

30 de julio de 2021

PAN AMERICAN ENERGY S.L.

Desde sus inicios en 1997, Pan American Energy S.L. Sucursal Argentina (PAE), se convirtió en el principal productor e inversor privado de la industria del petróleo y gas. La compañía genera el 20% del petróleo a nivel local, es la mayor productora como empresa de capitales 100% privados y se encuentra segunda detrás de YPF. Su competidor privado más cercano alcanza recién niveles de generación del 5%.

En lo que respecta al gas, es la cuarta en su generación con el 11% a nivel nacional. A su vez, se encuentra totalmente integrada siendo la tercera compañía a nivel nacional en refinación y distribución de combustibles con calidad internacional reconocida.¹

Pan American Energy S.L. Sucursal Argentina², opera como la filial local de la sociedad española Pan American Energy Group S.L. cuyos socios son sociedades controladas por British Petroleum plc (BP) y BC Energy Investments Corp. - anteriormente denominada Bidas Corporation de la familia Bulgheroni - con un 50% cada uno. En 2010, la petrolera estatal china CNOOC limited (China National Offshore Oil Corporation) adquirió el 50% Bidas configurando así la actual estructura societaria de la compañía.

A su vez, en 2012 nace Axion Energy fundada por Bidas Corporation que adquiere los activos de refinación y venta de combustibles de Exxon Mobil (Esso) y, en 2017, es

incorporada dentro de la estructura de Pan American Energy Sucursal Argentina luego de que Bidas y BP anunciaran un acuerdo consolidado de sus participaciones en una sola empresa integrada.

A partir de la incorporación de Axion a la estructura de la empresa se direccionó el 40% de la producción de crudo hacia la refinación de combustibles. Esto redujo las ventas netas de petróleo, pero aumentó la de productos procesados. En el primer balance consolidado en 2018 el impacto en las ventas es notable, con el mismo nivel de producción de petróleo y gas se ven aumentos en sus ventas medidas en dólares en el orden del 87%. Los costos aumentaron el 67%. manteniendo así un margen operativo del 20% con solo una disminución de 5 puntos del margen EBITDA promedio, pasando del 44% al 39%.

En la actualidad, el 30% de los ingresos de la compañía corresponden a exportaciones, los cuales 85% provienen de la venta de petróleo y gas (Upstream), y 15% de la venta de combustibles refinados (Downstream). Sobre el segmento exportable, los precios internacionales juegan un rol preponderante. Por su parte, el restante 70% de ingresos por ventas en el mercado interno se corresponde en un 84% a combustibles refinados y en un 16% a ventas de petróleo y gas.

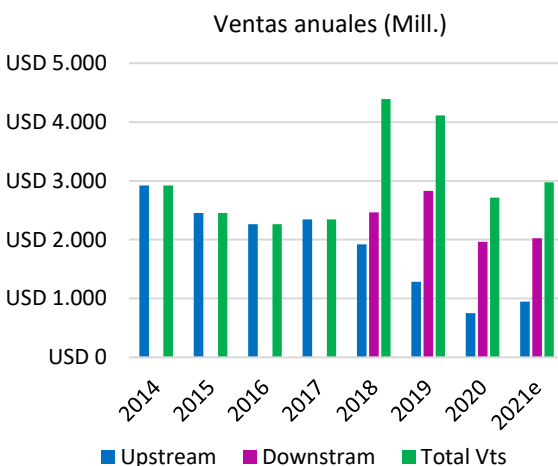
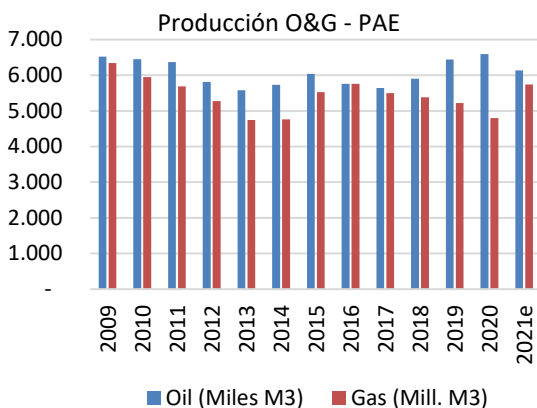
En relación a las ventas locales, el Estado nacional durante 2020 implementó un precio interno mínimo de USD 45 para las entregas de petróleo a refinadoras y productoras. A su vez, los precios de los productos refinados en el mercado local se han ajustado por primera vez en el año durante el tercer trimestre del 2020, acumulando en total un 23% hasta

¹ Datos de la Secretaria de Energía de la Nación.

