

17 de enero de 2025

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 y afiliadas, cubre casi toda la cadena de valor del gas y la electricidad del país. Divide sus segmentos en: Generación Eléctrica, Producción de gas y petróleo (O&G), Petroquímica (PTQM), y Holding, con participación societaria en empresas de transporte de energía eléctrica (26.3% de Transener) y de gas (25.8% de Transportadora de Gas del Sur).

Al cierre del 3T2024, el 32.5% de sus acciones se mantuvo en manos de su management. El 22.2% del capital lo posee el FGS de la ANSES, el 45% flota libremente en las bolsas de NY (PAM) y BCBA (PAMP) y el restante 0.3% fue recomprado.

Resultados

La información financiera publicada por Pampa adopta el dólar oficial como moneda funcional. Por este motivo, en nuestros informes, los flujos y stocks se expresan en dólares. Los últimos estados fueron los presentados al cierre del 3T24 con fecha 30 de septiembre.

A diferencia del ejercicio 2023, analizado en nuestro último informe ([ver aquí](#)), los ingresos acumulados a los 9M24, mostraron un importante repunte contra el mismo periodo del año anterior. En los 9M24 las ventas crecieron un 5%, alcanzando los USD 1.441 millones. Considerando los últimos 12 meses (LTM), los ingresos totales alcanzaron los USD 1.803 millones, un 4% más vs. el ejercicio 2023.

Por otro lado, si esperamos que el ritmo de las ventas de los 9M24 haya continuado al mismo ritmo en el 4T24, descartando un 4T23 muy malo para Pampa por la recesión y la fuerte devaluación, podemos estimar ventas totales

para el 2024 en torno a los USD 1.921. Estas serían 11% por encima del ejercicio 2023 y significarían un nuevo récord desde el 2020.

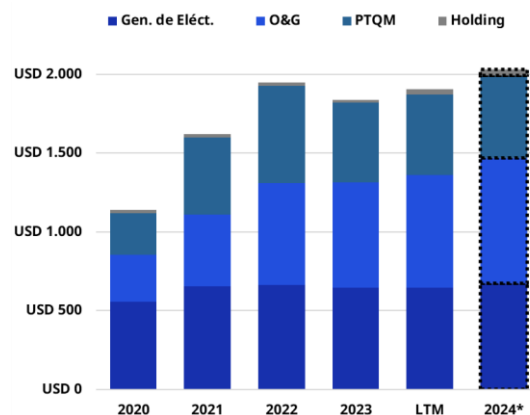
Los factores que explicaron la mejora en los 9M24 se fundamentaron principalmente por la expansión productiva del segmento O&G, y una mejora notable en los ingresos obtenidos del segmento Holding por el transporte de gas y electricidad. Estas ventas más que compensaron a los negocios de Generación Eléctrica y PTQM, mas retrasados, con mayores volúmenes vendidos, pero a peores precios de venta.

Por otro lado, analizando los flujos, en el 9M24 Pampa alcanzó los 754 USD millones de EBITDA ajustado. Un salto del 12% vs. los 9M23 y del 4% vs. los 9M22. Nuevamente los segmentos O&G y Holding fueron los protagonistas. En particular, las actualizaciones tarifarias de 2024 para TGS y Transener lograron revertir bruscamente la performance del segmento. Esta mejora también se reflejó en una suba del margen EBITDA. El mismo alcanzó el 52%, recuperando el nivel logrado en los 9M22.

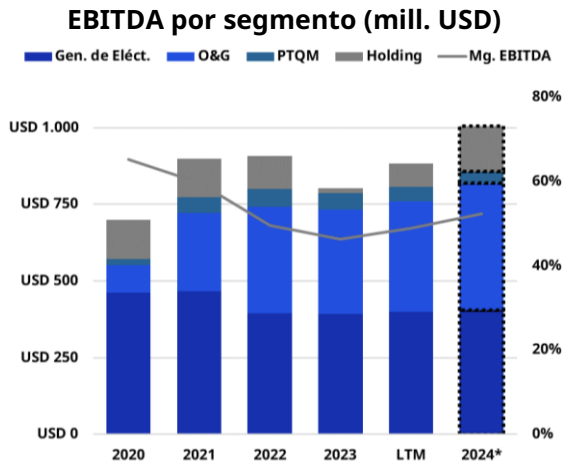
USD Mill.	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ingresos	1.441	1.370	5%	1.381	4%
R. operativo	392	414	-5%	482	-19%
Mg. operativo	27%	30%	-300pb	35%	-800pb
EBITDA Aj.	754	672	12%	725	4%
Mg. EBITDA	52%	49%	300pb	52%	0pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Ventas por segmento (mill. USD)



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Generación Eléctrica

Pampa cerró el 3T24 con una capacidad instalada en generación de 5.426 MW. Un 2% mayor al cierre del 3T23, gracias al inicio de las operaciones del parque eólico PEPE VI. PEPE VI cerró el 3T24 operando 95 MW. Gracias a esta mayor capacidad, Pampa incrementó su market share, con el 12.6% de capacidad instalada en generación en Argentina (solo por detrás de Central Puerto). Al último cierre la capacidad instalada en generación se dividió en las fuentes: térmica (76%), hidroeléctrica (17%) y eólica (7%).

En los 9M24, la disponibilidad promedio de las unidades operadas por Pampa aumentó al 96.8%. En el 9M23 la disponibilidad había caído al 93.7% producto de una serie de siniestros y tareas de mantenimiento en varias centrales. Gracias a ello, la generación neta de energía continuó creciendo en los 9M24. Un 6% más al respecto de lo generado en los 9M23. De igual forma, las ventas se incrementaron en volumen con 17.539 GWh vendidos, 4% más que el 9M23. El 2024 podría cerrar con un total de GWh anuales vendidos récord para la compañía.

De la capacidad instalada al último cierre, un 32% se remuneró en dólar oficial: 20% en PPAs con CAMMESA (Renovar, Res. 21, Res. 220 y Res. 287), y un 12% bajo esquema de "Energía Plus" y

"MATER" bajo contratos puramente privados. El restante 68% se tarifó bajo el esquema regulado en pesos de "Energía Base".

La contracara de los mayores volúmenes fueron los precios promedios negociados (USD/MWh). Por el efecto arrastre, los promedios no reflejaron los ajustes tarifarios otorgados por la Sec. de Energía en 2024 para la remuneración bajo el esquema de "Energía Base". En el 9M24 los precios promedio en dólares se redujeron un 2% al respecto del 9M23 y un 18% al respecto del 9M22. El promedio fue de USD 34.6, el menor que se haya registrado desde 2018.

Generación Eléctrica	2020	2021	2022	2023	9M22	9M23	9M24
Cap. Instalada (MW)	4.955	4.970	5.088	5.332	4.970	5.332	5.426
% mercado	11,8%	11,6%	11,9%	12,2%	11,6%	12,3%	12,6%
Energía Generada (GWh)	16.470	17.433	18.311	20.979	13.136	15.963	16.947
% mercado	12,3%	12,3%	13,3%	14,9%	12,8%	15,1%	15,8%
Ventas (GWh)	16.563	18.458	19.468	22.029	13.999	16.818	17.539
Pr. pr. (USD/MWh)	46,2	46,2	39,0	35,1	42,0	35,5	34,6
M. bruto pr. (USD/MWh)	35,3	30,3	23,0	21,8	25,2	22,1	22,4

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Al compensar bajos precios con mayores volúmenes, las ventas en generación se mantuvieron estables. En los 9M24 totalizaron los USD 505 millones, valores cercanos a los acumulados en los 9M23 y los 9M22. Vale remarcar que a diferencia de lo que ocurría años anteriores, la remuneración de "Energía Base" fue recuperando terreno al ajustarse por encima de la devaluación. El total acumulado fue del 100% de aumento en los 9M24 (contra una devaluación del 20%).

A pesar de la mejora en la remuneración de "Energía Base", el impacto de la fuerte devaluación en el 1T24 fue muy relevante para los 9M24. Para reflejar el impacto, los contratos por "Energía Base" representaron solo el 31% de las ventas de todo el segmento durante el 1T24. Asimismo, por la caída de la actividad industrial a lo largo del año, hubo menor demanda de "Energía Plus", con menores precios negociados y cantidades. Lo positivo es que, en el 3T24, las

ventas crecieron a un ritmo del 12% al respecto de las del 3T23, gracias a los efectos de los ajustes tarifarios, un mayor despacho térmico por la alta disponibilidad y una mayor generación de fuente renovable tras la inauguración de PEPE VI.

Cabe mencionar, que, durante los 9M24, al igual que otras compañías del sector, Pampa debió asumir una pérdida de créditos contra CAMMESA. En mayo recibió bonos soberanos AE38 a valor nominal a cambio de la deuda, resultando en una pérdida operativa total de USD 53 millones para Pampa. Por su parte, la afiliada de Pampa, la CT Ensenada Barragán, contabilizó una pérdida total de USD 16 millones. El EBITDA ajustado en los 9M24 para el segmento totalizó los USD 304 millones, 2% superior al 9M23, y 2% inferior al 9M22. Una mejora en los costos operativos permitió obtener una recuperación de las pérdidas generadas por los créditos CAMMESA.

G. Elect. (USD Mill.)	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ventas	505	507	0%	500	1%
R. Operativo	153	228	-33%	273	-44%
EBITDA Aj.	304	297	2%	309	-2%
Margen EBITDA	60%	59%	200pb	62%	-200pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Producción de Gas y Petróleo (O&G)

En O&G, Pampa siguió consolidándose como uno de los productores de gas más relevantes de nuestro país. Al cierre del 3T24, Pampa totalizó 12 áreas productivas (con más de 800 pozos productivos) y 5 áreas exploratorias, la mayoría de ellas ubicadas en la cuenca Neuquina. En los 9M24 volvió a romper récords de producción, con 83,8 miles de barriles equivalentes diarios (Mboe/d) de gas y petróleo. Un crecimiento del 24% al respecto del 9M23. El gas alcanzó el 94% total de la producción de hidrocarburos (78,8 Mboe/d), mostrando nuevamente concentración en este mercado.

En el análisis por bloque, el 61% del gas (mayormente gas tight) provino de “El Mangrullo”, en Vaca Muerta, que mostró un crecimiento del 26% al respecto de los 9M23. Asimismo, como en 2023, volvió a ser muy destacable la performance de “Sierra Chata” (gas shale), que creció a un ritmo vertiginoso del 42% contra el año anterior y ya explica el 24% del gas generado total por Pampa. La continuidad del Plan Gas.Ar y la habilitación del gasoducto GPNK en agosto de 2023, que alivió los cuellos de botella del transporte troncal, impulsaron la producción de gas en Vaca Muerta. Asimismo, durante el 2024, el GPNK aumentó su capacidad de transporte, gracias a la habilitación de las plantas compresoras de Tratayén y Salliqueló.

En lo que respecta a la producción de petróleo, una de las novedades del 2024 fue el inicio de las operaciones en el 2T24 de la prometedor área de “Rincón de Aranda”. La zona había sido adquirida por Pampa a mediados de 2023. En los 9M24 “Rincón de Aranda” aportó con 0,9 Mboe/d de petróleo. Por otro lado, luego del cierre del 3T24, en octubre, Pampa cedió a Pluspetrol su participación del 22,5% de la concesión sobre el área Gobernador Ayala por USD 23 millones.

Las últimas reservas probadas (P1) de Pampa fueron informadas al cierre del 2023. Ascendieron a 199 millones de boe, con un índice de reposición de 1.8 y vida promedio de 8.6 años. Las reservas se correspondieron a un 94% de gas natural y 6% en líquidos. Un 65% desarrolladas y un 35% no desarrolladas.

O&G	2020	2021	2022	2023	9M22	9M23	9M24
Prod. Petróleo (Mboe/d)	4,4	4,7	5,3	4,8	5,2	5,0	5,0
Prod. Gas (Mboe/d)	40,6	47,1	57,7	60,6	58,4	63,5	78,8
Prod. Total (Mboe/d)	45,1	51,8	63,1	65,4	63,6	68,5	83,8
Vts. Petróleo (Mboe/d)	4,6	4,6	5,3	5,0	5,3	5,3	4,8
Vts. Gas (Mboe/d)	42,3	47,8	57,9	60,5	58,9	63,7	78,5
Vts. Total (Mboe/d)	46,9	52,4	63,3	65,5	64,1	69,0	83,3
Pr. prom. Petróleo (USD/bbl)	39,0	58,8	69,6	66,2	70,5	65,5	71,0
Pr. prom. Gas (USD/MBTU)	2,2	3,6	4,2	4,2	4,3	4,5	3,9

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Como resultado de la expansión productiva, las ventas de O&G en los 9M24 se incrementaron un 9% vs. los 9M23. Los ingresos en O&G fueron impulsadas por el mayor volumen de ventas de gas en el mercado local debido a una mayor demanda eléctrica de usuarios, y los mayores volúmenes adjudicados bajo Plan Gas.Ar. Estas fueron algo compensadas por menores volúmenes y precios de gas negociados a grandes usuarios (afectados por menor actividad económica), y menores exportaciones y precios realizados de gas a Chile. Las exportaciones de O&G significaron sólo el 14% de las ventas del segmento, totalizando los USD 84 millones. El gran volumen de ventas de gas en el mercado local permitió impulsar el EBITDA ajustado, el segmento volvió a expandirse, creciendo 7% vs los 9M23.

O&G (USD Mill.)	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ventas	596	548	9%	491	21%
R. Operativo	122	166	-27%	153	-20%
EBITDA Aj.	310	291	7%	275	13%
Margen EBITDA	52%	53%	-100pb	56%	-400pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Petroquímica (PTQM)

Pampa posee dos plantas de alta complejidad que producen estireno, poliestireno, caucho sintético y productos reforma. Los mismos se venden localmente y se exportan. En PTQM el market share de Pampa localmente es casi total.

En los 9M24 el volumen total vendido aumentó un 12% contra el año anterior, empujados por mayores exportaciones. Por otro lado, los precios promedio, como en 2023, volvieron a caer, operando en 1.130 USD/tn.

PTQM	2020	2021	2022	2023	9M22	9M23	9M24
Volumen vendido (Mtn)	336,7	417,3	421,5	405,0	301,6	311,4	348,4
Estireno y poliestireno (Mtn)	94,4	114,5	113,5	111,7	83,8	84,0	63,6
Caucho sintético (Mtn)	37,3	49,3	45,8	43,2	36,2	32,1	33,3
Reforma y otros (Mtn)	205,0	253,5	262,1	250,2	181,5	195,3	251,4
Pr. prom. (USD/tn)	786	1175	1464	1251	1535	1247	1130

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

En los 9M24 las ventas por exportaciones crecieron un 27% al respecto del año anterior,

siendo el 37% de las totales. Como resultado de la compensación entre los mercados, las ventas totales de PTQM cerraron los 9M24 con una leve suba del 1% al respecto del año anterior. De todas formas, el EBITDA ajustado del segmento sí se vio muy afectado. Cayó 15% al respecto de los 9M23 debido al menor spread internacional de los productos reforma y un aumento de los costos operativos en dólares.

