



Nogal Capital

Tesis de inversión BW Offshore

- El gas natural es y será clave durante los próximos 25 años por las menores emisiones de CO2 que el petróleo y el carbón.
- La empresa que posee 3 FPSO (producción y licuefacción de gas natural) funcionando más BW Opal (2025e) y firma contratos a largo plazo (15 años) obteniendo una rentabilidad por beneficios netos normalizados superior al 20%. La rentabilidad por beneficios netos a 12 meses es del 27%.

El negocio

BW Offshore se crea en Noruega en 1982 ingresa dinero por el alquiler de los buques FPSO y los servicios asociados. Europa y África suponen el 64% de los ingresos en 2021, América el 20% y Asia y resto 16%.

El principal gasto es la D&A que supone el 32% de los ingresos, seguido por los gastos operativos de los buques (26%) y el gasto en personal (21%)

Los cuatro FPSO están contratados con cuatro clientes a largo plazo:

- Santos - BW Opal - Barossa (40% EBITDAe) (Australia) - Es uno de los principales proyectos del Pacífico y Santos no debería tener problemas en ganar dinero y pagar. Actualmente se ha completado el 86% de los trabajos y se espera operativo en el primer semestre del 2025. El EBIT esperado es de \$90 millones anuales con un contrato hasta 2040 extensible hasta 2050.
- BW Energy - BW Adolo (Gabon) contrato hasta 2028 extensible hasta 2038 con EBIT de \$43 millones.
- Harbour Energy - BW Catcher (40% EBITDAe) (UK) contrato hasta 2025 extensible hasta 2043 con EBIT de \$180 millones.
- Murphy Corp - BW Pioneer (Mexico) contrato hasta 2025 extensible hasta 2023 con EBIT \$13 millones.

Tiene dos ventajas competitivas significativas:

- Contratos a largo plazo
- Costes de cambio (switching cost)

La gestión del negocio

- Marcos Beenen es CEO desde 2016 y entró en la empresa en 2012. Stale Andreassen, CFE, entró en la empresa en 2008.
- La familia Sohmen, herederos del fundador Yue-Kong Pao, controlan el 93% de BW Group, que es el principal accionista de la empresa con el 49% de las acciones. Adreas Sohmen-Pao es Chairman desde 2014.
- El ROIC medio de los últimos 10 años es del 4%, significativamente inferior que el WACCe del 7%. El sector ha tenido sobrecapacidad tras el boom de la última década y esto ha provocado que los retornos sean inferiores a los esperados. Sin embargo, IGU señala en el informe Gas Report 2024 que en 2030 podría haber un gap entre la demanda y la oferta del 29% indicando que el exceso de capacidad se habría corregido y estaríamos entrando en la recuperación del sector.
- Además, el accidente de Fukushima y la guerra en Ucrania ha aumentado la demanda de gas natural y en particular del LNG.

Riesgos

- Crédito: la empresa tiene 4 clientes, dos de ellos suponen el 80% del EBIT. Los clientes son solventes y dados los fundamentales del gas natural, no debería haber problemas de impagos.
- Tipos de interés: la empresa tiene cubiertos los tipos de interés.
- Medioambiental: Los combustibles fósiles llevan este riesgo asociado. La empresa cumple la normativa vigente y no se conocen denuncias ni sospechas de algún problema de este tipo.

Otros datos fundamentales

- Deuda - La empresa señala que no tiene deuda neta a 2024Q1
- CAPEX - Históricamente ha supuesto el 11% de los activos, inferior a D&A

- WACC y ERP - Establezco el ERP en el 3% porque la empresa firma contratos a largo plazo y los que están por vencer se deberían extender. El WACC resulta en el 7% con un coste financiero all-in del 5% (transcript 2024Q1).
- ESG
 - Externalidades - El gas natural tiene menores emisiones de CO2, el 30% menos que el petróleo y el 50% menos que el carbón.
 - Alineación de intereses de los directivos - el chairman es principal accionista

Valoración

- NAV tangible es de 60NOK
- EPV - Tomando el EBITDA esperado por la empresa en función de los ingresos actuales y de Barossa, restando D&Ae y haciendo los ajustes habituales, el EPV resulta en 130 NOK

Catalizador

- El gas natural será fundamental durante los próximos 25 años por lo menos y no se está realizando la inversión necesaria para las necesidades energéticas futuras por lo que las infraestructuras se beneficiarán de la inelasticidad de la oferta.

AVISO LEGAL: Rodrigo Cobos, CFA invierte en renta variable a través del fondo de inversión CINVEST / NOGALCAPITAL, FI y puede tener una posición larga en la acción.