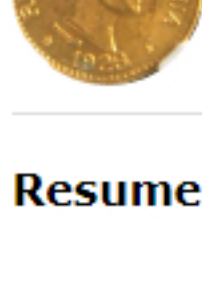


Ideas largas | Materiales básicos | Canadá

Frontera: la idea errónea del riesgo deja a este stock de petróleo aguas arriba muy infravalorado

6 de julio de 2020 3:56 p.m. ET | Acerca de: Frontera Energy Corporation (FECF)



Inversiones Apartado
Solo largo, valor profundo, valor, horizonte a largo plazo

Resumen

- La percepción exagerada del riesgo deja a Frontera profundamente infravalorada.
- Los activos de calidad y una considerable exploración al alza son un buen augurio para mayores reservas y producción de **petróleo**.
- Un balance sólido permitirá a Frontera emerger del último colapso de precios en forma sólida.

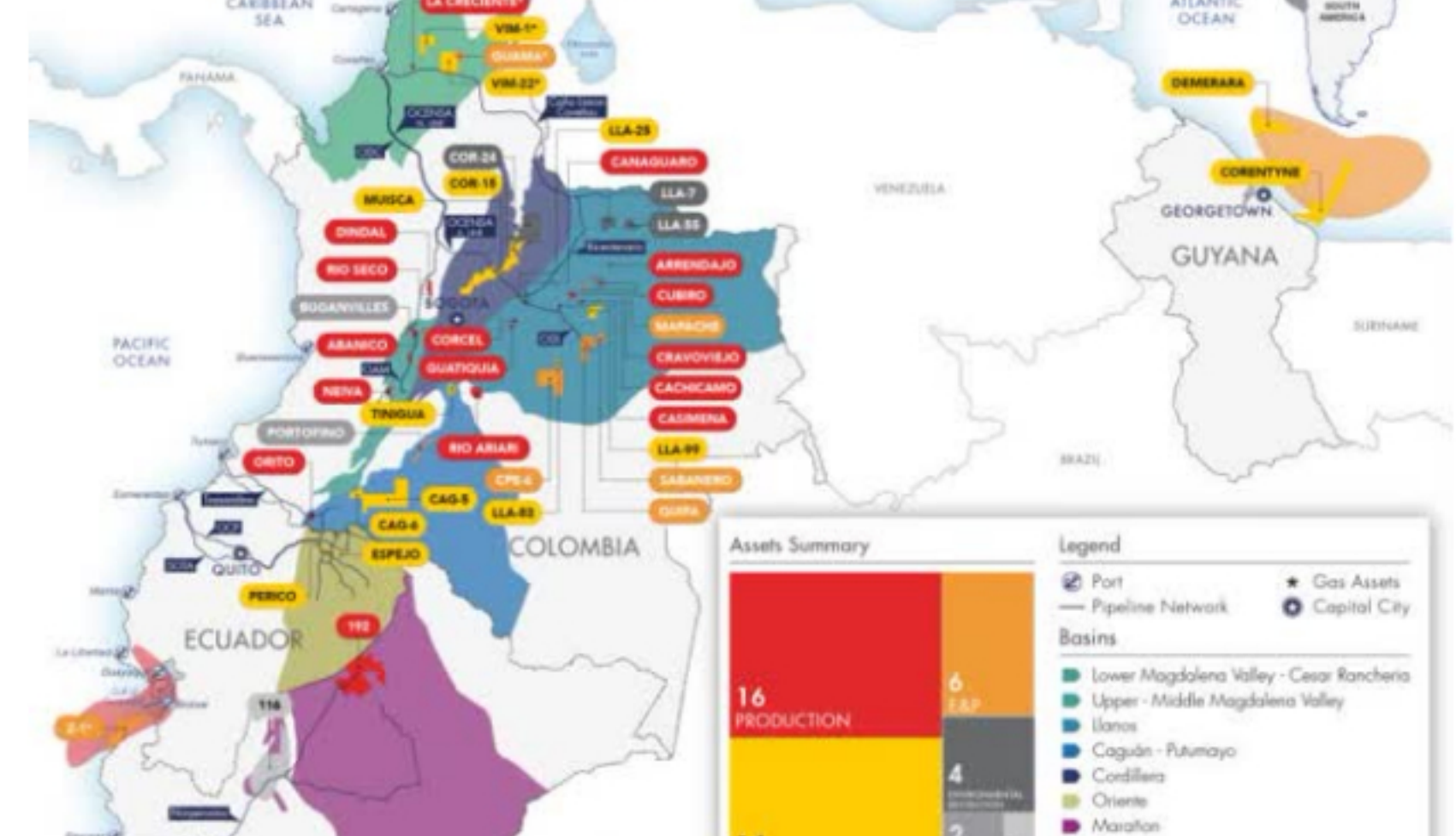
Las reservas de **petróleo** se han visto afectadas desde principios de 2020 debido al impacto económico de la pandemia de coronavirus en la demanda de energía y el estallido de una guerra de precios entre Rusia y Arabia Saudita. Si bien el **petróleo** se ha recuperado para ver a Brent cotizando a más de \$ 40 por barril, esto, junto con una mala perspectiva para el **petróleo** y el gas natural, está afectando fuertemente las reservas de energía. El **petróleo** todavía está por debajo del precio de equilibrio para muchos productores de **petróleo** aguas arriba, lo que significa que están bombeando crudo con pérdidas.

Si la caída continúa durante un periodo prolongado, dará lugar a una ronda de consolidación y quiebras en una industria que ha estado luchando desde que comenzó la caída prolongada de los precios del **petróleo** a fines de 2014. Esto ha dejado a muchas acciones petroleras cotizando en mínimos de varios años, creando la oportunidad de adquirir compañías de calidad con valoraciones extremadamente atractivas.

Uno que se destaca es el despreciado **Frontera Energy (OTC: FECF)**. El perforador que surgió de la quiebra de **Pacific Exploration and Production** en 2016 está en camino de desbloquear un valor considerable de sus activos energéticos una vez que los precios del **petróleo** suban. Parece muy barato, debido a una interpretación errónea fundamental del riesgo, por lo que ahora es el momento de comprar.

Activos infravalorados diversificados

La clave del atractivo de Frontera como inversión es su cartera diversificada de activos petroleros sudamericanos de calidad ubicados en Colombia, Ecuador, Perú y Guyana.



Fuente: presentación de Frontera Mayo 2020.

La superficie colombiana de Frontera es el foco de sus operaciones con 96% o 152,169,000 barriles de sus reservas de **petróleo** probadas y probables (2P) y bombeando casi el 92% de su producción.



Una razón clave para comprar Frontera es que está cotizando con un gran descuento en el valor del activo neto de sus reservas netas de **petróleo** 2P, que se estimaron en un total de casi 158 millones de barriles a fines de 2019. Se determinó que esas reservas netas de **petróleo** tenían un valor presente neto después de impuestos descontado en un 10% de \$ 2.1 mil millones a un precio Brent promedio a 10 años de \$ 73.82 por barril, que es 75% mayor que el precio spot actual.

Después de deducir los pasivos a largo plazo, incluidas las deudas, arrendamientos y obligaciones de retiro de activos, Frontera tiene un NAV de \$ 19.21 por acción, como lo ilustra el siguiente cuadro.

| Frontera | |
|----------------------------------|-----------------|
| 2P Oil Reserves After-tax NPV 10 | \$2,118,861,000 |
| Cash | \$265,009,000 |
| Long-term Liabilities | \$518,839,000 |
| After-tax NAV | \$1,865,031,000 |
| Diluted Shares | 97,100,000 |
| After-tax NAV per Diluted Share | \$19.21 |
| Stock Price | \$2.44 |
| Potential Upside | 687.19% |

Fuente: trabajo del autor. Fuente: Presentación corporativa de Frontera en mayo de 2020, Declaración de reservas de Frontera el 31 de diciembre de 2019 e informe del primer trimestre de 2020.

Notas:

- Efectivo: efectivo y equivalentes de efectivo al final del 1T20.
- Pasivos a largo plazo: pasivos totales a largo plazo (deuda, arrendamientos y costos de desmantelamiento) al final del 1T20.
- El VAN-10 se calculó utilizando un precio Brent promedio de 10 años de \$ 73.82 por barril.

El NAV después de impuestos de Frontera es 7,8 veces mayor que su precio de mercado actual, lo que indica que hay una ventaja considerable por delante.

Motivos principales de la desconexión de valoración

Frontera cotiza con un tremendo descuento sobre su NAV, lo que indica que el mercado está valorando la bancarrota del productor y productor de **petróleo** intermedio. Si bien abundan los riesgos considerables, la mayor parte del mercado está siendo sobreexplotada y mal percibida, por una variedad de razones como se discute a continuación.

Supuestos del valor presente neto

Un factor clave es que el VAN10 de Frontera se calculó utilizando un precio Brent que es significativamente más alto que el precio actual del mercado. Para 2020, se utilizó un precio Brent supuesto de \$ 66.33 por barril, que es 55% mayor que el precio actual de mercado de \$ 42.69, para 2021 que se eleva a \$ 67.94.

Otra cuestión clave es que solo el 26% de las reservas netas de **petróleo** 2P de Frontera se clasifican como probadas desarrolladas y el resto como reservas probadas no desarrolladas y probables. Existen riesgos considerables asociados al desarrollo de reservas de **petróleo** hasta el punto en que comienzan a producir y no hay garantía de que sean económicos para operar, especialmente en el entorno operativo incierto actual.

Esas reservas probadas desarrolladas, utilizando los mismos supuestos que se mencionan anteriormente, le dan a Frontera un NAV después de impuestos de \$ 5.86 como lo demuestra la tabla a continuación.

| Frontera | |
|--|---------------|
| Proved Developed Oil Reserves After-tax NPV 10 | \$823,239,000 |
| Cash | \$265,009,000 |
| Long-term Liabilities | \$518,839,000 |
| After-tax NAV | \$569,409,000 |
| Diluted Shares | 97,100,000 |
| After-tax NAV per Diluted Share | \$5.86 |
| Stock Price | \$2.44 |
| Potential Upside | 140.33% |

Eso es 2,4 veces mayor que el precio actual de las acciones de Frontera, lo que pone de relieve la considerable ventaja para los inversores en función del valor de sus reservas probadas de **petróleo** desarrollado.

Pandemia de coronavirus

La escasez de **petróleo** y la pandemia de coronavirus obligaron a Frontera a recortar el gasto de capital en 2020, reduciéndolo en aproximadamente un 70% a un rango de \$ 80 millones a \$ 100 millones, redujo su producción anual estimada y suspendió su orientación para 2020. Frontera también ha cerrado alrededor de 15,000 barriles diarios de producción, lo que no es económico en el entorno operativo actual. Eso afectará sus ganancias anuales.

Planea reiniciar esos pozos una vez que los precios del **petróleo** suban a un nivel en el que los activos sean económicos para operar. Esto fue responsable de que la producción de **petróleo** del primer trimestre de 2020 cayera un 6% interanual a 63.572 barriles diarios. Esto fue mayor que la guía anual revisada de Frontera de marzo de 2020 de 55,000 a 60,000 barriles diarios. El EBITDA cayó 70% año tras año a \$ 44 millones debido a la menor producción de **petróleo** y los precios fuertemente más débiles.

Esos factores crean una incertidumbre considerable y pesan mucho en la valoración a corto plazo de Frontera. Cuando se considera que Brent se cotiza con un descuento del 16% a su precio promedio del primer trimestre de 2020 de \$ 50.82 y que el precio de referencia del **petróleo** colombiano Vasconia se negocia a alrededor de \$ 3.50 por barril de descuento a Brent, las ganancias del segundo trimestre de Frontera serán más débiles.

Mayor riesgo de productos básicos

Una inversión adicional a entender es que el mercado percibe que Frontera es una inversión de alto riesgo. Sin embargo, Frontera ha implementado una variedad de estrategias para mitigar el impacto del duro entorno operativo que ahora existe.

Entre los más importantes está su estrategia de cobertura. Frontera tiene un promedio 21,000 de su producción diaria para el resto del 2020 cubierto, lo que puede generar hasta \$ 57 millones de ingresos a un precio fijo de Brent de \$ 30 por barril. Esto ayudará a proteger las ganancias de la compañía durante el resto del año, particularmente si los precios del **petróleo** se mantienen suaves.

Otro aspecto notable es el sólido balance de Frontera. Terminó el primer trimestre con un notable \$ 265 millones en efectivo y equivalentes de efectivo, dando a Frontera una considerable liquidez en un momento vital.

Más importante aún, Frontera tiene una cantidad modesta de deuda en una industria donde muchas compañías llevan cargas onerosas de deuda. Al final del primer trimestre, la deuda a largo plazo fue de \$ 332 millones y las obligaciones de arrendamiento agregaron otros \$ 32 millones por un total de \$ 364 millones. Eso es solo 0.75 veces el EBITDA operativo de doce meses, lo que indica que incluso en el duro entorno operativo actual, la deuda a largo plazo de Frontera es manejable.

Cabe destacar que no hay vencimientos hasta 2023, lo que le da a Frontera un tiempo considerable para beneficiarse de la tan esperada recuperación de **petróleo** y acumular suficiente efectivo para cumplir con esas obligaciones financieras.

Por estas razones, la deuda a largo plazo de Frontera no representa una amenaza material para su capacidad de seguir siendo una preocupación constante durante la actual caída del precio del **petróleo**.

Reputación empañada

Frontera surgió de la bancarrota de Pacific Exploration and Production en 2016, que era el nuevo nombre de los desafortunados y mal gestionados Pacific Rubiales. Pacific Rubiales implosionó después de que los precios del **petróleo** colapsaron a fines de 2014 y perdieron su interés en el campo Rubiales, a **Ecopetrol** (NYSE: EC), de propiedad estatal, que era responsable de una gran proporción de sus reservas y producción de **petróleo**.

Esos factores, junto con años de mala administración y excesos en la sala de juntas, causaron el colapso de Pacific Rubiales. A pesar de una compañía completamente reestructurada y un nuevo equipo directivo, esto continúa generando un sentimiento negativo considerable con respecto a Frontera.

Riesgo geopolítico elevado

Además de eso, existe una percepción excesiva de riesgo relacionado con la operación en Colombia, que durante décadas ha sido desgarrada por conflictos y conflictos civiles. El tratado de paz de 2016 con el grupo guerrillero más grande, las FARC, redujo significativamente el riesgo de seguridad para las compañías petroleras.

Su seguridad operativa se vio reforzada por el compromiso del presidente Ivan Duque de proteger la industria energética de Colombia debido a su naturaleza crítica para la economía.

El **petróleo** es la mayor exportación de valor de Colombia, un impulsor clave de los ingresos fiscales y contribuyente al PIB. Como resultado, Duque se ha comprometido a proporcionar a la industria exenciones para reforzar su capacidad de gestionar el difícil entorno operativo creado por las presiones más bajas del **petróleo**, la pandemia y los riesgos de seguridad. La seguridad de los campos petroleros, tuberías y otras infraestructuras se ha reforzado para disuadir los ataques de grupos armados ilegales, reduciendo así la posibilidad de interrupciones.

Otros riesgos para la tesis de inversión.

Frontera enfrenta los riesgos habituales asociados con un explorador y productor de **petróleo** intermedio intermedio que incluye:

- Riesgo de exploración: donde la superficie de exploración de la empresa no funciona como se esperaba, al no proporcionar reservas y producción de **petróleo** económicamente viables. Es un peligro muy real en el difícil entorno operativo actual dominado por un **petróleo** mucho más débil.
- Riesgo de producción: siempre existe el riesgo de interrupciones operativas que podrían provocar la caída de la producción. Estos pueden ser provocados por fallas en el equipo, disturbios civiles y reservorios que no funcionan como se esperaba debido a problemas geológicos y tasas de disminución más altas de lo esperado.
- Commodity price risk - oil is a volatile commodity subject to the law of supply and demand. It has been caught in a protracted price slump since late-2014 because of a global supply glut. As witnessed earlier this year with the OPEC production cut deal failing and the looming threat of a price war between Saudi Arabia and Russia, its price is influenced by a range of geopolitical factors.

por una serie de factores geopolíticos.

Además de los riesgos habituales que pueden afectar las operaciones y la rentabilidad de un productor de petróleo aguas arriba, Frontera enfrenta algunos riesgos específicos porque la mayoría de sus reservas y producción de petróleo se encuentran en Colombia.

Esos riesgos son esencialmente los mismos para otros perforadores aguas arriba que operan en Colombia como Parex (OTCPK: PARXF). Cubrí la mayoría de esos riesgos en mi artículo de enero de 2020 sobre Parex, disponible aquí.

Línea de fondo

Frontera, a pesar de comenzar a ofrecer valor a los accionistas, está luchando por escapar de su pasado. Eso, junto con las malas perspectivas volátiles para el crudo y el hecho de que la mayoría de sus reservas y producción de petróleo se encuentran en Colombia, está creando una percepción de riesgo exagerada. Esto hace que Frontera opere con un gran descuento en su NAV, que es casi ocho veces mayor que su valor de mercado.

Cuando eso se combina con la considerable superficie de exploración de Frontera y, por lo tanto, al alza, un balance sólido y reservas de calidad, es un juego contrario extremadamente atractivo en el petróleo más alto. A un valor justo indicativo de \$ 19.21 por acción para el NAV después de impuestos de Frontera, está claro que existe un amplio margen de seguridad y que la ecuación de recompensa de riesgo está a favor de los inversores.

Divulgación: no tengo / tenemos posiciones en ninguna de las acciones mencionadas, pero puedo iniciar una posición larga en FECF durante las próximas 72 horas. Escribí este artículo yo mismo y expreso mis propias opiniones. No recibo compensación por ello (aparte de Seeking Alpha). No tengo ninguna relación comercial con ninguna compañía cuyas acciones se mencionan en este artículo.

Me gusta este artículo

Comentarios (0) + Track comments • Ordenar por El más n...

Añade tu comentario

¿No estás de acuerdo con este artículo? Envía el tuyo. Para informar un error de hecho en este artículo, haga clic aquí. ¡Sus comentarios nos importan!