

14 de junio de 2024

PAN AMERICAN ENERGY S.L.

Pan American Energy S.L. Sucursal Argentina¹ (PAE), se dedica a la exploración, desarrollo y producción de petróleo y gas “upstream” y la refinación y comercialización de hidrocarburos y subproductos “downstream”. Desde sus inicios en 1997, se convirtió en el principal productor local de capitales 100% privados de la industria.

La compañía genera el 15% del crudo siendo el segundo mayor productor por detrás de YPF, y es la tercera en generación de gas 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.²

PAE Sucursal Argentina, 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 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.

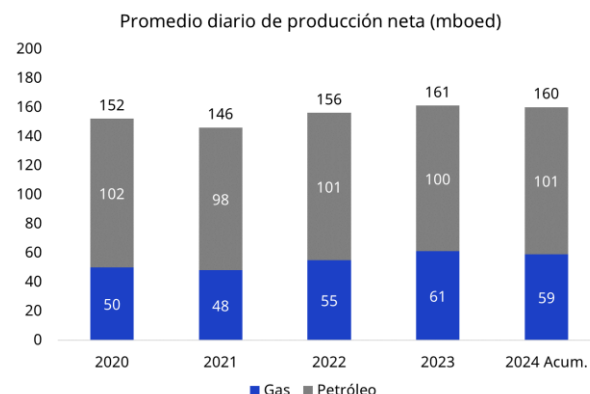
A su vez, en 2012 nace Axion Energy fundada por Bidas Corporation que adquiere los activos de refinación y venta de combustibles de Exxon Mobil (Esso) y, en 2017, es incorporada dentro de la estructura de PAE luego de que Bidas y BP anunciaran un acuerdo consolidado de sus participaciones en una sola empresa integrada.

Producción y Reservas

La refinería ubicada en la ciudad de Campana tiene una capacidad de producción por 95 mil barriles diarios, la tercera más grande del país y cuenta actualmente con 635 estaciones de servicio. Por su parte, al último trimestre

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

presentado el 31 de marzo de 2024, la producción de petróleo alcanzó los 101 miles de barriles equivalentes diarios y 59 mboe de gas diarios niveles similares a los reportados en igual periodo de 2023.



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En cuanto a reservas, la empresa cuenta en Argentina con 13 bloques de producción y 7 de exploración en las cuencas del Noroeste, Neuquina y el Golfo de San Jorge. Lo que le reporta un total de reservas probadas por 1.436 Mmboe (72% corresponden a petróleo y 28% a gas), lo que equivale a un promedio de 25 años de producción a los niveles actuales. A su vez, tiene reservas certificadas por un total de 2.364 Mmboe, 63% de las mismas corresponden a hidrocarburos de tipo convencional y 37% a no convencional.

Información por segmentos

Actualmente, el 65% de los ingresos totales corresponden a ingresos por ventas en el mercado interno. En este sentido, el 68% del crudo producido por PAE es utilizado para abastecer casi en su totalidad a su refinería que provee de combustible y derivados tanto al segmento minorista con un 44% de la producción, 22% a la industria y exporta el restante 34%. A su vez, el 94% del gas producido se destina al mercado interno.

² Datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

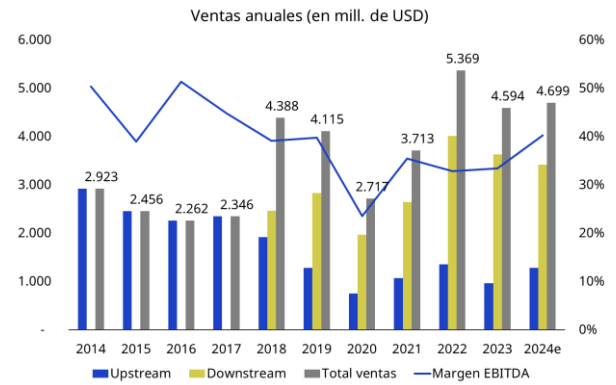
El restante 35% de los ingresos totales provienen de exportaciones. De los cuales el 56% corresponde a upstream (32% del crudo y 6% del gas) y 44% a downstream. En este último punto, la compañía es una de las pocas a nivel nacional que cuentan con refinería propia, lo que le brinda la ventaja de poder exportar toda la producción incremental del crudo Escalante sin que sea limitada por cupo exportador.