PTQM (USD Mill.)	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ventas	394	389	1%	463	-15%
R. Operativo	25	26	-4%	40	-38%
EBITDA Aj.	28	33	-15%	44	-36%
Margen EBITDA	7%	8%	-100pb	9%	-200pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Holding

En el segmento Holding, los resultandos a los 9M24 para Pampa fueron espectaculares. Los ingresos treparon un 164%, y el EBITDA creció un 118% al respecto del mismo periodo del año anterior. Destacándose tanto la performance de TGS como de Transener.

En TGS ([ver nuestro último informe de TGS](#)), el EBITDA ajustado por tenencia a los 9M24 fue de USD 113, un 55% mayor al respecto del acumulado a los 9M23. La mejora se explicó principalmente por el ajuste tarifario sobre el negocio regulado de transporte del 675% desde abril de 2024, y posteriores actualizaciones en agosto y septiembre del 4% y 1%, respectivamente. También hubo mayores ingresos por servicios de transporte y acondicionamiento de gas natural en Vaca Muerta, principalmente asociados a las obras en las plantas de tratamiento en Tratayén y la operación y mantenimiento del GPNK. Estos efectos fueron levemente compensados por menores ventas en el segmento de GLP.

Por su parte, en Transener, el EBITDA ajustado por la tenencia accionaria de Pampa alcanzó los 26 USD millones, 29% más al respecto del año anterior. Las adecuaciones tarifarias por encima

de la devaluación del periodo explicaron el buen resultado. En febrero de 2024 Transener recibió un aumento del 179,7% (191,1% para Transba). Asimismo, en agosto y septiembre de 2024 hubo un incremento 6% para cada mes.

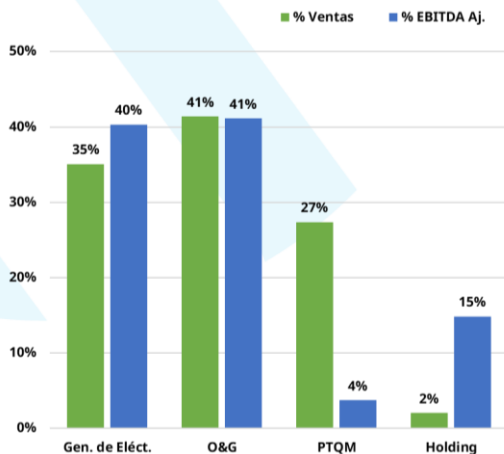
Desde septiembre 2024, Pampa incluyó en su consolidación a OCP (Oleoductos de Crudos Pesados) de Ecuador. En agosto 2024 adquirió el 36% restante de OCP, donde ya poseía el 64%, por USD 23 millones. En los 9M24 OCP aportó USD 7 millones al EBITDA ajustado.

Holding (USD Mill.)	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ventas	29	11	164%	16	81%
R. Operativo	92	-6	1533%	16	475%
EBITDA Aj. TGS	113	73	55%	97	16%
EBITDA Aj. Transener	26	20	29%	12	112%
EBITDA Aj. Holding	112	51	118%	97	16%

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

En los 9M24, el O&G paso a significar el mayor aporte de EBITDA. En pocos años, con el desarrollo de Vaca Muerta, la compañía paso de ser principalmente una empresa de generación a una de también de O&G.

Contribución por segmento al 9M24 (% total)



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Perfil de Deuda

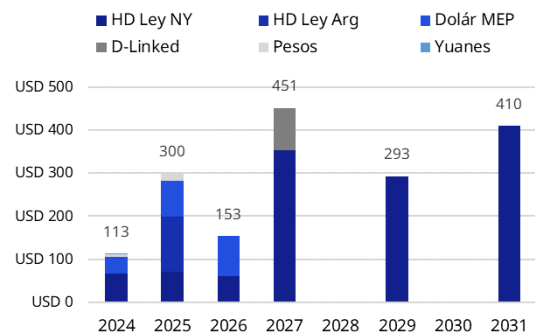
A cierre del 3T23 Pampa totalizó una deuda financiera consolidada en sus EERR (sin compañías afiliadas) de USD 1.725 millones. El 99% de la deuda estuvo emitida en dólares.

El 90% de la deuda fue emitida bajo obligaciones negociables (ON): 72% en cuatro ONs hard dollar de legislación NY, 11% en tres ONs Ley argentina con pago en dólar MEP/cable, 6% en una ON dollar linked y un 1% en una ON en pesos a tasa BADLAR. El 10% remanente de deuda fueron principalmente préstamos bancarios en dólares.

La deuda aumentó al respecto del cierre del ejercicio 2023 un 19%. Este incremento se debió a la emisión internacional de la ON Clase 21 al 2031 en septiembre (parcialmente compensada por la recompra del 53% de la ON Clase 1 Ley NY al 2027). Asimismo, aprovechando un contexto de alta demanda para deuda de legislación argentina, Pampa había emitido en marzo 2024 una ON Ley local, la Clase 20 pagadera en cable y con vencimiento en 2026.

Al 3T24 el nuevo perfil de vencimientos estiró la vida promedio de la deuda a 3,4 años. La tasa de interés promedio para la deuda internacional fue del 8.3%, mientras que para la deuda de legislación argentina en dólares fue del 4.5%.

Perfil de vencimientos al 3T24 (mill. USD)



Fuente: Elaboración propia en base a IR Pampa Energía.

A pesar del aumento de la deuda, la deuda neta se redujo al cierre del 3T24 a los USD 539 millones, el nivel más bajo en los últimos 8 años para Pampa. La caja y los activos financieros aumentaron un 42% al respecto del 2023. La variación se explicó por las contribuciones del flujo operativo de generación y O&G, y a la mejora en los cobros de CAMMESA y ENARSA. Según estimaciones propias, la caja y los activos

financieros estuvieron denominados en dólares en un 80% del total.

Considerando la mencionada deuda neta al 3T24 y el EBITDA ajustado en los últimos 12 meses (LTM) sin compañías afiliadas, la compañía obtuvo un nivel de apalancamiento neto muy holgado de 0.8 veces. Un nivel de cobertura muy alto, considerando que la empresa se expande en generación y apuesta para la extracción de líquidos en "Rincón de Aranda". Por la mayor ponderación de la deuda en dólares, la cobertura del EBITDA frente a los intereses disminuyó a unas 5.7 veces. Ratio igualmente muy cómodo para Pampa.

USD Mill.	3T24	4T23	Var (%)	4T22	Var (%)
Deuda Financiera	1.725	1.448	19%	1.613	7%
Caja y Activos Fin.	1.186	834	42%	700	69%
Deuda Neta	539	613	-12%	913	-41%
EBITDA Aj. (LTM)	692	671	3%	738	-6%
Deuda Neta/EBITDA	0,8	0,9	-0,1	1,2	-0,5
Intereses anuales	121	109	11%	165	-27%
EBITDA/Intereses	5,7	6,2	-0,4	4,5	1,3

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Aprovechando los flujos del blanqueo, tras el cierre del 3T24, Pampa emitió una nueva ON dólar MEP Ley Argentina Clase 22 por USD 84 millones, con cupón del 5,75% al 2028. Asimismo, emitió una nueva ON Ley NY Clase 23 con vencimiento en 2034 por USD 360 millones. Los fondos se utilizaron en parte para rescatar el remanente de la ON Clase 1 a 2027.

PAMPAR 9 ½ 2026 (CI. 9 - MGC90)

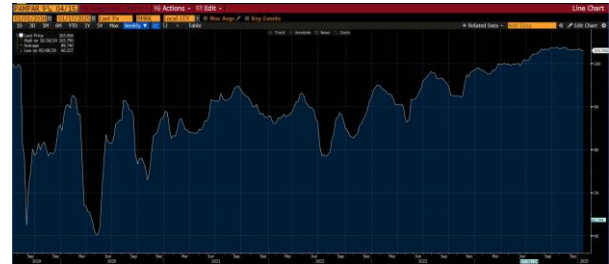


Fuente: Bloomberg.

PAMPAR 2026 paga 9.5% de cupón semestralmente y amortiza en tres cuotas

anuales. El mismo ya abono un capital del 33% en diciembre pasado. Su duration es de 1.3 años y su circulante es de USD 179 millones. Posee mínimos de solo 1 nominal. Cotiza clean cable cerca de 103.75% con una TIR del 6.6%.

PAMPAR 9 ½ 2029 (CI. 3 - MGC30)



Fuente: Bloomberg.

PAMPAR 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 103.25%, brindando una TIR del 8.2% con duration de 3.4 años.

PAMPAR 7.95 2031 (CI. 21 - MGCMO)



Fuente: Bloomberg.

PAMPAR 2031 abona cupones anuales de 7.95% semestralmente. Amortiza a vencimiento. Posee un circulante de USD 410 millones y sus mínimos son de 10.000. Opera clean cable cerca de 102%, con TIR del 7.6% y duration de 5 años.

PAMPAR 7 ½ 2034 (CI. 23 - MGCOO)



Fuente: Bloomberg.

PAMPAR 2034 paga cupón anual de 7.875% dos veces al año y amortiza a vencimiento. Circulan USD 360 millones y sus mínimos de negociación son de 10.000. El título está en niveles clean cable del 99.75%, brindando una TIR del 7.9%.

Perspectivas

En generación Pampa presenta margen de mejora, especialmente con la actualización de las tarifas de "Energía Base", que superarán los promedios de trimestres anteriores. Si la actividad industrial muestra una recuperación en el año actual, Pampa podría expandir sus ventas a grandes clientes bajo los esquemas de "Energía Plus" y "MATER". Esta reactivación también impulsaría su segmento petroquímico, afectado por la fuerte recesión de 2024.

En petróleo y gas, el segmento continúa mostrando un fuerte dinamismo. La nueva apuesta de Pampa en Vaca Muerta es el área de "Rincón de Aranda". Con inversiones proyectadas en USD 700 millones para 2025, la empresa apunta a alcanzar una producción de 20 Mboe/d de petróleo para finales de ese año. Además, con un capital total de USD 1.500 millones, se proyecta producir 45 Mboe/d para 2027. "Rincón de Aranda" marca un punto de inflexión estratégico. El desarrollo reduciría su dependencia del gas.

En el segmento regulado, el negocio de transporte de gas y energía mostró una sólida recuperación. Para 2025, se espera que el gobierno avance con la Revisión Tarifaria Integral (RTI), estableciendo un esquema de tarifas ajustado por inflación que sostenga la rentabilidad de las compañías.

Financieramente, Pampa demuestra una fortaleza excepcional, con un Net Leverage de apenas 0.8 veces y un perfil de vencimientos mejorado que no presenta compromisos significativos hasta 2029. Su diversificación de negocios y disciplina financiera son ventajas

clave que la posicionan como una de las compañías más solventes del mercado local.

En términos de renta fija, Pampa opera por debajo de la curva de rendimientos corporativos argentinos. Comparada con empresas del sector como CGC, Capex o YPF, Pampa se negocia con rendimientos menores, pero con ratios de deuda significativamente más bajos.

Para los tenedores actuales, recomendamos mantener posiciones. Para nuevos inversores, destacamos los vencimientos de 2031 y 2034 como los más atractivos, especialmente en un contexto donde esperamos que los rendimientos libres de riesgo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos disminuyan en los próximos años.

En resumen, nuestras expectativas para el cierre del 4T24 son buenas, y compartimos el optimismo al respecto al crecimiento de ingresos y EBITDA de Pampa para el 2025. En esta línea, nuestro fondo de bonos corporativos de custodia extranjera asigna un 13,8% de su patrimonio a las ONs de Pampa, mientras que el fondo de renta fija local en dólares mantiene un 7,2% de su tenencia en estos instrumentos.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmandino@cucchiara.com.ar