² En adelante cuando utilizemos los términos empresa o la compañía estaremos haciendo referencia a la Sucursal Argentina.

diciembre 2020 y otro 26% en el primer trimestre de 2021.

Tras la parálisis del sector gasífero durante la pandemia, la producción comenzó a recuperarse recién a partir de noviembre 2020 de la mano del Plan Gas. De esta manera, a PAE se le adjudicó en diciembre del año pasado un volumen ofertado en el Plan de 4,8 millones de m3 por día a un precio promedio de USD 3,56 por millón de BTU. A su vez, la compañía espera generar compensaciones de gas no convencional hasta diciembre 2021, las cuales se determinan en dólares, pero se pagan en pesos al tipo de cambio oficial.



Fuente: Elaboración propia en base a balances y Sec. Energía de la Nación

Resultados

Al cierre del ejercicio 2020, debido al efecto de la pandemia y los cierres y confinamientos impuestos por los distintos gobiernos, los precios de venta de exportación de PAE cayeron un 33% comparados con el año 2019, mientras que el volumen de ventas de sus productos refinados a nivel local se redujo un 19% considerando los últimos 9 meses de 2020 respecto del mismo período del año anterior.

Esta situación generó una caída en las ventas de la compañía en su último ejercicio del 34% respecto del finalizado en 2019, pasando de USD 4.115 millones a USD 2.717 millones. A su vez, el Margen EBITDA cayó al 24% de las ventas.

Sin embargo, en su último cierre al primer trimestre de 2021, la compañía mostró sólidos resultados gracias a su notable recuperación. Las ventas cayeron 26% en comparación a igual periodo de 2019, pero aumentaron un 16% respecto del cuarto trimestre de 2020, el cual también muestra una recuperación frente al segundo y tercer trimestre del 2020 con subas del 9% y 16% respectivamente.

Estas mejoras le permiten mantener un margen operativo de 10% sobre el nivel de ventas y un Margen EBITDA de 35%, lo que implica una diferencia de sólo 414 puntos básicos comparado con igual periodo de 2019 (mundo pre pandemia).

Es de esperar que, con el actual nivel de precios de los hidrocarburos y la paulatina recuperación de la actividad, la empresa

estabilice sus ventas y márgenes a niveles más cercanos a los alcanzados en 2018 y 2019.

PAE (Mill. USD)	1T21	4T20	Var (%)	1T19	Var (%)
Ventas	800	687	16%	1.084	-26%
Subvenciones	9	49	-82%	15	-41%
Costos	-610	-540	13%	-753	-19%
EBITDA	279	230	22%	425	-34%
Rdo Operativo	83	74	13%	212	-61%
Rdo Neto	46	-247	-119%	62	-25%
Margen Operat.	10%	10%	30 pb	19%	(897) pb
Margen EBITDA	35%	31%	334 pb	39%	(414) pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Perfil de deuda

La compañía posee muy buena reputación y un formidable acceso a los mercados. Entre 2005 y 2009 obtuvo préstamos por parte de la Corporación Financiera Internacional (Banco mundial) y de la CAF (Banco Multilateral) por USD 1.220 millones. A su vez, en 2019 celebró un nuevo préstamo con el Banco Mundial por USD 500 millones.

La deuda financiera total de la compañía al último trimestre presentado es de USD 2.787 millones, de los cuales el 62% está nominado en dólares y solo el 28% corresponde a obligaciones negociables, el resto corresponde a deudas financieras y préstamos bancarios. Por otro lado, la empresa está parcialmente calzada (cepo) dado que parte de ingresos son en dólares (expo liquidadas al MULC) o con cierto ajuste al tipo de cambio vía actualización de los precios en los surtidores.

A su vez, posee un camino despejado de vencimientos para los próximos años. En abril de este año aprovechó la oportunidad de tasas internacionales bajas con una emisión de bonos garantizados por USD 300 millones con vencimiento a 2027 que fueron utilizados

para cancelar la obligación negociable con vencimiento en 2021 y financiar su programa de inversiones.

A modo conservador y para eliminar las distorsiones generadas por la pandemia, los ratios de endeudamiento que se detallan a continuación se calculan anualizando los resultados de los dos últimos trimestres.

Al cierre del primer trimestre de 2021, el ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) es de 3,3 veces, lo que implica que con el flujo normal del negocio la empresa cubre anualmente más de tres veces el pago de intereses. Con respecto al ratio de apalancamiento neto, la deuda neta representa 2,6 veces el EBITDA anualizado, un nivel tolerable.

