

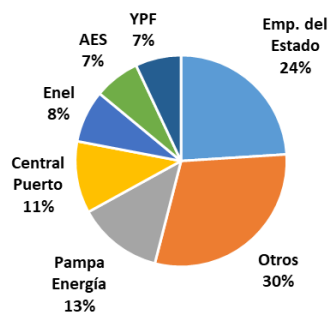
23 de septiembre de 2022

Pampa Energía S.A.

Pampa 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, exploración y producción de hidrocarburos, petroquímica, y negocios holding (transporte de gas y crudo, transporte de electricidad, producción de gases licuados líquidos, refinería y otros servicios).

En el segmento de generación eléctrica Pampa opera 3 plantas hidroeléctricas, 3 parques eólicos y 9 centrales de generación térmica, totalizando una capacidad instalada de 4.970 MW, el 13% de la generación eléctrica de Argentina, siendo la empresa independiente más importante del sector. Adicionalmente, la sociedad está en proceso de expansión por 361 MW adicionales (280 MW térmicos y 81 MW eólicos).

Generación eléctrica Argentina (% MW/tot. jun-22)

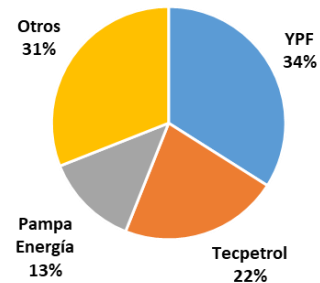


Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En gas y petróleo, Pampa es uno de los productores gasíferos más relevantes, siendo el tercer productor más grande de gas no convencional de Argentina, generando el 7% del gas total del país. Pampa tiene presencia en bloques productores ubicados en Neuquén y Rio Negro, con 13 áreas productivas y 5 áreas exploratorias. En el primer semestre de 2022 Pampa alcanzó una producción total de 9,5 millones de m³/d de gas natural y de 5,1 mil boe/d de petróleo. Asimismo, las últimas reservas probadas de Pampa de finales del ejercicio 2021 ascendieron a 157 millones de boe, un 11% superior al registrado en

2020 gracias a la certificación de nuevas reservas *shale* provenientes de Vaca Muerta. Su índice de reposición de reservas es de 1,8 y su vida promedio es de 8,4 años aproximadamente.

Gas no convencional Argentina (mcm/d. jun-22)



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En petroquímica Pampa opera 3 plantas de alta complejidad que producen estireno, caucho sintético y poliestireno, con *marketshare* total del mercado local y con exportaciones del 41% de las ventas.

Finalmente, el segmento holding está asociado a principalmente a la transmisión de energía y el transporte de gas y crudo. Se compone por la participación del 29,3% en Transportadora de Gas del Sur (TGS), el 26,3% en Transener (propietaria 100% de Transba), el 30,1% en OCP y el 28,5% en Refinor. TGS es la mayor transportadora de gas del país (60% del total con 9.233 km de gasoductos), la segunda planta de líquidos de gas natural (producción de 1 millón de tn anuales, 33% exportables) y el primer *Midstream* de Vaca Muerta ([ver nuestro último Resumen de TGS](#)). Por su parte, Transener es la empresa que opera el 86% de la red de transmisión en alta tensión del país, OCP opera un oleoducto en Ecuador con una capacidad de transporte de 450 mil barriles por día y Refinor es una refinería de petróleo con capacidad de 25,8 kb diarios y 92 estaciones de servicio ubicadas en el noroeste argentino.

Tras varios programas de recompra de acciones y posteriores reducciones del capital, el 26% de Pampa quedó en manos de su management liderado por Marcelo Mindlin, el 22% es tenencia de la ANSES, mientras que el restante 74% es de oferta pública y flota en las bolsas de Nueva York (PAM) y Buenos Aires (PAMP).

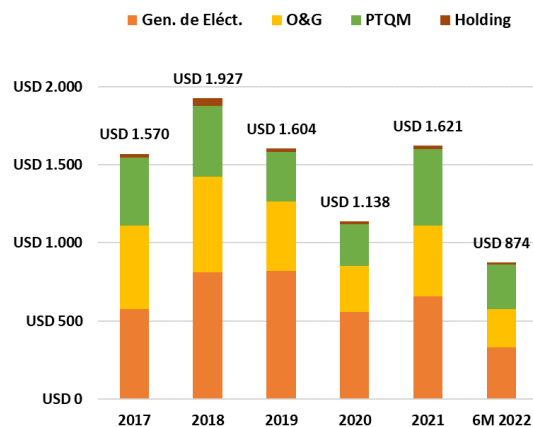
Ventas y Resultados

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.

Los últimos estados contables presentados corresponden al cierre del segundo trimestre de 2022 con fecha al 30 de junio de 2022. Tal cual mencionamos en nuestro informe anterior ([ver Resumen](#)), tras un acuerdo cerrado en 2020, Pampa vendió la totalidad de su participación de la distribuidora de energía eléctrica Edenor con el fin de enfocarse en actividades más desreguladas con mayores márgenes de rentabilidad.

Sin considerar el segmento de distribución, a partir de 2021 luego de 3 años de ventas en baja, la compañía ha empezado a recuperar sus ingresos. Las ventas totales de 2021 y el primer semestre de 2022 (que proyectado anualmente superaría al año anterior) reflejaron la expansión productiva de las reservas no convencionales de gas, el aumento de la capacidad instalada en la generación de energía y los mayores volúmenes de petroquímicos. Este avance productivo, fue acompañado por mejores precios promedio negociados.

Ventas por Segmentos actuales (mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Al cierre del primer semestre de 2022, Pampa obtuvo ventas netas por USD 874 millones, 31% más que el

mismo periodo del 2021 y 76% más que el mismo periodo de 2020. A su vez, el semestre superó las ventas del primer semestre de 2019 en un 29%.

Analizando los flujos operativos a través del EBITDA ajustado, en el primer semestre de 2022 Pampa alcanzó los USD 477 millones, esto significó un 8% más que en el mismo periodo de 2021. A su vez, descartando el segmento de distribución, el EBITDA ajustado superó en un 55% al de 2020 y un 26% al de 2019. A pesar de estas importantes mejoras, los márgenes tanto operativos como de EBITDA ajustado se deterioran al respecto de 2021 y 2019, como consecuencia, en otras, por un aumento en dólares de los gastos en moneda local, superior a la devaluación del peso.

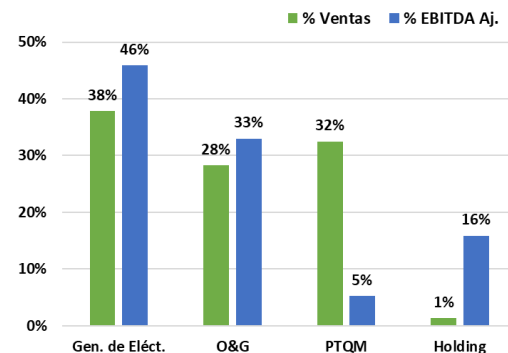
USD Mill.	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ingresos	874	667	31%	496	76%	675	29%
R. operativo	269	263	2%	93	189%	277	-3%
Mg. operativo	31%	39%	-900pb	19%	1200pb	41%	-1000pb
EBITDA Aj.	478	439	9%	307	56%	380	26%
Mg. EBITDA	55%	66%	-1100pb	62%	-700pb	56%	-200pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Resultados por segmento

Observando la contribución por segmento, la compañía refleja su buen nivel de diversificación. La generación eléctrica significó el 38% de los ingresos totales y el 46% del EBITDA ajustado; el petróleo y gas totalizó el 28% de los ingresos y el 33% del EBITDA ajustado; mientras que los petroquímicos significaron el 32% de los ingresos, pero solo el 5% del EBITDA ajustado. Por su parte el Holding contribuyó con un 16% del EBITDA ajustado y el 1% de las ventas.

Contribución por Segmento (% Total)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Eléctrica. Las ventas del primer semestre del 2022 totalizaron los USD 331 millones, apenas un 1% menos al respecto del mismo semestre del año anterior, pero 19% por debajo de 2019.

En términos operativos, a pesar de haber incrementado la generación de energía un 18% y haber mejorado la disponibilidad promedio de 95,8% a 97,8% entre el cierre del 2T21 y el cierre del 2T22, los volúmenes no lograron compensar la caída de los precios promedio USD/MWh del 15% y de los márgenes brutos promedio USD/MWh del 21%.

Esta caída se explicó por el vencimiento de los contratos PPA (Purchase Power Agreement ajustados por dólar oficial) en las centrales térmicas de Piquirenda y Loma De La Lata, las cuales comenzaron a ser remuneradas como energía base (tarifas en pesos sin ajuste pactado) desde noviembre y julio de 2021 respectivamente. Los ingresos por energía base compone el 74% de los MW operados por Pampa, pero en el 2T22 estas ventas solo representaron el 32% del total del segmento.

Como consecuencia de la caída en los precios y la suba en dólares de los gastos denominados en pesos, el segmento generó USD 219 millones de EBITDA ajustado, 7% menos que el primer semestre de 2021.

En lo que respecta a las inversiones en la generación de energía, la compañía lleva ejecutado un 82% del presupuesto del proyecto de expansión de 280 MW de Ciclo Combinado Ensenada Barragán. Se estima su habilitación comercial para el último trimestre del año, el cual posee contrato PPA en dólares por 10 años. A su vez, Pampa está desarrollando un nuevo Parque Eólico PEPE III con capacidad de 81 MW. El mismo se ha ejecutado un 14% y se estima su puesta en marcha para el segundo trimestre de 2023. El parque operará bajo contrato en dólares del Mercado a Término de Energías Renovables.

G. Elect. (USD Mill.)	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ventas	331	328	1%	249	33%	409	-19%
EBITDA Aj.	219	235	-7%	206	6%	193	13%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Gas y Petróleo. El negocio de mayor crecimiento. En el primer semestre de 2022, las ventas de gas y

petróleo (netas de ventas intersegmento) incrementaron el 96% con respecto al año anterior. La fuerte variación se explicó tanto por un aumento en los precios como de los volúmenes. La producción de petróleo aumentó un 16%, mientras que la de gas se incrementó un 35%, alcanzando nuevos máximos históricos para la compañía. Los pozos productivos totalizaron los 896 vs. 884 contra el año anterior. Asimismo, los precios promedio negociados crecieron un 25% para el crudo y un 19% para en el gas. El incremento de las ventas se dio principalmente como consecuencia de una mayor producción impulsada por el Plan Gas.AR, exportaciones de gas a Chile y mejores ventas de gas a industrias y de petróleo al mercado doméstico.

En miles de barriles diarios, la producción total de gas significó el 92% de la producción total de hidrocarburos. Las entregas de gas se destinaron en un 48% al segmento residencial bajo el Plan Gas.AR, un 21% al mercado industrial, un 21% abasteció al despacho térmico de generación y petroquímico de Pampa y el restante 10% fue exportado.

Por su parte, las ventas de petróleo fueron impulsadas por una mayor demanda local y mejores precios por barril promedio (USD 72.6/bbl) ante la suba de la referencia internacional Brent. Estas ventas fueron algo compensadas por menores exportaciones. El 22% del volumen fue exportado, 16 puntos porcentuales menos con respecto a 2021.

Operativamente, el segmento también mostró crecimiento. En el último semestre el EBITDA ajustado creció 49% con respecto al año anterior. 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.)	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ventas	247	126	96%	123	101%	88	181%
EBITDA Aj.	158	106	49%	35	351%	100	58%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Petroquímica. Las ventas crecieron 41% con respecto al año anterior gracias al impulso tanto de los volúmenes como los precios negociados. Los volúmenes crecieron un 4%, mientras que los precios

promedio (USD/ton) treparon un 35%. La venta de estireno, poliestireno y reforma fue impulsada por una mayor demanda local. A pesar de esta mejora, los costos aumentaron un 56% contra el mismo semestre del año anterior debido principalmente por el aumento de los precios internacionales de las materias primas. Esto se reflejó en una caída del 26% en el EBITDA ajustado contra 2021.

PTQM (USD Mill.)	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ventas	284	202	41%	113	151%	168	69%
EBITDA Aj.	25	34	-26%	2	1150%	5	400%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Holding. En lo que respecta al EBITDA ajustado, el holding obtuvo un crecimiento del 19% llegando a USD 76 millones en el semestre. TGS aportó mayores ganancias gracias al incremento de los precios internacionales de los líquidos de gas natural y etanol, sumado a mayores ingresos por su segmento *midstream* de Vaca Muerta y la readecuación del 60% en marzo de 2022 sobre las tarifas de transporte de gas regulado. Por otro lado, Transener se vio beneficiada por la adecuación tarifaria de mayo 2022 retroactiva a febrero de 2022 (con aumentos del 67% y 69% para Transener y Transba, respectivamente).

Holding (USD Mill.)	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ventas	12	11	9%	11	9%	10	20%
EBITDA Aj.	76	64	19%	64	19%	82	-7%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

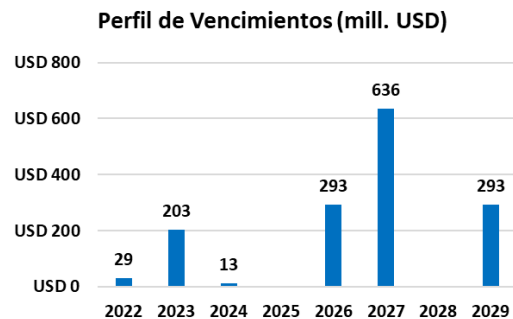
Perfil de Deuda

A cierre del primer semestre de 2022 Pampa totalizó una deuda financiera por USD 1.468 millones (sin incluir afiliadas). Un 96,7% de la misma denominada en dólares y mayormente comprendida por obligaciones negociables de ley extranjera. La deuda se mantuvo estable con respecto a las totalizada al cierre del ejercicio 2021 y el primer semestre de 2021, con variaciones de solo el 2%.

Por su parte, la deuda neta (deuda menos el efectivo, equivalentes y activos financieros) alcanzó los USD 905 millones, 4% más que la posición al cierre del ejercicio 2021 pero 14% menos que la totalizada al cierre del primer semestre de 2021. La caída de la deuda neta se dio gracias al incremento de la caja y activos financieros en un 23%.

Posteriormente al cierre del primer semestre, Pampa canjeó USD 407 millones de su ON 2023 con una participación del 81% de los tenedores. El canje se brindó en el contexto regulatorio vigente del BCRA para la deuda corporativa en dólares, la cual obliga a todas las empresas endeudadas a presentar un plan de refinanciación con al menos un plazo de 2 años. A cambio del refinanciamiento, el BCRA brinda acceso al mercado de cambios oficial por hasta un 40% del capital a vencer.

Como resultado del canje, Pampa entregó USD 122 millones en efectivo y USD 293 millones de una nueva ON con vencimiento en 2026. Asimismo, la empresa tomó financiamientos netos en pesos por ARS 7.100 millones y emitió una nueva ON Badlar por ARS 21.655 millones con vencimiento a 18 meses. Los canjes y nuevas emisiones resultaron en el siguiente perfil de vencimientos vigente:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Proyectando el EBITDA ajustado de Pampa para el resto del año, la compañía alcanza un nivel de apalancamiento neto de 0,9x veces, mejorando levemente con respecto al cierre del ejercicio 2021. Esto significa que con algo menos de un año de flujo de operaciones la empresa podría cubrir el pago de toda su deuda neta. A su vez, mirando los intereses anuales a pagar, la cobertura del EBITDA ajustado frente a los intereses es de 8.6x veces, mejorando con respecto al cierre de 2021, principalmente gracias a los menores intereses de deuda a pagar.

USD Mill.	2T2022	4T2021	Var (%)	2T2021	Var (%)
Deuda Financiera	1.468	1.439	2%	1.505	-2%
Caja y Activos Fin.	562	568	-1%	457	23%
Deuda Neta	905	871	4%	1.048	-14%
EBITDA Aj. Anual	956	905	6%	878	9%
Deuda Neta/EBITDA	0,9	1,0	0,0	1,2	-0,2
Intereses anuales	112	140	-20%	140	-20%
EBITDA/Intereses	8,6	6,5	2,1	6,3	2,3

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.

Como la deuda financiera está prácticamente emitida en dólares y la compañía cuenta con caja y activos financieros dolarizados en un 81%, la deuda financiera neta totalizaría los 934 USD millones. Ahora bien, los flujos operativos reflejados en el EBITDA ajustado caerían un 42%, por efecto de la brecha cambiaria promedio del último semestre del 87% en parte compensada por las divisas que obtiene Pampa por medio de sus exportaciones de gas, petróleo, petroquímicos y gases licuados (TGS).

En este escenario de estrés cambiario, Pampa llevaría su apalancamiento neto a niveles del 1.7x y la cobertura por intereses/EBITDA ajustado caería a 4.8x. Un nivel de apalancamiento más elevado pero habitual en un sector con importantísimas inversiones de capital. El nivel de respuesta no estaría lejos de la gestión financiera de la compañía considerando a su vez que Pampa posee proyectos de inversión en todos sus segmentos que continúan expandiendo su capacidad de producción. Mayores flujos de ingresos futuros compensarían en parte situaciones de estrés financiero.

Renta Fija

La empresa posee 4 ONs hard dollar de legislación extranjera cotizando en el mercado local e internacional: 2023, 2026, 2027 y 2029.

El bono 2023 emitido en 2016 posee un cupón anual del 7.375%. El mismo fue canjeado casi en su totalidad y vence en julio próximo (tiene solo USD 93 millones en circulación). Cotiza clean cable en torno al 99.5% con una TIR del 8%. Por su plazo no presenta atractivo de inversión, salvo sea con objetivo de dolarizar carteras locales impedidas de acceder a los dólares financieros.

Por su parte, el bono 2026 paga 9.5% de cupones anuales en forma semestral y amortiza en tres cuotas anuales, lo que le brinda una duration a vencimiento de 2.8 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 102%, con una TIR del 8.8%.



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, la ON 2027 tiene 636 USD millones en circulación, paga 7,5% en cupones semestrales, amortiza al vencimiento y posee mínimos de negociación de 150.000 nominales. A pesar de su mayor duration (3.7 años), el corporativo demuestra solidez en el mercado internacional convulsionado. El bono cotiza clean (cable) en 89%, con una TIR del

10.8%, rendimientos que operaba a finales de 2021, con tasas libre de riesgo a 10 años 220 puntos básicos por debajo de las actuales.



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. Similarmente al 2027, demuestra calidad crediticia. El título está en niveles clean cable del 87%, brindando una TIR del 12%.

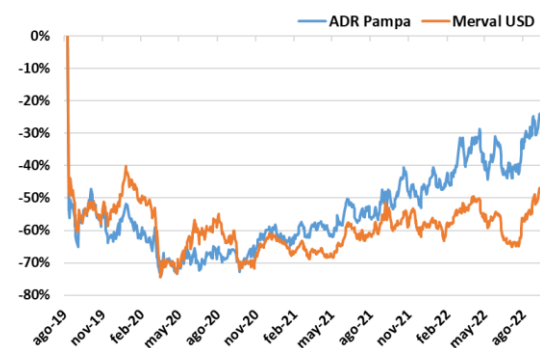


Fuente: Bloomberg.

Renta Variable

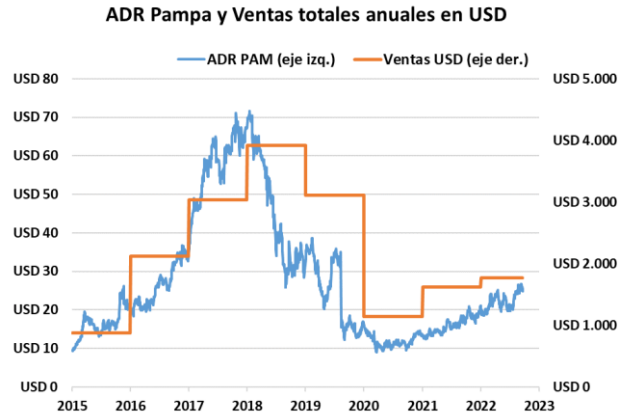
Pampa es una cotizante histórica del mercado local. El brutal cambio de expectativas que significó la elección presidencial PASO 2019 y la posterior crisis provocada por la pandemia dejó al papel en mínimos históricos. El ADR en el exterior alcanzó los 9 USD en marzo de 2020. No fue hasta finales de 2020 que la cotización de PAM inicio una paulatina recuperación. A precios actuales, el PAM se encuentra 29% por debajo de los valores pre-PASO 2019, mientras que el Merval en USD CCL se mantiene más lejos, valorizándose un 50% por debajo de agosto 2019.

Rendimientos en USD desde pre-Paso 2019



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Es destacable la performance de PAM desde finales de 2021 a la fecha. Desde octubre 2021 el ADR obtuvo un rendimiento del 42% en dólares. La mejora en la cotización no es ajena a la recuperación en los ingresos y resultados de la compañía, fuertemente impulsados por la recuperación económica local y global post-pandemia, un contexto de precios internacionales de gas y petróleo récord, en suma, a los ajustes tarifarios del segmento regulado, que aún muestran espacio para mayor ajuste. Como se observa en el gráfico, es factible que cualquier mejora tarifaria o un mayor volumen de producción de gas y petróleo impulsados por el Plan Gas.AR y la demanda internacional en un contexto de crisis energética, brindan lugar a que PAM recupere al menos su valor pre-Paso 2019 en torno a los 35 USD.



Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Perspectivas

La excelente calidad crediticia de Pampa Energía está a la vista en el comportamiento que ha tenido toda su curva de bonos corporativos (nuestros dos fondos de bonos argentinos tienen Pampa entre sus mayores tenencias). Los bonos se muestran muy sólidos, con muy baja influencia del riesgo soberano local y el contexto internacional de subas de tasas de interés. El riesgo de crédito es bajo, pero a estos precios sería mejor esperar que los flujos internacionales o los efectos de las tensiones cambiarias locales brinden mejores precios de entrada, sobre todo teniendo en cuenta las atractivas tasas a nivel global sin riesgo argentino.

Al respecto de la renta variable, Pampa continúa siendo uno de nuestros favoritos del mercado local. A precios históricos, a pesar del excelente rally del 2022, la acción sigue en valores de descuento. En esta visión, el fondo CYC Renta Mixta totaliza 5% de su patrimonio en PAMP. La posición estratégica de la compañía la sitúa en un lugar de privilegio para el mercado local, tanto por su alto nivel de integración como por su exitosa reciente diversificación hacia segmentos más desregulados. Aunque la situación macroeconómica argentina no se resuelva en el corto plazo, la compañía estará parcialmente al resguardo gracias a sus operaciones en hidrocarburos.

Buen fin de semana,

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