

Lo mejor está por venir ...

- Vemos una oportunidad de inversión en las acciones de Pampa Energía. Consideramos que las acciones se encuentran injustamente castigadas por el mercado al mismo tiempo que observamos drivers que apuntan a un potencial de crecimiento interesante:
- En el **segmento de generación eléctrica**, creemos que las actualizaciones tarifarias que se deberán dar permitirán recomponer significativamente la rentabilidad de dicho segmento.
- En el **segmento de petróleo y gas**, vemos un potencial de crecimiento muy grande en la producción de petróleo a partir de 2026. Hoy el fuerte de Pampa es la producción de gas, pero la estrategia de la compañía es incrementar la producción de shale oil luego de hacerse con el 100% de Rincón de Aranda.
- Finalmente, el **segmento holding** (que comprende las participaciones que tiene la compañía en TGS y Transener) debería tener una evolución muy positiva por los incrementos tarifarios otorgados.
- **Estimamos un EBITDA para 2024 en el rango de US\$1.000 MM a US\$1.100 MM como escenario base.** Dicho escenario factoriza precios de gas relativamente estables, recomposiciones módicas en las tarifas de generación e incrementos conservadores en la producción de crudo; en línea con el plan de expansión de la compañía.
- Así mismo, suponemos que la situación del retraso en los pagos por parte de Cammesa debería normalizarse durante el 2T y 3T. (La deuda impaga asciende a aproximadamente US\$150 MM al FX oficial).
- **Creemos que en el corto plazo la falta de resolución de lo adeudado por Cammesa, la indefinición en cuanto al futuro de las tarifas de generación le ha puesto un peso al despegue del precio de la acción.**
- **Al valor actual de US\$43,71 x ADR Pampa Energía cotiza a un múltiplo de 2024 EV/EBITDA de 3,0x. Así mismo, en términos de P/BV la compañía cotiza por debajo de valor libros a 0,9x.**



Pampa Energía	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E
Precio	\$ 14	\$ 21	\$ 32	\$ 50	\$ 44	
# ADRs (promedio)	61,7	55,9	55,2	54,6	54,6	54,6
Market Cap (US\$ MM)	\$ 850	\$ 1.180	\$ 1.764	\$ 2.706	\$ 2.388	\$ 2.388
EBITDA Ajustado (US\$ MM)	\$ 698	\$ 905	\$ 908	\$ 802	\$ 1.013	\$ 1.136
EBITDA Reportado (US\$ MM)	\$ 448	\$ 784	\$ 843	\$ 691	\$ 1.013	\$ 1.136
Deuda Financiera (US\$ MM)	\$ 1.614	\$ 1.438	\$ 1.613	\$ 1.448	\$ 1.500	\$ 1.500
Caja (US\$ MM)	\$ 491	\$ 573	\$ 700	\$ 834	\$ 800	\$ 800
Deuda Financiera Neta (US\$ MM)	\$ 1.123	\$ 865	\$ 913	\$ 614	\$ 700	\$ 700
EV (US\$ MM)	\$ 1.973	\$ 2.045	\$ 2.677	\$ 3.320	\$ 3.088	\$ 3.088
Patrimonio Neto (US\$ MM)	\$ 1.769	\$ 1.792	\$ 2.277	\$ 2.404	\$ 2.605	\$ 2.931
BVPS	\$ 28,69	\$ 32,05	\$ 41,22	\$ 44,00	\$ 47,68	\$ 53,64
EV/EBITDA Ajustado	2,83	2,26	2,95	4,14	3,05	2,72
EV/EBITDA Reportado	4,40	2,61	3,18	4,80	3,05	2,72
P/E	-	4,32	3,87	8,96		
P/BV	0,48	0,66	0,77	1,13	0,92	0,81

1. Breve descripción de los negocios

Los ingresos de Pampa Energía provienen principalmente de cuatro segmentos de negocio.

- La **generación de energía eléctrica**: Pampa tiene un portafolio diversificado de generación que comprende capacidad instalada hidráulica, térmica y eólica. Es el generador de energía más importante de Argentina con una participación de aproximadamente el 15% del total de la capacidad instalada del sector.
- La **producción de petróleo y gas**: Operando en Vaca Muerta, Pampa Energía es uno de los principales productores de gas natural de Argentina. Pero consideramos que el potencial a futuro proviene del incremento en la producción de shale oil. Luego de hacerse del 100% del área Rincón de Aranda, el plan trazado por la compañía implica lograr niveles de producción de 20k bbl / día para 2027; iniciando la producción en 2025.
- La producción y comercialización de producto **petroquímicos**: Es un segmento que consideramos que se mantendrá relativamente estable con ingresos que quedarán determinados por precios internacionales.
- El **segmento "holding"** que comprende la participación que tiene Pampa en Transportadora de Gas del Sur (TGSU2) y Transener (TRAN), que representan 29% y 26% respectivamente.

2. Generación Eléctrica

Con un 15% de participación en el mercado de generación, Pampa es el jugador más importante del sector. Su portafolio comprende 5.332 MW de capacidad instalada, siendo la térmica la más significativa.

La compañía se encuentra desarrollando una inversión para ampliar su capacidad de generación eólica; añadiendo 140 MW.

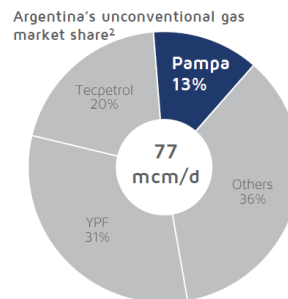
Generación	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E
Capacidad Instalada (MW)	4.955	4.970	5.088	5.332	5.472	5.472
-Hidráulica	938	938	938	938	938	938
- % sobre total	19%	19%	18%	18%	17%	17%
- % variación		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-Eólica	206	206	324	287	427	427
- % sobre total	4%	4%	6%	5%	8%	8%
- % variación		0,0%	57,3%	-11,4%	48,8%	0,0%
-Térmica	3.811	3.826	3.826	4.107	4.107	4.107
- % sobre total	77%	77%	75%	77%	75%	75%
- % variación		0,4%	0,0%	7,3%	0,0%	0,0%
Ventas	\$ 559	\$ 656	\$ 663	\$ 648	\$ 719	\$ 808
EBITDA	\$ 462	\$ 467	\$ 395	\$ 392	\$ 431	\$ 485
-Márgen	83%	71%	60%	60%	60%	60%

Esperamos que una recomposición tarifaria en los próximos años logre niveles de generación de EBTIDA más elevados.

Somos conservadores a la hora de proyectar dicha recomposición basados en el actual estado de las negociaciones.

3. Petróleo y Gas

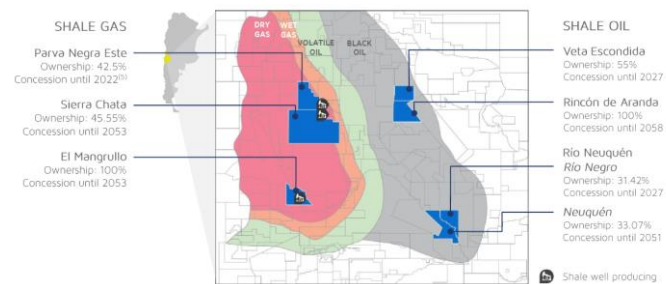
El fuerte de Pampa Energía es la producción de gas natural siendo el tercer jugador más importante en el mercado con un 13% de participación de mercado.



Lo que nos resulta particularmente importante es el potencial de desarrollo de shale oil. En este sentido, consideramos que la operación que llevó a cabo la compañía de hacerse con el 100% del área Rincón de Aranda entregando 100 MW de energía eólica en Bahía Blanca es muy positivo.

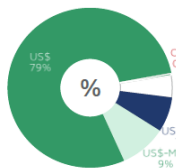
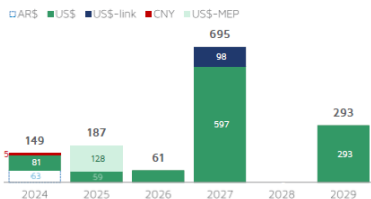
Petroleo y Gas	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E
Ventas (Mboe / día)	46,9	52,4	63,2	65,4	66,7	69,3
- Petroleo (Mboe / día)	4,6	4,6	5,3	5,0	5,1	5,8
- % variación		0,0%	15,2%	-5,7%	1,0%	15,0%
- Gas (M m3 / día)	7.190	8.122	9.842	10.274	10.479	10.794
- % variación		13,0%	21,2%	4,4%	2,0%	3,0%
Precio promedio						
- Petroleo (US\$ / bbl)	39,0	58,8	66,9	68,9	75,0	73,0
- Gas (US\$ / MBTU)	2,2	3,6	3,9	3,2	3,5	3,5
Ventas	\$ 294	\$ 453	\$ 646	\$ 666	\$ 747	\$ 839
EBITDA Ajustado	\$ 90	\$ 257	\$ 347	\$ 341	\$ 404	\$ 470
- Márgen	30,6%	56,7%	53,7%	51,2%	54%	56%

La compañía planea un rápido plan de expansión, invirtiendo cerca de US\$ 160 MM, para comenzar producción en 2025 y lograr niveles de cerca de 20k bbl / día para 2027. Es por este motivo que creemos que mirar tan solo el EBITDA de 2023 o 2024 deja fuera gran parte del potencial de Pampa Energía.



4. Deuda Financiera y Caja

La situación financiera de la compañía ha tenido con el correr de los años una mejora impresionante cerrando el ejercicio 2023 con un ratio de apalancamiento de tan solo 0,9x y un perfil de vencimiento de deuda extremadamente manejable para los próximos años, tal como se aprecia en el cuadro siguiente.



5. Valuación

Consideramos dos puntos importantes para tener en cuenta a la hora de valorar Pampa Energía. Por un lado, la evolución que ha tenido el valor de la empresa (Enterprise Value o EV). En máximos de 2018 el ADR de Pampa Energía alcanzó los US\$72 con una compañía sustancialmente diferente a la actual.

Niveles de endeudamiento significativamente menores, una posición de caja limitada en comparación con la actual y una cantidad de acciones que se ha ido reduciendo notablemente.

Fecha de asamblea	Acciones canceladas	ADRs cancelados equivalentes	Fecha de inscripción
2-oct-2018	182.820.250	7.312.890	23-nov-2018
1-oct-2019	151.997.025	6.079.881	7-may-2020
7-abr-2020	151.585.025	6.063.401	1-feb-2021
10-dic-2020	140.786.959	5.631.478	14-oct-2021
29-abr-2021	56.581.600	2.263.284	15-oct-2021
30-sep-2021	12.513.675	500.547	3-mar-2022
27-abr-2022	2.761.376	110.455	17-oct-2022
26-abr-2023	20.124.225	804.969	18-jul-2023

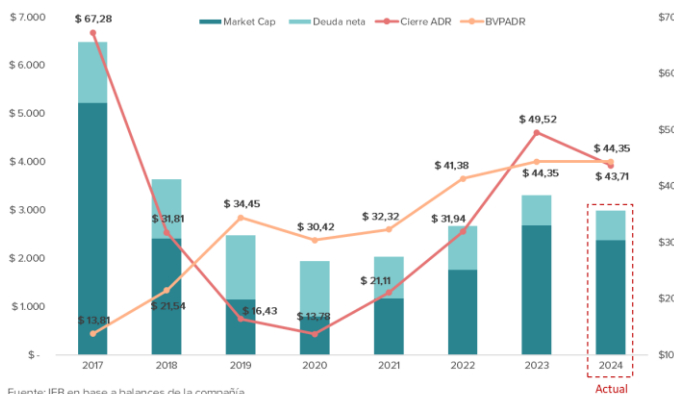
La compañía ha encarado numerosos programas de recompra de acciones y reducción del capital social de 2018 a la fecha, reduciendo el mismo en aproximadamente un 25%.

Este efecto se nota particularmente cuando se observa la evolución del ADR vs el Market Cap. de la compañía. Así mientras el precio se encuentra un 22% por debajo de máximos históricos, el valor del equity lo está un 55%.

Adicionalmente, se trata de una compañía que ha mejorado sustancialmente su situación patrimonial reduciendo fuertemente el endeudamiento, rentabilizando operaciones y comenzando un fuerte desarrollo en shale oil.



Pampa Energía S.A - EV



Considerando un escenario base conservador tanto en precios como en volúmenes estimamos un EBITDA para Pampa Energía de US\$1.013 MM para 2024 y US\$1.136 MM para 2025.

De esta manera, a los precios actuales se traduce en múltiplos de EV/EBITDA de 3,0x para 2024 y 2,72x para 2025.

Apertura por Segmentos (US\$ MM)	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E
Generación de electricidad						
- EBITDA ajustado	\$ 462	\$ 467	\$ 395	\$ 392	\$ 431	\$ 485
Petróleo y gas						
- EBITDA ajustado	\$ 90	\$ 257	\$ 347	\$ 341	\$ 404	\$ 470
Petroquímica						
- EBITDA ajustado	\$ 19	\$ 50	\$ 59	\$ 53	\$ 51	\$ 50
Holding, otros y eliminaciones						
- EBITDA ajustado	\$ 127	\$ 131	\$ 107	\$ 16	\$ 127	\$ 131
Total						
- EBITDA ajustado	\$ 698	\$ 905	\$ 908	\$ 802	\$ 1.013	\$ 1.136

Insistimos con lo conservador del escenario, pues tomamos incrementos tarifarios y crecimiento en volúmenes muy ácidos.

Estado de Resultados (US\$ MM)	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E
Ventas	\$ 1.073	\$ 1.508	\$ 1.829	\$ 1.732		
Costo de ventas	-\$ 663	-\$ 955	-\$ 1.139	-\$ 1.107		
Resultado bruto	\$ 410	\$ 553	\$ 690	\$ 625		
-Márgen bruto	38%	37%	38%	36%		
Gastos operativos	-\$ 119	-\$ 132	-\$ 207	-\$ 258		
Otros ingresos y egresos	-\$ 133	\$ 41	\$ 43	\$ 50		
Resultado por asociadas	\$ 85	\$ 117	\$ 105	\$ 7		
Resultado operativo	\$ 243	\$ 579	\$ 631	\$ 424		
-Márgen operativo	23%	38%	34%	24%		
Resultado financiero neto	-\$ 84	-\$ 189	-\$ 50	\$ 199		
Resultado antes de impuestos	\$ 159	\$ 390	\$ 581	\$ 623		
Impuesto a las ganancias	-\$ 35	-\$ 77	-\$ 124	-\$ 318		
-Tasa efectiva	22%	20%	21%	51%		
Resultado por operaciones discontinuadas	-\$ 592	-\$ 75	\$ 0	\$ 0		
Participación no controladora	\$ 101	\$ 35	-\$ 1	-\$ 3		
Resultado neto	-\$ 967	\$ 273	\$ 456	\$ 302		
-Márgen neto	-34%	18%	25%	17%		
Acciones en circulación (promedio)	1.542	1.398	1.381	1.366		
Resultado por acción	-\$ 0,238	\$ 0,195	\$ 0,330	\$ 0,221		
Resultado por ADR (Ratio 1:25)	-\$ 5,952	\$ 4,882	\$ 8,255	\$ 5,527		
EBITDA Ajustado	\$ 698	\$ 905	\$ 908	\$ 802	\$ 1.013	\$ 1.136
-Márgen EBITDA (Ajustado)	65%	60%	50%	46%	58%	62%

Disclaimer

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma.

Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento.

El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo.

IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.

