

12 de junio de 2015

Pan American Energy LLC (Sucursal Argentina)

Dentro del menú de activos locales encontramos las Obligaciones Negociables en dólares como una interesante alternativa. Determinadas compañías con sólidos ratios financieros muestran atractivos rendimientos, muy por encima de otras empresas comparables a nivel regional. Entre las empresas con ratios más sólidos sobresale Pan American Energy LLC.

En nuestro país funciona una Sucursal¹ de la Casa Matriz constituida en Delaware, Estados Unidos. Sus accionistas son sociedades controladas por BP PLC (British Petroleum) que tiene el 60% y por Bridas Corporation con el 40% (Bulgheroni y China National Offshore Oil Corporation). Tiene presencia en cuatro cuencas productoras de hidrocarburos: el Golfo San Jorge (mayor producción petrolera), la cuenca Neuquina (recursos no convencionales) y en dos cuencas de gas, en el Noroeste y Marina Austral. Es la segunda productora de petróleo y gas natural del país detrás de YPF, en el 2014 la producción diaria fue de 201.000 barriles de petróleo equivalentes.

La compañía fue rentable en los últimos años en un marco regulatorio muy cambiante. Hasta el 2014, la regulación incluía la suspensión a la exportación de gas natural, la administración de los precios de venta locales y las retenciones a las exportaciones de crudo. A partir de la estatización de YPF y con un precio internacional muy debilitado, las regulaciones se tornaron favorables, eliminando prácticamente las retenciones y fijando el precio local (Medanito) por encima del internacional. Como se puede observar en los siguientes cuadros, hasta el año pasado la empresa presentaba resultados positivos y

¹En adelante cuando utilizemos los términos empresa o la compañía estaremos haciendo referencia a la Sucursal argentina.

márgenes crecientes aún en un marco regulatorio desfavorable.

	2014	2013	2012
Ventas y subvenciones	24.802	16.686	12.330
Costo de ventas	-14.784	-10.237	-8.328
Ganancia bruta	10.018	6.449	4.002
Gastos de exploración	-74	-7	-108
Gastos de admin.	-1.608	-964	-767
Resultado operativo	8.336	5.478	3.128
Margen Operativo	34%	33%	25%
Resultados financieros	-233	70	-409
Resultado antes de impuesto a las ganancias	8.107	5.616	2.767
Ganancia neta	3.921	2.486	1.387
Margen Neto	16%	15%	11%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance, en millones.

Los números del último trimestre son menos auspiciosos, los alicaídos precios de venta de las exportaciones provocaron una caída de los resultados y de los márgenes. El precio doméstico, internacional de referencia neto de retenciones más el efecto cambiario, cayó provocando un estancamiento de las ventas medidas en pesos. Con ventas estancadas y costos crecientes en pesos, los márgenes se contrajeron a pesar de que las nuevas regulaciones atenuaron un poco el impacto.

1er Trimestre	2015	2014	%
Ventas y subvenciones	5.882	5.610	4,8%
Costo de ventas	-4.104	-3.095	32,6%
Ganancia bruta	1.778	2.515	-29,3%
Gastos de exploración	-35	-	-
Gastos de admin.	-508	-342	48,5%
Resultado operativo	1.235	2.173	-43,2%
Margen Operativo	21%	39%	-1800pb
Resultados financieros	-280	580	-148,3%
Resultado antes de impuesto a las ganancias	995	2.652	-62,5%
Ganancia neta	447	675	-33,8%
Margen Neto	8%	12%	-400pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance. En millones.

Vale remarcar que las exportaciones representan aproximadamente el 30% de las ventas de petróleo (crudo Escalante), el resto tiene como destino el mercado interno. En lo que respecta a gas, la producción se destina íntegramente al mercado local. Con lo cual, la amigable política del gobierno por el momento funciona como una especie de blindaje del contexto internacional. En los próximos meses será fundamental el

contexto mundial, los cambios en materia de regulación de precios domésticos y también la evolución del tipo de cambio oficial, ya que frente a una inflación alta, el atraso cambiario le pega a los resultados dado que los precios de referencia para el mercado interno están denominados en dólares.

Endeudamiento

El 75% de los vencimientos de corto plazo están en moneda local. Por su parte, la deuda de largo plazo está en un 79% nominada en dólares. Los pasivos en moneda extranjera alcanzan los U\$1.407 millones, mayoritariamente préstamos y obligaciones negociables. Por el lado de los activos en dólares, estos se ubican en U\$277 millones, principalmente por créditos por ventas. En sentido contrario, casi la totalidad de los ingresos están atados al dólar contra aproximadamente la mitad de sus gastos, obteniendo de esta manera una mayor cobertura. Por lo tanto, si bien los pasivos en moneda extranjera superan a los activos en U\$1130 millones, en relación a las ventas el descalce pierde fuerza (aproximadamente U\$2.900 millones en 2014).

Por otro lado, la empresa goza de buena reputación para acceder al financiamiento externo. Entre el 2005 y 2009, la Corporación Financiera Internacional (Banco Mundial) le préstamos por un total de U\$953 millones. En el 2009, la empresa también accedió a un préstamo de la CAF (Banco Multilateral) por U\$30 millones. Desde el 2014 a la fecha, contrajo un crédito por U\$237,5 mil a tasa LIBOR también con la CAF y otros 3 préstamos de bancos internacionales.

Los principales ratios que se desprenden del balance también muestran una buena espalda para hacer frente a sus obligaciones. El ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) superó los 7² en el primer

² Ganancias antes de los intereses, impuestos, depreciaciones, y amortizaciones.

trimestre, en sólidos niveles. Por otro lado, la deuda financiera se ubica en torno al 40% del patrimonio neto y es 1,5 veces el EBITDA, ambos ratios en niveles saludables. Estos datos muestran bajos niveles de deuda en relación al capital y reducidos pagos de intereses en relación a la generación de caja.

Obligaciones Negociables 2021

En el año 2010 la Sucursal argentina salió al mercado secundario con la emisión de una ON por U\$500 millones. Esta implica el pago de intereses anuales por U\$39,4 millones, solamente un 10% de su ganancia operativa. En el mismo sentido, los pagos también quedan relativizados en relación a su capacidad de endeudamiento en el exterior. Los títulos cuentan con garantía de la Casa Matriz. Además, el prospecto establece ciertos Covenants³ de endeudamiento que hasta el momento la empresa viene cumpliendo sin problemas. El bono tiene una renta del 7,875% y amortiza el capital en tres cuotas iguales en el 2019, 2020 y 2021. La duration es de 4 años y cotiza sobre la par, lo que se traduce en un rendimiento (TIR) del 6,6%.

En resumen, la emisión cuenta con un fuerte respaldo en los sólidos ratios de endeudamiento y además está garantizada por la Casa Matriz. Conseguir estos rendimientos con una duration menor a 5 es bastante complicado en el mundo de hoy. Empresas con buena calificación crediticia de otras economías emergentes presentan rendimientos en torno al 4%. Nuestro elevadísimo riesgo país también brinda oportunidades de inversión.

Juan Battaglia
Economista Jefe

³ Es una práctica habitual incluir determinadas cláusulas en los prospectos de emisión de deuda que imponen determinadas restricciones o implican el cumplimiento de ciertas acciones por parte del emisor. En este caso, los covenants establecen el cumplimiento de determinados ratios de endeudamiento.