

19 de abril de 2024

Pampa Energía S.A.

Pampa Energía es una compañía argentina líder del sector energético. Totalmente integrada, de manera directa y a través de sus subsidiarias, cubre casi toda la cadena de valor del gas y la electricidad en Argentina. Divide sus segmentos en: Generación Eléctrica, Producción de gas y petróleo (O&G), Petroquímica (PTQM), y Holding de negocios dedicados al transporte de energía eléctrica y gas.

Al cierre de 2023, el 25.7% de las acciones de Pampa se mantuvo en manos de su management liderado por Marcelo Mindlin. El 22.5% del capital lo posee ANSES, el 51.3% flota libremente en las bolsas de New York (PAM) y Buenos Aires (PAMP) y el restante 0.3% fue recomprado por la compañía.

Ingresos y resultados consolidados

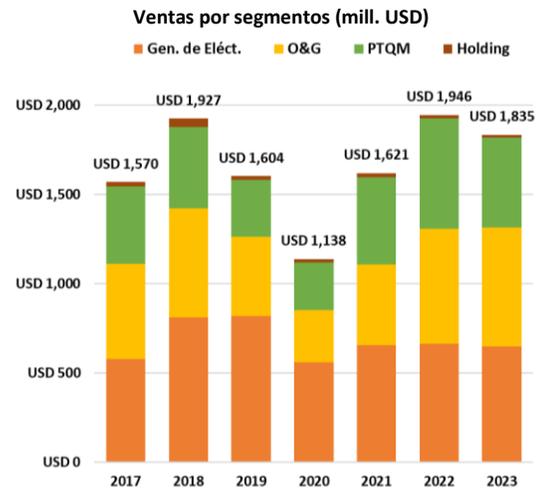
Para facilidad del análisis, la información financiera publicada por Pampa adopta el dólar oficial como moneda funcional. Por este motivo, para el presente informe, los flujos, activos y pasivos se expresarán en dólares a tipo de cambio mayorista. Los últimos estados contables presentados son al cierre del ejercicio 2023 con fecha 31 de diciembre.

Como anticipamos en nuestro informe anterior al 1T23 ([ver resumen](#)), el 2023 terminó evidenciando una desaceleración en los ingresos de la compañía. Los factores que explicaron la merma se fundamentaron en la caída de las ventas de petroquímicos, sumado a menores ingresos por generación y holding que no pudieron compensar el crecimiento de las ventas en O&G. Las ventas de 2023 cayeron un 6% al respecto de 2022. De todas formas, fueron 13% superiores al respecto de 2021 y se mantienen en muy buenos niveles históricos gracias a la expansión productiva de la compañía.

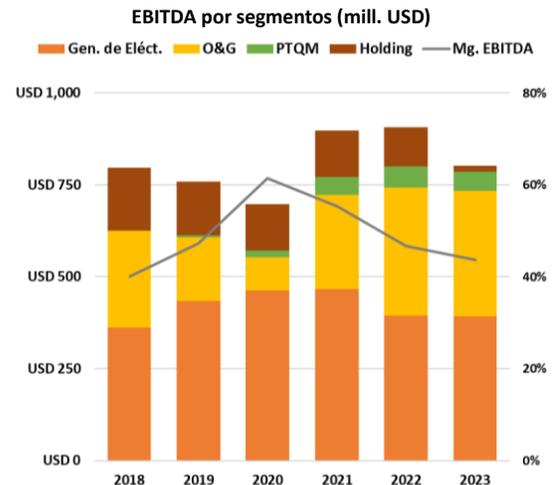
Analizando los flujos de negocio, en 2023 Pampa alcanzó USD 424 millones de Resultado Operativo y USD 802 millones en EBITDA ajustado. Esto significó una merma del 33% y 12% al respecto del año anterior. La compañía sufre el deterioro de sus

márgenes en negocios regulados de generación y transporte (holding), efecto que se sumó a los menores precios internacionales en la comercialización de PTQM y O&G.

El 2023 significó una caída interanual del margen EBITDA de 300 puntos básicos. Por la amplia gama de negocios, la performance es dispar entre los segmentos de Pampa, por lo que es necesario realizar un análisis diferenciado.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

USD Mill.	2023	2022	Var (%)	2021	Var (%)
Ingresos	1,835	1,946	-6%	1,621	13%
R. operativo	424	631	-33%	579	-27%
Mg. operativo	23%	32%	-900pb	36%	-1300pb
EBITDA Aj.	802	908	-12%	899	-11%
Mg. EBITDA	44%	47%	-300pb	55%	-1200pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Eléctrica

Pampa cerró el año con una capacidad instalada de 5.332 MW. La compañía combina fuentes de energía con 3 plantas hidroeléctricas, 4 parques eólicos y 9 centrales térmicas (CTs). En los últimos años incrementó su capacidad instalada con nuevos proyectos eólicos y térmicos. Posee el 12% de la capacidad instalada del país, siendo junto con Central Puerto la empresa privada líder en generación.

Durante 2023, Pampa expandió su portafolio de generación. Agregó 281 MW al Ciclo Combinado de la CT Ensenada Barragán e inició la operación del Parque Eólico PEPE IV de 81 MW. Por otro lado, la compañía se desprendió de 100 MW. Pampa entregó el Parque Eólico Mario Cabreiro a Total Austral a cambio de obtener un 45% de participación en Rincón de Aranda, bloque petrolero de Neuquén en el que Pampa pasó a controlar el 100%. En el ejercicio, la disponibilidad promedio de las CTs disminuyó al 92%. Tareas de mantenimiento y un importante siniestro en la CT Loma De La Lata (780 MW) mermaron la productividad.

De todas formas, la generación neta de energía en 2023 se incrementó. Subió un 15% al respecto de 2022. De igual forma, las ventas se incrementaron en volumen con 22.029 GWh vendidos, 13% más que el año anterior.

Generación Eléctrica	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Capacidad Instalada (MW)	3,871	4,751	4,955	4,970	5,088	5,332
% mercado	10.0%	12.0%	11.8%	11.6%	11.9%	12.2%
Energía Generada (GWh)	14,845	15,582	16,470	17,433	18,311	20,979
% mercado	10.8%	11.9%	12.3%	12.3%	13.3%	14.9%
Ventas (GWh)	15,999	16,266	16,563	18,458	19,468	22,029
Precio prom. (USD/MWh)	44	58	46	46	39	35
Mg. bruto prom. (USD/MWh)	29	32	35	30	23	22

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

A pesar de los mayores volúmenes, las ventas del 2023 totalizaron los USD 648 millones, 2% menores con respecto al 2022, y 1% inferiores al respecto del 2021. Esto se explicó principalmente por una caída de los precios en dólares del 10% al respecto del año anterior (precios promedio de 35 USD/MWh y márgenes brutos promedio de 22 USD/MWh).

Al cierre de 2023, la capacidad instalada de Pampa estuvo 69% remunerada en pesos bajo el esquema de energía base. El restante 31% se rigió bajo PPAs con CAMMESA o a través de contratos directos con privados, todos con precios atados al dólar oficial. En relación a la política tarifaria, durante 2023 se aplicaron diversos ajustes al esquema remunerativo de energía base. La Res. 826/22 aplicó los aumentos acumulativos del 25% en febrero y del 28% en agosto de 2023. Asimismo, dos nuevas Res. 750/23 y 869/23 actualizaron la remuneración, mediante incrementos del 23% y 28%, aplicables a partir de septiembre y noviembre de 2023, respectivamente. Un total de 152% de aumento tarifario vs. una inflación acumulada durante el año de 211,4% y una devaluación punta a punta del 356%. Por otro lado, en febrero 2023 mediante la Res. 59/23 invitó a las CTs con Ciclo Combinado bajo energía base a suscribir PPAs con CAMMESA por cinco años. Gracias a ello Pampa adhirió 1.806 MW a PPAs que comenzaron a remunerar a partir de marzo 2023.

Por los fuertes efectos de la devaluación y el retraso tarifario los contratos por energía base representaron solo el 32% de las ventas de todo el segmento en el 4T23. Los PPAs hacen de este segmento un negocio resiliente. El EBITDA ajustado del 2023 totalizó los USD 392 millones, solo 1% menos que el año anterior.

G. Elect. (USD Mill.)	2023	2022	Var (%)	2021	Var (%)
Ventas	648	663	-2%	656	-1%
R. Operativo	272	336	-19%	350	-22%
EBITDA Aj.	392	395	-1%	467	-16%
Márgen EBITDA	61%	60%	100pb	71%	-1100pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

En lo que respecta a las inversiones en la generación, luego de la puesta en marcha de PEPE IV, Pampa continúa posicionándose en energía eólica. La empresa inició el proyecto PEPE VI, que busca sumar 140 MW para 2024. Se estima la habilitación de 95 MW en el 3T24 y 45 MW en el 4T24. La energía producida se comercializará en el Mercado a Término de Energías Renovables (MATER) a través de contratos PPA en dólares con privados.

Producción de Gas y Petróleo (O&G)

En O&G, Pampa se fue consolidando los últimos años como uno de los productores de gas más relevantes del país. La empresa tiene presencia en bloques ubicados en Neuquén y Río Negro, con 12 áreas productivas y 5 áreas exploratorias. En 2023 fue el principal productor de gas tight, el tercer productor de gas no convencional (detrás de YPF y Tecpetrol) y produjo el 8% del gas total consumido en el país.

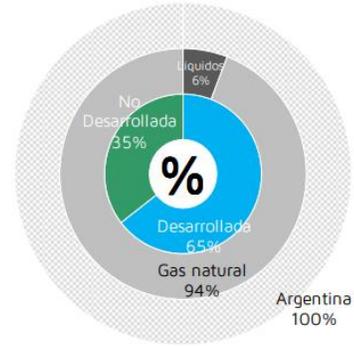
En el último ejercicio alcanzó nuevos récords de producción con 65,5 miles de barriles equivalentes diarios (boe/d) totales de gas natural y petróleo. En miles de barriles diarios, la producción de gas significó el 93% de la producción total de hidrocarburos. La producción de gas aumentó un 5% al respecto del 2022. En el análisis por bloque, el 58% del total provino de El Mangrullo (mayormente tight). Asimismo, fue muy destacable la performance de Sierra Chata, producción que creció 242% gracias a la sobresaliente productividad de sus pozos shale. Al cierre del año los pozos productivos totalizaron los 813 vs. 895 contra el año anterior. A su vez, como mencionamos anteriormente, Pampa adquirió a mediados de 2023 el área Rincón de Aranda de la Cuenca Neuquina. La zona tiene un pozo productivo cerrado y un pozo sin completar. No se encuentra en producción, pero su proximidad a áreas productivas de Vaca Muerta hace que sus perspectivas técnicas sean muy positivas.

Las reservas probadas (P1) de Pampa al cierre de 2023 ascendieron a 199 millones de boe, 11% superiores vs. 2022. Asimismo, el índice de reposición de reservas ascendió a un múltiplo de 1.8 y la vida promedio se calculó en 8.6 años.

O&G	2019	2020	2021	2022	2023
Prod. Petróleo (Mboe/d)	5.0	4.4	4.7	5.3	4.8
Prod. Gas (Mboe/d)	43.2	40.6	47.1	57.7	60.6
Prod. Total (Mboe/d)	48.2	45.1	51.8	63.1	65.4
Ventas Petróleo (Mboe/d)	5.1	4.6	4.6	5.3	5.0
Ventas Gas (Mboe/d)	49.2	42.3	47.8	57.9	60.5
Ventas Total (Mboe/d)	54.3	46.9	52.4	63.3	65.5
Pr. prom. Petróleo (USD/bbl)	53.1	39.0	58.8	69.6	66.2
Pr. prom. Gas (USD/MBTU)	3.0	2.2	3.6	4.2	4.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Total de reservas probadas de Pampa (% boe)



Fuente: Presentación institucional al cierre de 2023.

En 2023, las ventas de O&G se incrementaron un 3% con respecto del 2022. El segmento se benefició por los altos precios de gas en las exportaciones a Chile y las mayores entregas a CAMMESA traccionada por los compromisos bajo Plan Gas.Ar ligados al llenado del Gasoducto GPNK. Las exportaciones de O&G significaron el 24% de las ventas, totalizando los USD 161 millones en 2023, valores muy similares al año anterior. Desde octubre las ventas por exportaciones se vieron beneficiadas por el Programa de Incentivo Exportador (PIE) que le permitió a Pampa liquidación parcial de exportaciones al tipo de cambio CCL.

En lo que respecta al EBITDA, a pesar de los elevados costos operativos en dólares por la alta inflación, el segmento volvió a mostrar solidez. El EBITDA ajustado solo cayó un 2% con respecto al 2022 y mantiene los márgenes por encima del 50%.

O&G (USD Mill.)	2023	2022	Var (%)	2021	Var (%)
Ventas	666	646	3%	453	47%
R. Operativo	140	194	-28%	130	8%
EBITDA Aj.	341	347	-2%	255	34%
Márgen EBITDA	51%	54%	-200pb	56%	-500pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Petroquímica

Pampa posee 2 plantas de alta complejidad que producen estireno, caucho sintético y poliestireno, con una participación en el mercado local casi total. En 2023 el volumen vendido disminuyó 5%, mientras que los precios promedio afectados por la caída de los precios internacionales se derrumbaron un 15%.

PTQM	2019	2020	2021	2022	2023
Volúmen vendido (Mtn)	343.3	336.7	417.3	421.5	405.0
Estireno y poliestireno (Mtn)	99.3	94.4	114.5	113.5	111.7
Caucho sintético (Mtn)	26.9	37.3	49.3	45.8	43.2
Reforma y otros (Mtn)	217.0	205.0	253.5	262.1	250.2
Pr. prom. (USD/tn)	934	786	1175	1464	1251

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Las ventas disminuyeron fuertemente cayendo un 18% al respecto del año anterior. El 29% de las ventas fueron exportaciones. Como consecuencia el EBITDA cayó un 10% al respecto de 2022, pero sin perjudicar a los márgenes.

PTQM (USD Mill.)	2023	2022	Var (%)	2021	Var (%)
Ventas	507	617	-18%	490	3%
R. Operativo	45	52	-13%	45	0%
EBITDA Aj.	53	59	-10%	50	6%
Márgen EBITDA	10%	10%	100pb	10%	0pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Holding

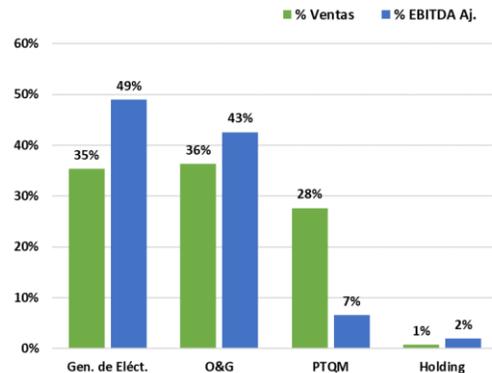
Pampa posee el 29,3% de Transportadora de Gas del Sur (TGS) y el 26,3% de Transener. TGS es la mayor transportadora de gas del país, el segundo procesador de GLP y opera como midstream en Vaca Muerta ([ver nuestro último informe de TGS](#)). Por su parte, Transener opera más del 80% de la red de transmisión en alta tensión del país. Sus ingresos dependen exclusivamente de la política tarifaria. En EBITDA del segmento tras ajustes y eliminaciones cayó estrepitosamente en 2023 siendo un 85% menor al respecto de 2022. La fuerte devaluación diluyó los resultados ajustados por inflación de TGS y Transener.

