

Pampa Energía (PAM)

Mayor producción en Vaca Muerta y en el negocio de generación eléctrica mejoran las previsiones de los ingresos para los próximos años

Recomendación: **COMPRAR**
 Precio objetivo (12m): USD 40

5 de abril de 2023

Resumen financiero

| | |
|------------------------------------|-----------|
| Precio acción | USD 33,40 |
| Rendimiento esperado (base) | +20% USD |
| Capitalización bursátil (M de USD) | 3.561,4 |
| Valuación compañía (M de USD) | 5.127,9 |
| Precio Máx. (52 sem.) | USD 36,87 |
| Precio Mín. (52 sem.) | USD 18,71 |
| Variación (12M en USD) | +43,9% |

Múltiplos de valuación

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|-----------|------|------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 4,1 | 6,0 | 5,0 | 4,7 |
| PE | 7,5 | 8,7 | 6,9 | 6,1 |
| PBV | 1,3 | 1,7 | 1,3 | 1,1 |
| PS | 1,5 | 2,2 | 1,7 | 1,5 |

Indicadores financieros (en M de USD)

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Ingresos | 1.508,0 | 1.829,0 | 2.099,7 | 2.362,2 |
| Crec. YoY | - | 21,3% | 14,8% | 12,5% |
| EBIT | 579,0 | 631,0 | 729,4 | 795,1 |
| Crec. YoY | - | 9,0% | 15,6% | 9,0% |
| EBITDA | 899,0 | 906,0 | 1.026,9 | 1.092,6 |
| Crec. YoY | - | 0,8% | 13,3% | 6,4% |
| Res neto | 313,0 | 457,0 | 519,9 | 586,5 |
| Crec. YoY | - | 46,0% | 13,8% | 12,8% |

Márgenes y ratios de rentabilidad

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Margen bruto | 36,7% | 37,2% | 38,8% | 40,9% |
| Margen operativo | 38,4% | 34,5% | 34,7% | 33,7% |
| Margen neto | 20,8% | 25,0% | 24,8% | 24,8% |
| Margen EBITDA | 59,6% | 49,5% | 48,9% | 46,3% |
| ROE | 17,5% | 20,0% | 18,5% | 17,3% |
| ROA | 8,1% | 9,6% | 9,9% | 10,0% |

Ratios de deuda

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Deuda Neta/EBITDA | 1,5x | 1,7x | 1,5x | 1,5x |
| Deuda Neta/PN | 74,1% | 66,0% | 55,9% | 47,9% |

RESUMEN EJECUTIVO

Mantenemos nuestra recomendación de **COMPRAR** la acción de Pampa Energía (PAM) con un precio objetivo de USD 40, representando un *upside* de +20% en dólares a 12 meses como escenario más probable.

El aumento de la producción y de las reservas en los yacimientos que Pampa Energía opera en Vaca Muerta permite sostener las expectativas de mayores ingresos para los próximos años.

Sin embargo, la normalización de las distorsiones económicas y la actualización de los precios locales a los que la compañía comercializa su producción de gas natural y electricidad (a través del holding) son condiciones necesarias para que la empresa pueda seguir ampliando sus operaciones a largo plazo.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Pampa Energía finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de +14,8% en dólares, impulsada por los mayores volúmenes de producción de hidrocarburos no convencionales en Vaca Muerta (específicamente en El Mangrullo) y por los altos precios internacionales de la energía.

Se espera que el resultado financiero neto permanezca en valores negativos pero que no impactarían significativamente en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 24,8% en 2023, manteniéndose próximo al 25% registrado en 2022.

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares aumentarían +12,5%, al tiempo que la compañía continúe expandiendo sus operaciones en los segmentos de *upstream* y *midstream* hidrocarburífero.

Por su parte, proyectamos una suba del margen bruto a 40,9%, mientras que su margen operativo se ubicaría en 33,7%, el margen neto en 24,8% y el margen EBITDA en 46,3%.

Múltiplos comparables de valuación

Tomando como muestra algunas de las empresas energéticas más importantes del mundo, Pampa Energía presenta cifras operativas y patrimoniales atractivas.

En términos de retornos, el ROE y el ROA están próximos al promedio de la muestra. Por ende, Pampa Energía presenta una buena posición operativa frente a la competencia.

En lo que refiere al margen neto *trailing* 12M, la empresa argentina se encuentra cercano a la media de la muestra, junto con Petrobras y Ecopetrol, lo que les permite capitalizar rápidamente la suba en la cotización de los commodities energéticos.

Finalmente, la relación del patrimonio sobre activo de Pampa Energía se encuentra en niveles cercanos a los de YPF y Exxon Mobil (próximos al promedio de la muestra). En tanto que Chevron presenta el valor más elevado de la muestra.

Pampa Energía triplicó sus reservas en Vaca Muerta

Pampa Energía, uno de los mayores grupos del país, anunció sus resultados de 2022. Gracias al gas que extrae en Vaca Muerta y al impulso de su negocio de generación eléctrica -hídrica, eólica y térmica-, el holding que lidera Marcelo Mindlin cerró el año pasado con crecimiento en sus ganancias. Los beneficios ascendieron a ARS 64.900 M, un 173% más que en 2021. Medidos en dólares, sumaron USD 457 M, un incremento del 92%.

Al menos, hasta la reciente compra del negocio de generación de la italiana Enel que acordó días atrás Central Puerto, Pampa era el mayor generador de electricidad del país. Al 31 de diciembre, registró una capacidad instalada de 5088 megawatts (Mw), equivalentes al 11,9% del total nacional.

Es dueño de ocho centrales térmicas (Loma La Lata, Genelba, Piquirenda, Güemes, Ingeniero White, Ensenada Barragán, Piedra Buena y Parque Pilar), tres hidroeléctricas (Nihuiles, Diamante y Pichi Picún Leufú), cinco proyectos eólicos (Mario Cebreiro, los Pampa Energía II, III y IV y el recientemente adquirido Arauco) y una de cogeneración (EcoEnergía).

Accionista de Distrilec, la controlante de Transener, y de Ciesa, el holding de Transportadora Gas del Sur (TGS), también tiene fuerte presencia en Vaca Muerta, con El Mangrullo como yacimiento estrella, desde donde exporta gas a Chile y, también, será uno de los principales inyectores de fluido en el Gasoducto Néstor Kirchner.

En 2022, Pampa registró ventas por ARS 241.182 M, un 67,5% más que en 2021. En dólares, el incremento fue del 21,3%, a USD 1829 M. En el mercado interno, facturó ARS 196.723 M, una mejora del 61,7% (USD 1478 M, alza del 16,4%). En tanto, las exportaciones crecieron 97,6% en pesos, a ARS 45.459 M, y 47,5% en dólares, a USD 351 M.

Como consecuencia, el resultado bruto fue de ARS 91.291 M, un 71% superior al de 2021. El resultado operativo mejoró 57%, a ARS 88.451 M. En dólares, el resultado bruto fue de USD 681 M (+23%) y el operativo, USD 631 M (+9%).

El EBITDA ajustado consolidado de operaciones continuas totalizó USD 908 M, 1% por encima del año anterior.

Durante el año pasado, la capacidad instalada se incrementó un 2%. El potencial hidroeléctrico, 938 MW, y el térmico, 3826 MW, se mantuvieron en relación a 2021. La capacidad de generación eólica creció 15%, a 324 MW.

Pampa generó en 2022 18.311 gigawatts/hora (GWh), un 5% más que en el año anterior. La generación hidroeléctrica creció 7%, a 1438 GWh; la eólica, 6%, a 888 GWh; y la térmica, 5%, a 17.985 GWh.

El volumen vendido también creció 5%, a 19.468 GWh. Comercializó 1438 GWh de centrales hidroeléctricas (+7%), 897 GWh desde sus parques eólicos (+3%) y 17.133 GWh de sus centrales térmicas (+5%).

El precio promedio fue de USD 39 por megawatt-hora (MWh), 1,6% inferior al de 2021. El ingreso promedio de hidroeléctricas mejoró 3%, a USD 23/MWh. Cayeron los valores de eólica (1%, a USD 70/MWh) y de térmica (17%, a USD 39 MWh/h).

El margen bruto promedio de la unidad de Generación fue de USD 23/MWh, una caída interanual del 24%. Mejoró 64% en hidroeléctrica (USD 6/MWh) pero cayó 1% en eólica (USD 58/MWh) y 27% en térmica (USD 23/MWh).

El negocio de Oil & Gas, por su parte, creció 23% en facturación, a USD 646 M. Las ventas al mercado interno subieron 23%, a USD 487 M. En tanto, las exportaciones se impulsaron 174%, a USD 159 M. El resultado de esta unidad arrojó una ganancia de USD 45 M, 105% superior a la de 2021.

La producción total subió 22%, a 63.100 barriles equivalentes de petróleo por día (boed). La de petróleo avanzó 14%, a 5300 barriles diarios, y la de gas subió 23%, a 9,8 millones de metros cúbicos (m³) por día.

Según explicó la empresa, esto se debió al mayor volumen comprometido con el Plan Gas, el programa de estímulo que lanzó el Gobierno el año pasado, aunque con una reducción de las exportaciones a Chile. Su yacimiento emblema, El Mangrullo, finalizó el año con un volumen de 6,9 millones de m³ diarios.

El precio promedio fue de USD 4,2 por millón de BTU para el gas, un 16% mejor que el de 2021, y USD 69,6 por barril para el petróleo, 18% por encima del registrado un año antes.

Al 31 de diciembre, Pampa tuvo reservas probadas de 179 millones de boed, un aumento del 14%, principalmente, debido a una mayor certificación de sus reservas de shale de Vaca Muerta, en especial, por los resultados de pozos piloto en los yacimientos Mangrullo y Sierra Chata.

Durante 2022, la compañía triplicó el volumen certificado en el shale a 44 millones de boe, constituyendo el 24% de las reservas probadas. Las adiciones de tight gas corresponden principalmente a El Mangrullo y en menor medida, a Río Neuquén. Asimismo, 94% está clasificado como reserva de gas natural y el 6% de petróleo.

En tanto, Pampa vio crecer 7% las ventas de su negocio petroquímico, a USD 617 M, con un resultado de USD 40 M, 43% mejor al de 2021.

Por último, la línea "Holding", en la que agrupa sus inversiones en otras empresas, tuvo un resultado de USD 118 M, 168% por encima del de un año atrás. En él, además de la performance de TGS y Transener, incidió un fallo arbitral a su favor en Ecuador, que le valió el cobro de un resarcimiento de USD 37 M.

Para el 2023 Pampa Energía prepara un plan de inversiones y de producción de gas que será récord para la compañía y tendrá como componente especial la puesta en producción de los primeros pozos en Vaca Muerta. Para concretar sus objetivos, la firma depende de la puesta en marcha del gasoducto Néstor Kirchner y las autoridades de la empresa confían que estará listo según cronograma.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Pampa Energía finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de +14,8% en dólares, impulsada por los mayores volúmenes de producción de hidrocarburos no convencionales en Vaca Muerta (específicamente en El Mangrullo) y por los altos precios internacionales de la energía.

Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 38,8% frente a un menor dato de 2022 (37,2%). Calculamos que el resultado operativo alcanzaría los USD 729,4 M, mientras que su margen operativo sería 34,7%. Proyectamos que el EBITDA refleje una expansión respecto al año anterior, con el margen EBITDA ubicándose en 48,9% en 2023.

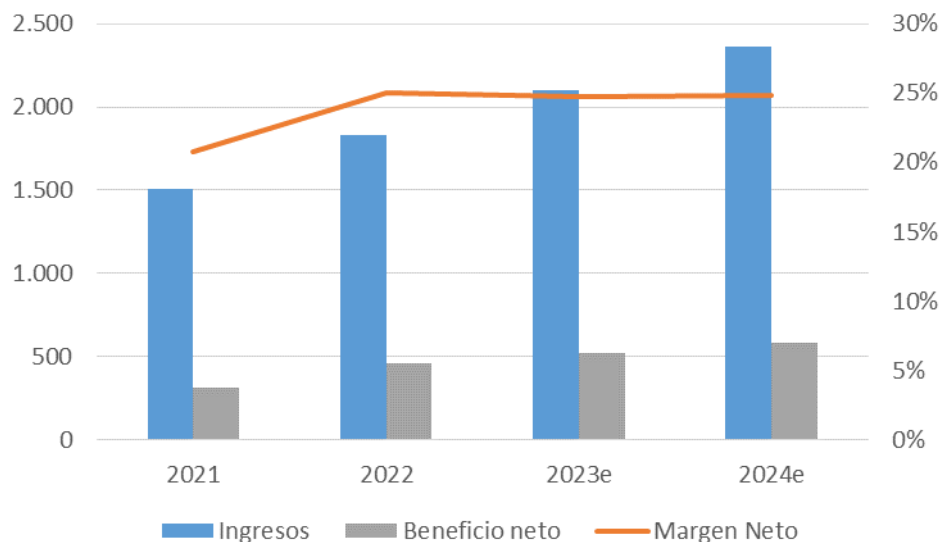
Se espera que el resultado financiero neto permanezca en valores negativos pero que no impactarían significativamente en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 24,8% en 2023, manteniéndose próximo al 25% registrado en 2022.

De esta manera, podemos estimar un Price-to-Earnings (PE) *forward* 12M para este año de 6,9x ante los mayores beneficios netos esperados, partiendo de un PE *trailing* 12M de 8,7x en 2022. Su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 18,5% y 9,9% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del capital cerraría en valores moderados, en torno a 55,9% en 2023. Es una cifra inferior a la observada en 2022 (66%) ante las expectativas de una expansión de su patrimonio neto.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA se ubicaría en torno a 1,5x a fines de 2023. La misma se mantendría estable en 2024, aunque daría cuenta de una moderada dificultad para administrar sus pasivos a futuro. Se espera que el apalancamiento se reduzca, ya que el capital equivaldría al 53,3% del activo en 2023, para luego alcanzar el 58% en 2024.

PAMPA ENERGÍA: evolución del ingreso, beneficio y margen neto



Fuente: elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares aumentarían +12,5%, al tiempo que la compañía continúe expandiendo sus operaciones en los segmentos de *upstream* y *midstream* hidrocarburífero.

Por su parte, proyectamos una suba del margen bruto a 40,9%, mientras que su margen operativo se ubicaría en 33,7%, el margen neto en 24,8% y el margen EBITDA en 46,3%. De esta forma, podemos estimar un PE *forward* 2024 de 6,1x ante las expectativas de un incremento en las ganancias netas.

Múltiplos comparables de valuación

Tomando como muestra algunas de las empresas energéticas más importantes del mundo, Pampa Energía presenta cifras operativas y patrimoniales atractivas.

En términos de retornos, el ROE y el ROA están próximos al promedio de la muestra. Por ende, Pampa Energía presenta una buena posición operativa frente a la competencia.

Si analizamos los múltiplos de valuación, Pampa Energía exhibe un valor alto de PE y PBV, lo que podría indicar que la compañía no se encuentra subvaluada (bajo estas métricas). Por su parte, YPF y Petrobras presentan los registros más bajos.

ANÁLISIS COMPARATIVO RATIOS COMPARABLES: empresas petroleras

| Nombre | Precio | País | Ticker | Cap. Bursátil USD M | P/B Trail.12m | P/E Trail. 12m | EV/EB Trail. 12m | P/S Trail. 12m | Marg.Netto (%) | ROE (%) | ROA (%) | PN / A (%) |
|---------------|--------|-----------|--------|------------------------|------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|------------|------------|---------------|
| Pampa Energia | 33,9 | Argentina | PAM | 3.723 | 3,67 | 9,78 | 12,47 | 4,89 | 23,87 | 24,17 | 11,43 | 47,30 |
| YPF | 11,5 | Argentina | YPF | 8.890 | 1,01 | 3,33 | 4,42 | 0,74 | 11,49 | 21,48 | 8,67 | 40,34 |
| Petrobras | 10,9 | Brasil | PBR | 67.886 | 0,95 | 1,91 | 1,61 | 0,54 | 29,47 | 50,23 | 18,65 | 37,12 |
| Ecopetrol | 11,2 | Colombia | EC | 22.558 | 1,15 | 3,15 | 3,18 | 0,66 | 23,22 | 41,05 | 12,20 | 29,71 |
| Chevron | 169,9 | EE.UU. | CVX | 324.039 | 2,03 | 9,31 | 5,71 | 1,37 | 15,11 | 23,77 | 14,69 | 61,81 |
| Exxon Mobil | 115,3 | EE.UU. | XOM | 472.763 | 2,42 | 8,75 | 5,36 | 1,19 | 14,43 | 30,64 | 16,19 | 52,85 |
| Repsol | 14,1 | España | REP | 21.536 | 0,79 | 4,89 | 2,28 | 0,26 | 5,78 | 17,57 | 7,41 | 42,18 |

Fuente: Refinitiv

Pampa Energía (PAM)

Company report

En lo que refiere al margen neto *trailing* 12M, la empresa argentina se encuentra cercano a la media de la muestra, junto con Petrobras y Ecopetrol, lo que les permite capitalizar rápidamente la suba en la cotización de los commodities energéticos.

Finalmente, la relación del patrimonio sobre activo de Pampa Energía se encuentra en niveles cercanos a los de YPF y Exxon Mobil (próximos al promedio de la muestra). En tanto que Chevron presenta el valor más elevado de la muestra.

Gráfico de precio histórico

El precio del ADR de Pampa Energía cotiza por encima de sus medias móviles de 50 y 200 ruedas, las que a su vez marcaron un *golden cross* en 2020. Luego de testear mínimos durante el pico pandémico en 2020, la cotización logró recuperar el terreno perdido.

PAMPA ENERGÍA (PAM): últimos 2 años, precio en USD. MA de 50 y 200 ruedas.



Fuente: Trading View

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos por ventas | 1.508,0 | 1.829,0 | 2.099,7 | 2.362,2 |
| Costo de ventas | -955,0 | -1.148,0 | -1.284,0 | -1.396,8 |
| Resultado bruto | 553,0 | 681,0 | 815,7 | 965,4 |
| Gastos operativos | -196,0 | -286,0 | -318,0 | -391,7 |
| Otros ingresos operativos | 222,0 | 236,0 | 231,7 | 221,4 |
| Resultado operativo | 579,0 | 631,0 | 729,4 | 795,1 |
| Resultado financiero neto | -189,0 | -50,0 | -75,2 | -72,7 |
| Resultado antes de impuesto | 390,0 | 581,0 | 654,2 | 722,4 |
| Impuesto a las ganancias | -77,0 | -124,0 | -134,3 | -135,9 |
| Ganancia o pérdida neta | 313,0 | 457,0 | 519,9 | 586,5 |
| EBITDA | 899,0 | 906,0 | 1.026,9 | 1.092,6 |
| Deuda financiera | 1.438,0 | 1.613,0 | 1.693,7 | 1.778,3 |
| Efectivo y equivalentes | 110,0 | 106,0 | 127,2 | 152,6 |
| Deuda financiera neta | 1.328,0 | 1.507,0 | 1.566,5 | 1.625,7 |
| Deuda neta/EBITDA | 1,5x | 1,7x | 1,5x | 1,5x |
| Deuda neta/patrimonio | 74,1% | 66,0% | 55,9% | 47,9% |
| Activo total | 3.861,0 | 4.742,0 | 5.261,9 | 5.848,4 |
| Pasivo total | 2.069,0 | 2.458,0 | 2.458,0 | 2.458,0 |
| Patrimonio neto | 1.792,0 | 2.284,0 | 2.803,9 | 3.390,4 |
| Relación Patrimonio/Activo | 46,4% | 48,2% | 53,3% | 58,0% |
| Capitalización bursátil | 2.333,1 | 3.953,1 | 3.561,4 | 3.561,4 |
| Valor de la empresa | 3.661,1 | 5.460,1 | 5.127,9 | 5.187,1 |

Fuente: información pública de la empresa

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved