

4 de julio de 2025

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 “downstream”. Desde sus inicios en 1997, se convirtió en el principal productor local de capitales 100% privados de la industria. La compañía genera el 14% del crudo siendo el segundo mayor productor por detrás de YPF, y es la tercera en generación de gas con el 11%. A su vez, se encuentra totalmente integrada siendo la tercera compañía en refinación y distribución de combustibles.²

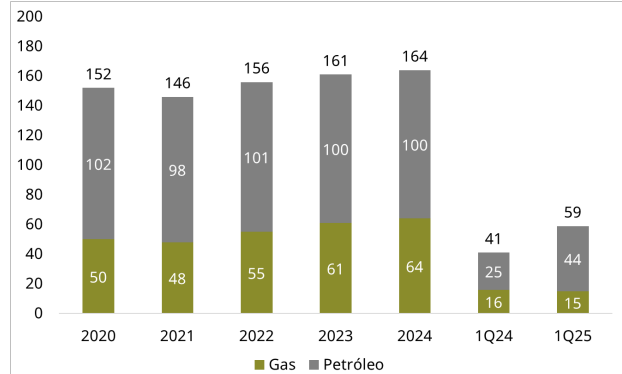
PAE Sucursal Argentina, opera como la filial local de la sociedad española Pan American Energy Group S.L cuyos socios son sociedades controladas por British Petroleum plc (BP) y BC Energy Investments Corp. - anteriormente Bidas Corporation de la familia Bulgheroni - con un 50% cada uno. En 2010, la petrolera 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 de 95 mil barriles diarios, cuenta con 637 estaciones de servicio y se consolida como la tercera más grande del país con el 15% de participación de mercado. Al cierre del primer trimestre de 2025,

los volúmenes de petróleo vendidos aumentaron un 76% respecto de igual periodo de 2024, en tanto el gas se contrajo un 9% en igual comparación.

Promedio diario de producción neta (mboed)


Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En cuanto a reservas, la empresa cuenta en Argentina con 15 bloques de producción y 6 de exploración en las cuencas del Noroeste, Neuquina y el Golfo de San Jorge. Lo que le reporta un total de reservas probadas por 1.380 Mmboe (70% corresponden a petróleo y 30% a gas), lo que equivale a un promedio de 21 años de producción a los niveles actuales. A su vez, tiene reservas certificadas por un total de 2.168 Mmboe, 67% de las mismas corresponden a hidrocarburos de tipo convencional y 33% a no convencional.

Información por segmentos

Actualmente, el 73% de los ingresos totales corresponden a ingresos por ventas en el mercado interno. En este sentido, el 79% 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 38% de la producción y 62% a la industria. Mientras que el 97% del gas producido se destina al mercado interno. El restante 27% de los ingresos totales provienen de exportaciones. De los cuales, el

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

² Datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

46% corresponde a upstream (12% del crudo y 34% del gas) y 54% a downstream. En este último punto, la compañía es una de las pocas a nivel nacional que cuentan con refinería propia.

En cuanto a los precios de los productos que comercializa PAE, desde 2024 a la fecha el precio promedio del barril de petróleo Brent fue de USD 75. En cuanto al principal negocio de la compañía, en el mismo periodo, el precio de litro de combustible Premium en el surtidor se mantuvo en promedio en USD 1,26 por litro. En este sentido, PAE participa con un 18% en la construcción de un nuevo oleoducto de 127 km que conecta Vaca Muerta con Buenos Aires y aumentará la capacidad de evacuación del polo petrolífero de 750 mil a 1.3 millones de barriles por día.

Por su parte, por medio del “Plan Gas 2023-2028” la Secretaria de Energía le adjudicó a PAE un volumen adicional de 0,8 mill de m3 por día de gas natural al precio de 3,35 US\$/MMBtu a partir de enero 2024 y un volumen adicional de 1,75 mill de m3 por día de gas a 4,35 US\$/MMBtu para los períodos invernales a partir de 2025.

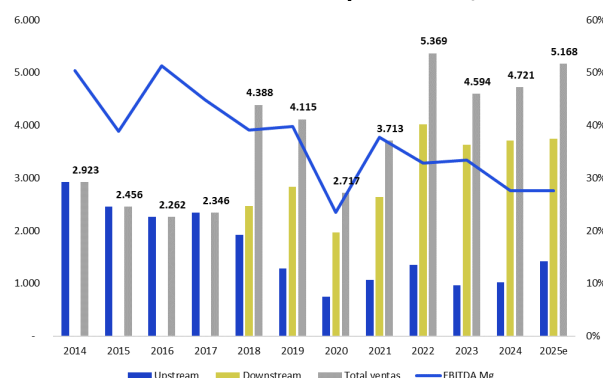
A su vez, desde julio de 2024 mediante un consorcio de empresas encabezado por PAE con el 30% de las acciones, se encuentran embarcados en la construcción del proyecto más grande de la industria energética argentina instalando una terminal flotante de licuefacción (GNL) en la provincia de Rio Negro. El mismo se encontrará operativa a partir en 2027 y por la cual las compañías se aseguran un precio de venta de gas sin estacionalidad de 3,10 US\$/MMBtu.

Resultados

La compañía adoptó como moneda funcional el dólar 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 2024, las ventas alcanzaron los USD 4.721 millones, en línea con el promedio anual desde la incorporación de Axion Energy y sin contemplar los años afectados por la crisis sanitaria.

Ventas Anuales (Mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Al cierre del primer trimestre de 2025, las ventas totales crecieron un 10% respecto de 1Q24 impulsadas por la fuerte expansión de las exportaciones de crudo. Por su parte, a contramano de lo que sucedió en los primeros tres meses de 2024 donde los costos se diluyeron como consecuencia de la fuerte devaluación y la desaceleración inflacionaria, en 2025 ese efecto se ve contrarrestado por el fortalecimiento del peso. De este modo, el EBITDA del trimestre alcanzó los USD 230 millones y el margen de EBITDA alcanza el 18%.

PAE (Mill. USD)	1Q25	1Q24	Var (%)	1Q23	Var (%)
Ventas y subsidios	1.293	1.175	10%	1.182	9%
Costo de ventas	(1.072)	(757)	42%	(804)	33%
Costos operativos	(219)	(196)	12%	(172)	28%
EBITDA	230	473	-51%	421	-45%
Resultado Operativo	10	263	-96%	214	-95%
Resultado Neto	(26)	167	-115%	152	-117%
Margen Operativo	1%	22%	(2,156)pb	18%	(1,729)pb
Margen EBITDA	18%	40%	(2,245)pb	36%	(1,784)pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

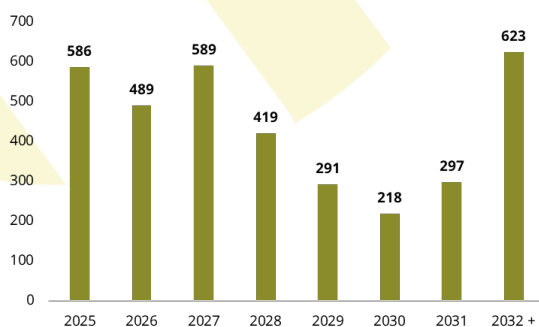
Perfil de deuda

Desde inicios de 2024, la fuerte inversión en capex y su consecuente consumo de caja, la

compañía incrementó su deuda total en un 86% vía el mercado de capitales con la colocación de 9 bonos por un total de USD 1.029 millones. Al cierre del 1Q25, el 41% del total de su deuda son préstamos con organismos internacionales o sindicados contra bancos y el 59% corresponden a obligaciones negociables (ON). A su vez, el 89% está nominada en dólares o ajustada por tipo de cambio y el 11% es en moneda local. De este modo, la compañía tiene 19 bonos cotizando de los cuales el 32% corresponde a dólar linked, 65% a hard dólar y el restante 2% en pesos ajustado por TAMAR.