Holding (USD Mill.)	2023	2022	Var (%)	2021	Var (%)
Ventas	14	20	-30%	22	-36%
R. Operativo	-33	49	-167%	54	-161%
EBITDA Aj. TGS	63	119	-47%	123	-49%
EBITDA Aj. Transener	13	11	18%	14	-10%
EBITDA Aj.	16	107	-85%	127	-88%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

El O&G es el que mayor ponderación en las operaciones de la compañía ha tomado, paso de significar el 23% del EBITDA en 2019 a ser el 43% en 2023. Por contrario, en el mismo periodo, la generación paso de ser el 57% a ser el 49% del EBITDA de Pampa.

Contribución por segmento 2023 (% total)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

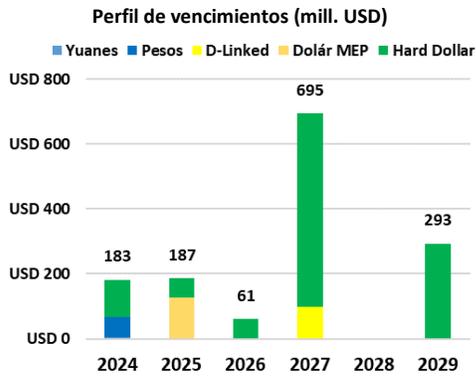
Perfil de Deuda

A cierre del 2023 Pampa totalizó una deuda financiera de USD 1.448 millones. El 94.5% de la misma estuvo emitida en dólares, 5.1% fue emitida en pesos y el restante 0.4% se correspondió a deuda en yuanes. El 93% de la deuda fue emitida como obligaciones negociables (ON): 75% hard dollar de legislación NY, 9% bajo dólar MEP Ley argentina, 7% como dollar linked y el restante 2% en pesos a tasas BADLAR. El remanente fueron préstamos bancarios y adelantos.

La deuda se redujo al respecto del ejercicio 2022 un 10% y disminuyó al respecto del 3T23 un 12%. Este descenso se debió a la desconsolidación de la deuda asociada al parque eólico cedido, una mayor cancelación de deuda sobre el roleo y el impacto que produjo la devaluación sobre la deuda en pesos.

En el 2023, Pampa emitió 2 nuevas clases en pesos a tasa BADLAR a corto plazo, 2 nuevas clases dólar MEP a 2025 (tasa promedio del 5%) y reabrió su ON dólar linked a tasa 0%. La compañía aprovechó la sobredemanda de cobertura que generó la brecha y el cepo durante 2023 para emitir deuda a bajo costo.

Asimismo, la empresa realizó el rescate anticipado de la ON Ley NY 2023, abonó la ON BADLAR Clase VIII, y adelantó el pago de la ON Clase XI BADLAR que vencía en 2024. El nuevo perfil de vencimientos alcanzó una vida promedio de 3,2 años y la tasa de interés promedio para la Ley NY se mantuvo al 8.4%. Posteriormente al último cierre, en el 1T24 Pampa emitió nuevas ON Clase XIX BADLAR -1% en pesos y la Clase XX en dólares MEP con tasa del 6%.



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional

La deuda neta por su parte también se redujo. Alcanzó al 4T23 los USD 616 millones, 33% menos vs. el año anterior. Al menor endeudamiento se le sumó el incremento de la caja y los activos financieros por un 20%. Según estimaciones, el 79% de los activos líquidos al cierre estuvo denominado en dólares.

Considerando la deuda neta al 4T23 y el EBITDA ajustado acumulado en 2023, la compañía bajó su nivel de apalancamiento neto a 0.8x. En menos de un año de operaciones Pampa paga toda su deuda neta. Este nivel de deuda es bajísimo, considerando los requerimientos de capital que son necesarios para el sector energético. A su vez, mirando los intereses anuales a pagar, la cobertura del EBITDA frente a intereses pasó a ser de 7.4x, mejorado por el roleo de deuda conseguido a menores tasas.

USD Mill.	4T2023	3T2023	Var (%)	4T2022	Var (%)
Deuda Financiera	1,448	1,641	-12%	1,613	-10%
Caja y Activos Fin.	832	960	-13%	696	20%
Deuda Neta	616	681	-10%	917	-33%
EBITDA Aj. Anual	802	897	-11%	908	-12%
Deuda Neta/EBITD	0.8	0.8	0.0	1.0	-0.2
Intereses anuales	109	134	-19%	165	-34%
EBITDA/Intereses	7.4	6.7	0.7	5.5	1.9

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Bonos Corporativos Ley NY

El bono 2026 paga 9.5% de cupon semestralmente y amortiza en tres cuotas anuales desde diciembre 2024. Su duration es de 1.4 años y su circulante es de USD 293 millones. Posee mínimos de solo 1 nominal. Cotiza clean cable en 102.5% con una TIR del 7.8%.



Fuente: Bloomberg.

La ON 2027 posee mínimos de 150.000 y su circulación es de USD 636 millones. Paga 7,5% anual semestralmente y es bullet. Su duration es de 2.4 años. Cotiza clean cable en 97%, con una TIR del 8.7%.



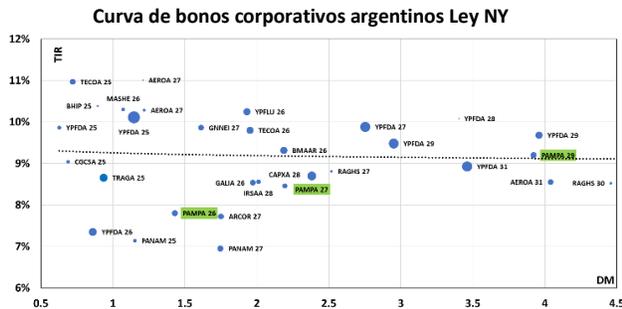
Fuente: Bloomberg.

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 100%, brindando una TIR del 9.2%.



Fuente: Bloomberg.

Pampa sigue ubicado por debajo de la curva de bonos corporativos argentinos. A mayor duration mayor rentabilidad esperada. Curva que refleja la calidad crediticia y la solvencia de la compañía. Comparables como Capex 2028 o YPF 2029 rinden por encima de los vencimientos 2027 y 2029, respectivamente.



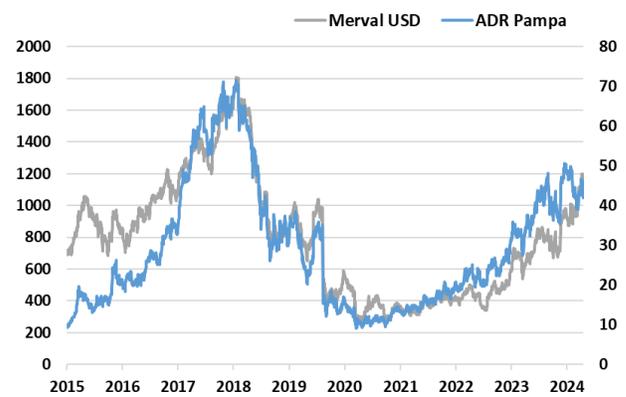
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Renta Variable

La acción de Pampa es un ejemplo claro de los ciclos de pesimismo y euforia de nuestro mercado local. Fenómeno heredado por los vaivenes políticos y la cambiante política tarifaria. Con un Beta Merval de 1x, después del rally alcista de 2016-2017 con ajuste tarifario mediante, inició una dura caída que comenzó con la crisis cambiaria de 2018 y se agravó post-PASO-19 y con el inicio de la pandemia.

Las elecciones de medio término de 2021 y los primeros tímidos ajustes tarifarios dieron inicio a la senda de recuperación. A su vez, durante el mismo periodo la compañía empezó a cosechar los frutos de sus inversiones en Vaca Muerta, superando sus propios récords de producción diaria de gas. El ADR ya se encuentra 20% por encima al día previo a la elección PASO-19 y un 41% por debajo de su máximo histórico. Sin embargo, estos valores nominales no son del todo comparables. Desde máximos de 2018, la compañía recompró acciones propias y redujo su deuda neta, por ende, cada acción hoy representa una porción más grande de los flujos futuros de la compañía. En la actualidad Pampa produce más en todos sus segmentos, tiene menos deuda neta y menos cantidad de acciones.

Evolución ADR Pampa Energía y Merval desde 2015



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Pampa cotiza actualmente con precio sobre ganancias (P/E) de 17.5x. Ratio de P/E cercanos a los inicios de 2017, cuando las expectativas de un nuevo gobierno habían calado en el precio de las acciones. En valores máximos de principios de 2018 llegó a operar con P/E de 46x. En contextos muy negativos como el Post-paso ago-2019 su P/E era de 6x. A inicios de la pandemia en marzo 2020 su cotización llegó a operar con P/E de 2x. Los ratios a estos niveles parecen expresar una valuación moderada, a la espera de próximos resultados.

Mirando el valor libros, la acción cotiza hoy con P/B del 95%, un nivel de valuación bastante conservador considerando que Pre-paso ago-2019 operaba en torno al 100%, y al 2T2018 llegó a cotizar al 700%.

Perspectivas

Al comienzo de su gestión el nuevo gobierno decretó por un año la emergencia energética. El DNU comprometió sancionar nuevas tarifas para los servicios públicos y mantenerlas en términos reales para garantizar la prestación al largo plazo. El compromiso también incluye el dictamen de la Revisión Tarifaria Integral (RTI) para el transporte y la distribución de energía eléctrica y gas natural.

Mientras avanzan las audiencias, la nueva SE realizó en febrero un nuevo incremento del 179,7% y 191,1% para Transener y Transba, respectivamente. También se determinó una fórmula que combina salarios, precios mayoristas y precios al consumidor para ajustar la tarifa mensualmente a partir de mayo. De igual forma, a finales de marzo la SE publicó nuevos cuadros tarifarios para TGS, otorgando un aumento del 675% a partir de abril, ajustable por el mismo índice. En lo que respecta a la generación, en febrero la SE actualizó la remuneración para la energía base, con un incremento del 74%.

El riesgo de crédito en Pampa es de los más bajos del mercado local, su Net Leverage de 0.8x demuestra su excelente destreza financiera para crecer sin mayor apalancamiento. No tiene compromisos relevantes hasta el 2027. La diversificación de sus negocios es su gran ventaja. Para aquellos que sean tenedores, recomendamos mantener posición. Tenemos preferencia por los vencimientos 2027 y 2029 por su premio al alargar duration. En esta misma visión, nuestro fondo de bonos corporativos de custodia extranjera pondera a Pampa con el 14.4% de su patrimonio. Por su parte, el fondo de renta fija local en dólares hace lo propio con el 7.1%.

Para los inversores minoristas que busquen una renta dolarizada conservadora, la ON al 2026 luce más atractiva que a comienzos del año. De todas formas, cabe aclarar que su compra utilizando dólares locales asume un costo de canje MEP-CCL hoy muy elevado que castiga mucho la TIR.

Desde nuestro punto de vista la acción buscará un segundo impulso, ahora basado menos en las expectativas y más en los resultados. Los ajustes tarifarios en la generación, el transporte de gas y electricidad, en suma, a una mayor producción de O&G y una mejora en los precios internacionales, podrían convalidar esta tesis a partir del segundo trimestre. A los precios y ratios actuales y tras haberse materializado las intenciones del gobierno de sincerar el costo de los servicios, la acción resulta atractiva. Durante 2024 se observó asimismo un retraso relativo del sector energético frente al índice Merval. Siguiendo esta idea nuestro fondo local de acciones totaliza 8.3% de sus activos en PAMP.

Somos optimistas para una mejora en los resultados de Pampa. Desde 2019 la empresa incrementó su capacidad instalada en generación un 12% y su producción de O&G un 35%. Los próximos estados contables deberán reflejar los aumentos ya percibidos. Uno de nuestros créditos preferidos, sobre todo los bonos al 2027 y 2029.

Muchas gracias

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar