6% auch eine einmalige Rendite von

Anleihe Atwood Oceanics (AIGZEX)

185,7% bei einer vollständigen Rückzahlung zu pari am Laufzeitende in 2020. Im Downside Case erhalten wir lediglich die laufende Verzinsung für 3,5 Jahre. Die Rückführung am Laufzeitende entspricht unserem Einstandskurs. In diesem Szenario ist die Überdeckung mit 145% sehr hoch und gibt uns damit einen ausreichenden Sicherheitsabschlag.

Wesentliche Risiken

a) Weiterer Rückgang der Charterraten

Durch die Annäherung zwischen den westlichen Ländern und dem Iran und der damit verbundenen Aufhebung von Sanktionen ist ein weiterer großer Ölproduzent am Markt aktiv und könnte für ein weiter steigendes Überangebot sorgen. Auch die anderen Fördernationen sind ohne Einigung innerhalb der OPEC und zwischen OPEC- und Nicht-OPEC-Ländern bei dem aktuellen Ölpreis darauf angewiesen die Ölproduktion zu steigern, um bestehende oder drohende Haushaltsdefizite auszugleichen. Die daraus resultierende negative Preisspirale könnte zu einem weiteren Rückgang der Dayrates innerhalb der Offshore-Drilling Branche führen.

b) Umweltkatastrophe

Ein möglicher Unfall vergleichbar zur Macondo-Ölkatastrophe in 2010 könnte bei einem Vergehen von Atwood zu hohen Strafzahlungen führen, die möglicherweise nicht ausreichend durch Versicherungen gedeckt sein könnten.

c) Zahlungsfähigkeit von Kunden und Reduzierung der Dayrates

Wir unterstellen in unserer Analyse, dass der bestehende Auftragsbestand von Atwood werthaltig ist. Dennoch besteht insb. vor dem Hintergrund des signifikanten Ölpreisverfalls, dass Kunden von Atwood vor Vertragsende der einzelnen Bohrschiffe zahlungsunfähig werden und Atwood damit ein Teil des Auftragsbestands wegbricht. Außerdem ist das Phänomen zu beobachten, dass tlw. die Dayrates der bestehenden Verträge nachverhandelt werden und damit der Auftragsbestand weiter abschmilzt.