

18 de marzo de 2022

Pampa Energía SA

Pampa es la empresa de energía integrada líder de Argentina que de manera directa y a través de sus subsidiarias tiene presencia en cuatro segmentos de negocio: generación eléctrica; exploración y producción de gas y petróleo; petroquímica y; transporte y refinería. De esta manera, la compañía cubre casi toda la cadena de valor del gas y la electricidad. Además, a través de sus exportaciones, Pampa participa en los mercados energéticos de Chile, Uruguay, Ecuador, Bolivia y Estados Unidos.

En el segmento de generación eléctrica opera tres plantas hidroeléctricas, tres parques eólicos y nueve centrales de generación térmica. Esto le otorga una capacidad instalada de 4.970 MW (el equivalente al 12% de la generación eléctrica de Argentina). La empresa está en proceso de ampliación para alcanzar los 5.331 MW, lo que la convertirá en una de las cuatro generadoras más grandes del país.

Central	Tipo	Ubicación Geo.	GWh
HINISA	Hidroeléctrica	Mendoza	467
HIDISA	Hidroeléctrica	Mendoza	325
HPPL	Hidroeléctrica	Neuquén	550
PEMC	Eólica	Buenos Aires	367
PEPE II	Eólica	Buenos Aires	215
PEPE III	Eólica	Buenos Aires	256
CTLL	Térmica	Neuquén	4682
CTG	Térmica	Salta	392
CTP	Térmica	Salta	53
CPB	Térmica	Buenos Aires	312
CTPP	Térmica	Buenos Aires	299
CTIW	Térmica	Buenos Aires	301
CTGEB A	Térmica	Buenos Aires	8594
EcoEnergía	Térmica	Buenos Aires	75
CTEB	Térmica	Buenos Aires	546
Total			17.434

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En cuanto al segmento de Gas y Petróleo, la compañía se ubica como el sexto productor gasífero de la Argentina, habiendo alcanzando un nivel de producción en 2021 de 8 millones de m³/d de gas natural y de 4,7 mil boe/d de petróleo. Los negocios en los cuales participa Pampa y sus subsidiarias son los siguientes:

Áreas de Pampa	Total Kboe/día	% Gas	Cuenca	Participación	Operador	Vto. Lic.
El Mangrullo	32,6	100%	Neuquina	100,00%	Pampa	2053
Sierra Chata	3,2	98%	Neuquina	45,55%	Pampa	2053
Río Neuquén	7,7	93%	Neuquina	33,07%	YPF	2027
Ricón del Mangr.	3,1	98%	Neuquina	50,00%	YPF	2052
Anticlinal Campa	0	100%	Neuquina	15,00%	OilStone E.	2026
Est. Fernández O	0	93%	Neuquina	15,00%	YPF	2026
Río Limay Este	-	na	Neuquina	85,00%	Pampa	2040
Veta esc. Rincón	-	na	Neuquina	55,00%	Pampa	2027
Gob. Ayala	0,9	0%	Neuquina	22,51%	Pluspetrol	2036
Aguarague	1,1	82%	Noroeste	15,00%	Tecpetrol	2027
Los Blancos	0,3	0%	Noroeste	50,00%	High Luck G.	2045
La Tapera	0	0%	Golfo San J.	35,67%	Tecpetrol	2027
EL Tordillo	2,6	5%	Golfo San J.	35,67%	Tecpetrol	2027
Total Áreas Producción	51,8	91%				
Pava Negra Este	0	100%	Neuquina	42,50%	Pampa	2019
Las Toscanas Nor	n.d.	n.d.	Neuquina	90,00%	Pampa	2023
Río Atuel	n.d.	n.d.	Neuquina	33,33%	El Trebol	2020
Borde del Limay	n.d.	n.d.	Neuquina	85,00%	Pampa	2015
Los Vertices	n.d.	n.d.	Neuquina	85,00%	Pampa	2015
Total Áreas Exploración	0	100%				
Total Producción	51,8	91%				

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Por su parte, el segmento de Petroquímica es consecuencia de la integración vertical de las operaciones de gas de la compañía. En este negocio, Pampa opera tres plantas que producen 160 mil toneladas (tn) de estireno, 55 mil tn de caucho sintético y 65 mil tn de poliestireno, con una participación en el mercado local del 91% al 99% y exportaciones del 41% de las ventas.

Finalmente, el segmento de Transporte y refinería está asociado al holding de Pampa. El mismo está compuesto por; el 29,2% en Transportadora de Gas del Sur (TGS), la mayor transportadora de gas del país, la cual cuenta con 9.231 km de gasoductos y una planta de líquidos de gas natural con una capacidad de producción de 1 millón de tn anuales; el 26,3% en Transener, empresa que opera y mantiene el 86% de la red de transmisión en alta tensión del país y; el 28,5% en Refinor, compañía de refinería de petróleo con capacidad de 25,8 kb diarios y 92 estaciones de servicio ubicadas en el noroeste del país.

En lo que respecta al capital social emitido, el grupo controlante posee el 26.5% de la totalidad de las acciones. El restante 73.5% es de oferta pública y flota en las bolsas de Nueva York y Buenos Aires (22.4% se encuentra en manos de la ANSES). Estos porcentajes surgen luego de que la compañía a partir de 2018, aprovechando la

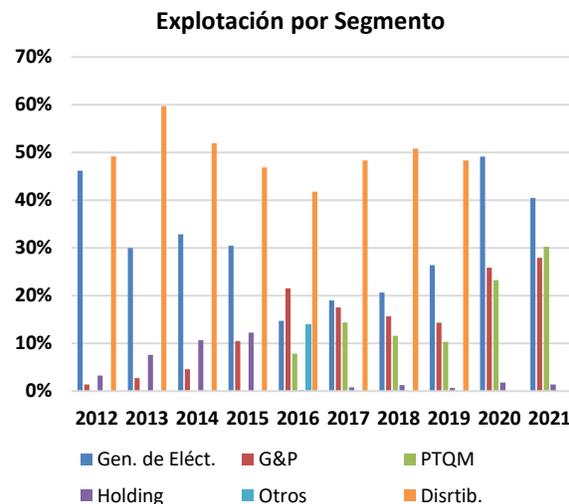
volatilidad del mercado hasta la fecha, llevo adelante un agresivo plan de recompra de acciones por un total de hasta USD 120 millones, el equivalente al 10% del capital social emitido.

Resultados consolidados

Para el presente análisis, los resultados, activos y pasivos de la compañía se han valuado en dólares al tipo de cambio mayorista.

En 2021, Pampa se desprendió del segmento distribución a través de la venta de la totalidad del paquete accionario de Edenor SA. Si bien este negocio le significó históricamente un 50% de sus ingresos promedio, la venta forma parte de un plan estratégico que tiene como objetivo focalizar las inversiones en negocios con menor regulación y mayores márgenes operativos.

En este sentido, en el gráfico a continuación, se puede apreciar como Pampa fue canalizando sus inversiones en el tiempo, poniendo foco en desarrollar reservas no convencionales de gas natural y aumentar la capacidad instalada para la generación de energía eléctrica para alcanzar la su producción comprometida bajo el Plan GasAr.

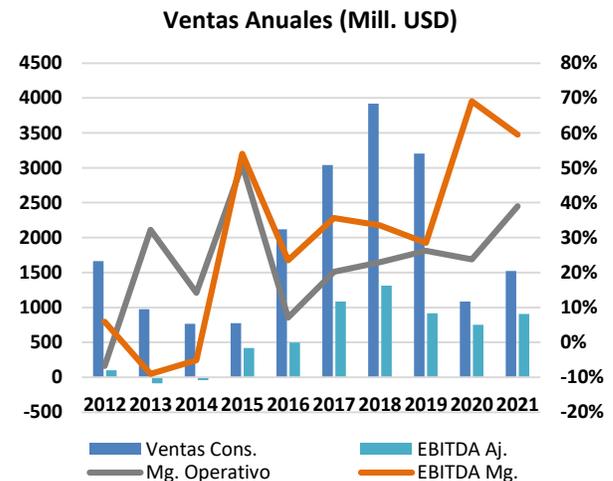


Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Al cierre del último balance de diciembre de 2021 la empresa tuvo ventas netas por USD 1.520

millones, lo que significó un 40% más comparado al cierre del ejercicio anterior pero un 53% menos que en 2019. Los resultados cambian cuando se observa el flujo operativo, en este aspecto el EBITDA ajustado para el ejercicio 2021 fue de USD 905 millones, un 21% más que en 2020 y solo un 1% menos que en 2019. Es esta línea, el resultado operativo consolidado de 2021 fue de USD 567 millones, un 130% más que en 2020 y tan solo un 30% menos que en 2019 cuando todavía se consolidaba el segmento de distribución. En consecuencia, los márgenes de EBITDA ajustado y del resultado operativo sobre el nivel de ventas se posicionan en el nivel de 60% y 39% respectivamente, muy por encima de los niveles de los años previos a 2019.

Pampa Energía (USD Mill.)	2021	2020	Var (%)	2019	Var (%)
Ingresos	1.520	1.086	40%	3205	-53%
EBITDA Aj.	905	750	21%	915	-1%
Resultado operativo	593	258	130%	842	-30%
EBITDA Margen	60%	69%	(950) pb	29%	3100 pb
Margen operativo	39%	24%	1527 pb	26%	1274 pb



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Resultados por segmento

Segmento de Generación Eléctrica. La compañía desde el 2018 ocupa el primer puesto entre los generadores privados del país. Las ventas anuales del segmento se incrementaron un 17% a USD 656 millones en comparación con los USD 559 millones del ejercicio finalizado en 2020. A su vez, gracias a las inversiones efectuadas en los últimos

años, los ingresos de esta unidad de negocio representaron el 40% de los ingresos totales de la empresa, pero aportaron el 52% del total del EBITDA ajustado.

El aumento en los ingresos se debió principalmente a la puesta en servicio del segundo ciclo combinado de la central térmica Genelba, la central más grande del país la cual se encuentra bajo los contratos remunerados de largo plazo PPA (Purchase Power Agreement) con CAMMESA. A su vez, los ingresos por reconocimiento del combustible propio en el costo variable de producción se incrementaron, sumado al mayor costo del gas debido al Plan Gas.Ar. Dichos efectos fueron parcialmente compensados por la finalización de los PPA en las centrales de Loma la Lata (Neuquén) y Piquirenda (Salta). Por otra parte, en 2022 la empresa planea concluir con el cierre del ciclo combinado de Ensenada Barragán, que permitirá adicionar 280 MW a dicha central, elevando su nivel de despacho gracias al consumo eficiente del combustible.

A su vez, a fines del 2021 en respuesta a las distintas medidas del Gobierno para incentivar el ingreso de nuevos proyectos de energías renovables, Pampa se comprometió a una inversión por USD 130 millones para expandir el Parque Eólico PEPE III en 81 MW, estimando su habilitación para mediados del 2023. PEPE III es uno de sus tres parques eólicos, ubicados en el sur de la provincia de Buenos Aires y se encuentran bajo el programa MAT ER (Mercado a término de Energías Renovables) el cual contempla que la energía que produzcan se comercializará a través de los contratos PPA antes mencionados.

Segmento Gas y Petróleo. En 2021 las ventas ascendieron a USD 453 millones lo que representó un incremento del 54% en comparación con los USD 294 millones del ejercicio 2020. Este segmento aportó el 28% de las ventas totales de la compañía e igual porcentaje de contribución de EBITDA ajustado.

Dicha variación se explicó principalmente por el aumento en los precios del gas y petróleo y, en menor medida, por el incremento en los volúmenes comercializados de gas.

El precio promedio de venta del gas, incluyendo el efecto de los subsidios del Plan Gas.Ar, fue de USD 3,6/MBTU para el ejercicio 2021, 61% superior a los USD 2,2/MBTU registrados en el ejercicio 2020. Esto fue impulsado por el Plan Gas.Ar, tras un 2020 afectado por la pandemia y la coyuntura del sector. En 2021 se perforaron 64 pozos (27 gasíferos y 37 petrolíferos) y se completaron 66 pozos (32 gasíferos y 34 petrolíferos).

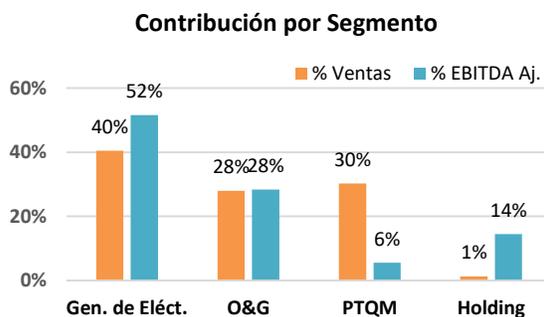
En 2021, Pampa obtuvo permisos para exportar gas a Chile en condición firme por un volumen máximo de 1,5 millones de m³/d (según estación del año). Asimismo, cuenta con permisos para exportar gas a Chile, Brasil y Uruguay en condición interrumpible.

Por su parte, el precio promedio de venta de petróleo en 2021 fue de USD 58,8/bbl o un 51% superior en comparación con el 2020, principalmente explicado por la suba de los precios internacionales. A su vez, la producción de petróleo alcanzó los 4,7 kbb/día, un 6% de superior al 2020. Asimismo, durante el 2021 Pampa logró mantener su rol exportador de crudo, representando el 26% de la producción.

Segmento Petroquímica. El 2021 fue un año con excelente performance. Pampa alcanzó el récord de volumen exportado de caucho y poliestireno, como también ventas locales de estireno y bases octánicas a niveles superiores a los de la pre-pandemia. Las ventas en 2021 ascendieron a USD 490 millones, un 84% más que en 2020 y un 53% más que en 2019. Este esta unidad de negocio aportó el 30% de las ventas totales, aunque solo representó el 6% del EBITDA ajustado de la compañía. Dicha variación se debió principalmente a una mejora sustancial en los precios de referencia, tanto local como

internacional, y a la recuperación de la demanda, principalmente en el mercado local.

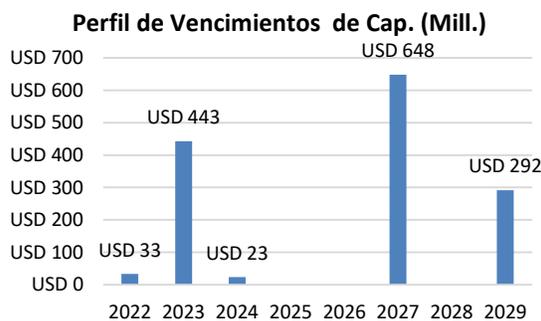
Segmento Holding. Las ventas totalizaron los USD 22 millones para 2021 comparado a los USD 20 millones de 2020. Dicha variación se explicó principalmente por las mayores ganancias por la participación en TGS y OCP, parcialmente compensada por menores ganancias en Transener. Este segmento aportó el 2% de las ventas, pero dada su complementariedad a la integración del negocio contribuyó al 14% del EBITDA ajustado de la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Perfil de Deuda

Al cierre del último balance Pampa totalizó una deuda financiera por USD 1.439 millones (USD 175 millones menos vs. cierre del 2020). El 93% de la deuda está integrado por tres obligaciones negociables con vencimientos en 2023, 2027 y 2029. El promedio de tasas de interés es de 7,8% y se encuentra el 99% denominada en la misma moneda. A su vez, la vida promedio de la deuda financiera es de 4,4 años.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En términos de deuda neta (deuda menos efectivo y equivalentes) la reducción año contra año fue del 24% alcanzando en 2021 los USD 871 millones. La compañía canceló deuda sin tomar nuevo endeudamiento e incrementó su posición de caja un 22% con respecto a 2020. De este modo, Pampa alcanzó un apalancamiento neto de 1x veces su nivel de EBITDA aj., lo que implica que en tan solo un ejercicio la empresa podría cubrir la totalidad de su deuda neta. A su vez, posee una cobertura de intereses anuales de 6.6x veces su EBITDA ajustado.

Pampa Energía (USD Mill.)	2021	2020	Var (%)	2019	Var (%)
Deuda Financiera Total	1.439	1.612	-11%	1.973	-27%
Caja y equivalentes	567	467	22%	590	-4%
Deuda Neta	871	1.146	-24%	1.383	-37%
EBITDA Aj.	905	750	21%	915	-1%
Deuda Neta/EBITDA	1,0	1,5	-0,6	1,5	-0,5
Intereses	137	189	-28%	138	-1%
EBITDA /Intereses	6,6	4,0	2,66	6,6	-0,01

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

No obstante, como se aclaró en el inicio del informe, las estimaciones anteriores se realizaron según resultados, activos y pasivos al tipo de cambio oficial. Si tratamos de estresar las variables, teniendo en cuenta que la compañía cuenta con caja en dólares, pero con activos financieros que pueden ser realizables tanto en pesos como en dólares y suponemos un escenario en que se le impida a la compañía acceder al mercado mayorista a fin de realizarlos y deba liquidarlos al tipo de cambio contado con liquidación. El EBITDA se reduciría a USD 815 millones, y la caja pasaría a ser aproximadamente USD 341 millones. Aun así, Pampa conservaría la misma envidiable posición financiera ya que su apalancamiento neto aumentaría tan solo a 1.3x y la cobertura de intereses se reduciría a 6x el nivel de EBITDA ajustado.

Renta Fija

Desde el punto de vista crediticio, cabe destacar que en 2021 la agencia Fitch Ratings subió las calificaciones de Pampa en escala global de "CCC" a "B-" y en escala local de "AA-" a "AA" para el largo plazo debido a la resiliencia de la Compañía a pesar del desafiante entorno macroeconómico

y sumada la disminución del riesgo regulatorio por la venta del control en Edenor.

A la fecha la compañía tiene tres bonos "Hard dollar". El primero con vencimiento en 2023, mínimo de 1.000 nominales y cupón del 7.375%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 98%, tiene TIR de 7.9%, duración de 1.3 años, pagos de renta semestral y amortización al vencimiento.



La segunda obligación negociable es con vencimiento en 2027, mínimo de 150.000 nominales y paga un cupón del 7.5%. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 86%, tiene TIR de 10.8%, duración de 4.4 años, pagos de renta semestral y amortización al vencimiento.



La última obligación negociable es con vencimiento en 2029, mínimo de 150.000 nominales y paga un cupón del 9.125%. El bono

cotiza clean (cable) en niveles de 88%, tiene TIR de 10.8%, duración de 5 años, pagos de renta semestral y amortización al vencimiento.



Fuente: Bloomberg.

Renta Variable

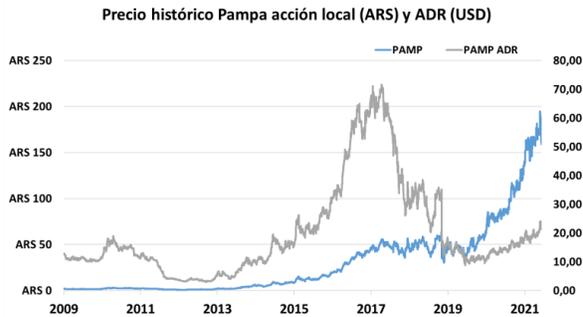
En los últimos años la cotización de la acción de Pampa no estuvo ajena a los vaivenes del mercado argentino y la fuerte influencia del difícil contexto macro local. De todas formas, observando el rendimiento en pesos desde las elecciones PASO 2019, el rendimiento de la compañía superó en más de 10.000 puntos básicos al Merval, esta diferencia se acrecentó sobre todo a partir de finales de 2021, momento el cual se aceleró la devaluación del tipo de cambio oficial y aumentaron fuertemente los precios internacionales del gas y petróleo.

Rendimiento Pampa vs. S&P Merval desde Paso 2019



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

En precios históricos, el ADR en USD de Pampa está mostrando una interesante recuperación desde mínimos alcanzados al inicio de la pandemia en 2020 aunque su valor sigue lejos a los previos a las PASO 2019.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Por otra parte, realizando una valuación relativa a través de múltiplos, Pampa presenta un ratio de Precio/Ganancias alineado con la industria de la generación eléctrica en Latinoamérica. Sin embargo, comparando Enterprise Value/EBITDA la compañía se muestra subvaluada.

Compañía	País	Cap. (bill. USD)	P/E	P/B	EV/EBITDA
Pampa Energía	Argentina	1,24	8,68	1,28	4,96
Centrais Electricas	Brasil	10,38	8,22	0,70	9,00
Energisa Mato Grosso	Brasil	3,51	15,42	6,42	11,24
Eneva	Brasil	3,00	10,58	1,78	10,52
Enel Chile	Chile	1,48	10,33	0,80	5,76
Cia Energetica SP	Brasil	1,44	3,51	0,98	11,66
Colbun	Chile	1,40	2,56	0,51	5,87
EQTL Maranhao	Brasil	1,30	7,88	2,11	5,81
Celsia	Colombia	1,21	14,86	0,99	7,92
Mediana			9,28	0,99	8,46
Promedio simple			9,17	1,79	8,47
Prom. pond. s/ capitalización			9,42	1,79	9,07

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Perspectivas

La empresa sabe adecuarse a entornos difíciles, posee sólidos ratios financieros y una caja que le permitiría sortear los obstáculos que le presente en la complicada coyuntura local.

Los bonos corporativos de Pampa son sin duda para tener en cartera. A pesar de la reciente suba de las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de los EEUU, su bono con lámina mínima de 1.000 se mantiene firme con cotizaciones cercanas a la par. Por su parte, los bonos más largos tienen un

interesante retorno esperado cercano al 11%, pero con mínimos demasiados altos para una cartera particular.

En lo que respecta a su acción, Pampa demuestra tener lugar para más recorrido, su valor está muy por debajo a sus precios históricos. Su fuerte nivel de integración y su estrategia de expansión sobre segmentos desregulados, con dolarización parcial de flujos, son grandes ventajas a la hora de elegir papeles locales. La aceleración de la devaluación, en suma, al contexto de fuerte escasez global de energía, le agrega también mayor atractivo.

Buen fin de semana.

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