

6 de febrero de 2026

## Pampa Energía S.A.

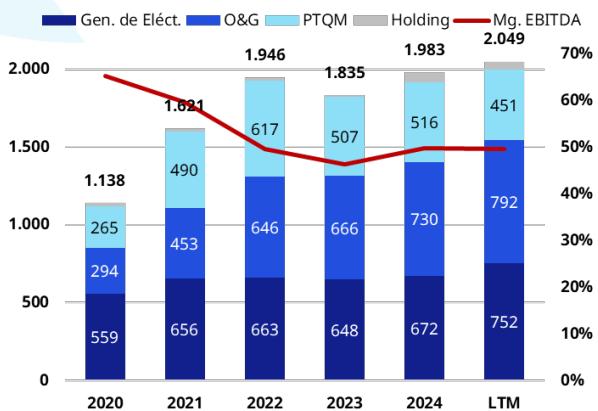
Pampa Energía es una compañía argentina líder del sector energético. Totalmente integrada, de manera directa y a través de sus subsidiarias y afiliadas, cubre casi toda la cadena de valor del gas y la electricidad del país. Divide sus segmentos en: Generación Eléctrica, Producción de gas y petróleo (O&G), Petroquímica (PTQM), y Holding, con participación societaria en empresas de transporte de energía eléctrica (26.3% de Transener) y de gas (26.9% de Transportadora de Gas del Sur).

### 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 3Q25 con fecha 30 de septiembre.

En los 9M25 las ventas crecieron 4%, alcanzando los USD 1.590 millones y el margen EBITDA se consolidó en niveles del 52%. Considerando los últimos 12 meses (LTM), los ingresos totales fueron por USD 1.942 millones o un 3% más comparado con el ejercicio 2024.

### Ventas y EBITDA (mill. USD)



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

| USD Mill.     | 9M25  | 9M24  | Var (%) | 9M23  | Var (%) |
|---------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| Ingresos      | 1.500 | 1.441 | 4%      | 1.370 | 9%      |
| R. operativo  | 402   | 392   | 3%      | 414   | -3%     |
| Mg. operativo | 27%   | 27%   | 0pb     | 30%   | -300pb  |
| EBITDA Aj.    | 779   | 754   | 3%      | 672   | 16%     |
| Mg. EBITDA    | 52%   | 52%   | 0pb     | 49%   | 300pb   |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

La fuerte expansión en los ingresos de la compañía viene explicada fundamentalmente por los segmentos de generación eléctrica y la producción de petróleo y gas (O&G).

En los 9M25 las ventas de energía crecieron hasta los USD 585 millones o un 16% comparado con 9M24, mejorando el margen de EBITDA en 200 puntos básicos (pb) hasta el 62% sobre el nivel de ventas, impulsadas por el aumento en los precios de energía spot medida en dólares y el incremento de las ventas a término en el segmento industrial. Se suma también, la incorporación del nuevo parque eólico PEPE 6, con una capacidad de 140 MW y cuya energía se comercializa en MATER. A su vez, se registró un mayor reconocimiento de combustible por autoabastecimiento durante el pico invernal, como también mejores tarifas de transporte de gas y electricidad.

Esta mejor performance fue parcialmente compensada con el incremento de costos asociados y menor despacho de energía como consecuencia del parate de la Central Térmica Loma de la Lata (CTLL) y la represa Hidroeléctrica Los Nihuiles (HINISA) por mantenimiento programado.

En cuanto al marco regulatorio, en octubre pasado la SE estableció un nuevo marco para la normalización progresiva del MEM, vigente desde el 1 de noviembre 2025, orientado a promover mayor competencia, contratación directa y descentralización en la provisión de combustibles. El esquema introduce cambios en el mercado spot mediante una remuneración marginal adaptada con límites según

antigüedad y gestión de combustible, y divide el mercado a término en segmentos de energía y potencia, con restricciones transitorias para centrales habilitadas antes de 2025 y libertad plena de contratación a partir de 2030. A su vez, se definen nuevos criterios de pago por potencia, incentivos a la eficiencia y a la gestión propia de combustibles, y una transición gradual del rol de CAMMESA como proveedor de última instancia hasta 2029. El marco respeta los PPAs vigentes hasta su vencimiento y favorece a las unidades más eficientes y mejor ubicadas, que podrán capturar mayores márgenes de rentabilidad en dólares.

| Generación Eléctrica          | 9M25          | 9M24          | Var (%)      | 9M23          | Var (%)      |
|-------------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Cap. Instalada (MW)           | 5.473         | 5.426         | 0,9%         | 5.332         | 2,6%         |
| % mercado                     | 12,5%         | 12,6%         | -            | 12,3%         | -            |
| Energía Generada (GWh)        | 16.077        | 16.947        | -5,1%        | 15.963        | 0,7%         |
| % mercado                     | 15,0%         | 15,8%         | -            | 15,1%         | -            |
| <b>Ventas (GWh)</b>           | <b>16.657</b> | <b>17.539</b> | <b>-5,0%</b> | <b>16.818</b> | <b>-1,0%</b> |
| <b>Precio prom (USD/MWh)</b>  | <b>40,9</b>   | <b>34,6</b>   | <b>18,2%</b> | <b>35,5</b>   | <b>15,4%</b> |
| <b>Mg. bruto pr.(USD/MWh)</b> | <b>25,6</b>   | <b>22,4</b>   | <b>14,1%</b> | <b>22,1</b>   | <b>15,8%</b> |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Por su parte, para los 9M25 las ventas del segmento de los hidrocarburos crecieron hasta los USD 658 millones, un 10% respecto de 9M24 y un 20% comparado con 9M23, impulsadas principalmente por el fuerte incremento en la producción de crudo en Rincón de Aranda y mayores volúmenes exportados (8% de las ventas de gas y 47% de las de crudo), como también mayores envíos de gas a Chile, autoabastecimiento de las centrales térmicas y al segmento industrial.

Estos efectos se vieron parcialmente compensados por menores ventas debido a una merma en los volúmenes destinados al segmento residencial por temperaturas más templadas y la finalización de los compromisos invernales bajo el Plan Gas, además de precios realizados más bajos de crudo y gas para exportación.

Aun así, el margen de EBITDA se contrajo hasta el 45%, unos 700 pb contra los 9M24 y 800 pb contra los 9M23. Mientras las ventas crecieron fuertemente, el EBITDA del sector se mantuvo constante en torno a USD 298 millones, principalmente impactado por las menores ventas de gas a industrias y exportaciones, sumado al aumento en los costos operativos, en su mayoría asociados al desarrollo de Rincón de Aranda. En este punto, el lifting cost mejoró notablemente pasando de 35 USD/bbl en el 1Q25 a sólo 9 USD/bbl al cierre del 3Q25.

| Oil & Gas                           | 9M25        | 9M24        | Var (%)     | 9M23        | Var (%)     |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Prod. Petróleo (Mbce/d)             | 9,6         | 5,0         | 89%         | 5,0         | 93%         |
| Prod. Gas (Mbce/d)                  | 76,0        | 78,8        | -4%         | 63,5        | 20%         |
| <b>Prod. Total (Mbce/d)</b>         | <b>85,5</b> | <b>83,8</b> | <b>2%</b>   | <b>68,5</b> | <b>25%</b>  |
| Vts. Petróleo (Mbce/d)              | 10,1        | 4,8         | 111%        | 5,3         | 91%         |
| Vts. Gas (Mbce/d)                   | 76,1        | 78,5        | -3%         | 63,7        | 19%         |
| <b>Vts. Total (Mbce/d)</b>          | <b>86,3</b> | <b>83,3</b> | <b>4%</b>   | <b>69,0</b> | <b>25%</b>  |
| <b>Pr. prom. Petróleo (USD/bbl)</b> | <b>61,9</b> | <b>71,0</b> | <b>-13%</b> | <b>65,5</b> | <b>-5%</b>  |
| <b>Pr. prom. Gas (USD/MBTU)</b>     | <b>3,9</b>  | <b>3,9</b>  | <b>-2%</b>  | <b>4,5</b>  | <b>-14%</b> |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Para los 9M25 las ventas del segmento Petroquímica (PTQM), cayeron un 16% hasta los USD 329 millones, explicado principalmente por una menor demanda local de estireno y de bases octánicas y una baja en los precios internacionales. Además, en febrero Pampa debió parar la planta para llevar a cabo reformas que mermaron el 30% en la producción.

Por último, en el segmento Holding, Pampa consolida sus participaciones en Transportadora de Gas del Sur (TGS), Transener y OPC Ecuador. Para los 9M25 el EBITDA alcanzó los USD 125 millones, un 12% más que en los 9M24 y 143% más que en 9M23. Tal como detallamos en nuestro informe anterior ([ver](#)), los fuertes incrementos se explicaron principalmente por el ajuste tarifario sobre el negocio regulado de transporte de energía iniciados en 2024. A su vez, OCP Ecuador transfirió las acciones del oleoducto al Estado ecuatoriano y la empresa tenía librada dos garantías por un valor conjunto de USD 84 millones las cuales fueron devueltas a Pampa Energía.

## Perfil de Deuda

Pampa recurre asiduamente a los mercados de capitales y en 2025 no fue la excepción. En los 9M de 2025, la compañía rescató 4 obligaciones negociables (ON) por un monto de USD 737 millones y colocó 2 nuevas ON por USD 445 millones. A su vez, tras el cierre de los 9M25, realizó una nueva emisión por USD 450 millones al 2037 y canceló deuda por otros USD 276 millones con vencimientos 2025 y 2026.

| Bono        | Moneda    | Cupón  | Amortiz | Vto. | Out MM | Ley | Observ     |
|-------------|-----------|--------|---------|------|--------|-----|------------|
| ON Clase 9  | USD Cable | 9,5%   | Called  | 2026 | 120    | NY  | Post EE.RR |
| ON Clase 21 | USD Cable | 7,95%  | Bullet  | 2031 | 410    | NY  | Performing |
| ON Clase 20 | USD Cable | 6%     | Called  | 2026 | 51     | Arg | Post EE.RR |
| ON Clase 25 | USD Cable | 7,25%  | Bullet  | 2028 | 105    | Arg | Performing |
| ON Clase 16 | USD MEP   | 4,99%  | Matured | 2025 | 56     | Arg | Post EE.RR |
| ON Clase 13 | DL USD    | 0%     | Bullet  | 2027 | 87     | Arg | Performing |
| ON Clase 22 | USD MEP   | 5,75%  | Bullet  | 2028 | 84     | Arg | Performing |
| ON Clase 23 | USD Cable | 7,875% | Bullet  | 2034 | 700    | NY  | Performing |
| ON Clase 26 | USD Cable | 7,75%  | Bullet  | 2037 | 450    | NY  | Post EE.RR |

Fuente: Cucchiara Research.

Al cierre del 3Q25 Pampa totalizó una deuda financiera consolidada en sus EERR (sin compañías afiliadas) de USD 1.755 millones. El 99% de la deuda estuvo emitida en dólares. El 92% del total son ONs y el 8% restante son préstamos bancarios en dólares.

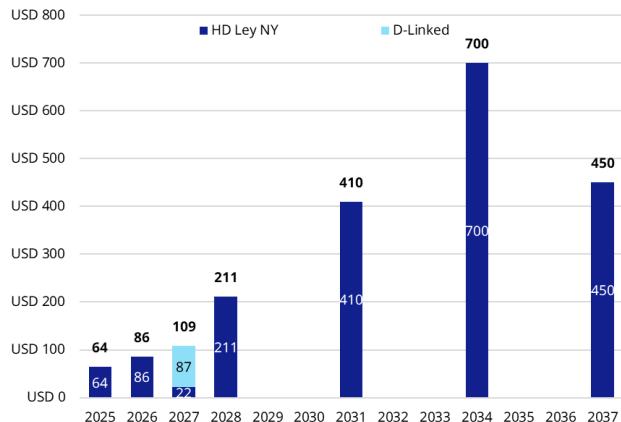
La deuda aumentó apenas un 2% interanual (i.a.), mientras que la gran exigencia de CAPEX que requirió Rincón de Aranda fue cubierta en parte con flujo operativo, pero también con la caja de la compañía que se redujo en un 26% i.a. aumentando su apalancamiento neto a 1.1 veces sobre su flujo de EBITDA. Este nivel de apalancamiento sigue siendo conservador para la industria.

| USD Mill.           | 9M25  | 9M24  | Var (%) | 9M23  | Var (%) |
|---------------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| Deuda Financiera    | 1.755 | 1.725 | 2%      | 1.448 | 21%     |
| Caja y Activos Fin. | 881   | 1.186 | -26%    | 964   | -9%     |
| Deuda Neta          | 874   | 539   | 62%     | 484   | 81%     |
| EBITDA Aj. (LTM)    | 769   | 806   | -5%     | 795   | -3%     |
| Deuda Neta/EBITDA   | 1,1   | 0,7   | 0,5     | 0,6   | 0,7     |
| Intereses anuales   | 122   | 107   | 14%     | 152   | -20%    |
| EBITDA/Intereses    | 6,3   | 7,5   | -1,2    | 5,2   | 7,5     |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Al cierre de los 3Q25 el perfil de vencimientos estiró la vida promedio de la deuda a 3.75 años. La tasa de interés promedio para la deuda internacional fue del 8%, mientras que para la deuda de legislación argentina en dólares fue del 4.3%, lo que le da un costo promedio de 6.96%. Aun así, utilizando los datos de la última presentación para inversores a diciembre 2025, la cual contempla la nueva colocación de deuda post balance mencionada anteriormente, el perfil de vencimientos se estira a 5.25 años, mientras que el apalancamiento neto se mantiene constante.

## Perfil de vencimientos (mill. USD)



Fuente: Cucchiara Research en base a IR Pampa E. Dic-25.

Pampa tiene tres bonos en dólares Ley NY. La Clase 21 de USD 410 millones y vencimiento en 2031; la Clase 23 por un total de USD 700 millones y, finalmente, la Clase 26 emitido en noviembre pasado por USD 400 millones.

| ISIN         | Ticker               | Precio | TIR   | DUR | Minimo | Amou Out | R  |
|--------------|----------------------|--------|-------|-----|--------|----------|----|
| USP7464EAS56 | PAMPAR 7.95 09/10/31 | 104,25 | 7%    | 4,5 | 10.000 | 410      | B- |
| USP7464EAT30 | PAMPAR 7 % 12/16/34  | 102    | 7,55% | 6,5 | 10.000 | 700      | B  |
| USP7464EAY25 | PAMPAR 7 % 11/14/37  | 100,25 | 7,7%  | 7,8 | 10.000 | 450      | B- |

Fuente: Cucchiara Research.

## Perspectivas

Desde hace muchos años Pampa Energía es uno de los créditos corporativos locales con los cuales nos sentimos cómodos. Cotizando por encima de la mayoría de los corporativos argentinos gracias a sus sólidos ratios

financieros, sus estratégicas inversiones en Vaca Muerta y su alta competitividad en el mercado energético, donde en un contexto de normalización regulatoria, Pampa se consolidará como líder del sector. Sobre la base de estos fundamentos es que nuestros fondos de renta fija se encuentran posicionados sobre las emisiones internacionales de Pampa.

En estos niveles de precio, esperaríamos alguna baja en sus paridades para tener un punto de entrada más atractivo, en niveles de 8% luciría atractiva dada la calidad del emisor.

Muchas gracias.

---

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino  
[tomasmangino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmangino@cucchiara.com.ar)

Jonathan Rung  
[jonathan@cucchiara.com.ar](mailto:jonathan@cucchiara.com.ar)

Julieta Marchione  
[Julietamarchione@cucchiara.com.ar](mailto:Julietamarchione@cucchiara.com.ar)