

17 de Octubre de 2014

Pan American Energy LLC (Sucursal Argentina)

El mercado local atraviesa un contexto muy particular que deja muy pocas alternativas de inversión para los más conservadores. Las alicaídas valuaciones del mercado accionario son una atractiva oportunidad a largo plazo, pero a costa de una altísima volatilidad en el corto. La falta de definiciones en torno al conflicto con los holdouts también aleja a los más cautelosos de los bonos soberanos. Los bonos en pesos serían una alternativa válida por su bajo riesgo de default y su reducida volatilidad, pero con mucha suerte le empatan a la inflación.

Una opción con un nivel de riesgo intermedio son las Obligaciones Negociables en dólares de empresas argentinas con buenos ratios financieros. Determinadas compañías muestran atractivos rendimientos, por debajo de los títulos soberanos pero muy por encima de otras empresas comparables a nivel regional. Entre las compañías con ratios más sólidos sobresale Pan American Energy LLC.

La compañía

En nuestro país funciona una Sucursal¹ de la Casa Matriz de Pan American Energy LLC, sociedad 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. En el Golfo San Jorge, mayor producción petrolera. También en la cuenca Neuquina, recursos no convencionales. Y por último 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 S.A. En el primer semestre de este año la producción diaria fue de 199.000 barriles de petróleo equivalente.

La compañía fue rentable el último tiempo a pesar de operar en un adverso marco regulatorio. Este incluye la suspensión a la exportación de gas natural, la administración de los precios de venta locales y las retenciones a las exportaciones de crudo. Como se puede observar en los siguientes cuadros, la empresa presentó resultados positivos y márgenes crecientes durante los últimos ejercicios.

	2013	2012	%
Ventas y subvenciones	16.686	12.330	35%
Costo de ventas	-10.237	-8.328	23%
Ganancia bruta	6.449	4.002	61%
Gastos de exploración	-7	-108	-94%
Gastos de admin.	-964	-767	26%
Resultado operativo	5.478	3.128	75%
Margen Operativo	33%	25%	740 pb
Resultados financieros	70	-409	-117%
Resultado antes de impuesto a las ganancias	5.616	2.767	103%
Ganancia neta	2.486	1.387	79%
Margen Neto	15%	11%	364 pb

Acumulado 1er Semestre	2014	2013	2012	2011
Resultado operativo	4.768	2.278	1.546	2.220
Resultados financieros	277	-162	-227	-200
Resultado antes de impuesto a las ganancias	4.970	2.107	1.344	2.038
Ganancia neta	2.126	1.043	703	1.223

Fuente: Datos en millones de pesos. Elaboración propia en base a datos de Balances publicados por la compañía.

Durante el primer semestre de 2014, el resultado operativo fue de \$4.768 millones de pesos, más del doble en relación al mismo periodo del año previo. Con respecto a la producción de petróleo crudo, luego de una larga tendencia negativa, durante el primer semestre aumentó un 2%. Vale recordar que durante el año pasado la toma del yacimiento Cerro Dragón afectó la producción. Por otro lado, la producción de gas natural continúa en retroceso. Para adelante, habrá que seguir de cerca la evolución de sus nuevos proyectos en reservorios de tight y shale gas.

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

Endeudamiento

La totalidad de los vencimientos en el corto plazo, menor a un año, son en moneda local. Por su parte, la deuda de largo plazo está en un 90% nominada en dólares. Los pasivos en moneda extranjera alcanzan los U\$1.365 millones, mayoritariamente préstamos y obligaciones negociables. Por el lado de los activos en dólares, estos se ubican en U\$472 millones, principalmente por créditos por ventas. En sentido contrario, casi la totalidad de los ingresos están atados al dólar mientras que aproximadamente la mitad de sus gastos son en moneda extranjera, obteniendo de esta manera una mayor cobertura. Por lo tanto, si bien los pasivos en moneda extranjera superan a los activos en U\$893 millones, en relación a las ventas el descalce pierde fuerza (U\$1.400 millones solamente en el primer semestre).

Por otro lado, la empresa goza de buena reputación para acceder al financiamiento externo. La Corporación Financiera Internacional (Banco Mundial) le otorgó un préstamo de U\$500 millones en 2007. En el 2009, la empresa también accedió a un préstamo de la CAF (Banco Multilateral) por U\$30 millones. Por último, este año contrajo un préstamo por U\$237,5 mil a tasa LIBOR también con la CAF. Según lo informado en su último balance al 30 de junio, también disponía de varias líneas de crédito en pesos y dólares en la Argentina por un monto equivalente a \$ 4.245 millones.

Los principales ratios que se desprenden del balance muestran una muy buena espalda para hacer frente a sus obligaciones. El margen EBITDA supera el 47%, el ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) supera los 11² y la deuda financiera es solamente un tercio del patrimonio neto. Estos datos muestran los bajos niveles de

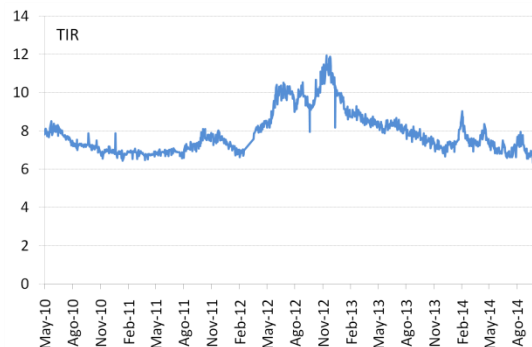
² Datos de Bloomberg al 31/12/2013. El EBITDA son las ganancias antes de los intereses, impuestos, depreciaciones, y amortizaciones.

deuda en relación al capital y los reducidos pagos de intereses en relación a la generación de caja.

Deuda en el mercado

En el año 2010 la Sucursal argentina salió al mercado secundario con la emisión de obligaciones negociables por un total de U\$500 millones. Esta emisión implica el pago de intereses anuales por U\$39,4 millones, solamente un 10% de su ganancia neta. 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, lo que brinda cierto respaldo al inversor. En el mismo sentido, el prospecto de emisión establece ciertos Covenants³ de endeudamiento, hasta el momento la empresa los viene cumpliendo sin problemas. El bono tiene una renta del 7,875% (pagos semestrales en mayo y noviembre) y amortiza el capital en tres cuotas iguales en el 2019, 2020 y 2021. La duration es de 4,3 y cotiza sobre la par, lo que se traduce en un rendimiento (TIR) del 6,5%.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

En resumen, la emisión cuenta con un fuerte respaldo en los sólidos ratios de endeudamiento de la empresa y además está

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.

garantizada por la Casa Matriz. En el mundo de hoy conseguir rendimientos del 6,5% con una duration menor a 5 es bastante complicado. Empresas con buena calificación crediticia de otras economías emergentes presentan rendimientos entre el 3 y 4%. Nuestro elevadísimo riesgo país también brinda buenas oportunidades de inversión.

Juan Battaglia
Economista Jefe