Por otro lado, la compañía posee el 97% de su caja en moneda dura, lo que significa una gran cobertura y no depender exclusivamente del acceso que le otorgue el BCRA al mercado de cambios para el pago de su deuda. En este sentido, suponiendo un escenario pesimista de no acceso al MULC, la cobertura de intereses se reduciría a 2,1 veces y el apalancamiento neto se expandiría hasta 4,2 veces, lo que continúan siendo ratios manejables para una compañía con muy buen acceso al crédito internacional.

PAE (mill. USD)	1T21	2020	%
Péstamos	1.625	1.697	-4%
Obligaciones Neg.	785	750	5%
Deuda Total	2.787	2.801	-1%
Caja y equivalentes	159	222	-28%
Deuda Neta	2.628	2.579	2%
Intereses LTM	310	284	9%
EBITDA Anualizado	1.018	661	54%
Deuda Neta/EBITDA	2,6	3,9	
EBITDA/Intereses	3,3	2,3	

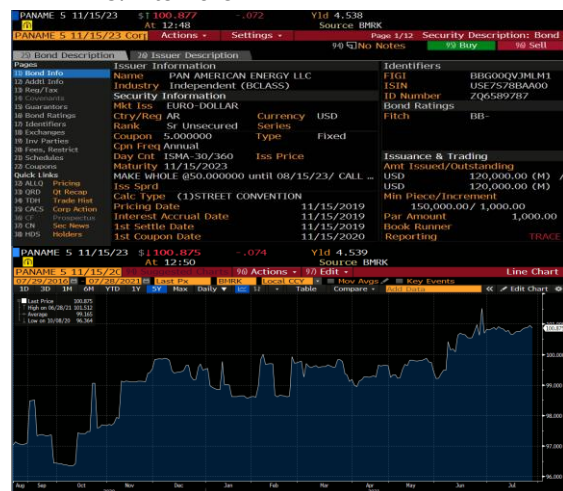
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

PAE posee una obligación negociable con vencimiento en 2023 no garantizada con cupón del 5%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 101%, tiene TIR de 4.6%, duración de 1.9 años, pagos de renta anual y amortización al vencimiento. Dadas las difíciles condiciones que atravesó el sector en 2020, el bono mostró gran fortaleza cotizando muy pocas veces por debajo de la par.

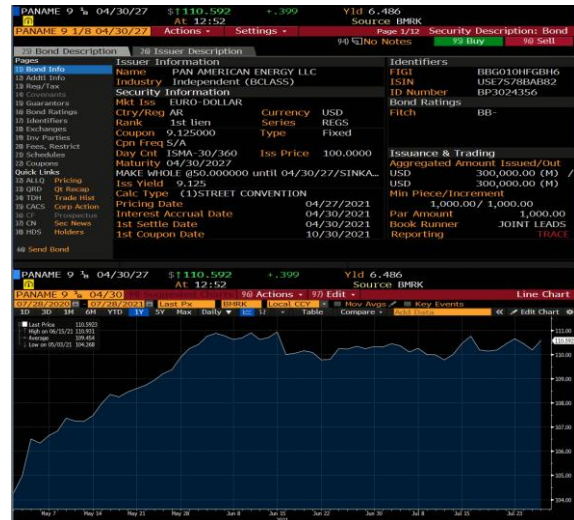
Además, este año salieron a cotizar los nuevos títulos 2027 (cupón 9 1/8%) que se encuentran garantizados con una cuenta de reserva de deuda que debe tener un mínimo del 100% de los fondos necesarios para el próximo servicio de deuda y que se financia con las exportaciones a cobrar.

A su vez, al igual que para las ON 2023, la compañía se limita a incrementar deuda a un ratio de cobertura de intereses de 2 veces. Este último, cotiza clean cable cerca de 110/111% con TIR de 6.5%, duration de 3.8 años, pagos de renta semestrales y amortización en cinco pagos a partir de 2025. El bono cotiza sobre la par desde su lanzamiento.

PANAME 5% vto. 2023



PANAME 9,125% vto. 2027



Fuente: Bloomberg.

Desde hace muchos años PAE es uno de los créditos corporativos locales con los cuales nos sentimos cómodos. Cotizando por encima de la mayoría de los corporativos argentinos gracias a sus ratios financieros sólidos, y la garantía que representan sus fuertes accionistas y su casa matriz poseedora de otros negocios en América Latina. En estos niveles de precio, y considerando que no deja de ser una empresa que opera en Argentina, algún recorte en sus paridades daría un punto de entrada más atractivo. Excelente compañía con muy buen track record en el compromiso de sus deudas, pero algo caro las paridades dado el riesgo local. La suba de su precio mucho tiene que ver con que la tasa en USA a 10 años no supere hoy el 1.3%.

Buen fin de semana,

- juan@cucchiara.com.ar
- manuel@cucchiara.com.ar
- ian@cucchiara.com.ar