Bonos 1Q24 (USD Mill)						
O.N. (Clase)	Vto.	Amort.	Moneda/Tipo	Ley	Interés	Outstanding
7	2025	Bullet	DL	ARG	5%	100
21	2025	Bullet	USD	NY	7%	105
28	2025	Bullet	USD	ARG	5%	20
14	2026	Ctas sem	DL	ARG	4%	12
29	2026	Bullet	USD	ARG	3%	20
30	2026	Bullet	USD	ARG	6%	30
39	2026	Bullet	TAMAR + 2,15	ARG	2%	51
12	2027	Ctas sem	USD	NY	9%	300
18	2027	Bullet	DL	ARG	1%	25
33	2027	Bullet	DL	ARG	0%	75
34	2027	Bullet	USD	ARG	5%	23
38	2027	Bullet	USD	ARG	7%	120
26	2028	Bullet	DL	ARG	1%	120
37	2028	Bullet	USD	ARG	6%	74
35	2029	Bullet	USD	ARG	7%	177
13	2031	Ctas sem	DL	ARG	5%	247
36	2031	Bullet	USD	ARG	5%	78
17	2032	Ctas sem	DL	NY	4%	80
31	2032	Ctas anual	USD	NY	9%	400

Perfil de Deuda (Mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Al cierre del primer trimestre de 2025, la empresa reportó una caja en dólares por USD 785 millones lo que le representa un ratio de apalancamiento neto de x 2.6 respecto al EBITDA

de los últimos doce meses. Esto sin contemplar los inventarios por USD 747 millones.

Ratios de deuda (Mill. USD)	1Q25	1Q24	y/y %	1Q23	y/y %
Préstamos	1.775	1.040	71%	1.196	48%
Obligaciones Neg.	2.100	1.274	65%	1.321	-4%
Deuda total	3.573	1.917	86%	1.993	-4%
Caja y inversiones financieras	785	397	98%	265	49%
Inventarios	747	651	15%	591	10%
Deuda neta	2.788	1.521	83%	1.727	-12%
Intereses anuales (2024 est.)	278	216	29%	145	49%
EBITDA LTM	1.065	1.595	-33%	1.909	-16%
Deuda neta / EBITDA	2,6	1,0	174%	0,9	5%
Ratio de liquidez corriente	0,9	0,9	0%	0,9	-3%
EBITDA / Intereses	3,8	7,4	-48%	13,1	-44%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

PAE posee un bono con vencimiento en 2027 garantizado 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 con legislación New York tiene cupón 9.125%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 102.75/103.75%, tiene TIR de 6.3%/5.4%, duración de 0.9 años, mínimo de 1.000 nominales y pagos de renta semestral y amortización en cinco cuotas semestrales de 20% a partir de 2025. A la fecha de redacción de este informe, la empresa canceló su primera cuota de capital por USD 60 millones.

PANAME 9,125% vto. 2027



Fuente: Bloomberg.

Además, PANAM emitió un bono con Ley New York por USD 400 millones y vencimiento en 2032. El bono está 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 e iguales a partir de 2030. El bono tiene mínimo de 1.000 nominales y cotiza clean (cable) en niveles de 106.75/107.75%, tiene TIR de 7%/6.85%, duración de 4.5 años.

entrada más atractivo. Nos gustan más otros emisores con rendimientos más atractivos como Vista 2033, Pampa 2034, Pluspetrol 2032 o YPF garantizado 2031.

Buen fin de semana.

Sekoia Research
research@sekoia.com.uy

PANAME 8 ½ vto. 2032



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Desde hace tiempo que PAE se posicionó entre las tres líderes de un segmento que tiene una barrera de entrada muy elevada, sumado a una larga tradición de sólidos ratios financieros y muy buenas garantías hicieron que sea uno de los créditos que cotice muy por encima de la mayoría de los corporativos argentinos.

En estos niveles de precio, considerando el incremento de su apalancamiento y que no deja de ser una empresa que opera en Argentina, consideramos que es preferible esperar algún recorte en sus paridades para tener un punto de