BrightGateCapital
INVESTMENT-INTELLIGENCE
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 0011
www.brightgatecapital.com

Carta ínterin a los inversores: posiciones en energía del BrightGate Global Income Fund

24 de Noviembre, 2018

"Una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masas de gran número de individuos ignorantes está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa para el rendimiento probable [de la inversión]"
John Maynard Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, capítulo 12.

Más allá de nuestras dos misivas anuales y las breves actualizaciones mensuales de la cartera, no solemos compartir por escrito con nuestros inversores nuestra visión de los mercados, que creemos que siempre están bien informados en todo momento de lo que hacemos. Sin embargo, dadas las bruscas caídas recientes del precio del petróleo hemos pensado que sería necesario escribir unas líneas sobre la composición en detalle de nuestra cartera de energía, explicando el porqué de cada una de las posiciones que tenemos y el motivo de nuestra convicción en ellas.

Por motivos de brevedad y con el fin de no saturar de información la carta, no comentaremos nuestra visión sobre el mercado del petróleo en general, que sigue siendo optimista. Adjuntamos a esta carta una breve infografía que hemos preparado que, aunque es una básica introducción para aquellos que no conocen el mercado en profundidad, creemos que recoge perfectamente las razones por las que estructuralmente el mercado ofrecerá precios más elevados a medio plazo.

En cualquier caso, se sea optimista o no, creemos que la divergencia de valoración en el mundo del HY entre los créditos de energía y el resto (quitando, quizás, el retail americano, que por cierto tiene unas dinámicas a medio plazo mucho más pobres que el petróleo) es tan exagerada, que una sobre ponderación a energía es una de las pocas estrategias defendibles hoy en día en HY. A riesgo de simplificar demasiado, o uno cree que la situación económica seguirá como está, con lo que la demanda de petróleo no supondrá ningún problema a la vez que las apretadas valoraciones actuales del resto del mercado de HY no ofrecerán nada de potencial al alza, o que empeorará por cualquier motivo, con lo que en este escenario los precios a los que se han quedado muchos créditos de energía, junto con recuperaciones históricas más elevadas en este sector que en el mercado en general, ofrecerán una protección a la baja.

Cartera actual de energía

En términos generales, nuestra cartera de energía puede subdividirse en tres grandes bloques: empresas de producción, empresas de servicios y empresas en Kurdistán. De los tres grupos, las empresas más castigadas en las últimas semanas han sido las del primer grupo, mientras que las cotizaciones de los bonos de los productores de la región del Kurdistán apenas han tenido ningún movimiento.

En general, y resumiendo en una frase nuestra visión general de los distintos créditos, preferimos estar en los productores que en las empresas de servicios, por dos razones fundamentales. La primera, es que los precios del petróleo se suelen trasladar antes a la generación de caja de los productores que a la de las empresas de servicios, las cuales en muchos casos ven una mayor demanda por sus servicios pero a la vez tienen que afrontar precios muy bajos derivados de una sobreoferta acumulada durante varios años en el pasado (por ejemplo, el sector de las plataformas flotantes perforadoras). En segundo lugar, los productores suelen tener una base de activos mayor, aunque para reducir el riesgo asociado a la falta de colateral solemos seleccionar empresas de servicios también con elevados niveles de activos (frente a empresas, por ejemplo, geológicas u otras con elevado capital humano pero poco "metal").

A continuación, detallaremos nuestras posiciones una por una, junto con las razones por las que estamos invertidos, el balance de cada una de ellas y, lo más importante, la valoración implícita a las que las estamos comprando. Hemos añadido también un párrafo de aspectos negativos para nuestras principales posiciones, con el ánimo de que nuestros inversores sepan los factores que creemos que realmente importan en cada inversión y que vigilamos constantemente, en vez del típico ruido de mercado con poco fundamento. El mercado del petróleo, al igual o más que el mercado de valores que describía Keynes en la frase con la que hemos abierto esta carta, está sujeto muchas veces a violentos cambios sin demasiado fundamento de fondo.

Las empresas están ordenadas por su peso en la cartera y hemos especificado para cada una de ellas, respectivamente, el peso, el vencimiento del bono, su precio a cierre de la semana anterior y el YTW en euros:

Athabasca Oil Corporation (2,7%; 2022; 89,5; 10,6%)

Athabasca es nuestra posición principal en energía. Además de no estar de moda por ser una empresa petrolera, tiene para los inversores la tara adicional de dedicarse a la extracción del petróleo ultra pesado canadiense de las arenas bituminosas de Alberta.

Descripción: Athabasca es una empresa productora independiente canadiense con activos de bitumen en Alberta y de petróleo más ligero en las cuencas de Mountney y Duvernay. Actualmente tiene una producción de unos 40kboe diarios, de los cuales el 90% es petróleo y gases del petróleo.

Los activos relacionados con petróleo ultra pesado canadiense son incluso menos queridos por la comunidad inversora que los activos petrolíferos convencionales. Por ejemplo, mientras que Wall Street se fascina por el elevado crecimiento del *shale* en suelo patrio, considera que las arenas bituminosas son un activo aburrido de poco crecimiento, con períodos de inversión eternos y con un producto que se vende con descuento respecto al WTI. Sin embargo, la manera en que lo vemos nosotros es que son activos con vidas útiles prácticamente infinitas a todos los efectos (más de 50 años), bajas tasas de decaimiento (menos del 10%), cero riesgos de exploración y, a pesar de ser crudo pesado vendido a descuento, se compensa al comprobar la gran cantidad de crudo que se extrae en comparación al gas (proporciones de más del 90%), mejorando el precio realizado por el barril equivalente de petróleo medio producido.

Por si las caídas en el precio del petróleo no son suficiente, los productores canadienses han sufrido durante el último año la falta de capacidad de transporte para mover su crudo fuera de Canadá a los mercados internacionales. Dicha falta de capacidad ha supuesto que el *benchmark* al que cotiza la mayoría del crudo pesado canadiense, el Western Canadian Select (que refleja el precio de un barril de crudo pesado con entrega en la terminal de Hardisty, Alberta), haya ampliado su diferencial respecto al WTI desde los 20$ en los que venía cotizando a… ¡45$! Es decir, mientras que los productores de crudo americanos vendían su petróleo a 60$, sus homólogos canadienses vendían sus barriles a unos 20$, unos precios del petróleo que en cualquier otro escenario reflejarían el momento más bajo del ciclo. Athabasca ha sido uno de los productores más afectados por este problema y la ampliación de los diferenciales de crudo, junto con el anuncio de Athabasca de reducir su producción para el último trimestre del año debido a la incapacidad de poder sacarla, han sido los principales causantes de la caída del precio de los bonos.

Dicha falta de capacidad, originada fundamentalmente por la incapacidad del gobierno canadiense de aprobar ningún oleoducto durante los últimos años (y por la del gobierno americano de aprobar el Keystone XL), se ha visto agravada por la puesta en marcha de ciertos proyectos en los que se llevaba invirtiendo mucho tiempo y que acaban de entrar ahora en producción (fundamentalmente un proyecto minero enorme de Suncor). A medio plazo, una vez que dicha falta de capacidad se vea aliviada con la entrada de más vagones para transportar el crudo por tren, los diferenciales deberían estrecharse a unos 15-20$, que son los diferenciales necesarios para incentivar este tipo de transporte. Sin embargo, grandes productores como Cenovus han defendido ya la posibilidad de cuotas de producción establecidas por el gobierno para que a corto plazo los diferenciales se estrechen a sus niveles históricos medios. De hecho, los recortes anunciados recientemente por Cenovus, Canadian Natural Resources, Devon y la propia Athabasca de unos 140kboe, muestran que

la situación ha llegado a niveles insostenibles y que todos los participantes, incluso el gobierno canadiense, tienen incentivos para alcanzar una solución.

Valoración: el balance de Athabasca es extremadamente sencillo, ya que a cierre del 3Q'18 solo tenía una deuda, que es el bono (segunda hipoteca) en el que estamos invertidos, por importe de $450M. Adicionalmente tiene líneas *revolving* por más de $100M con primera hipoteca sobre todos los activos de Athabasca, pero que no están dispuestas actualmente. Ya que la empresa tiene una caja por importe de unos $100M y nuestros bonos cerraron la semana pasada a 90, el mercado dice que el valor implícito total de la empresa es de unos $300M. Teniendo en cuenta que las reservas 2P son unos 1.200MMboe, una vida de las reservas de más de 50 años y una infraestructura adicional (entre otros activos, tanques de 300kboe y oleoductos estratégicamente situados) valiosa, creemos que la valoración es simplemente ridícula. Aunque entendemos que toda la base de reservas no se extraerá nunca y somos reticentes a aplicar un múltiplo de manera simplista, a estos precios la valoración es menos de 0,5$ por barril. Adicionalmente, dos puntos de valoración diferentes muestran que estos activos tienen valor: la propia Athabasca pagó $600M en el 2016 a StatOil por sus activos de bitumen, y recientemente la canadiense Husky Energy ha lanzado una oferta por la canadiense MEG Energy por $2,6bn, mostrando que estos activos tienen valor para inversores con horizontes de tiempo largos (aunque el proyecto Christina Lake de tecnología SAGD de MEG Energy es, desde nuestro punto de vista, superior a los activos de Athabasca). Después de toda la ola de consolidación del sector, Athabasca es una de las pocas compañías canadienses cotizadas independientes que queda de tamaño medio, con lo que creemos que es un objetivo atractivo y estratégico para empresas grandes como Suncor o Canadian Natural Resources.

Finalmente, añadir que la dirección ha sido muy vocal sobre la posibilidad de recomprar deuda con los ingresos que espera obtener de la venta de la infraestructura. Dado que los bonos están ahora cotizando a descuento, dicha posibilidad es más alta que hace unos meses.

Aspectos negativos: la incompetencia del gobierno canadiense puede ser mayor de lo que pensamos, y limitar no solo la capacidad de los oleoductos, sino también la de transportar crudo por ferrocarril, penalizando los diferenciales durante un período de tiempo mayor. Adicionalmente, la venta prevista de la infraestructura puede penalizar el funcionamiento de las operaciones, especialmente si los diferenciales elevados persisten en el tiempo.

California Resources Corporation (2,5%; 2022; 79,6; 11,5%):

CRC ha sido una de las mejores inversiones del fondo de los últimos dos años, desde su adquisición con un fuerte descuento (por debajo de 40) a principios de 2016 hasta ahora. No hemos vendido ni un solo bono de los que adquirimos originalmente y, de hecho, según la empresa ha ido desapalancándose, hemos incrementado nuestra posición de manera oportunista.

Descripción: CRC es uno de los mayores productores de petróleo convencional *onshore* en Estados Unidos, con una producción de unos 130kboe. La empresa es el resultado del *spin-off* de Occidental Petroleum de sus activos en California, transacción que se realizó en 2014 y que dejó a CRC con una enorme deuda de unos $6bn. Desde entonces, CRC ha realizado un delicado acto de equilibrio entre mantener la producción con una mínima inversión, desapalancar la compañía (con restructuraciones *distressed* de la deuda en 2016 y, más recientemente, monetizando una de sus plantas de energía en propiedad) y maximizar el valor de su enorme base de reservas a través de JVs con terceras partes.

Los activos de CRC tienen algunas ventajas respecto a los de las empresas de fracking. Entre otras cosas, su producción está más sesgada hacia el petróleo (las reservas de CRC son aproximadamente un 70% de petróleo y un 30% de gas natural y gases del petróleo), frente a la de los frackers que suele ser de un 60%/40%. Dicha diferencia permite a CRC sacar proporcionalmente más petróleo de sus pozos que sus competidores, con el consiguiente efecto en las realizaciones de precios. Adicionalmente, la tasa de decaimiento de los activos de CRC es de un 8-10%, lo que implica que le es más barato, en términos de capex, mantener los niveles de producción que a los frackers, cuyas tasas de decaimiento superan el 30% anual.

Los resultados recientes de CRC han estado principalmente impactados por una política prudente respecto a las coberturas, que se realizaron hace un año a precios menores que los *spot* de este año.

Sin embargo, a precios de 70$ estimamos que la compañía genera unos $1-1,3bn de EBITDA al año, generando caja inmediatamente y permitiendo un desapalancamiento orgánico. A precios del petróleo superiores, la compañía llegó a generar con un volumen de producción similar $2bn de EBITDA, aunque claramente no necesitamos dicho escenario para que la compañía se desapalanque orgánicamente y los bonos tiendan hacia par.

Valoración: actualmente, la compañía tiene una deuda financiera neta de $5bn y un volumen de reservas 2P de unos 731 millones de barriles (con un volumen de recursos superior a los 1.000 millones), que a ritmos de producción actuales resultarían en una vida media de los activos de entre 15 y 20 años. Dado que la deuda 1st lien es de unos $2,6bn y los bonos 2nd lien (en los que estamos invertidos) unos $2,2bn, y teniendo en cuenta que los bonos cerraron el viernes a unos $83, el mercado está diciendo que el Enterprise Value implícito a estos precios es de unos $4,4bn, o de unos $6 el barril de reservas. Dado el bajo riesgo de exploración de dichos activos, la jurisdicción en la que están, el hecho de que sean *onshore* y que además ya están en producción, implica una valoración absolutamente ridícula, muy por debajo de transacciones recientes comparables (>10$) o de lo que podríamos considerar una valoración ajustada por el ciclo. Todo ello sin contar activos adicionales *midstream* que la compañía puede seguir monetizando (como hizo a principios de este año) en caso de que sea necesario, pero a los que el mercado no les da ningún valor.

Aspectos negativos: respecto a la dirección de la empresa, a pesar de haber conseguido sobrevivir en uno de los peores escenarios para el petróleo que se recuerdan, tenemos algunas "quejas". En primer lugar, creemos que siguen teniendo unas remuneraciones excesivamente altas, más acordes con una empresa como Occidental Petroleum que con una empresa independiente como es CRC. Adicionalmente, la empresa ha estado enfocada recientemente a proyectos más sesgados hacia el gas que hacia el petróleo, perdiendo el diferencial de precios. Finalmente (y esto es un problema que aqueja a todo el sector), el *break-even* por barril no es tan bajo como suelen comentar (45-50$), sino del entorno de los 60$.

- ***Enquest (2,3%; 2022; 83; 11,8%):***

Enquest es otra empresa en la que llevamos largo tiempo invertidos (finales del 2016) y hemos visto como la situación ha mejorado desde la restructuración de la deuda que sufrió a mediados de 2016. Hemos estado sentados con la dirección hace algunas semanas y nos han transmitido que esperan mejorar la previsión de reservas derivadas de Kraken y que, aunque el campo todavía no está funcionando a capacidad completa, están contentos con el comportamiento operativo de los pozos y con el precio que han estado recibiendo (muy similar al Brent) por el petróleo pesado extraído.

Descripción: Enquest es una empresa dedicada a la explotación de yacimientos petrolíferos en el Mar del Norte. La tesis de inversión en Enquest es sencilla. Al igual que muchas otras empresas similares, Enquest aprobó la construcción de un gran proyecto en el año 2013 (Kraken), meses de antes de que el petróleo alcanzase su punto más alto, para más tarde ver como la caída en los precios y el elevado nivel de deuda que asumió para llevar a cabo dicho proyecto destrozaban el balance de la empresa. Tras una restructuración financiera en el año 2016 y la entrada en funcionamiento de Kraken el año pasado (Enquest tiene el 70,5% del activo), la situación ha mejorado y dadas las limitadas necesidades de inversión de ahora en adelante (los activos offshore requieren una gran inversión al principio, pero poca durante el resto de la vida del activo) creemos que la generación de caja será robusta y la compañía tendrá una pronunciada curva de desapalancamiento a precios de 60-65$.

La dirección de la empresa está operando con una estructura de costes de administración mínima y ha sido capaz durante el último año de incrementar la base de activos con una serie de adquisiciones incrementales realizadas a precios muy atractivos. En concreto, la adquisición del campo Magnus a BP por $300MM ha incrementado en 60M las reservas 2P y la producción de la empresa en unos 15kboped, generando un atractivo múltiplo de 5$ por barril y siendo la adquisición financiada con una importante ampliación de capital.

Valoración: Enquest recibió de Och-Ziff $175M por el 15% de Kraken el pasado mes de septiembre. Asumiendo un LTV del 50%, la valoración implícita del 100% de Kraken sería de unos $2,3bn, o unos $1,7bn ajustada por la participación de Enquest. Dado que la deuda senior es de $1,1bn, la caja

es de $0,2bn y los bonos son otro $1bn y cotizan a 83, la valoración implícita es de unos $1,7bn, aproximadamente la valoración de Kraken. A esto tendríamos que sumar los activos de la adquisición de Magnus (unos $300-400M en nuestro modelo) y el resto de activos de Enquest en el Mar del Norte y en Malasia (unos 100M de barriles de reservas 2P) que podrían valer otros $400-500M.

Aspectos negativos: aunque Kraken es un proyecto de primer nivel y uno de los más grandes que han entrado en el Mar del Norte en los últimos años, el lento *ramp-up* que tuvo el año pasado junto con la incapacidad de alcanzar la producción que tenían prevista originalmente (50kboped brutos) son elementos negativos a la tesis, ya que Kraken representa la mayoría de las reservas del conjunto de Enquest.

- ***Floatel International* (2,1%; 2024; 95,9; 6,5%):**

Floatel International es nuestra adquisición más reciente, adquirida en octubre de este año. Hemos entrado en los bonos de primera hipoteca recién emitidos, aunque tenemos también una pequeña participación en los de la segunda. Ambos bonos vencen en el 2024 y tienen cupones del 9% y del 12,75%, respectivamente.

Descripción: Floatel International es una empresa privada fundada en 2006 dedicada a dar alojamiento en alta mar a trabajadores de la industria petrolera. La compañía está controlada por dos accionistas de referencia, Keppel Corporation (49,9%) y Oaktree (42,6%), que han mostrado un gran compromiso en la reciente refinanciación de la deuda de la compañía (Keppel ha subordinado $239M de un préstamo que tenía). Los activos de Floatel son cinco plataformas de acomodación flotantes de última generación con una vida media de 4,9 años. El principal mercado para las plataformas de Floatel es el mercado noruego/británico del Mar del Norte, donde es una de las pocas empresas que puede competir dado los requisitos legales a las que las plataformas son sometidas en dichas geografías.

El segmento de las plataformas de acomodación flotantes, a diferencia de otros segmentos *offshore* de servicios, ha estado relativamente más racionalizado y el exceso de oferta por la entrada de nuevas plataformas en los últimos años no ha sido tan elevado como, por ejemplo, en el caso de los *jack-ups*. Básicamente, hay veinticinco plataformas de acomodación en todo el mundo, y la expectativa que de aquí a tres años haya unas 20-21, tanto por la edad antigua de alguna de ellas (¡hay ocho plataformas construidas en 1985 o antes!) como por la falta de ciertas tecnologías que hace que las modernas sean tecnológicamente superiores, es muy alta. Dado que dos empresas concentran la mayoría de las plataformas de la industria (Prosafe, compañía cotizada y líder del segmento, aglutina ocho, mientras que Floatel cinco) y no hay un libro de pedidos grande (solamente Prosafe tiene tres plataformas pedidas, y se esperan que dos de ellas entren en 2022/2023 si la situación de mercado mejora), creemos que la perspectiva desde el lado de la oferta es muy favorable, ciertamente la mejor panorámica que vemos en cualquier nicho de servicios del petróleo. Finalmente, desde el lado de la demanda, los fletes se han recuperado este año (aunque todavía queda un largo camino), y para la campaña de 2019 casi toda la flota está prácticamente contratada.

Valoración: las plataformas de Floatel requieren poco capex por dos motivos: en primer lugar, son modernas, y en segundo lugar, son estructuras tecnológicamente más sencillas que las plataformas de perforación. Dado los elevados márgenes EBITDA que generan este tipo de negocios (superiores al 50%) y los fletes actuales para los siguientes 12 meses, estimamos que la compañía genera suficiente caja después de pago de intereses para ir repagando deuda bancaria. A nivel de LTV, la deuda de primera hipoteca está en el rango de 46-50% y la deuda de segunda hipoteca 50-60%. Las valoraciones de dichas plataformas están en niveles históricamente bajos, registrando los precios de nueva construcción una caída de un 20% en los últimos cuatro años.

Aspectos negativos: la cartera de pedidos de Floatel es relativamente baja, en línea con la tradición en este nicho de mercado (mientras que el segmento de los *rigs* ha gozado tradicionalmente de contratos a largo plazo, la naturaleza estacional de los hoteles flotantes ha hecho que los contratos sean como mucho a dos años). Aunque los fletes están mejorando este año tanto en el mercado noruego como en el británico, la incapacidad de renovar contratos el año que viene puede suponer una menor generación de caja para Floatel a dos o tres años vista.

- ***DNO/Gulf Keystone Petroleum*: (3,0% en conjunto; 2023 ambos):**

La posición conjunta en estas compañías representa un 3% de la cartera (DNO es una posición ligeramente mayor dada su mejor posición de balance y mayor diversificación de sus activos). Ambos créditos apenas se han movido en las últimas semanas y, a pesar de seguir pagando rentabilidades atractivas en comparación con el mercado general de HY, nos podemos plantear venderlos para reforzar la inversión en algunas de las oportunidades comentadas anteriormente.

Ambos créditos tienen sólidas posiciones de balance con más caja que deuda, activos con *break-even* por debajo de $20 dólares el barril (sí, han leído bien, no es un error) y, en el caso de DNO, cierta diversificación geográfica de Kurdistán a través de una importante participación en Faroe Petroleum. Aunque obviamente menores precios del petróleo impactan el rendimiento operativo de ambas empresas, el mayor riesgo de esta inversión es indirecto: menores precios reducen el presupuesto kurdo y su capacidad de pago a los productores, que es a la larga la fuente de ingresos de estas empresas.

- ***Bristow Helicopters (1,5%; 2023; 90,6; 8,2%):***

Bristow es una posición de tamaño medio en nuestra cartera que empezamos a construir a mediados de este año a través de los bonos de primera hipoteca que se acababan de emitir.

Descripción: Bristow Group es la mayor empresa del mundo dedicada a operar helicópteros en el segmento de energía *offshore*. Su flota de helicópteros (y aviones) asciende, sin contar los de las filiales no consolidadas, a 282, de los cuales aproximadamente el 39% están alquilados con terceras partes. Bristow obtiene una importante fuente de ingresos a través del acuerdo con el gobierno británico de operar helicópteros para misiones de búsqueda y rescate (SAR) y, con la positiva reciente adquisición de Columbia Helicopters, tendrá también una fuente recurrente de ingresos derivadas de las operaciones del ejército americano en Afganistán.

Valoración: A diferencia de los otros créditos, el balance de Bristow es bastante más complicado, con muchas deudas colateralizadas por helicópteros específicos, y con una generación de caja pobre en los últimos años. Sin embargo, creemos que la excelente liquidez de la que dispone la compañía, la superioridad estructural de los bonos de primera hipoteca en los que estamos invertidos, así como la gradual mejora de la estructura de costes y el hecho de que sea capaz de anular los contratos de parte de los helicópteros que tiene alquilados, hacen que los bonos tengan un perfil de inversión atractivo.

La deuda de primera hipoteca asciende aproximadamente a $1,1bn y por detrás hay $546M adicionales de deuda *unsecured*. La liquidez de la compañía es holgada con $324M de caja para los siguientes años. Con la reciente adquisición de Columbia y asumiendo una modesta recuperación en el negocio *offshore*, creemos que la compañía puede generar unos $250M de EBITDA, con lo que el apalancamiento proforma sería de unas 3,5x.

Aspectos negativos: aunque la dirección de la compañía está en proceso de cambio (el CEO acaba de anunciar su retirada una vez se complete la adquisición de Columbia), en general podemos decir que su rendimiento histórico ha sido mediocre, sobrecargando a la compañía con alquileres de helicópteros que no hacían falta y tardando en cerrar líneas de negocio que desde fuera no parecen tener ninguna ventaja competitiva (por ejemplo, Nigeria). Adicionalmente, el segmento de helicópteros sigue bastante sobre abastecido, y no esperamos a corto plazo un repunte significativo de las tasas. Por último, la valoración de los H225s es incierta, dados los problemas operativos que han tenido en el pasado.

- ***Ensco* (1,1%; 2024; 74,5; 7,0%):**

Finalmente, nuestra posición en Ensco es la más reducida de la cartera, dado que era un crédito que hasta hace pocas semanas no presentaba una rentabilidad atractiva (en octubre vendimos toda la posición). Es una posición que no necesita presentación en el fondo, ya que hemos estado entrando y saliendo del activo durante los últimos años, y la última vez que lo hemos hecho ha sido la última semana, aumentando la posición. Creemos que, dada la cantidad de deuda emitida que tiene, ha sido un vehículo perfecto para los especuladores de corto plazo, ya que la volatilidad que han tenido sus títulos históricamente no se ha correspondido ni con la volatilidad de sus competidores ni con la realidad del negocio de Ensco.

Dada la reducida posición que tenemos en este momento, basta decir que, aunque las dinámicas de la industria *offshore* de perforadoras en nuestra opinión tardarán más tiempo en corregirse de lo que piensan los optimistas, incluso con precios del petróleo elevados (a diferencia de las plataformas de acomodación, el exceso de *rigs* ha sido enorme), la inminente fusión con Rowan y los beneficios derivados de tener al mayor cliente del mundo de *jack-ups*, Saudi Aramco, como socio en la JV que tiene actualmente con Rowan, mejorará la posibilidad de obtener contratos para la enorme flota de *jack-ups* de última generación que atesora Ensco. El hecho de que los cuatro *drillships* que tiene Rowan estén todos contratados (habiendo obtenido dos contratos las últimas dos semanas para barcos que estaban parados) mejora aún más el perfil combinado del nuevo grupo resultante de la fusión de las dos compañías.

Conclusiones

Si antes de las recientes caídas del precio del petróleo ya pensábamos que los créditos relacionados con energía eran la mejor manera de invertir en HY global, la corrección en el precio de los bonos nos lleva a ver la actual oportunidad en créditos de compañías energéticas como la mejor que hemos tenido desde el año 2015-16. Sin embargo, a diferencia de aquella vez, los niveles de inventarios globales son mucho menores y las compañías han mejorado el balance (CRC) o han puesto en marcha los proyectos más importantes (Enquest). Adicionalmente, la situación de la oferta global a futuro, a excepción del *shale* americano, es peor de lo que era hace tres años, ya que muchos proyectos de larga duración que se sancionaron hace cinco años (especialmente en Canadá y en Brasil) han entrado ya en funcionamiento.

Al igual que en agosto pensamos que las caídas de los créditos turcos no estaban justificadas por los fundamentales, como posteriormente se ha visto, la actual caída de los bonos relacionados con el sector de la energía es igualmente exagerada. Solamente si uno piensa en un cambio de ciclo económico a nivel global, entonces el optimismo hacia energía puede estar injustificado, pero igualmente lo estarían las valoraciones de la mayoría de los bonos que componen los índices de HY globales, los cuales no se han visto tan impactados en las últimas semanas como sus compañeros en energía. Si uno tiene más una visión neutra de una economía global que, como dirían los anglosajones, *muddle through*, entonces los miedos están injustificados por fundamentales. En cualquiera de los dos casos, al igual que en el caso de los emergentes durante los últimos meses, creemos que la manera más razonable de estar invertidos en los (caros) mercados de HY de hoy en día es con una sobreexposición a energía.

Estaremos encantados de solucionar cualquier inquietud adicional que pueda surgir.

BrightGate Capital, SGIIC
c/ Génova, 11 – 28004 Madrid
Tel. +34 91 441 0011
www.brightgatecapital.com