THE LONG THESIS / RESEARCH

Tullow Oil

ANÁLISIS PROFUNDO · Horizonte 5-10 años / 5-10 year horizon

NOTA FINAL: 4.90/10

Empresa: 5.50/10

Oportunidad actual: 4.50/10

Riesgo: Muy alto

Tesis 5-10 años: Especulativa y dependiente de financiación

Veredicto: EVITAR / NO INCORPORAR

Fecha del informe: 16/10/2026

reference_price: 0.12 GBP

Fecha editorial: 19/10/2026 · Ticker: TLW · Versión: 3

El precio pertenece al informe aportado; no es una cotización actual. / The reference is the supplied report price, not a live quote.

Deuda y reclamaciones fiscales pueden absorber la mejora operativa y el valor residual.

Debt and tax claims can absorb operating improvements and equity residual value.

Negocio y novedades / Business and developments

Empresa 5,50: Jubilee y TEN tienen reservas, infraestructura y mejora operativa, pero la calidad completa incorpora deuda, concentración en Ghana y riesgo fiscal. Producción H 1 43,7 kboepd y disponibilidad superior al 99% no aseguran diez años de caja; hay declino, inversión y obligaciones de abandono. No confundo el recurso con valor residual del accionista.

Oportunidad 4,50 a 0,12 GBP por acción: el precio equivale a 12 peniques, no 12 GBP ni 0,12 GBp. El FCF yield de 136,3% no es retorno distribuible y otra sección muestra 1,36%, contradicción no resuelta por adivinar una escala. La guía FCF de 170–250 millones USD precede al laudo fiscal de septiembre y depende de petróleo 70–100 USD. No comparo caja USD y capitalización GBP sin FX homogéneo.

Company 5.50 recognises productive Ghana assets while incorporating concentration, tax and funding risk. H1 production 43.7kboepd and availability above 99% do not eliminate decline, reinvestment and abandonment. Opportunity 4.50 at GBP0.12, equal to 12 pence, and overall 4.90 support AVOID / DO NOT INITIATE. This is not an instruction for a particular existing holding.

The provider FCF yields of 136.3% and 1.36% conflict; no arbitrary scaling resolves them. USD cash cannot be compared with GBP market capitalisation without homogeneous FX. H1 primary FCF USD4m already follows USD64m cash interest and USD70m refinancing costs; these must not be deducted twice. Capex USD134m and abandonment USD13m compare with annual guidance USD200m and USD15m. The USD73m recovery of old gas receivables is not recurring growth. Repeated provider quarters are not evidence of sequential improvement.

Valoración, caja y financiación / Valuation, cash and funding

H 1 FCF corporativo fue 4 millones USD después de 64 millones de intereses monetarios y 70 millones de costes de refinanciación; no se vuelven a restar. Capex 134 y abandono 13 millones frente a guía anual 200 y 15. Cobro de 73 millones de gas de años anteriores ayuda a caja pero no es crecimiento recurrente. No anualizo los trimestres casi idénticos generados por el proveedor para un emisor que publica por semestres.

La refinanciación de abril extiende vencimientos a 2028/2030 y cambia interés a PIK/pay-if-you-can: menos pago hoy no elimina devengo ni principal. La deuda neta de 1.400 millones USD es histórica a junio; headroom de 300 millones no es toda caja excedente ni garantía después del laudo. El prepago de cargamentos exige entregas futuras, no beneficio nuevo. La compra prevista del FPSO TEN necesita financiación y no genera ahorro gratuito.

El laudo adverso del 30 de septiembre afecta a una liquidación de 196,5 millones USD y penalizaciones; otro litigio de 190,5 millones sigue pendiente. No agrego ambos como deuda ejecutada inmediata ni supongo que sólo el primero es el coste final. La guía FCF anual puede quedar absorbida por obligaciones. No hay base defendible para prometer retorno del propietario a cinco años sin modelar petróleo, fiscalidad, deuda y reinversión; EV/EBITDA o targets no resuelven el residual. Esperaría acuerdo fiscal, financiación ejecutada y caja posterior, sin apostar al rollover.

La revisión confirma cierre de refinanciación el 27 de abril, con deuda asegurada hasta 2028 y facilidad Glencore hasta 2030. PIK y pagos condicionados aplazan efectivo pero acrecientan obligaciones; el acceso anterior no compromete el siguiente rollover. La liquidez mínima y barridos contractuales impiden tratar todo el headroom como distribución al accionista. La mejora del FCF debe financiar abandono, inversión, deuda y fiscalidad antes de dividendos.

El anuncio primario del 30 de septiembre confirma que la liquidación de 196,5 millones USD sobre seguros de interrupción no vulnera los acuerdos petroleros y que las penalizaciones del 100% quedan fuera de su protección. Si se aplicaran sobre toda esa base, 393,0 millones sería una sensibilidad de principal más penalización, no calendario de pago confirmado. El otro asunto fiscal no se agrega como sentencia ejecutada. La guía del 28 de septiembre no demuestra caja libre después de este anuncio.

Mantengo Empresa 5,50 por activos productivos condicionados a estructura financiera; Oportunidad 4,50 porque el bajo precio no acredita derecho a la caja; Final 4,90 y evitar nueva entrada. Con FCF H 1 de 4 millones, recuperación excepcional de gas y obligaciones fiscales del mismo orden que la guía anual o mayores, no hay margen económico suficientemente defendible. Un acuerdo fiscal y financiación podrían cambiarlo, pero no invento probabilidades ni retorno esperado.

April 27 refinancing completion extends secured notes to 2028 and Glencore funding to 2030. PIK/pay-if-you-can defers cash but does not forgive accrued obligations. June net debt USD1.4bn and headroom USD0.3bn are historical, not post-award October free cash. Liquidity floors, contractual sweeps, future cargo deliveries and a potential FPSO purchase compete with shareholder distributions. Previous market access does not commit the next rollover.

The September 28 annual FCF guidance USD170–250m, based on oil USD70–100, predates the September 30 adverse tax award. That award concerns USD196.5m of business-interruption insurance assessments; 100% penalties are outside petroleum-agreement protection. Applying penalties to the entire base would imply USD393m as a stress, not a confirmed payment schedule. Another USD190.5m dispute is not added as an already executed judgment.

Riesgos, cambios y fuentes / Risks, changes and sources

Revisión frente a v2: juicio vigente EVITAR / NO INCORPORAR, nota 4.90/10. Se repite H1/Q2 2026; cambia precio de referencia, alcance de contraste y juicio sobre caja/valoración, no se presenta como trimestre nuevo. Comparación con ficha pública anterior; sus notas e informes permanecen intactos.

Compared with the previous public page, this revision repeats H1/Q2 2026 and updates the report reference, source review and valuation judgment. Historical scores and reports remain unchanged. No return is calculated across different instruments or currencies.

Conclusión / Conclusion

Empresa 5,50: Jubilee y TEN tienen reservas, infraestructura y mejora operativa, pero la calidad completa incorpora deuda, concentración en Ghana y riesgo fiscal. Producción H 1 43,7 kboepd y disponibilidad superior al 99% no aseguran diez años de caja; hay declino, inversión y obligaciones de abandono. No confundo el recurso con valor residual del accionista.

Oportunidad 4,50 a 0,12 GBP por acción: el precio equivale a 12 peniques, no 12 GBP ni 0,12 GBp. El FCF yield de 136,3% no es retorno distribuible y otra sección muestra 1,36%, contradicción no resuelta por adivinar una escala. La guía FCF de 170–250 millones USD precede al laudo fiscal de septiembre y depende de petróleo 70–100 USD. No comparo caja USD y capitalización GBP sin FX homogéneo.

Nota final 4,90 y EVITAR / NO INCORPORAR: la mejora del campo no compensa una estructura en la que acreedores y contingencias pueden absorber el valor. Es una opción especulativa con riesgo de pérdida permanente, no una compra por múltiplos bajos. No determina cómo vender una posición particular.

Company 5.50 recognises productive Ghana assets while incorporating concentration, tax and funding risk. H1 production 43.7kboepd and availability above 99% do not eliminate decline, reinvestment and abandonment. Opportunity 4.50 at GBP0.12, equal to 12 pence, and overall 4.90 support AVOID / DO NOT INITIATE. This is not an instruction for a particular existing holding.

There is no defensible owner-cash return model without dominant oil, tax, debt and reinvestment assumptions. Low EV/EBITDA or broker targets do not establish equity residual value. Operating improvements can be absorbed by creditors and fiscal obligations. A tax settlement, executed funding and post-obligation cash could change the assessment; no probabilities or promised five-year return are invented.

Documentación consultada / Consulted documents

1. 2026-09-28 · H1 results

2. 2026-09-30 · Ghana tax award

3. 2026-04-27 · Executed refinancing