En cuanto a los precios de los productos que comercializa PAE, desde 2023 a la fecha el precio promedio del barril de petróleo Brent fue de USD 82. Por otra parte, en diciembre de 2022 la secretaria de energía adjudicó a la compañía un volumen inicial ofertado en el Plan Gas de 2 millones de m³ por día de gas natural a USD 3,25 por millón de BTU a partir de julio 2023, un volumen adicional de 0,8 millones de m³ por día de gas natural a USD 3,35 por millón de BTU a partir de enero 2024 y, por último, un volumen adicional de 1,75 millones de m³ por día de gas natural a USD 4,35 por millón de BTU para los períodos invernales a partir de 2025. Por último, el precio de litro de combustible Premium en el surtidor se mantuvo desde principios de 2023 en torno a los USD 1,10 por litro.

Resultados

Debido a que la compañía adoptó como moneda funcional el dólar estadounidense ajustado por tipo de cambio de cierre para los stocks y, por operación, para los flujos. Sumado a que sus ingresos son en gran medida en esta moneda, se analizarán los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista (BCRA A3500) promedio o de cierre según corresponda.

Al cierre del último balance de 2023, las ventas alcanzaron los USD 4.699 millones, en línea con el promedio anual desde la incorporación de Axion Energy y sin contemplar los años afectados por la crisis sanitaria.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En el último trimestre, las ventas totales se mantuvieron estables en torno a USD 1.175 millones mientras que los costos totales se contrajeron un 2%. De este modo, el EBITDA del trimestre alcanzó los USD 473 millones y los márgenes se expandieron 427 y 272 puntos básicos respecto de igual período de 2023.

PAE (Mill. USD)	1Q24	1Q23	Var (%)	1Q22	Var (%)
Ventas y subsidios	1.175	1.182	-1%	1.277	-7%
Costo de ventas	(757)	(804)	-6%	(1.039)	-23%
Costos operativos	(196)	(172)	14%	(157)	9%
EBITDA	473	421	12%	285	48%
Resultado Operativo	263	214	23%	84	155%
Resultado Neto	167	152	10%	48	215%
Margen Operativo	22%	18%	427 pb	7%	1152 pb
Margen EBITDA	40%	36%	272 pb	22%	1328 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 2023 celebró un nuevo préstamo por USD 300 millones con la misma entidad.

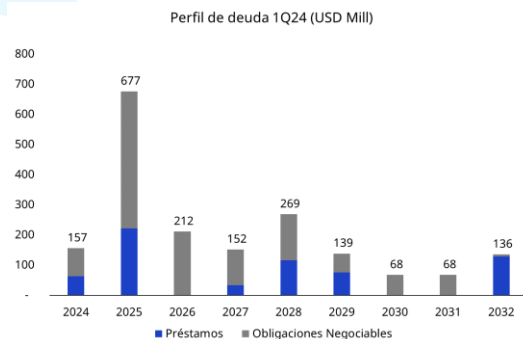
La deuda financiera total al 1Q24 fue por USD 1.917 millones, de los cuales el 34% son préstamos con organismos internacionales o sindicados contra bancos y el 66% corresponden a obligaciones negociables (ON). A su vez, el 85% está nominada en dólares o ajustada por tipo de cambio y el 15% es en moneda local.

De este modo, como se observa en el cuadro a continuación, la compañía tiene 16 bonos cotizando de los cuales el 55% corresponde a dólar linked, 38% a hard dólar y el restante 7% en pesos a deuda ajustada por UVA o BADLAR. Esto es sin contemplar el nuevo bono emitido por PANAM post cierre de los últimos estados contables.

