

29 de abril de 2016

Pan American Energy

Después de varias semanas enfocándonos en el arreglo con los holdouts y la normalización de la deuda, retornemos al sector privado. Dentro del menú 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. En esta ocasión analizaremos los bonos en dólares emitidos por Pan American Energy LLC al 2021.

En nuestro país funciona una Sucursal¹ de la Casa Matriz constituida en Delaware, Estados Unidos. Sus accionistas son sociedades controladas por British Petroleum que tiene el 60% y por Bidas Corporation con el 40%. Los dueños de esta última son los hermanos Bulgheroni y China National Offshore Oil Corporation. Tiene presencia en cuatro cuencas productoras: 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 2015 la producción diaria fue de 224.000 barriles de petróleo equivalentes, un 11% por encima del 2014.

La compañía fue muy rentable en los últimos años, con buenos márgenes, 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,

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

eliminando las retenciones y fijando el precio local (Medanito y Escalante) por encima del internacional. Las primeras medidas del nuevo Gobierno mantienen la protección al sector, punto clave en la ecuación de rentabilidad de la compañía.

Las exportaciones representan 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.

De un precio promedio de U\$100 el barril en 2014 pasamos a uno de U\$54 en 2015, y hoy estamos por debajo de los U\$45. Esta caída afectó las exportaciones, que representan casi un cuarto de las ventas totales (gas y crudo), siendo la principal causa de la disminución en sus ventas en 2015.

En el plano local, la ayuda oficial es fundamental. Para el crudo Escalante, los precios domésticos en 2014 fueron de U\$65 por barril y en 2015 de U\$61 por barril, bajando en los primeros meses del 2016 a cerca de U\$55 por barril. Para tener una dimensión los precios de las últimas exportaciones del 2015 de este tipo de crudo fueron cercanos a los U\$36 por barril y los correspondientes al primer bimestre del 2016 fueron de alrededor de U\$28 por barril.

millones de pesos	2015	2014	%
Ventas	22.749	23.732	-4%
Subvenciones	7.543	1.070	605%
Costo de ventas	-22.398	-14.784	52%
Ganancia bruta	7.894	10.018	-21%
Gastos de exploración	-44	-74	-40%
Gastos de admin.	-2.157	-1.608	34%
Resultado operativo	5.693	8.336	-32%
Margen Operativo	19%	34%	-15%
Resultados financieros	2.738	-233	-
Resultado antes de impuesto a las ganancias	8.631	8.107	6%
Ganancia neta	1.986	3.921	-49%
Margen Neto	7%	16%	-9%
Ebitda	11.788	12.494	-6%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Las ventas totales en 2015 aumentaron un 22% con respecto al ejercicio anterior y superaron los \$30.000 millones. Sin embargo, al descontar el subsidio del Estado por el programa Petróleo Plus, en la última parte del año cobró en bonos una parte del Estado, los ingresos hubieran caído un 4%. Los costos crecieron en mayor proporción que los ingresos, con lo cual los resultados operativos cayeron un 32% interanual para cerrar el 2015 en \$5.693. La ganancia neta fue de \$1.986 millones, casi un 50% menos que en 2014. Sin duda la coyuntura afectó la rentabilidad y los márgenes de la compañía. Sin embargo, la devaluación de diciembre provocará un fuerte impulso a los resultados para el año entrante, la suba del dólar de casi el 50% (hasta el momento) más que compensará los U\$6 en la baja del precio de referencia y la suba de costos.

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. Como mencionamos, la dependencia de la regulación es grande. En el mismo sentido, la carrera entre dólar e inflación tiene un gran peso en los resultados, recordemos que los precios de referencia para el mercado interno están denominados en dólares.

Endeudamiento

El 70% de la deuda financiera está en moneda extranjera. La empresa está calzada dado que sus ingresos están denominados en dólares. La deuda financiera en moneda extranjera alcanzan los U\$1.750 millones.

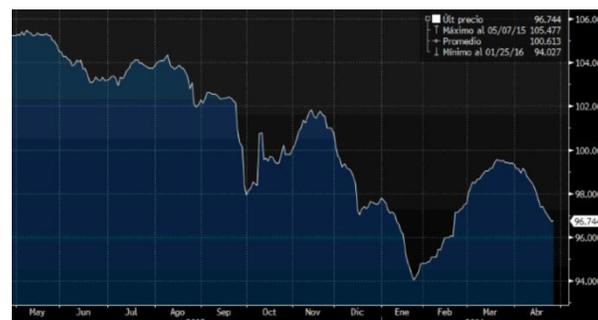
La empresa goza de buena reputación para acceder al financiamiento externo. Entre el 2005 y 2009, la Corporación Financiera Internacional (Banco Mundial) le otorgó préstamos por un total de U\$953 millones. La empresa también accedió a dos préstamos de la CAF (Banco Multilateral) uno por U\$30 millones en 2009 y otro por U\$237,5 mil a

tasa LIBOR en 2014. En julio de 2015 la celebró con la Corporación Financiera Internacional un contrato de préstamo por un monto total de US\$ 520 millones. Esto muestra el buen acceso al crédito internacional de la compañía.

millones de pesos	2015	2014
Deuda Financiera Neta	\$ 26.962	\$ 13.788
Préstamos	\$ 22.232	\$ 8.246
Obligaciones Negociables	\$ 10.176	\$ 5.803
Efectivo y Equivalentes	\$ 5.446	\$ 261
PN	\$ 59.329	\$ 36.624
Deuda Financiera Neta/PN	45%	38%
EBITDA	\$ 11.788	\$ 12.494
Intereses	\$ 2.341	\$ 1.117
EBITDA/intereses	5,04	11,19
Deuda en Moneda Extranjera/Deuda Total	70%	65%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance.

En el cuadro de arriba detallamos los principales ratios de endeudamiento. El ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses) superó los 5² en 2015, en sólidos niveles. Por otro lado, la deuda financiera se ubica en torno al 45% del patrimonio neto y es 2 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. Sin embargo, como se observa en el cuadro, los ratios exhibieron un detrimento en relación al 2014, producto de la adversa coyuntura del sector.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

Obligaciones Negociables 2021

En el año 2010 la Sucursal argentina salió al mercado secundario con la emisión de una

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

ON por U\$500 millones. Esta implica el pago de intereses anuales por U\$39,4 millones, algo así como el 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. 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 cercana a 4 años y cerca de la par, lo que se traduce en un rendimiento (TIR) en torno al 8%.

En resumen, la emisión cuenta con 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. Si bien los ratios no son los mismos que en 2014 y la dependencia de la protección oficial son dos cuestiones a monitorear, la caída en el precio del título en el último tiempo lo hace más atractivo.

Por último, hay una cuestión importante a seguir de cerca que nada tiene que ver con la cuestión financiera. Como es de público conocimiento, el fiscal Marijuan lleva a cabo una investigación sobre el supuesto pago de sobornos para lograr la extensión de la concesión del yacimiento de Cerro Dragón, el principal activo de la compañía.

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.