

L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

© L'Investisseur Français, 2014. Réservé à un usage strictement privé. Toute diffusion ou reproduction est interdite. <http://linvestisseurfrancais.com>

Transocean : leader mondial du forage en haute mer

Remarque préliminaire : Cette analyse ne constitue en aucun cas une recommandation d'achat ou de vente. Elle reflète le travail personnel de son auteur. Toute décision d'investissement engage uniquement l'investisseur. L'auteur ne possède pas d'actions au moment de cette analyse.

*L'analyse date **du printemps 2014**. Depuis, le cours a perdu 60%. Il convient de réactualiser l'analyse avec les données disponibles aujourd'hui.*



I - Introduction

Transocean est une compagnie qui loue et opère des plateformes pour des compagnies pétrolières. La plupart des majors sont clients de Transocean : Chevron, BP, Shell en particulier.

L'activité, simple en apparence, consiste à faire construire des plateformes, recruter et former des équipes spécialisées dans leur opération. De cette manière, la compagnie de forage permet de réduire les coûts RH récurrents pour les compagnies pétrolières et porte le risque d'inactivité des plateformes et des équipes à la place de ses clients. La proposition de valeur est attrayante, ce qui justifie que les majors possèdent de moins en moins de plateformes et d'équipes de forage en propre. Les activités matières premières étant cycliques par nature, réduire les dépenses lorsqu'il n'est pas intéressant d'explorer devient alors plus facile.

Automatiquement, cette cyclicité est transférée vers les compagnies de forage, qui souffrent beaucoup en cas de baisse des dépenses d'exploration de leurs clients, et connaissent des périodes fastes en cas de pic de demande.

Il est communément admis que l'offre et la demande sont généralement corrélées aux prix du pétrole. Sans être expert du sujet, je dirais qu'en réalité, c'est sans doute un peu plus subtil : l'offre et la demande sont plutôt corrélées aux anticipations sur l'offre et la demande (donc les prix) de pétrole par les clients, ce qui rend la cyclicité plus difficile à prévoir encore que pour les clients. En effet, un major pétrolier peut parfaitement constituer des stocks et les mettre dans des terminaux qu'ils possèdent ou louent à des acteurs du marché comme Vopak, pour les écouler en période faste. Il peut donc parfaitement y avoir un pic de demande avant même que l'on voit un prix favorable pour le pétrole (dans le cas de l'anticipation par les majors d'une hausse) et un ratio offre/demande défavorable alors que les prix du pétrole sont en apparence élevés (dans le cas de l'anticipation d'une baisse). La composante anticipation rend la prédiction difficile, et influe potentiellement elle-même sur les prix, pouvant créer des cercles vertueux ou vicieux...

Donc, ne vous attendez pas à un long fleuve tranquille au niveau des bénéfices comme lorsque vous investissez dans un Wal-Mart en prenant une participation dans Transocean ! Toutefois, au bon prix, on peut parfaitement investir dans ce genre de business (j'ai d'ailleurs été actionnaire de Transocean en 2010).

II - Flotte

La flotte au 18 février 2014 est composée de :

- 46 High-Specification Floaters (Ultra-Deepwater – plus de 7500 pieds de profondeur allant jusqu'à 40 000 pieds, Deepwater – entre 4500 et 7500 pieds, Harsh Environment semisubmersibles – entre 1500 et 10000 pieds avec des capacités de déplacement accrues).
- 22 Midwater Floaters (moins de 4500 pieds).
- 11 High-Specification Jackups (entre 350 et 400 pieds).

J'ai préféré laisser les termes en anglais histoire d'éviter des traductions ridicules.

Grosso-modo, on a 79 équipements, dont 46 plateformes adaptées au forage en eaux profondes en milieu hostile, 33 plateformes pour le forage en eaux de profondeur moyenne et 11 plateformes auto élévatrices pour les eaux peu profondes.

C'est la flotte la plus importante au monde, mais celle d'ENSCO, par exemple, est plus récente.

Actuellement, Transocean a en construction :

- 7 Ultra-Deepwater drillships : dont 2 seront terminés en 2014 et sont déjà sous contrat. Les autres seront terminés en 2016 et 2017 (l'un des équipements de 2016 est déjà sous contrat).
- 5 High-Specification Jackups : prévus pour 2016-2017, aucun n'est sous contrat mais les clients commencent à témoigner un intérêt pour ces équipements d'après le management.

En ordre de grandeur, 6 milliards par an sont actuellement nécessaires pour opérer et maintenir cette flotte. On peut s'attendre à ce que cette dépense baisse (on parlera du programme de réduction de coûts plus loin).

Le capex requis pour les 12 nouvelles constructions a été de 2,637 milliards en 2013. Il est prévu que ce capex sera de :

2014	2015	2016	2017	2018
1,633 milliards	1,220 milliards	2 milliards	1 milliard	478 M

La normale semble être autour de 1,5 milliards par an pour les constructions. Attention, ce n'est pas un capex de croissance (ni de maintenance) : une partie des constructions servira probablement à renouveler la flotte alors qu'une autre partie ira à la croissance.

Ces chiffres sont valables sous réserve qu'il n'y ait pas d'autres projets de construction entre temps.

On notera d'ores et déjà l'intensité capitalistique de ce business. Elle constitue, avec le savoir-faire requis pour opérer les plateformes, la principale barrière à l'entrée du business.

III - Etats financiers / Historique des opérations

a) Big picture

Visualisons et discutons les chiffres sur la période 2009 – 2013 :

	2013	2012	2011	2010	2009
CA	9484	9196	8027	7949	8910
Operating income	2224	1581	-4762	2730	3525
Op income ex 2011 impairment	2224	1581	438	2730	3525
Op income from continued ops	1406	816	-5762	1863	2426
Op income continued ops ex 2011	1406	816	-562	1863	2426

CFO	1918	2708	1825	3906	5598
Capex nles constructions	2238	1303	974	1349	2948
FCF	-320	1405	851	2557	2650
FCF avec capex maintenance 1,1 B	818	1608	725	2806	4498
Book Value	16685	15730	15627	21340	20559
Book Value ex 2011 impairment	21885	20930	20827	21340	20559
Dettes LT	10379	11092	11349	9061	9849
Dividende	606	276	759		

En 2011, il y a 5,2 milliards de dépréciation. Cette dépréciation par rapport, principalement, au problème dans le Golfe du Mexique est discutable, c'est pourquoi j'ai réajusté la book value pour que nous puissions observer son évolution avant cette dépréciation (ligne Book Value ex 2011 impairment).

Je pense qu'étudier Transocean pré 2008 n'a pas d'intérêt particulier car la société était alors dans une forte dynamique de croissance, visant à devenir le plus gros acteur de son secteur. Aujourd'hui, la société est arrivée à maturité : les nouvelles plateformes opérationnelles seront en nombre réduit comme le montre le pipeline de construction actuel de 12 plateformes jusqu'en 2017 (sur une flotte de 79).

Discutons un peu le capex de maintenance : Transocean amortit environ 2,5% de ses actifs par an (durée de vie 40 ans), soit un peu plus de 600 millions par an. Une plateforme peut durer 50 ans, cela ne paraît donc pas aberrant, mais j'ai choisi un taux de 4% en prenant 1,1 milliard par an (durée de vie supposée de 25 ans). Dans mon scénario, cela veut dire que la majorité du capex est de la maintenance, et donc que la plupart des nouvelles constructions serviront à remplacer des plateformes en activité, et une minorité assureront une éventuelle croissance des ventes. Cela me paraît cohérent dans la mesure un peu moins de 10% environ des plateformes ne sont pas en activité aujourd'hui. Les plateformes en construction représentent quant à elles un peu plus de 15% de la flotte actuelle.

Avec cette hypothèse, le **FCF moyen sur la période est de 2,091 milliards de dollars. Le FCF « brut »** (totalité du capex prise comme capex de maintenance) est quant à lui de **1,43 milliards**.

On saluera la comptabilité conservatrice de Transocean qui passe bien en dépenses opérationnelles l'ensemble de ses dépenses de maintenance. Certaines sociétés ne se priveraient pas d'en capitaliser une partie pour gonfler son compte de résultat : ce n'est pas le genre de la maison. On notera aussi que l'émission des stocks options est très raisonnable et les ajustements du CFO (Cash From Operations) peu contestables. Il est donc assez cohérent de calculer le FCF avec la formule CFO – capex.

b) Le bilan est solide

Voici une image synthétique des deux derniers bilans :

31-déc	2013	2012
Cash	3 243	5 234
Créances	2 112	1 940
Actifs courants	6 772	8 647
Immobilisations	28 443	2 6967
Actifs totaux	32 546	34 255
Passifs courants	3 554	5 463
Dette LT	10 379	10 929
Valeur comptable	16 685	15 730

On peut constater que la position cash a diminué de 2 milliards, alors que les immobilisations progressent de 1,5 milliards. Il y a eu 600 millions de dépréciations, donc les immobilisations brutes ont en fait progressé de 2,1 milliards.

Coté dettes, il y a 550 millions de dettes long terme en moins et 1,9 milliards de passifs courants en moins. Tout cela alors même que 600 millions ont été payés en dividendes.

En conclusion : avec beaucoup moins de passifs en 2013 qu'en 2012, Transocean a pu solidifier son bilan malgré un capex élevé de 2,2 milliards pour les constructions cette année-là. Cela montre que l'entreprise dispose d'une certaine flexibilité financière. Le lecteur curieux pourra s'amuser à faire ce type d'exercice sur les bilans précédents. Je pense cependant que la période récente reflètera mieux l'avenir en termes de gestion bilancielle que la période passée, parce que le vent du changement souffle chez Transocean (on en reparlera plus loin).

La dette représente 62% de l'équity (valeur comptable). C'est très raisonnable, dans la mesure où la dette de ce type de business est généralement remboursable en revendant simplement les plateformes. De plus, l'équity est estimée de manière manifestement conservatrice. En effet, lorsque Transocean vend quelques plateformes, on les voit enregistrer des gains de manière récurrente. Quelques exemples ci-dessous, extraits des rapports annuels :

- "During the year ended December 31, 2013, we completed the sale of the standard jackups D.R. Stewart, GSF Adriatic VIII, GSF Rig 127, GSF Rig 134, Interocean III, Trident IV-A and Trident VI, along with related equipment. In the year ended December 31, 2013, in connection with the disposal of

these assets, we received aggregate net cash proceeds of \$140 million and recognized an aggregate net gain of \$44 million (\$0.12 per diluted share), which had no tax effect”.

- “During the year ended December 31, 2012, we also completed the sales of the standard jackups GSF Adriatic II, GSF Rig 103, GSF Rig 136, Roger W. Mowell, Transocean Nordic, Transocean Shelf Explorer and Trident 17, along with related equipment. In the year ended December 31, 2012, in connection with the disposal of these assets, we received aggregate net cash proceeds of \$198 million and recognized an aggregate net gain of \$74 million (\$0.20 per diluted share), which had no tax effect. In the year ended December 31, 2012, we recognized an aggregate net loss of \$9 million associated with the disposal of assets unrelated to dispositions of rigs”.

- “During the year ended December 31, 2011, we completed the sales of the standard jackups George H. Galloway, GSF Adriatic XI, GSF Britannia, GSF Labrador and Transocean Mercury and the swamp barge Searex IV, along with related equipment, and our ownership interest in Joides Resolution. In connection with the disposal of these assets, in the year ended December 31, 2011, we received aggregate net cash proceeds of \$187 million and recognized an aggregate net gain of \$32 million (\$0.10 per diluted share), which had no tax effect”.

- “In the year ended December 31, 2011, in connection with the sale of the High-Specification Jackup Trident 20, we received net cash proceeds of \$259 million and recognized a net gain of \$169 million (\$0.52 per diluted share), which had no tax effect.”

Les dettes sont relativement espacées dans le temps et la société peut utiliser son cash de 3,2 milliards et ses lignes de crédit non utilisées (2 milliards dans le cadre d’un crédit revolving qui expire en 2016 et 900 millions dans le cadre d’un autre crédit revolving qui expire en octobre 2015). Les échéances sont les suivantes :

- Aucune en 2014
- 1,26 milliards fin 2015
- 1,165 milliards fin 2016
- 917 millions fin 2017
- 1,31 milliards avant avril 2018
- puis pas d’échéances majeures avant 2020.

Il n’y aura a priori pas de problèmes d’échéances jusqu’à fin 2017 si la société arrive à conserver sa génération de cash historique. Si les cash-flows futurs restent décents, Transocean pourra refinancer (pas mal de dettes étant obligataires).

Quelques notes supplémentaires sur l’activité :

- Il y a une restructuration en cours. La compagnie souhaite réduire significativement ses coûts. Le programme a coûté 50 millions en 2013.
- Fin 2012, Transocean a vendu 38 unités de forage à Shelf Drilling pour 568 millions cash et 185 millions d'actions préférentielles (valeur faciale de 195 millions mais ils les ont vendues à 185 à une tierce partie).
- En février 2014, ils ont vendu leur filiale Advanced Drilling Technology International Limited pour un montant inconnu. La finalisation de la transaction est attendu pour le T3 2014. Un gain supplémentaire pour 2014 et encore une amélioration du bilan ?
- perte de \$120 million lié à la catastrophe Deepwater Horizon en 2013 et 756 millions en 2012. Il y aura des coûts supplémentaires : 460 M en 2014, 260 M en 2015, 60 M en 2016 et 60 M en 2017, soit un total de 840 millions.

IV - Perspectives

A fin 2013, le carnet de commandes s'élève à 28,2 milliards, en baisse de 4,1 % par rapport à 2012 et en hausse de 34,9% par rapport à 2011. L'état des prises de commandes ne semble pas particulièrement inquiétant au premier abord.

De plus, il y a moins de maintenance prévue en 2015 (prévision out of service days 1306 VS 1845 en 2014).

Pour le forage en eaux profondes, le management attend un ralentissement dans l'exécution des contrats de forage dans un futur proche, ainsi que des pressions au niveau des prix. Il y a visiblement de l'offre en excès sur la demande : Au 18 février 2014, seules 23 plateformes parmi les 46 de la société sont sous contrat jusqu'à fin 2014. Les clients préfèrent actuellement forer en eaux peu profondes, et c'est sans doute ce qui explique que Transocean développe davantage son offre Jackup (plateformes auto élévatrices) dernièrement. A titre informatif, il y a eu plus de 50% de hausse des tarifs journaliers sur les jackups en 2011, mais ils restent de loin la solution « cheap » avec un tarif journalier actuel d'un peu plus de 160 000 \$ en 2013, alors qu'une plateforme ultra - deepwater a un tarif supérieur à 500 000 \$ par jour (les deepwaters sont à plus de 350 000 par jour, les high specs / harsh environnements floaters à 450 000 – 460 000 par jour, les midwaters à 310 000 par jour).

Donc, la visibilité pour 2015 est faible, et plus encore au-delà : les équipements sont prévus pour une utilisation à mi-temps en 2015 pour le moment et moins au-delà. Il y a cependant 42 renouvellements de contrats prévus en 2014. Les tarifs journaliers ont pas mal progressé depuis 2011, mais l'avenir est incertain car il y a plus d'offre que de demande : l'industrie a construit pas mal de nouvelles

plateformes pour essayer de se positionner à des tarifs avantageux... Mais les clients ont réduit la demande !

On peut donc s'attendre désormais à ce que les prix pratiqués se normalisent. Au conf-call du jeudi 8 mai, on a appris que les appels d'offres sont peu nombreux et longs à arriver. La situation sur le créneau deepwater est tendue : les clients cherchent à occuper les plateformes qu'ils ont en propre et ont beaucoup d'offre via les nouvelles constructions dans le secteur. Ils sont en position favorable pour négocier une baisse des tarifs. D'ailleurs, on constate déjà que les tarifs pour les nouveaux contrats accordés ont baissé entre 375 000 \$ et 500 000 \$ par jour sur le créneau Ultra Deepwater, où Transocean réalisait un tarif moyen supérieur à 500 000 \$ par jour. Aussi, Transocean anticipe une baisse continue de ces tarifs. Ils comptent la compenser en envoyant des plateformes avec des spécifications plus anciennes, dont la maintenance opérationnelle est moins chère : cela leur permettra de répondre à des appels d'offre en proposant des tarifs plus bas aux clients tout en diminuant l'impact négatif sur leurs marges par plateforme en activité. Les anciennes plateformes peuvent parfaitement faire le boulot sur la majorité des projets.

Bref, on est dans un contexte deepwater où les clients préfèrent différer la demande et où il y a trop d'offre, donc attendre une réduction des tarifs de 10 à 15% dans l'année qui vient semble adéquat. Une baisse de 10% des tarifs de Transocean sur une année complète impacterait le résultat pré-taxes de 950 millions environ à activité constante. Cet impact peut aller jusqu'à 1,5 milliards pré-taxes si l'on se fie à l'historique du cycle récent (creux de demande en 2008 – 2009 avec impact en 2010 sur le CA, le temps que les tarifs et baisses d'activités entrent en vigueur).

Au niveau des jackups cependant, la situation est bien meilleure : la dynamique de marché reste favorable.

Considérant ces points, on peut se dire que la réduction de coûts (on en reparlera) couvrira en grande partie l'impact sur les résultats 2015, et que Transocean pourra faire face à la conjoncture grâce à son bilan et l'optimisation de son portefeuille.

Plus près de nous, pour 2014, le management attend des ventes supérieures à celles de 2013, grâce notamment aux deux nouvelles plateformes de forage Ultra-Deepwater qui seront mises en service cette année (elles sont toutes deux déjà sous contrat) et aux trois Jackups qui ont été mises en service en 2013. Egalement, les activités de maintenance sur les plateformes en activité sont prévues en baisse par rapport à 2013.

Ils s'attendent aussi à une baisse des coûts sur 2014, soit, très clairement, une expansion des marges. Ils profiteront de cette année faste pour assainir leur bilan.

Dans ce sens, au T1 2014 publié ce 8 mai, les réductions de coûts ont fait progresser les marges. On constate déjà une réduction de coûts de 100 millions, sachant que la société veut arriver à une réduction annuelle de 800 millions par sa restructuration. On a également un impact positif de 155 millions au niveau des ventes au T1. Ils ont bien réduit leur temps de maintenance et augmenté leurs nombre de jours facturé dans les contrats. Le management tient pour le moment ses promesses. On notera qu'ils visent également à réduire leur dette long-terme : ils veulent passer sous les 9 milliards à la fin 2014, soit un désendettement prévu de 1,3 milliards.

Dans le cadre de cet enjeu, une transaction de refinancement intéressante est prévue au troisième trimestre 2014 : la formation d'un MLP (Master Limited Partnership) où Transocean sera naturellement General Partner. Les contrats GP sont généralement très avantageux (commission sur le résultat) lorsque les performances sont au rendez-vous, alors que les financements se font sur le marché de manière également avantageuse. En effet, les MLP ont souvent le mérite de coter à des multiples élevés de leurs profits (au moins 20 fois) parce que ces derniers ne paient pas d'impôts.

Ce 5 mai, nous avons appris que Transocean veut mettre 8 de ses plateformes midwater aux UK dans une entité séparée, Caledonia Offshore Drilling Company. Manifestement, ils préparent un spin-off ou une vente. On voit une détermination à optimiser le portefeuille de plateformes.

Ainsi, je dirais qu'indépendamment de la mauvaise conjoncture que l'on observe dans l'offre et la demande pour les services deepwater (qui ne dépend pas du management), les dirigeants ont (enfin ! – vous verrez pourquoi dans le prochain paragraphe) décidé de faire du bon travail de fond. A l'issue de la restructuration, on peut s'attendre à ce que Transocean soit positionnée pour repartir mieux que jamais dès lors que la demande deepwater reprendra.

V - L'allocation de capital est historiquement mauvaise, mais Carl Icahn a décidé de s'en mêler...

Que dire d'une compagnie qui rachète 45 771 actions au prix moyen de 50,92 \$ en 2013,

2 863 267 actions pour 240 millions depuis 2009 et qui émet pour 1,2 milliards d'actions en 2011 à 40,5 \$?! (A priori pour financer l'acquisition d'Aker Drilling pour ce même montant alors que Transocean cotait au plus bas... Pour leur défense, je suppose que cela a amélioré leur relation avec Shell et leur backlog, mais l'effet relatif est tout sauf évident puisque l'on n'a pas vu de cash-flow incrémental depuis la transaction).

Cependant, Carl Icahn, célèbre investisseur activiste, a pris une participation significative en 2013 et a commencé (roulement de tambours et interrogation générale où tout le monde se pose la question – que peut bien faire Carl Icahn à part conserver paisiblement ses actions ?)... une campagne activiste ! (Je suis sûr que vous êtes tous surpris J)

Depuis, la compagnie est plutôt dans une dynamique de restructuration et vente d'actifs. De plus, un dividende de 3\$ par action (pour un cours d'un peu plus de 40 \$) proposé au vote de l'AG ce mois-ci à la suite d'une proposition d'Icahn. Autant d'argent que la compagnie ne pourra plus gaspiller.

On peut s'attendre à ce que la période des acquisitions soit terminée, aussi bien lorsqu'on sait qu'Icahn contrôle de facto les décisions d'allocation du capital du board (il a 3 directeurs sur 11 au board, et il arrive à faire passer ses résolutions) et si l'on fait confiance aux propos récents, et surtout aux actions récentes, du management.

VI - Valorisation

a) Prix sur le marché :

Prix d'une action : 42,65 \$

Nb d'actions ~ 360 M (millions)

Capitalisation boursière ~ 15,35 B (milliards)

Dette financière nette : 7,36 B

Obligations de retraite retraitées : 760 M

Valeur d'entreprise ~ 23,47 B

Remarque sur le plan de retraites et le retraitement que je propose :

La sous-capitalisation est estimée par le management à 262M. Le plan est composé de près de 2/3 d'actions. Le taux de retour attendu aux US de 7,48% me semble trop optimiste. Cela veut dire que, grossièrement, dans 10 ans, ils espèrent doubler le montant des actifs du plan US, ce qui me paraît élevé au vu des niveaux du marché. Un taux de retour de 5% me semblerait plus raisonnable. Cela risque de créer une dette supplémentaire de 400 millions environ par rapport à ce plan de retraite. Pour prendre en compte le discount à moins de 4,19 %, qui me semble également optimiste à long

terme, provisionnons une dette de 500 millions environ, soit un total de 762 millions. Les hypothèses du plan non US me semble plus adaptées (rendement 5,79%, discount 5,13%).

b) Approche par la valeur de reconstruction des plateformes

Nous savons que Transocean a :

- 46 High-Specification Floaters
- 22 Midwater Floaters
- 11 High-Specification Jackups
- 7 Ultra-Deepwater drillships et 5 High-Specification Jackups en construction

On sait que les plateformes en constructions coutent au total :

- 2,637 B en 2013
- 1,633 B en 2014
- 1,220 B en 2015
- 2 B en 2016
- 1 B en 2017
- 478 M en 2018

On arrive donc à un coût de reproduction de **8,968 milliards pour les plateformes en construction.**

D'après les données de RigLogix, des jackup capable de forer entre 350 et 400 pieds coûtent entre 164 et 270 millions à construire. Ceux de Transocean sont récents. Si nous retenons 200 millions par jackup, **nous estimerons les 11 jackups de Transocean à 2,2 milliards.**

A noter que les jackups en construction ont été commandés pour un total de 1,2 milliards, soit 240 millions par unité. Notre estimé n'est donc pas délirant.

J'ai retrouvé dans l'Oil & Gas Journal que les plateformes midwater GSF de Transocean (qui a fusionné avec Global Santa Fe depuis) ont coûté 285 millions à la construction en 2004. Pour tenir compte de leur usure estimée à 1/3 de leur cycle de vie, je propose de retenir un estimé de 190 millions par plateforme. Ainsi, **les 22 midwater floaters vaudraient 4, 18 milliards.**

D'après les données de Bailey & Sullivan de 2011, pour les plateformes semi-submersibles Deepwater et Ultra Deepwater, on trouve divers modèles allant de 460 millions à 770 millions, alors que les

drillships vont de 550 à 1,2 milliard. Certaines plateformes de Transocean sont assez neuves, d'autres très usagées. Je vous proposerai de retenir un prix de 400 millions par plateforme pour tenir compte de l'usure globale de la flotte. Toute plateforme Deepwater vaut normalement bien plus que cela. **Ainsi les 46 plateformes de Transocean vaudraient 18,4 milliards.**

- En sommant tout cela, on obtient **environ 33,75 milliards.**

- **Ajoutons** le cash et les créances à 100% (les payeurs sont des majors pétroliers) : **5,35 milliards**

- **Soustrayons** les passifs totaux : **15,9 milliards**

On arrive alors à un estimé de **23,2 milliards pour la reconstruction des plateformes. Cela se compare favorablement à la capitalisation boursière de 15,35 milliards.**

L'upside à la valeur de reconstruction est de 51,14 % alors que **le risque de downside semble très limité, voire nul si pas d'erreur majeure en allocation de capital.**

A noter qu'un estimé des équipements deepwater à 500 millions pièce amènerait une valeur supérieure de 4,6 milliards (upside 81%). Un estimé à 600 millions pièce amènerait une valeur supérieure de 9,2 milliards (upside 111%).

c) Valeur de la capacité bénéficiaire

Vu la cyclicité du business, il m'est difficile de donner une capacité bénéficiaire moyenne pour ce business. De plus, il est difficile de déterminer la part capex de maintenance et capex de croissance. En supposant un capex de maintenance normalisé conservateur de 1,1 milliards, soit 1 à 2 plateformes deepwater par an (selon le modèle) pour renouveler une flotte de 50, on aurait alors un cash-flow libre de :

- 3,6 milliards en 2008
- 4,5 milliards en 2009
- 2,8 milliards en 2010
- 725 millions en 2011 (mais arrêt total des forages dans le Golfe du Mexique)
- 1,6 milliards en 2012 (2,35 milliards hors impact Deepwater Horizon)
- 800 millions en 2013 (1,36 milliards hors impact Deepwater Horizon)

Disons que le multiple de FCF haut de cycle (autour de 4 milliards) serait autour de 6 en termes de valeur d'entreprise alors qu'on serait à 17-20 en bas de cycle. Le multiple moyen serait d'un FCF de 2,4 milliards serait alors de moins de 10. Cela paraît assez raisonnable, sans être une sous-valorisation démentielle. Si Transocean arrive à faire une croissance lente de son FCF moyen à l'avenir en accroissant son nombre de plateformes, cette croissance-là sera a priori gratuite.

Sachant que la compagnie compte réduire ses coûts de 800 millions, elle a de fortes chances de se réaliser.

Le meilleur moyen de débloquer la valeur serait un mix entre monnayer les plateformes les moins performantes et développer le business avec les plus rentables. Il y a sans doute une optimisation du portefeuille à faire pour ce business qui cote significativement sous la valeur de remplacement de ses actifs.

VII - Catalyseurs

- Carl Icahn : on l'aime ou pas, il connaît son métier.
- Meilleure allocation du capital
- Réduction de coûts
- Optimisation du portefeuille (ventes de plateformes « non core » avec réalisation de plus-values)
- Formation d'un MLP
- Eventuel spin-off de plateformes plus anciennes / moins performantes (la question a été abordée par le management)

VIII - Risques principaux

- Une détérioration durable des tarifs liés à une surcapacité de l'industrie (beaucoup de nouvelles constructions ont été récemment commandées). Cependant, gardons à l'esprit que l'industrie est historiquement en croissance structurelle (les volumes de forages augmentent à long terme) et que si tous les acteurs sont non rentables, alors les plus petits feront faillite ce qui harmonisera progressivement l'offre et la demande – un peu comme pour les explorateurs de gaz naturel ou pour les compagnies d'exploration pétrolière.
- A court terme, la conjoncture semble défavorable.
- Possibles pénalités supplémentaires liées à la catastrophe Deepwater Horizon dans le Golfe du Mexique.
- De nouvelles catastrophes comme Deepwater Horizon peuvent détériorer durablement la valeur d'entreprise. Toutefois, la sécurité des plateformes tend à s'améliorer avec le temps et l'expérience.

IX - Conclusion

Transocean nous apparaît comme une compagnie modestement valorisée. **Elle cote sous la valeur de reconstruction de ses actifs.**

Bien que les perspectives à court terme de l'industrie ne soient pas radieuses, un investissement à long terme dans l'entreprise semble tout à fait justifiable par des faits et un raisonnement logique. Les risques apparaissent limités à long terme au vu de la décote sur actifs.

Il faudra éventuellement savoir résister aux fluctuations des cours liées à la cyclicité : elles peuvent être violentes.

***RETROUVEZ- NOUS SUR LE SITE DE
L'INVESTISSEUR FRANÇAIS
(<http://investisseurfrancais.com>)***