Bonos 1Q24 (USD Mill)						
O.N. (Clase)	Vto.	Amort.	Moneda/Tipo	Ley	Interés	Outstanding
5	2024	Bullet	DL	ARG	3%	81
23	2024	Bullet	BADLAR +	ARG	2%	6
27	2024	Bullet	BADLAR +	ARG	2,5%	4
7	2025	Bullet	DL	ARG	4,75%	100
21	2025	Bullet	USD	NY	7,25%	105
28	2025	Bullet	USD	ARG	4,95%	20
10	2025	Bullet	UVA +	ARG	3,49%	26
25	2025	Bullet	BADLAR +	ARG	2,74%	47
14	2026	Ctas sem	DL	ARG	3,69%	19
29	2026	Bullet	USD	ARG	2,99%	20
30	2026	Bullet	USD	ARG	5,7%	30
12	2027	Ctas sem	USD	NY	9,125%	300
18	2027	Bullet	DL	ARG	1,25%	25
26	2028	Bullet	DL	ARG	1%	120
13	2031	Ctas sem	DL	ARG	5%	260
17	2032	Ctas sem	DL	NY	4,25%	80
31	2032	Ctas anual	USD	NY	8,5%	400

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

La empresa tiene un camino despejado de vencimientos, en junio de 2023 reprogramó pagos por préstamos por USD 100 millones con la Corporación Financiera Internacional (IFC) con vencimiento en 2027 hacia 2032. A su vez, en abril de este año accedió a los mercados de deuda con una emisión de un bono por USD 400 millones con vencimiento a 2032.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Al cierre del primer trimestre de 2024, la empresa reportó, entre efectivo y equivalentes e

inversiones financieras, una caja en dólares por USD 397 millones. De este modo, el ratio de apalancamiento neto representa solamente x1 vez el EBITDA de los últimos doce meses. Esto sin contemplar los inventarios USD 651 millones. Lo que implica que con el flujo normal del negocio la empresa cubre la totalidad de sus deudas.

Ratios de deuda (mill. de USD)	1Q24	1Q23	y/y %	1Q22	y/y %
Préstamos	1.040	1.196	-13%	1.714	-30%
Obligaciones Neg.	1.274	1.321	-4%	1.299	2%
Deuda total	1.917	1.993	-4%	2.497	-20%
Caja y inversiones financieras	397	265	49%	482	-45%
Inventarios	651	591	10%	558	6%
Deuda neta	1.521	1.727	-12%	2.015	-14%
Intereses anuales (2024 est.)	216	145	49%	288	-50%
EBITDA LTM	1.595	1.909	-16%	1.345	42%
Deuda neta / EBITDA	1,0	0,9	5%	1,5	-40%
EBITDA / Intereses	7,4	13,1	-44%	4,7	182%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

PAE posee un bono con vencimiento en 2027 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. El bono tiene cupón 9.125%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 104/105%, tiene TIR de 6.5%, duración de 1.6 años, mínimo de 1.000 nominales y pagos de renta semestral y amortización en cinco cuotas semestrales de 20% a partir de 2025.

PANAME 9,125% vto. 2027



Fuente: Bloomberg.

Además, como mencionamos anteriormente, este año PANAM emitió un nuevo monto de USD

400 millones en 2032 garantizado por la casa matriz (Pan American Energy Group S.L). Tiene un cupón 8.5% con pagos semestrales y amortización en tres cuotas anuales a partir de 2030. El bono tiene mínimo de 1.000 nominales y cotiza clean (cable) en niveles de 103.5/104.5%, tiene TIR de 7.7%, duración de 5.1 años.

Se debe recordar que por disposición del BCRA las deudas mayores a tres años de empresas con cobros de exportaciones en el exterior pueden no liquidar dichas exportaciones a fin de cumplir con sus obligaciones financieras.

PANAME 8 ½ vto. 2032



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, su casa matriz poseedora de otros negocios en América Latina y, por sobre todo, el fluido acceso al crédito de largo plazo vía organismos internacionales. Sobre la base de estos fundamentos es que nuestro fondo de renta fija cuenta con bonos vencimiento en 2032.

En estos niveles de precio, y considerando que no deja de ser una empresa que opera en Argentina, esperaríamos algún recorte en sus paridades para tener un punto de entrada más atractivo, en niveles de 8% de rendimiento (paridad 102.50%) luciría atractiva dada la calidad del emisor. Excelente compañía con muy buen track record en el compromiso de sus deudas y fluido acceso al crédito global, pero algo caras las paridades dado el riesgo local. Un nombre a seguir de cerca.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar