

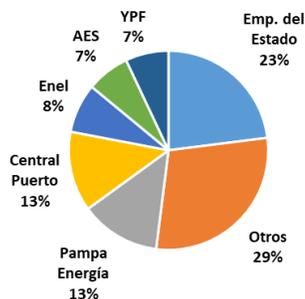
16 de junio de 2023

Pampa Energía S.A.

Pampa Energía es una compañía argentina líder del sector energético. Está totalmente integrada, de manera directa y a través de sus subsidiarias cubre casi toda la cadena de valor de gas y electricidad de nuestro país. Divide sus segmentos en: generación eléctrica, producción de gas y petróleo (O&G), petroquímica, y negocios holding.

En generación opera 3 plantas hidroeléctricas, 5 parques eólicos y 9 centrales térmicas, totalizando una capacidad instalada de 5.366 MW, el 13% de la generación de Argentina. Luego de Central Puerto (tras su reciente compra de Enel) es la empresa privada más importante del sector.

Generación eléctrica Argentina (% MW/tot. 2022)

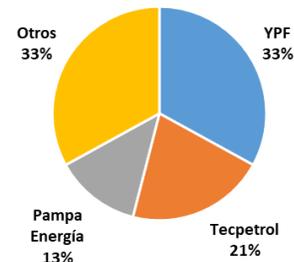


Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En O&G, Pampa es uno de los productores más relevantes, siendo el tercer productor de gas no convencional de Argentina, con el 8% del gas total consumido del país. Pampa tiene presencia en bloques productores ubicados en Neuquén y Río Negro, con 12 áreas productivas y 4 áreas exploratorias. En el primer trimestre de 2023 Pampa alcanzó una producción de 52,4 miles de barriles equivalentes diarios (boe/d) de gas natural y de 5,2 miles boe/d de petróleo. Asimismo, las últimas reservas probadas de Pampa de finales de 2022 ascendieron a 179 millones de boe, 14% mayores a las registradas en 2021 gracias a nuevas reservas *shale* provenientes de Sierra Chata y El Mangrullo. El 94% de las reservas se corresponden a gas y el restante 6% a crudo. Su índice de reposición de

reservas pasó de 1,8 a 2 el último año, manteniendo una vida promedio de 8 años.

Gas no convencional Argentina (mcm/d. 2022)



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En petroquímica, Pampa posee 2 plantas de alta complejidad. Lidera como único productor de estireno, caucho sintético y poliestireno del país. En 2022 el 31% de las ventas fueron exportaciones.

El segmento holding se compone de sus participaciones. Pampa posee el 29,3% de Transportadora de Gas del Sur (TGS) y el 26,3% de Transener. TGS es la mayor transportadora el 60% del gas consumido en el país y es el segundo procesador de GLP (1.120 tn. anuales con el 44% de las ventas en exportaciones en 2022). TGS también se expande como midstream en Vaca Muerta ([ver nuestro último Resumen de TGS](#)). Por su parte, Transener opera el 86% de la red de transmisión en alta tensión del país. Altamente regulada, los vaivenes de los ingresos en pesos de Transener dependen de la política tarifaria.

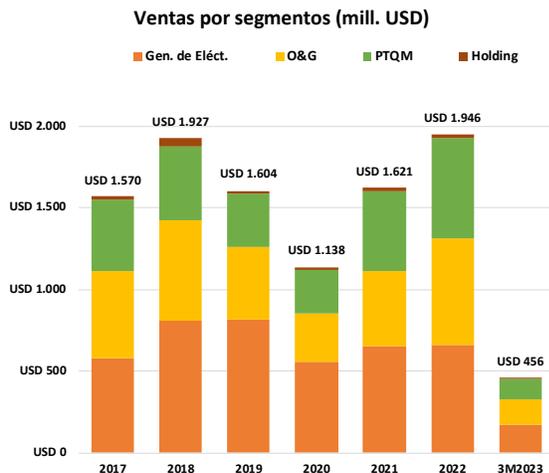
En cuanto a otras participaciones, en septiembre 2022, Pampa vendió su 28,5% de Refinor por USD 5,7 millones, asumiendo una pérdida contable de USD 11 millones. Asimismo, Pampa participa en Oleoducto de Crudos Pesados (OCP) de Ecuador. Con una extensión de 485 km, OCP puede transportar hasta 450 mil barriles diarios. En mayo de este año a cambio de USD 15 millones Pampa adquirió mayor participación, pasando a poseer el 59,7% del total accionario.

El 26% de las acciones de Pampa está en manos de su management liderado por Marcelo Mindlin, el 22% es de la ANSES, mientras que el restante 51% flota en las bolsas de New York (PAM) y Buenos Aires (PAMP).

Ventas y Resultados

La información financiera de Pampa adopta el dólar como moneda funcional, por este motivo para el presente análisis, los resultados, activos y pasivos se han valuado en dólares al tipo de cambio mayorista según corresponda a cada periodo. Los últimos estados contables presentados son al cierre del primer trimestre de 2023 con fecha al 31 de marzo de 2023.

Como estimábamos en nuestro informe anterior ([ver anterior Resumen](#)), el ejercicio 2022 finalizó con un importante crecimiento de las ventas como resultado de la expansión productiva de las reservas no convencionales de gas y el aumento de la capacidad instalada en la generación de energía eléctrica. Las ventas en 2022 superaron un 20% a las de 2021. Incluso fueron mayores a las de 2018, si no se consideran los ingresos por distribución de Edenor, participación que Pampa dejó de consolidar en 2021.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Al cierre del 1T2023, Pampa obtuvo ventas netas por USD 456 millones, 5% más que el mismo periodo del 2022 y 31% más que el mismo periodo de 2021.

Analizando los flujos operativos a través del EBITDA ajustado, en el primer trimestre de 2023 Pampa alcanzó los USD 201 millones, esto significó una merma del 10% vs. el mismo periodo de 2022 y casi idéntico valor al alcanzado en 2021. Como viene sucediendo en los últimos trimestres, a pesar del crecimiento paulatino de los ingresos, los márgenes

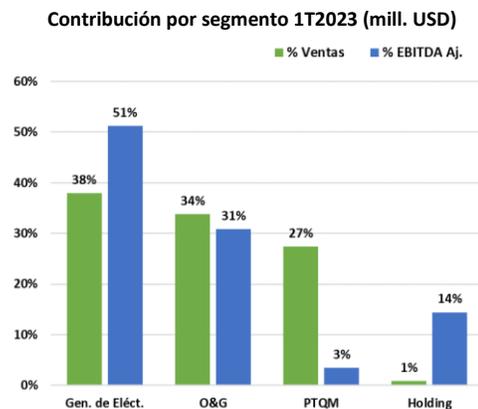
tanto operativos como de EBITDA se deterioran. Asimismo, 2022 significó una caída del margen EBITDA vs. 2021 de 900 puntos básicos. En los últimos trimestres la performance del EBITDA es muy dispar entre los segmentos. La caída se explicó por la fuerte disminución del EBITDA en los segmentos de generación eléctrica y holding, que no logró compensarse con la mejora en petroquímicos y O&G.

USD Mill.	3M2023	3M2022	Var (%)	3M2021	Var (%)	2022	2021	Var (%)
Ingresos	456	436	5%	349	31%	1.946	1.621	20%
R. operativo	129	133	-3%	109	18%	631	579	9%
Mg. operativo	28%	31%	-200pb	31%	-300pb	32%	36%	-300pb
EBITDA Aj.	201	223	-10%	202	0%	907	899	1%
Mg. EBITDA	44%	51%	-700pb	58%	-1400pb	47%	55%	-900pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Resultados por segmento

Observando la contribución por segmento del 1T2023, la generación significó el 38% de los ingresos totales y el 51% del EBITDA ajustado; el petróleo y gas totalizó el 34% de los ingresos y el 31% del EBITDA ajustado; mientras que los petroquímicos significaron el 27% de los ingresos, pero solo el 3% del EBITDA ajustado. Por su parte el Holding contribuyó con un 14% del EBITDA ajustado y al 1% de las ventas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

El segmento de O&G sigue tomando mayor ponderación en las operaciones de la compañía, paso de significar el 26% de las ventas en 2020 a ser el 33% en 2022. Por contrario, en el mismo periodo, la generación paso de ser el 49% a ser el 34% de los ingresos anuales de Pampa.

Generación Eléctrica. Las ventas del 1T2023 totalizaron los USD 173 millones, 4% mayores con

respecto del mismo trimestre del año anterior, y 7% superiores al respecto del 1T2021.

En términos operativos, la generación neta de energía (GWh) se incrementó fuertemente con una suba del 18% al respecto de 2022 (superando la suba del 8% a nivel país) y del 30% al respecto de 2021. En los últimos 12 meses Pampa incorporó 8% de MW en capacidad instalada gracias a la puesta en marcha del Parque Eólico PEPE 3-4, el Parque Eólico PEA y el Ciclo Combinado de la Central Térmica CTEB. A su vez, la empresa tomó posesión del 100% de las acciones del Parque Eólico PEMC, consolidando mayores ventas.

En relación a los precios en dólares, como identificamos en periodos pasados, la caída continua. Los precios promedio USD/MWh cayeron 27% i.a. y los márgenes brutos promedio USD/MWh se debilitaron un 32%. Esto se debió principalmente al fin del PPA en la Turbina Gas de la Central Térmica CTEB. El nuevo contrato PPA para Ciclo Combinado CTEB recién comenzó a operar a finales de febrero. Asimismo, la disponibilidad promedio disminuyó al 93% debido a siniestros, tareas de mantenimiento y pruebas en diversas centrales térmicas durante el 1T2023.

Los contratos por energía base fueron el 69% de los MW operados por Pampa, pero solo representaron el 33% de las ventas del segmento. Como consecuencia de la caída en los precios y la suba en dólares de los costos laborales, el segmento generó USD 103 millones de EBITDA ajustado, 14% menos que el primer trimestre de 2022.

En lo que respecta a las inversiones en la generación de energía, luego de la puesta en marcha del Ciclo Combinado CTEB, Pampa continúa sumando energía eólica. Ya ejecutó el 89% del presupuesto de PEPE 4 (restan incorporar 45 MW en el 2T2023) e inició el proyecto PEPE 6, que busca sumar 140 MW para 2024. El nuevo parque operará en dólares a través del Mercado a Término de Energías Renovables.

G. Elect. (USD Mill.)	3M2023	3M2022	Var (%)	3M2021	Var (%)	2022	2021	Var (%)
Ventas	173	166	4%	161	7%	663	656	1%
R. Operativo	84	97	-13%	91	-8%	336	350	-4%
EBITDA Aj.	103	120	-14%	114	-10%	394	467	-16%
Márgen EBITDA	60%	72%	-1300pb	71%	-1100pb	59%	71%	-1200pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

O&G. En el 1T2023, las ventas de O&G se incrementaron un 12% con respecto del 1T2022 y casi se duplicaron al respecto del 1T2021. La variación se explicó mayormente por el aumento en los precios promedio del gas (+11% i.a.) sumado a una mayor demanda local de petróleo (+14% i.a.). Los precios del gas fueron traccionados por los altos precios de exportación a Chile y la suba de los precios para el abastecimiento de la industria local.

La producción de petróleo aumentó un 2%, mientras que la de gas se mantuvo sin variación con respecto al 1T2022. Al cierre del 1T23 los pozos productivos totalizaron los 812 vs. 895 contra el año anterior. En miles de barriles diarios, la producción de gas significó el 91% de la producción total de hidrocarburos.

Las ventas en el mercado local aumentaron un 27%, mientras que las exportaciones disminuyeron un 9% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Las exportaciones totalizaron los USD 50 millones, el 32% de las ventas del segmento.

Las entregas de gas se destinaron en un 27% a CAMMESA, un 27% abasteció al despacho térmico de generación y petroquímico de Pampa, un 21% al mercado industrial, un 15% fue exportado y el restante 10% fue vendido al segmento minorista. Por su parte, gracias al impulso de la demanda local en detrimento de menores precios exportables, los precios por barril promedio solo cayeron 2% i.a. (USD 67.7/bbl). El 20% del volumen fue exportado, 4 puntos porcentuales menos con respecto al 1T2022.

En lo que respecta al EBITDA el segmento mostró solidez. El EBITDA ajustado creció 11% con respecto al 1T2022. La inflación y los mayores costos de la actividad gasífera y de transporte no impactaron con relevancia en el flujo operativo.

O&G (USD Mill.)	3M2023	3M2022	Var (%)	3M2021	Var (%)	2022	2021	Var (%)
Ventas	154	137	12%	79	95%	646	453	43%
R. Operativo	32	29	10%	0	+	194	130	49%
EBITDA Aj.	62	56	11%	33	88%	347	255	36%
Márgen EBITDA	40%	41%	-100pb	42%	-200pb	54%	56%	-300pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Petroquímica. Las ventas se mantuvieron estables con respecto al 1T2022, cayendo solo 1%. El volumen

total vendido creció un 13%, fuertemente impulsado por productos reforma, pero los precios promedio por tn. cayeron un 12%. Las ventas del mercado local aumentaron un 5%, mientras que las exportaciones cayeron un 12%. El mercado exterior representó el 29% de las ventas del segmento.

El EBITDA tuvo un crecimiento del 17% contra el 1T2022. Las mayores ventas locales de estireno y poliestireno y menores costos de propano compensaron la baja en las exportaciones de caucho y poliestireno y los mayores costos laborales.

PTQM (USD Mill.)	3M2023	3M2022	Var (%)	3M2021	Var (%)	2022	2021	Var (%)
Ventas	125	126	-1%	103	21%	617	490	26%
R. Operativo	6	5	20%	17	-65%	52	45	16%
EBITDA Aj.	7	6	17%	18	-61%	59	50	18%
Márgen EBITDA	6%	5%	100pb	17%	-1200pb	10%	10%	-100pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Holdig. En lo que respecta al EBITDA ajustado, el holding cayó un 29% con respecto al primer trimestre del año anterior.

En TGS el EBITDA ajustado por tenencia fue de USD 28 millones, 30% menos al respecto de 1T2022. La caída se debió a los menores precios internacionales de GLP y la caída de los ingresos por transporte, cuya adecuación tarifaria se dio posteriormente al 1T2023. Esto en suma a los mayores costos laborales y del gas que no lograron compensar los mayores ingresos por midstream en Vaca Muerta.

Por otro lado, la participación de Transener aportó un EBITDA ajustado de USD 10 millones, 4 veces más que el obtenido el 1T2022. Transener se vio beneficiada por la adecuación tarifaria que se inició en enero 2023 (con aumentos del 155% y 154% para Transener y Transba, respectivamente).

Holdig (USD Mill.)	3M2023	3M2022	Var (%)	3M2021	Var (%)	2022	2021	Var (%)
Ventas	4	7	-43%	6	-33%	20	22	-9%
R. Operativo	7	2	250%	1	600%	49	54	-9%
EBITDA Aj.	29	41	-29%	37	-22%	107	127	-16%
Márgen EBITDA	725%	586%	13900pb	617%	10800pb	535%	577%	-4200pb

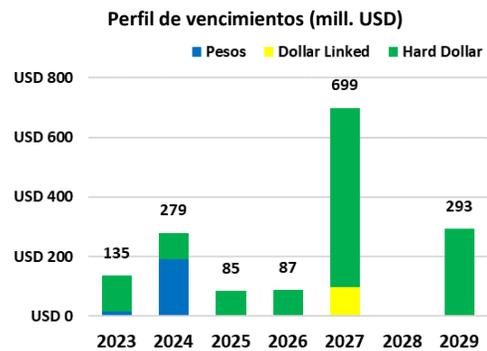
Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Perfil de Deuda

A cierre del 1T2023 2022 Pampa totalizó una deuda financiera por USD 1.671 millones (ajustada por tenencia sin incluir afiliadas). Un 86% de la deuda se

paga en moneda dura y se corresponde mayormente a obligaciones negociables (ON) en USD de Ley NY.

La deuda total aumento un 4% al respecto del cierre del ejercicio 2022, y creció un 15% i.a. En el 1T2023 Pampa emitió ON Clase XV en pesos a tasa variable BADLAR+2% con vencimiento en 2024 por ARS 18,3 millones y reabrió ON Clase XIII Dollar Linked a tasa 0% con vencimiento en 2027 por USD 48,2 millones que había sido emitida a fin de 2022 por USD 49,8 millones. Asimismo, la empresa tomó prefinanciaciones a las importaciones en USD y pagó deudas bancarias. Las nuevas emisiones resultaron en un perfil de vencimientos controlable con una vida promedio de 3,4 años y tasas de interés promedio para la deuda en dolares del 8,5%:



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional

Posteriormente al último cierre, Pampa rescató la totalidad de las ON 2023 Ley NY que habían quedado en circulación por USD 93 millones. Asimismo, emitió la ON Clase XVII BADLAR+2% con vencimiento en 2024 por ARS 5.980 millones para financiar el parque eólico PEPE 6 y aprovechó la alta demanda para emitir la ON hard dollar Ley Argentina Clase XVI al 5% con vencimiento en 2025 por USD 55,7 millones.

Al respecto de la deuda neta al cierre del 1T2023 la misma alcanzó los USD 906 millones, 1% menos que la del cierre 2022 pero 7% más que la totalizada al cierre del 1T2022. La deuda neta se mantiene estable, el mayor endeudamiento al respecto del año anterior fue compensando en parte por el incremento de la caja y los activos financieros en un 27%.

En una proyección conservadora, replicando el EBITDA ajustado de Pampa del primer trimestre para

lo que resta del año, la compañía alcanza un nivel de apalancamiento neto de 1,1x veces, empeorando levemente con respecto al cierre del ejercicio 2022. Esto significa que con algo más de un año de operaciones podría cubrir el pago de toda su deuda. Muy bajo nivel de deuda para un sector que requiere altas inversiones de capital. A su vez, mirando los intereses anuales a pagar, la cobertura del EBITDA frente a los intereses pasa a ser de 5.9x veces, mejorando por la toma de nueva deuda a tasas bajas.

USD Mill.	1T2023	4T2022	Var (%)	1T2022	Var (%)
Deuda Financiera	1.671	1.613	4%	1.452	15%
Caja y Activos Fin.	765	696	10%	603	27%
Deuda Neta	906	917	-1%	849	7%
EBITDA Aj. Anual	804	907	-11%	892	-10%
Deuda Neta/EBITDA	1,1	1,0	0,1	1,0	0,2
Intereses anuales	137	165	-17%	165	-17%
EBITDA/Intereses	5,9	5,5	0,4	5,4	0,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Ahora bien, debido al aumento significativo de las restricciones cambiarias por parte del BCRA es necesario considerar un escenario de mayores restricciones para el acceso al mercado de cambios. Dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio contado con liquidación (CCL) podremos observar que sucedería en caso en que una nueva normativa impida a Pampa obtener dólares a tipo de cambio oficial para hacer frente a sus deudas e intereses en moneda extranjera.

Por el efecto devaluatorio, como la deuda financiera está emitida en dólares en un 86% y la compañía cuenta con caja y activos financieros dolarizados en un 81%, la deuda financiera neta se reduciría a unos USD 861 USD. Los flujos operativos reflejados en el EBITDA caerían 41% por efecto de la brecha cambiaria que promedia el 94% en lo que va del año y llegarían a los USD 475 millones. Las divisas que obtiene Pampa por medio de sus exportaciones de O&G y petroquímicos y de GLP a través de TGS ayudan a contener en parte la caída.

Como resultado del escenario de estrés, el apalancamiento neto de Pampa treparía a niveles del 1.8x y la cobertura de intereses caería a 3.5x. El riesgo de crédito se elevaría, pero sin mayores problemas de liquidez, considerando que la vida promedio de la deuda es de más de 3 años. Pampa tendría varios años para recomponerse de una situación de estrés

cambiario. No hay vencimientos relevantes en moneda dura hasta 2027. El cálculo tampoco considera la licuación de los gastos operativos en pesos que vienen afectando los resultados en todos los segmentos.

Renta Fija

Luego del rescate de la emisión 2023 en junio, Pampa posee 3 ONs hard dollar de Ley NY cotizando en el mercado local e internacional: 2026, 2027 y 2029.

El bono 2026 se emitió como resultado del canje de la ON 2023, paga 9.5% de cupon en forma semestral y amortiza en tres cuotas anuales que inician su pago en dic-24. La duration a vencimiento es de 2.2 años. Su circulante en el mercado es de USD 293 millones y se destaca por poseer mínimos de negociación de solo 1 nominal. Desde su emisión el título se mantiene muy firme. El título cotiza clean cable en 105.5%, con una TIR del 7%, solo 280 puntos básicos por sobre la tasa libre de riesgo de igual duration.



Fuente: Bloomberg.

La ON 2027 emitida en 2017 está dirigida a grandes inversores, posee mínimos de negociación de 150.000 nominales y USD 636 millones en circulación. Paga 7,5% anual semestralmente y es bullet. Su duration a vencimiento es de 3.1 años. El bono cotiza clean (cable) en 93.5%, con una TIR del 9.6%. Naturalmente por su duration tiene mayor volatilidad. Actualmente

operan cerca de valores máximos, estando cerca de su TIR más baja negociada post-crisis del 2018 del 9%.



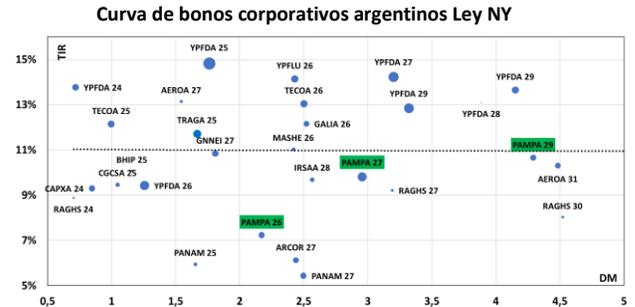
Fuente: Bloomberg.

Por último, el bono 2029 paga cupones semestrales del 9.125% y amortiza a vencimiento. Posee un circulante de USD 293 millones y sus mínimos de negociación son de 150.000. El título está en niveles clean cable del 94%, brindando una TIR del 10.5%. Como el bono 2027, refleja calidad crediticia y opera en sus rendimientos desde circulación más bajos.



Fuente: Bloomberg.

Pampa se ubica levemente por debajo de la curva de rendimientos de bonos corporativos argentinos. Por contrario a YPF, Pampa premia alargar duration. Otros comparables privados como Capex y CGC operan a rendimientos similares, entre el 9%-10% pero tienen duration bastante más acotada.

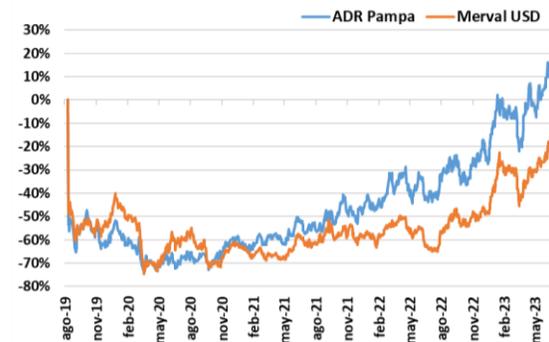


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Renta Variable

Desde finales de 2020 el ADR de Pampa comenzó una fenomenal recuperación. El nivel de atraso tarifario en suma a la caída de los precios del O&G post-pandemia la había llevado prácticamente a mínimos históricos. La recuperación de las ventas impulsó la capitalización bursátil de PAM a fuerza de su expansión productiva en generación y O&G, los precios internacionales más atractivos y algunas correcciones tarifarias. Como esperábamos desde nuestro último informe, el ADR ya se recuperó de su valor pre-PASO 2019 y se encuentra un 9% por encima al día previo a la elección que significó un brutal cambio en las expectativas.

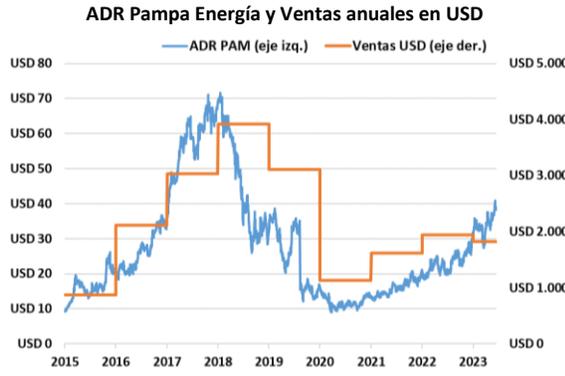
Evolución ADR Pampa Energía y Merval en USD post-PASO 2019



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Desde 2023 PAM subió un 20% y ya está operando a 47% de su máximo histórico de inicios de 2018. En comparativa, el Merval subió 26% en el mismo

periodo, pero opera un 58% por detrás de su máximo histórico de 2018 cuando casi trepo a los USD 1800.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

PAMP cotiza a valor libros (P/B) de 265% con precio sobre ganancias (P/E) de 17x. Relación similar a inicios de 2017 cuando el P/B era de 590% y P/E 18x. En valores máximos de 2018, con fuertes expectativas, llegó a cotizar P/B 689% y P/E 46x. En contextos negativos de mercado como el Pre-paso ago-2019 su P/B era de 190% y P/E 10x. En contexto post-pandemia de inicios de 2021 su cotización llegó a valores mínimos de P/B de 94% y P/E de 4x.

Perspectivas

Por su formidable gestión financiera y su perfil de deuda no vemos riesgo de crédito en la deuda corporativa de Pampa y recomendamos conservar sus títulos para el cobro de buenos cupones hasta su vencimiento. En este view, nuestros fondos comunes de inversión de custodia local y extranjera mantienen importantes tenencias. Nos gusta las ON 2027 y 2029.

De todas formas, para clientes minoristas que deseen acumular títulos de ON Ley NY 2026, los precios actuales no lucen muy atractivos. Los spreads contra los rendimientos de los Bonos del Tesoro u otros bonos emergentes de compañías comparables de la región se mantienen muy bajos. Probablemente surjan mejores oportunidades de compra en caso de implementarse mayores restricciones al acceso a dólares para el pago de deuda corporativa o se produzca algún tipo de desdoblamiento para esta salida de dólares. Recordemos que 2023 viene siendo

un año para el BCRA de fuerte caída de reservas brutas y contabilidad de reservas netas en negativo.

Por otro lado, por los efectos del cepo, es posible que la empresa aproveche las bajas tasas de interés que genera la sobredemanda de títulos de deuda corporativa de legislación local y siga ofreciendo nuevas ONs con pagos en dólar MEP o dollar linked.

Al respecto de la renta variable, Pampa, gracias a su notable integración de negocios es una de los mejores activos para estar posicionado del mercado local. De todas formas, el reciente rally del Merval nos pone más cautos. En términos de fundamentos las últimas subas recientes empiezan a pricear muy buenas expectativas futuras. El primer trimestre de 2023 comenzó a demostrar desaceleración en el crecimiento de los negocios de Pampa Energía, tendrán que llegar buenos resultados en los próximos trimestres para fundamentar la valuación actual de PAMP. Por el lado tarifario, tanto en generación eléctrica como en transporte de gas y electricidad (por sus participaciones) aún hay espacio de mejoras. En esta visión, nuestro fondo local de acciones argentinas totaliza 4% de su patrimonio en PAMP. Nos gusta la acción de largo plazo, pero ya cotiza a múltiplos más razonables, el precio de la acción no luce tan atractivo como en el periodo 2020/2022.

Muchas gracias,

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar