



**MERCADO
TRANSPORTE DE
PETRÓLEO**

Con este informe damos pistoletazo de salida a la nueva sección de UFM Market Trends, que consistirá en la realización de análisis e informes sobre mercados financieros y oportunidades de inversión. Para esta ocasión, vamos a estudiar el mercado de transporte de petróleo y las razones por las cuales creemos que existen oportunidades para los inversores.

El informe se va a dividir en las siguientes partes:

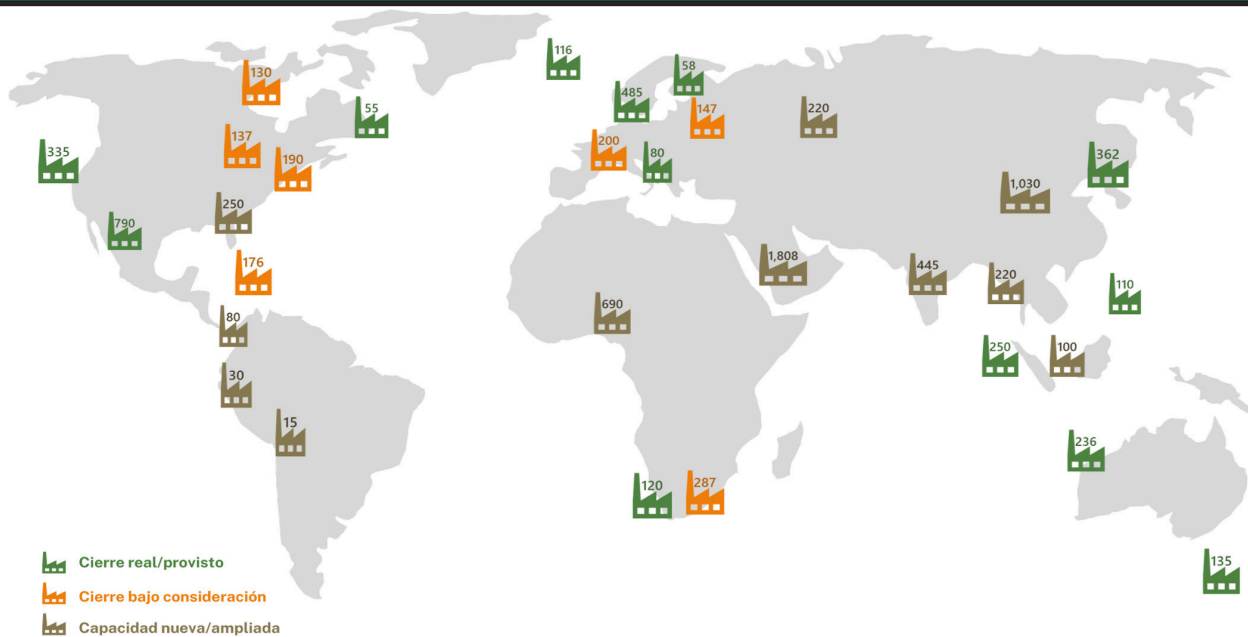
- 1 Presentación de la industria y cambios en la capacidad de refino global
- 2 Consecuencias de las sanciones a Rusia en el transporte de petróleo crudo y refinado
- 3 Déficit de oferta de barcos para el transporte marítimo de petróleo crudo y refinado
- 4 Libro de pedidos de nuevos barcos y envejecimiento de la flota
- 5 Expectativas de aumento de la demanda
- 6 Desequilibrio entre demanda y oferta de barcos mercantes
- 7 Situación del mercado secundario de barcos y valoración de las flotas
- 8 Proyección de las tarifas de transporte futuros
- 9 Presentación de empresas cotizadas y precios objetivos

Este informe no corresponde una recomendación de inversión, sino que sus fines son meramente analíticos y académicos.

Industria transporte petróleo

Desde 2020, los países importadores de petróleo han perdido 2.5mbd (millones de barriles al día) de capacidad de refino y se espera que pierdan otros 0.6mbd en 2023-2024. En claro contraste, la capacidad de refino mundial ha crecido en 4.0mbd en el periodo 2020-2023. Existe nueva capacidad de refino en países productores y exportadores de petróleo crudo y menor capacidad de refino en los países netamente consumidores de petróleo. Esto incrementará la demanda de *Product Tankers*, los barcos que transportan petróleo refinado.

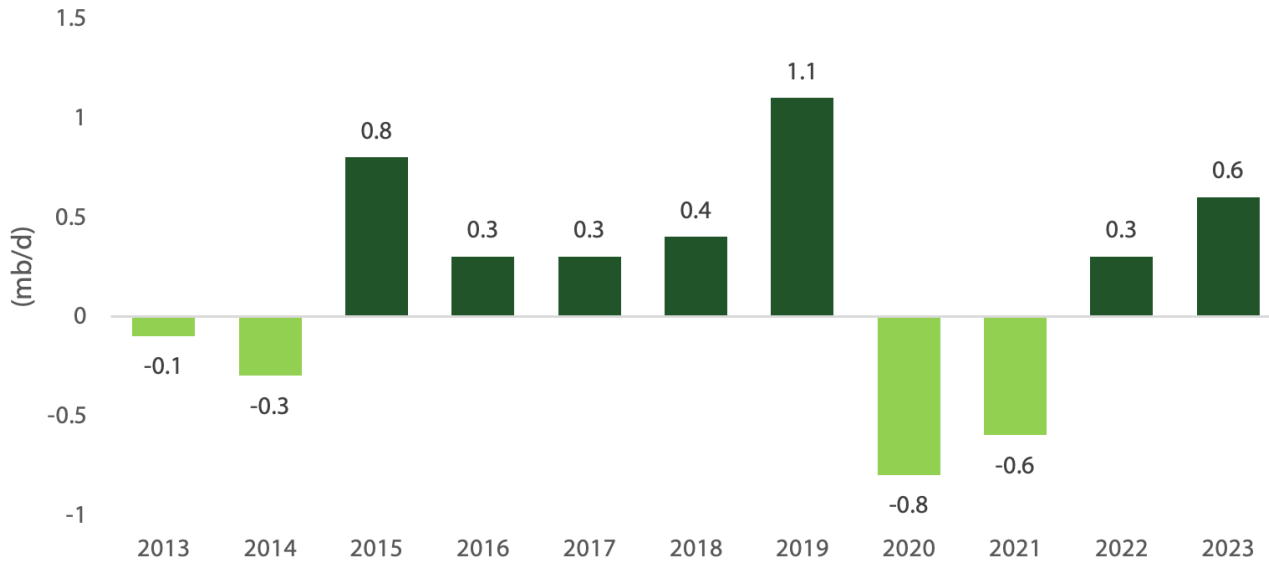
Producción mundial en miles de barriles por día (kb/d)



Fuente: Torm, UFM Market Trends

La región del Medio Oriente es la que más capacidad de refino está añadiendo, mientras que Norteamérica y Europa son las regiones en los que se están llevando a cabo los mayores cierres. Anteriormente, los países consumidores importaban petróleo crudo, lo refinaban y lo consumían, ahora países como China o Emiratos Árabes están aumentando sus cuotas de exportación de petróleo refinado, incrementando con ello las millas que recorren los barcos de *Product Tankers*. Además, los barcos de transporte de crudo tienen una capacidad mucho mayor que la de productos refinados, lo que ampliará todavía más la necesidad de barcos de este tipo en el futuro pues su menor tamaño y el mayor número de millas a transportar aumentará la demanda total.

Adiciones/ cierres de capacidad de refinería a nivel global (excluyendo China)

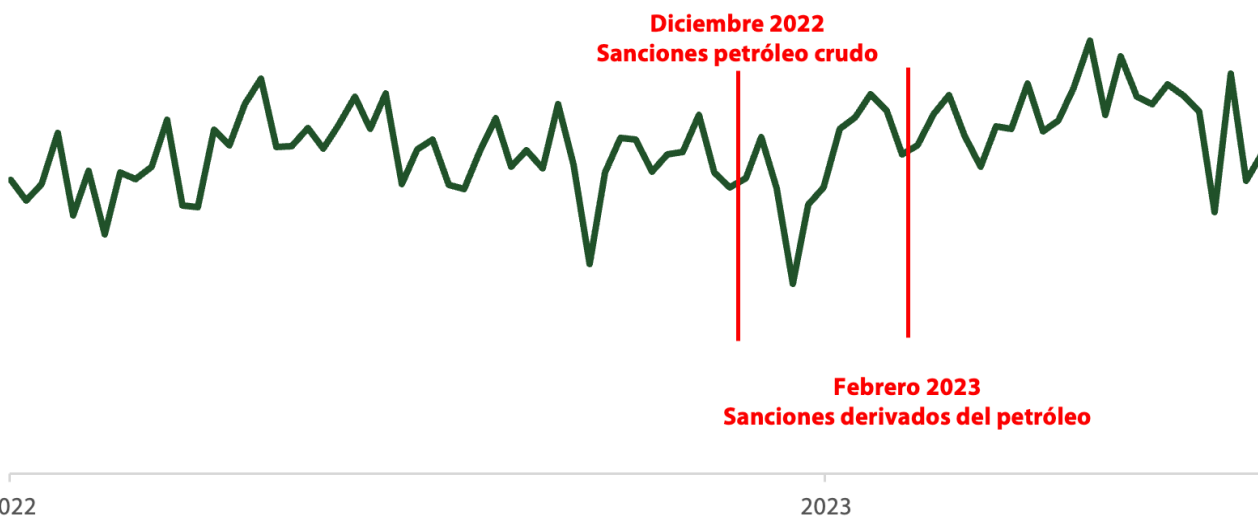


Fuente: Elaboración propia UFM Market Trends

Efecto sanciones a rusia

El 24 de febrero de 2022 comenzó la guerra Rusia-Ucrania, lo que provocó un desequilibrio global en el mercado de materias primas en los que Ucrania y Rusia son potencias mundiales, como es el caso del grano y del petróleo. En diciembre de 2022 entraron en vigor las sanciones a la importación de petróleo proveniente de Rusia hacia la Unión Europea. El objetivo de las sanciones es perjudicar la principal fuente de ingresos del estado ruso. En los gráficos de abajo vemos como las sanciones no tuvieron efecto en las exportaciones de petróleo ruso, que de hecho aumentaron, ni tampoco disminuyeron las importaciones totales de petróleo en la Unión Europea.

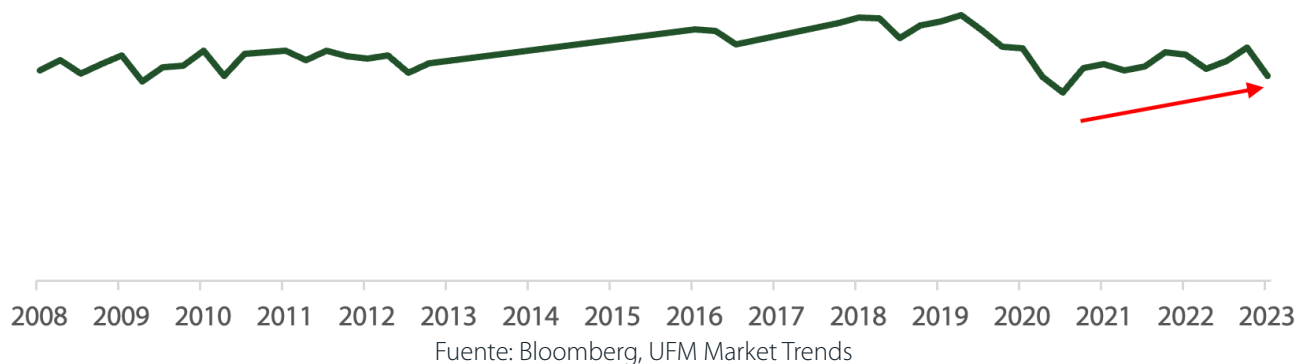
Exportaciones Petróleo Rusia



Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

La consecuencia de las sanciones, por tanto, fue un cambio en las rutas comerciales: Rusia exportaría a países más lejanos como India y China, y Europa importaría desde países más alejados, como Estados Unidos. Este hecho aumentó sobremanera la demanda de barcos de transporte de petróleo (*Tankers*), tanto de transporte de crudo (*Crude Tankers*) como de productos derivados (*Product Tankers*).

Importaciones petróleo Europa



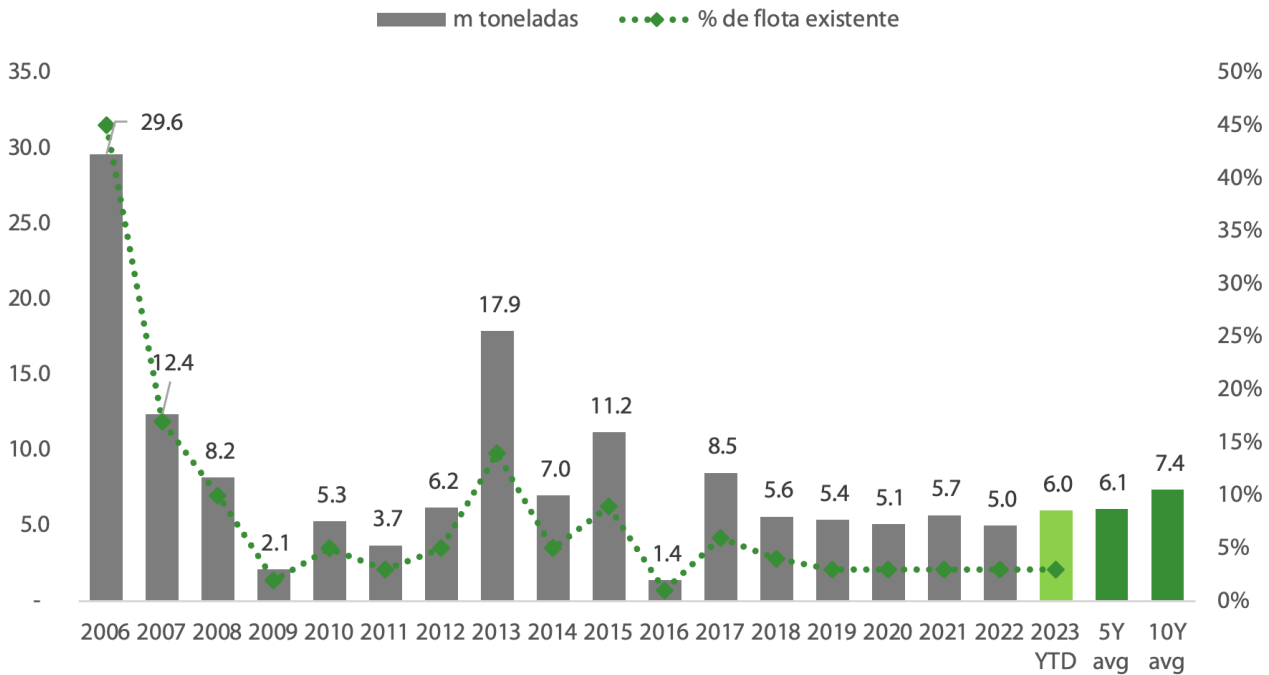
De acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía (EIA por sus siglas en inglés), Rusia exportó en junio 2023 2.6mb/d de productos derivados del petróleo, (2.7mb/d en enero de 2021). Sin embargo, en el mismo periodo las exportaciones a la Unión Europea cayeron un 85%, mientras las exportaciones a China aumentaron un 847%, a India un 274%, a Turquía un 216% y a Medio Oriente un 216%. Estas disrupciones y cambios de ruta han incrementado el petróleo y derivados en tránsito y el tiempo de espera para las entregas. De hecho, viajes desde Western Rusia (Baltic) hacia el Noreste de Europa toman 10 días mientras que un viaje a China implica toma entre 30 y 40 días. A mayor número de barcos en tránsito, menor disponibilidad de barcos en los puertos y mayores precios pueden conseguir los dueños de los barcos. Las compañías de transporte marítimo de petróleo cotizadas en bolsa han declarado que no esperan una vuelta a la normalidad, incluso si se llega a un acuerdo de paz en el futuro cercano.

Déficit oferta

Los pedidos de nuevos barcos sobre la flota total de *Product Tankers* (transporte de derivados del petróleo) es del 9% (medido en tonelaje). Los pedidos son todavía menores al 9% si ajustamos teniendo en cuenta los pedidos de los barcos de mayores

dimensiones LR2 (en el 40% de sus viajes transportan petróleo crudo). Por tanto, esperamos pocos barcos nuevos entrando en el mercado, al menos hasta 2026. Los *Crude Tanker* pueden competir de forma muy limitada en el mercado de derivados del petróleo, pero este tipo de barcos tiene mayor debilidad en sus pedidos (2,8% nuevos pedidos sobre flota actual). Las nuevas regulaciones medioambientales, la incertidumbre sobre el combustible del futuro y el cierre de los flujos de financiación hacia esta industria provocan una caída en la demanda de nuevos barcos. Esto genera un déficit en la capacidad de transporte y siembra las bases para de mercado alcista hasta, al menos, el año 2026 (año en el que se entregarían nuevos barcos si fueran pedidos hoy).

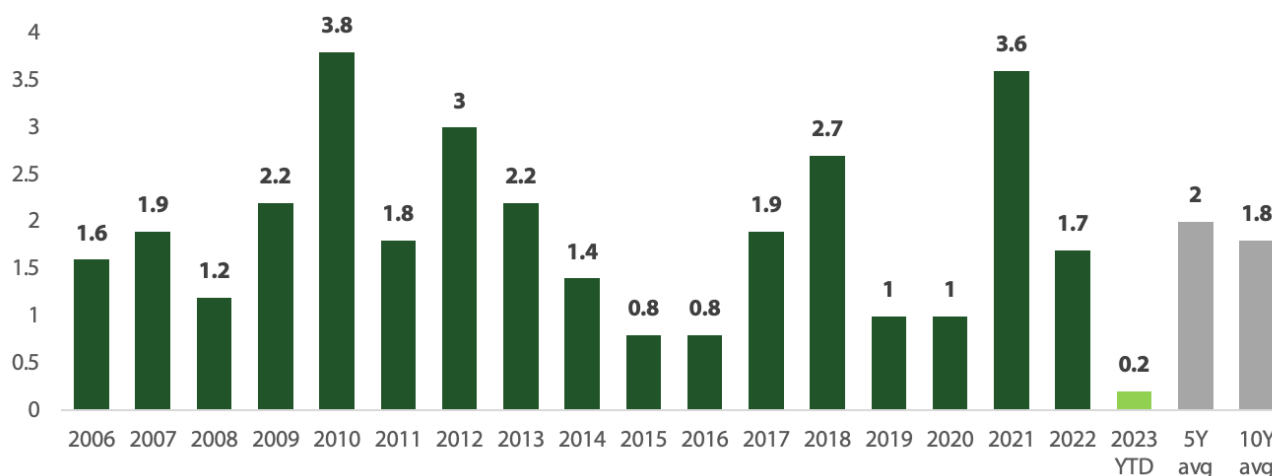
Órdenes de Product Tanker (m dwt)



Fuente: Elaboración propia UFM Market Trends

La flota está envejeciendo a marchas aceleradas. Para 2024, el porcentaje de MR y LR1 (las categorías pequeñas y medianas más representativas de *Product Tankers*) con más de 15 años será del 52.5% y el porcentaje de barcos con una vida mayor de 20 años será del 12.8%. La utilidad de estos barcos empieza a disminuir drásticamente a partir de los 15 años, en el que los trabajos de mantenimiento y exigencias regulatorias son mayores, alcanzando el final de la vida útil entre los 20 y 25 años. Los nuevos pedidos de barcos no cubren el envejecimiento actual de la flota global.

Achatarramiento de barcos (m dwt)



Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

Nuevos pedidos por barco

Los grandes barcos de transporte de petróleo crudo (VLCC) son los que muestran menor cantidad de nuevos pedidos (1.0%), seguidos de los Panamax (1.3%). Los pedidos acumulados hasta 2026 de barcos de transporte de petróleo crudo es del 2.8%, muy por debajo de las estimaciones de aumento de demanda, incluso teniendo en cuenta el cambio de localización de las refinerías (que supondrá menor demanda de estos barcos).

Tipo de barco	2023	2024	2025	2026+	Libro pedidos %
Crudo					
VLCC	2.7%	0.0%	0.1%	0.1%	1.0%
Suezmax	1.2%	1.2%	2.4%	1.7%	5.9%
Aframax	3.4%	1.9%	0.7%	0.6%	5.1%
Panamax	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
Total crudo	2.4%	0.6%	0.7%	0.6%	2.8%
Producto					
LR2	5.9%	3.3%	10.8%	3.3%	21.6%
LR1	0.3%	0.0%	1.9%	0.8%	3.0%
MR	1.7%	1.7%	2.6%	0.8%	5.9%
Total producto	2.6%	1.9%	4.8%	1.5%	9.7%

Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

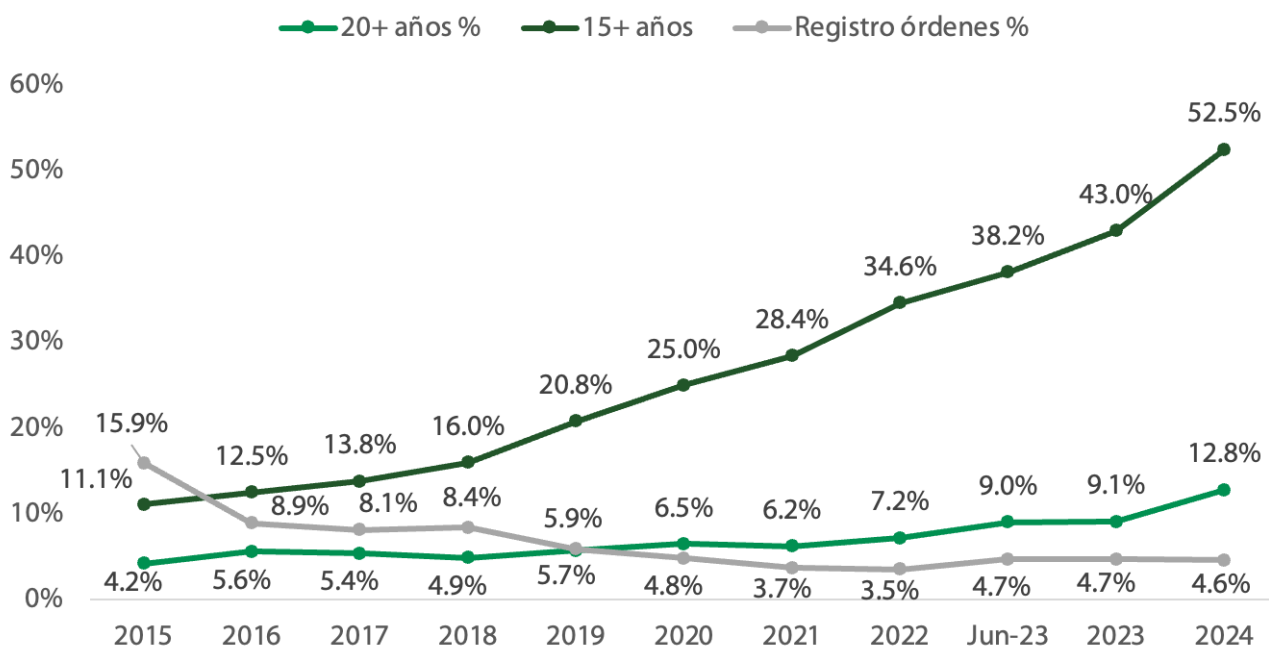
Los nuevos pedidos de *Product Tankers* están en el 9.7%, muy por encima de los *Crude Tankers*, (2.8%), pero hay que hacer alguna corrección. Los barcos LR2 son asimilables a los Aframax que transportan crudo. Los LR2 pueden transportar crudo, por lo que los nuevos pedidos de estos barcos implican una nueva capacidad de transporte que se divide entre crudo y producto derivado. Haciendo este ajuste, los nuevos pedidos de

Product Tankers suponen un aumento de la flota por debajo del 2% anual, asumiendo que no se retira flota vieja. Esto está por debajo del aumento esperado de demanda de este tipo de barcos.

Envejecimiento de la flota

La proporción de barcos con más de 15 y 20 años ha incrementado rápidamente en los últimos años. El envejecimiento de la flota seguirá acelerándose en los próximos años a medida que los barcos que se fabricaron en el último ciclo alcista (2003-2008) envejecen. El diferencial que existe entre la flota con más de 20 años y los nuevos pedidos ha incrementado consistentemente aumentando hasta el 4.3% de la flota en junio de 2023, desde el 3.7% en diciembre de 2022 y 2.5% en diciembre de 2021.

Composición histórica y pronosticada de la edad de la flota (MR y LR1)



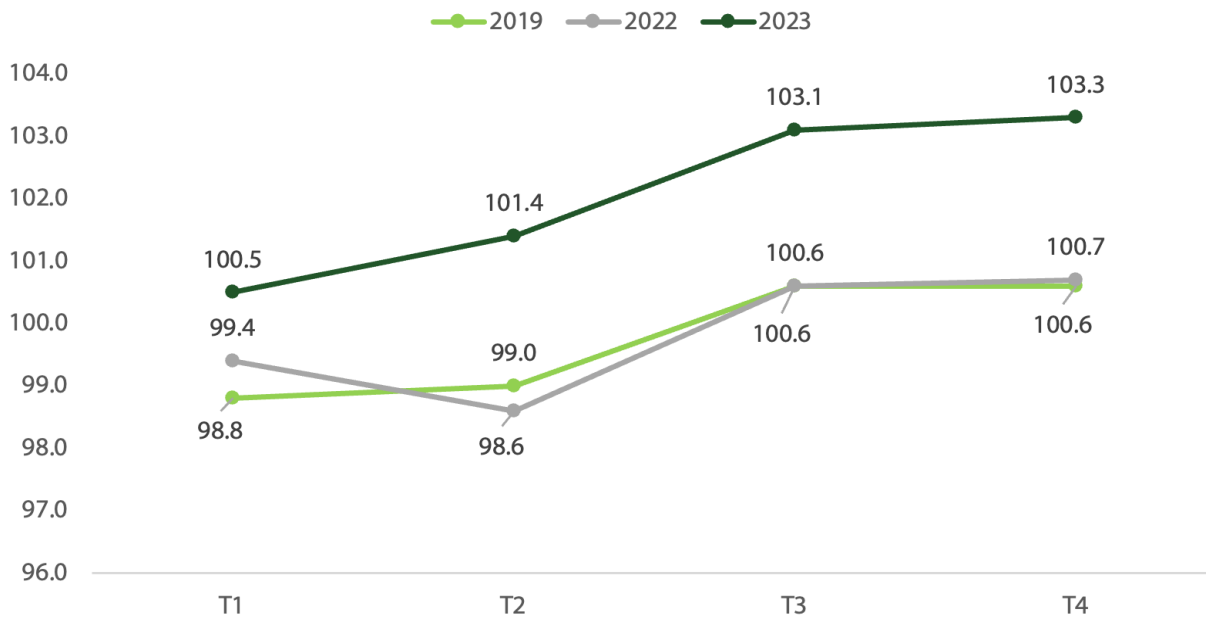
Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

Aumento de demanda

En 2022Q4 hubo una pequeña caída en la demanda global de petróleo. En 2023, la demanda de petróleo ha vuelto a aumentar (+2.8mb/d 2023Q2 vs 2022Q2), gracias al fin de las restricciones por Covid en China. La IEA espera que la demanda de petróleo aumente en un total de 2.2 mb/d en 2023 alcanzando los 102.1 mb/d (+1.5 mb/d con respecto a 2019). Con respecto al output de refino, se llegó a un valle estacional en marzo de 2023 con 80.8mb/d pero la IEA espera un aumento del output de refino de

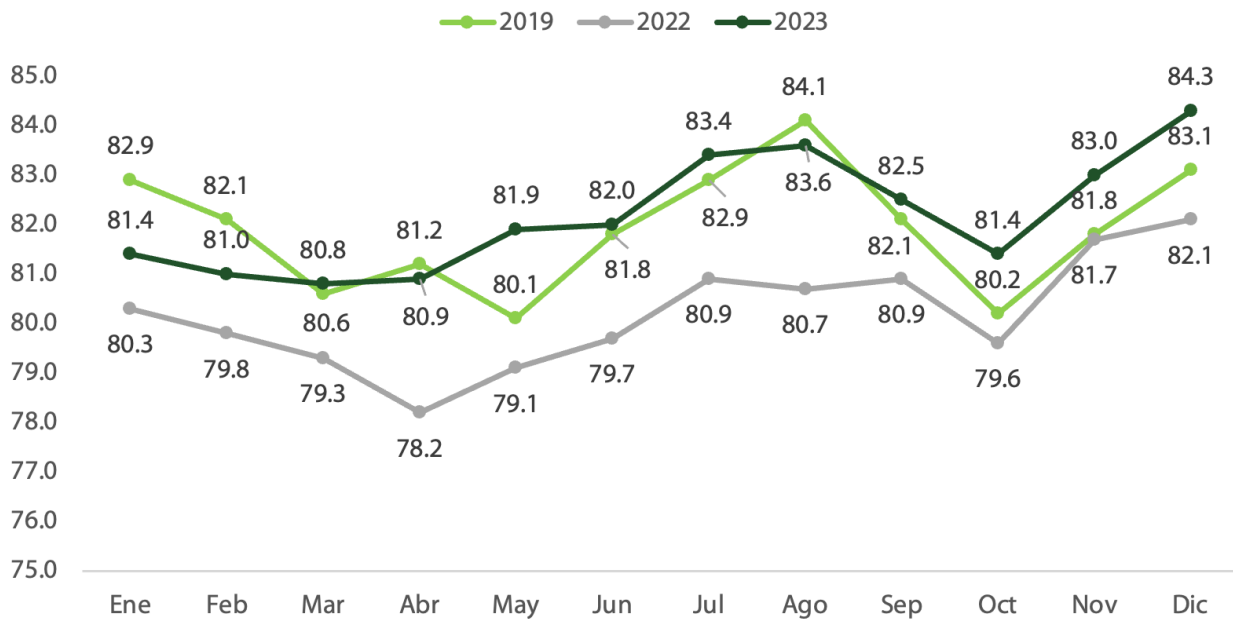
1.2 mb/d en la segunda mitad del año. En total, se espera un aumento total en 2023 de 1.9mb/d en 2023 y 1.0 mb/d en 2024.

Demanda mundial de petróleo (millones de barriles al día)



Fuente: IEA, UFM Market Trends

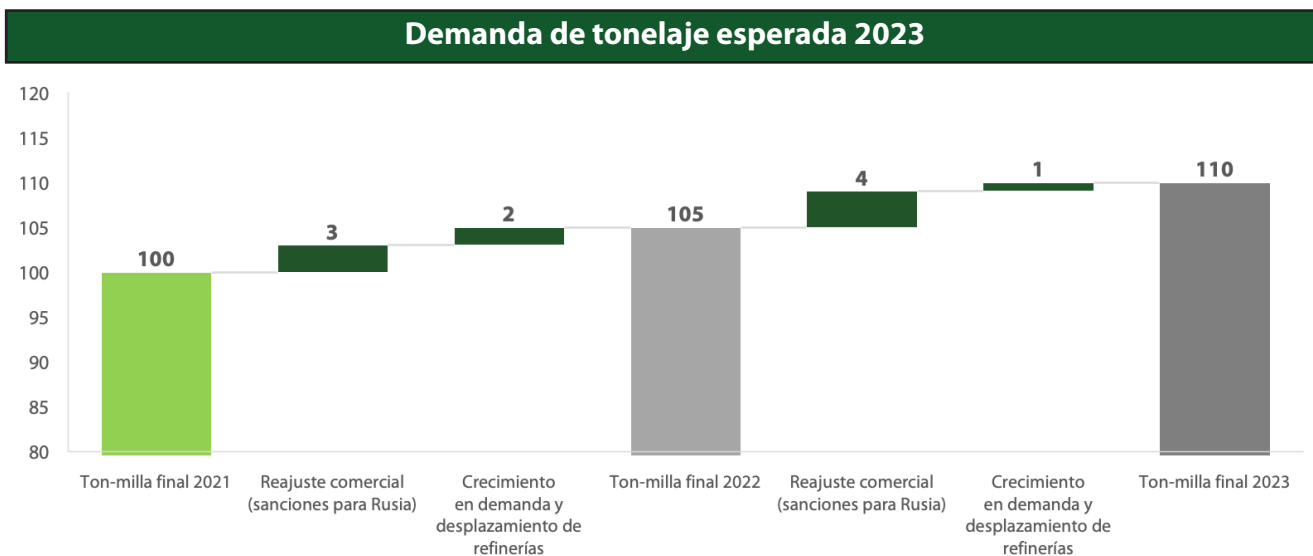
Demanda mundial de productos derivados del petróleo (millones de barriles al día)



Fuente: IEA, UFM Market Trends

Desequilibrio oferta/demanda

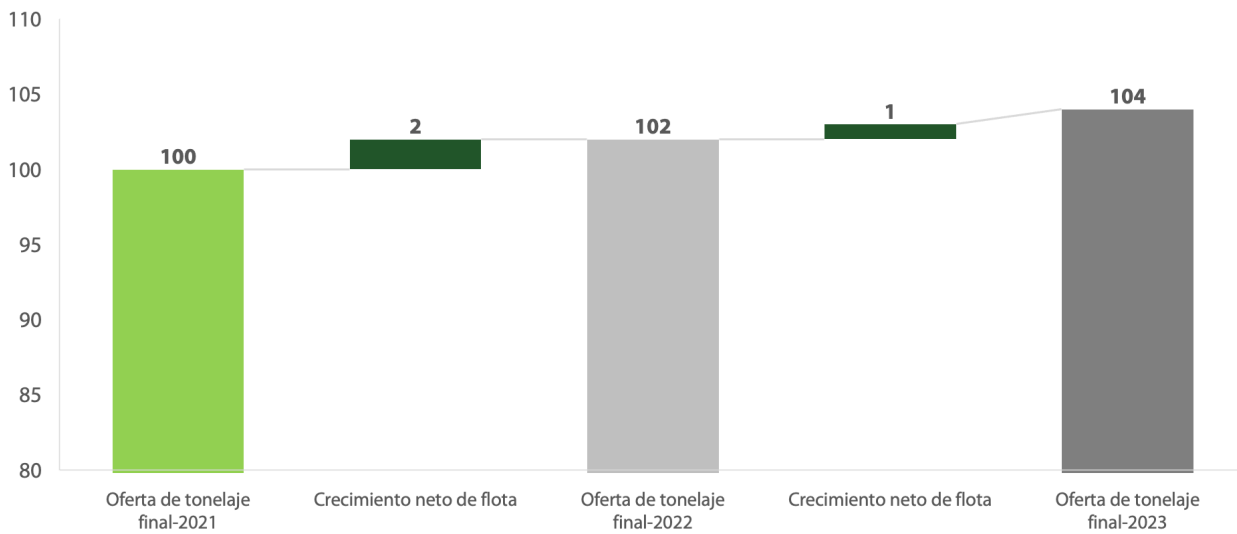
El mercado de transporte de petróleo refinado está en desequilibrio. La demanda de transporte medida en toneladas-millas está aumentando por el reajuste comercial del transporte de petróleo ruso, por el aumento global de la demanda y por el desplazamiento de refinerías desde países consumidores netos hasta países productores netos. La demanda de toneladas-millas aumentó en un 5% en 2022 y se espera un aumento similar en 2023.



Fuente: Torm, UFM Market Trends

La oferta de transporte de petróleo refinado sólo aumentó en un 2% en 2022 y se espera un crecimiento de 1% en 2023. El desequilibrio entre oferta y demanda aumentará el ratio de utilización de la flota global (actualmente por encima del 90%), y provocará un incremento de los ingresos de las navieras. El desequilibrio actual entre oferta y demanda se espera que siga incrementando hasta, al menos, 2026 (posiblemente más si los pedidos de nuevos barcos no incrementan). Los analistas estiman que en 2022Q3 empezó un nuevo mercado alcista para las empresas navieras no visto desde hace casi dos décadas. Las empresas navieras cotizadas ya han reflejado parte de las estimaciones futuras, pero creemos que todavía existe una infravaloración. En contraste con lo ocurrido en el último ciclo alcista, ahora los equipos directivos son más conscientes de la ciclicidad de la industria y están siendo más amigables con el inversor aumentando el reparto de dividendos y recomprando acciones propias.

Oferta de tonelaje esperada 2023

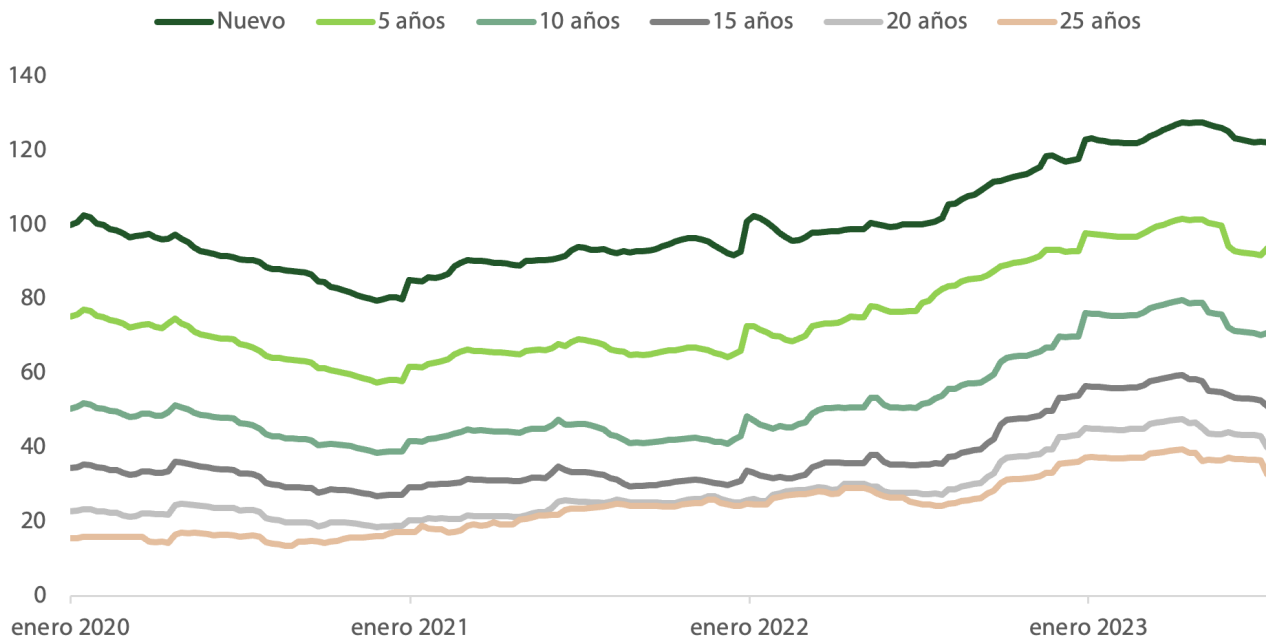


Fuente: Torm, UFM Market Trends

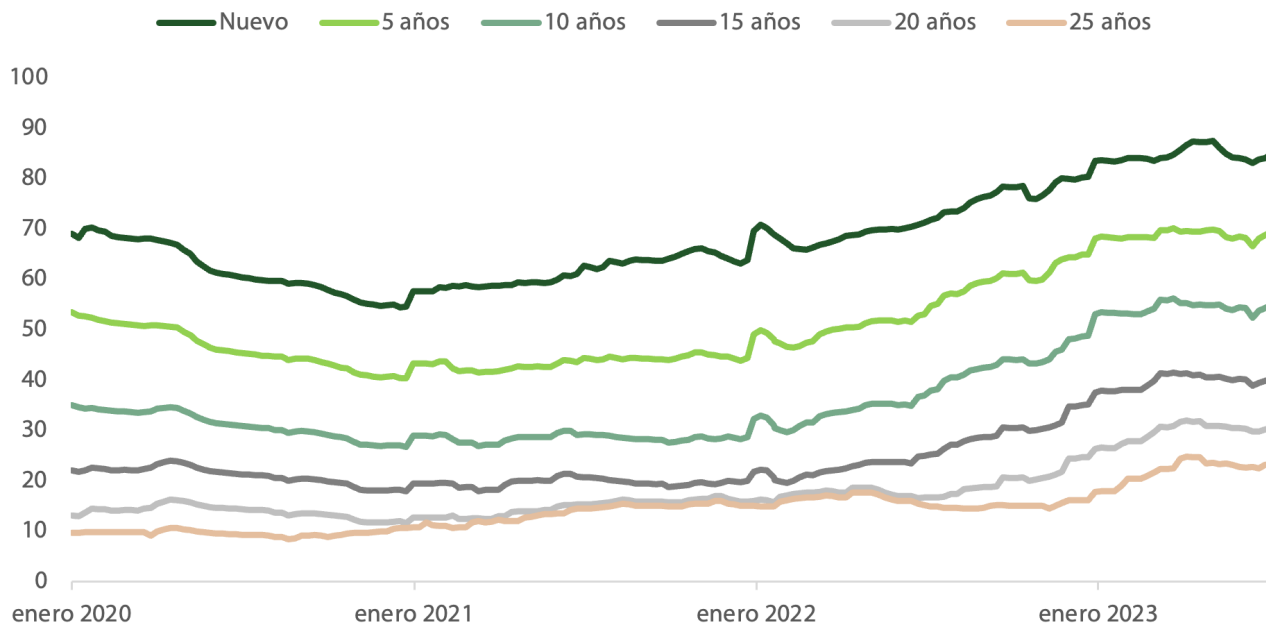
Valor de las flotas (I/II)

Las empresas de transporte de petróleo crudo y refinado tienen vientos de cola que les permitirá generar beneficios extraordinarios en los próximos trimestres y años. Pero debemos preguntarnos si el mercado ha reflejado ya este hecho en las cotizaciones. Para ello, analizaremos el precio de pedir un barco nuevo en un astillero, así como el valor de los barcos usados en relación a su edad. El mercado de *Tankers*, y en general de todos los subsegmentos de transporte marítimo, es muy líquido (con transacciones todas las semanas), lo que nos permite observar el precio de los barcos en el mercado secundario. A continuación, exponemos la evolución de los precios de los barcos por tipo y antigüedad.

Precio histórico VLCC (millones USD) según antigüedad – Transporte crudo (1)



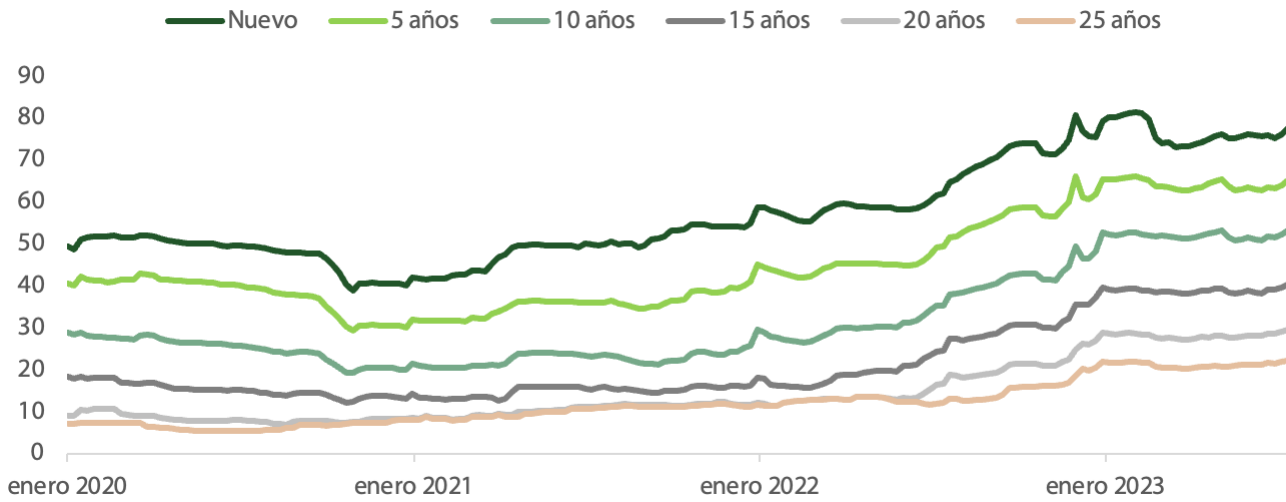
Precio histórico Suezmax (millones USD) según antigüedad – Transporte de crudo (1)



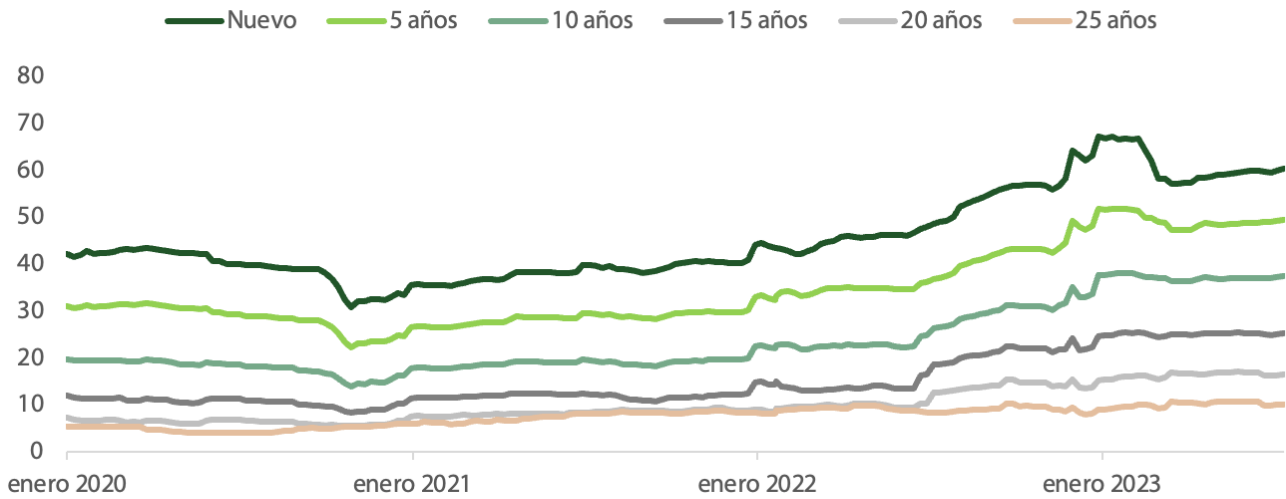
Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

Valor de las flotas (II/II)

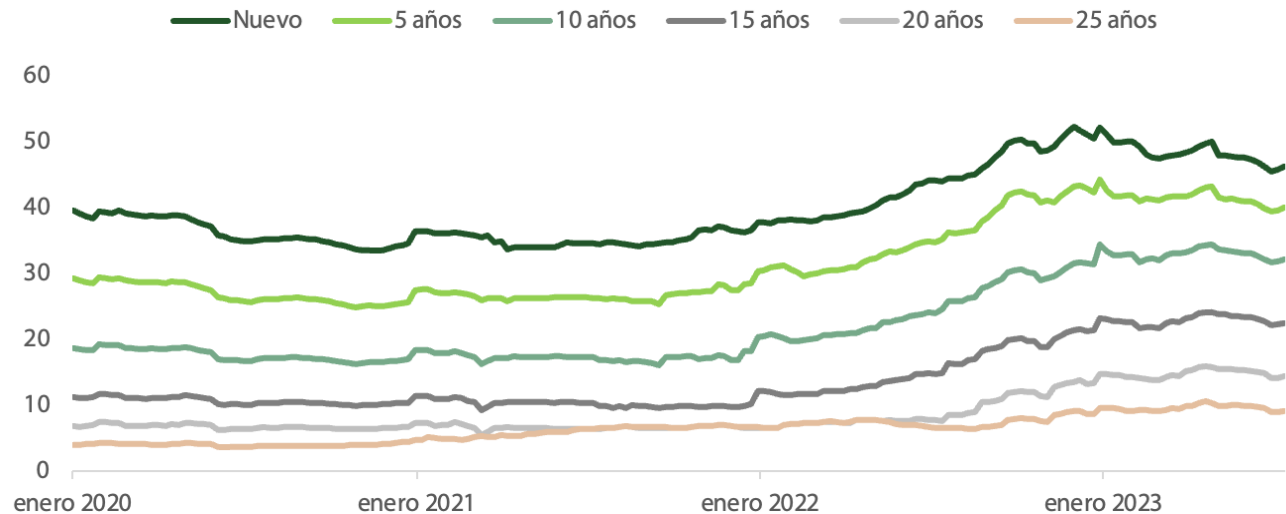
Precio histórico Aframax (millones USD) según antigüedad – Transporte crudo y producto (1)



Precio histórico LR1 (millones USD) según antigüedad – Transporte producto (1)



Precio histórico MR (millones USD) según antigüedad – Transporte producto (1)



Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

Proyección de tarifas

Tomando en consideración todo lo comentado anteriormente, presentamos nuestras estimaciones para las tarifas diarias por tipología de barco para 2023, 2024 y 2025.

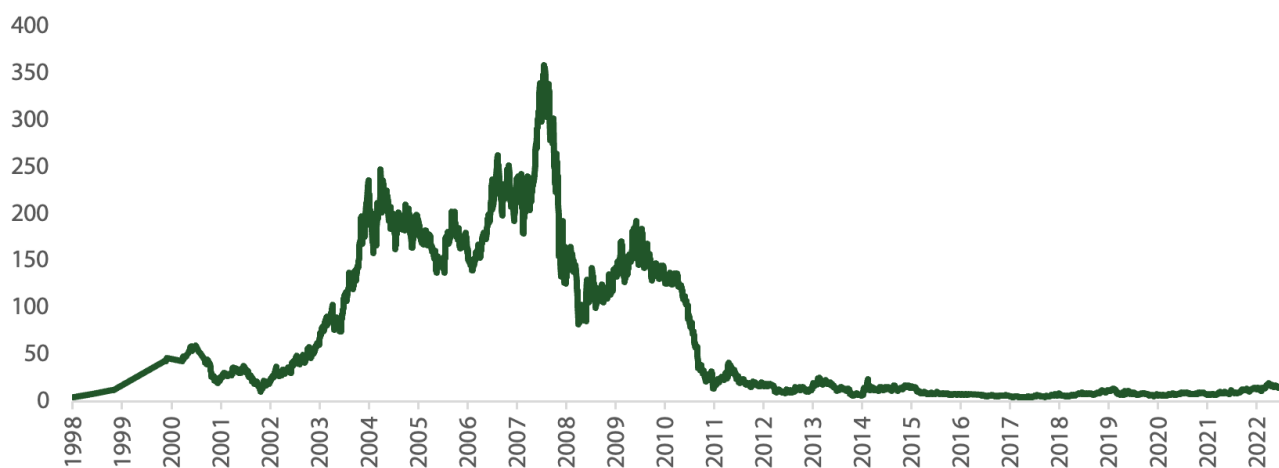
Tipo de barco	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	2024	2025
Crudo					
VLCC	60,000	35,000	55,000	55,000	55,000
Suezmax	55,000	32,500	42,500	42,500	42,500
Aframax	57,500	35,000	40,000	40,000	40,000
Producto					
LR2	42,500	27,500	40,000	35,000	35,000
LR1	32,500	25,000	35,000	32,500	32,500
MR	26,500	23,500	30,000	30,000	30,000

Fuente: Estimaciones propias, UFM Market Trends

Cambio en cotizaciones

La última vez que la industria de *Tankers* tuvo un superciclo alcista (2003-2008), la cotización de *Frontline* (una de las compañías más grandes de este sector y la primera en cotizar en bolsa) se multiplicó varias veces y no fue hasta la entrada de nuevos pedidos que esta cotización disminuyó. Las acciones de *Tankers* ya han tenido un primer rally alcista en 2022, pero nos preguntamos si el potencial de revalorización podría ser interesante todavía.

Cotización histórica Frontline



Fuente: Bloomberg, UFM Market Trends

Precios objetivos

Tomando en consideración todo lo anterior, a continuación, presentamos nuestras estimaciones del potencial de revalorización de un grupo selecto de empresas de *Tankers* cotizadas:

Empresa	Precio actual	Precio objetivo	Potencial	Dividendo anual	Potencial total 1Y
OET	243.0	255.0	4.9%	25%	29.9%
FRO	16.7	17.0	1.8%	20%	21.8%
STNG	47.4	72.0	51.9%	2%	53.9%
INSW	42.2	52.0	23.2%	14%	37.2%
TNP	20.7	30.0	44.9%	6%	50.9%

Fuente: Estimaciones propias, UFM Market Trends

Conclusiones del informe

A modo resumen, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

- 1 El cierre de refinerías en los países consumidores de productos derivados del petróleo y la apertura en los países productores de petróleo está cambiando las rutas y provocando dislocaciones que aumentarán la demanda de los barcos que transportan productos derivados del petróleo, o *Product Tankers*.
- 2 Las sanciones a Rusia han incrementado las millas que el petróleo ruso debe recorrer para llegar a los clientes. Los europeos han disminuido sus importaciones de petróleo ruso y países como China e India han incrementado de sobremanera sus importaciones de petróleo ruso. Esta dislocación e ineficiencia comercial provoca el aumento de la demanda de barcos de transporte de crudo, *Crude Tankers*, y derivados, *Product Tankers*.
- 3 Los pedidos de nuevos barcos no cubren las necesidades futuras esperadas de la demanda. Además, la flota está envejeciendo y, en algún momento, tendrán que achatararse los barcos con más de 20 años de edad. Esta tensión en la oferta de barcos mantendrá un suelo en los precios que los armadores exigirán a sus clientes para transportar producto.
- 4 Por otro lado, la demanda de petróleo se espera que aumente en más de 2 millones de barriles al día en la segunda mitad de 2023 con respecto al año anterior, y las

previsiones para 2024 y 2025 son de incrementos adicionales de demanda global.

- 5 El desequilibrio entre oferta y demanda se espera que provoque aumento en los precios que los armadores pueden pedir por realizar viajes, aumentando por tanto la rentabilidad por barco y la remuneración a los accionistas.
- 6 El valor de los barcos usados ha aumentado en los últimos trimestres, pero todavía no ha alcanzado niveles del anterior ciclo alcista. Por tanto, podemos suponer que las valoraciones actuales ofrecen un suelo en un ciclo alcista, o al menos sirven como punto de referencia conservador sobre la valoración de las flotas.
- 7 Para el tercer y cuarto trimestre de 2023 proyectamos niveles de tarifas diarias superiores a la media histórica, y para 2024 y 2025, proyectamos un mercado fuerte con beneficios extraordinarios para estas empresas.
- 8 Seleccionamos un grupo de 5 empresas cotizadas que operan en el mercado de *Crude Tankers* y *Product tankers*, cuyo potencial para el inversionista supera en todos los casos el 20% a 12 meses.

UFM MARKET  TRENDS