

Resultados financieros mixtos en el 2ºT23, pero con sólido funcionamiento operativo

Recomendación: **COMPRAR**
 Precio objetivo (12m): USD 50

15 de septiembre de 2023

Resumen financiero

Precio acción	USD 41,02
Rendimiento esperado (base)	+22% USD
Capitalización bursátil (M de USD)	4.577,9
Valuación compañía (M de USD)	6.144,4
Precio Máx. (52 sem.)	USD 48,79
Precio Mín. (52 sem.)	USD 21,93
Variación (12M en USD)	+54,9%

Múltiplos de valuación

	2021	2022	2023e	2024e
EV/EBITDA	4,1	5,5	6,5	6,0
PE	7,5	7,6	12,1	11,0
PBV	1,3	1,5	1,7	1,5
PS	1,5	1,9	2,4	2,2

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	1.508,0	1.829,0	1.939,9	2.034,7
Crec. YoY	-	21,3%	6,1%	4,9%
EBIT	579,0	631,0	653,7	732,6
Crec. YoY	-	9,0%	3,6%	12,1%
EBITDA	899,0	906,0	951,2	1.030,1
Crec. YoY	-	0,8%	5,0%	8,3%
Res neto	313,0	457,0	378,9	414,7
Crec. YoY	-	46,0%	-17,1%	9,5%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	36,7%	37,2%	51,5%	53,3%
Margen operativo	38,4%	34,5%	33,7%	36,0%
Margen neto	20,8%	25,0%	19,5%	20,4%
Margen EBITDA	59,6%	49,5%	49,0%	50,6%
ROE	17,5%	20,0%	14,2%	13,5%
ROA	8,1%	9,6%	7,4%	7,5%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda Neta/EBITDA	1,5x	1,7x	1,6x	1,6x
Deuda Neta/PN	74,1%	66,0%	58,8%	52,8%

RESUMEN EJECUTIVO

Luego de alcanzar el precio de USD 40 que estimamos en el informe previo, mantenemos la recomendación de **COMPRAR** la acción de Pampa Energía (PAM) con un nuevo precio objetivo de USD 50, representando un *upside* de +22% en dólares a 12 meses como escenario más probable.

En el 2ºT23 los ingresos de PAM se mantuvieron estables en forma interanual (+8% QoQ), impulsados por los segmentos de petróleo y gas y generación de energía, que aumentaron un 13% YoY y un 4% YoY, respectivamente.

El EBITDA cayó 13% YoY (+8% QoQ) a USD 222 M, en gran parte debido a precios internacionales más bajos y menores volúmenes de exportación. El resultado neto fue de USD 164 M, representando un aumento de 149% YoY y de 16% QoQ.

El apalancamiento se mantuvo bajo control en 1,1x Deuda Neta/EBITDA, un descenso de 0.1x interanual. Para el año 2023 y 2024, la empresa tiene vencimientos de deuda por USD 62 M y USD 342 M, respectivamente.

En cuanto a la liquidez, PAM finalizó el trimestre con USD 198 M en efectivo y equivalentes.

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 +6,1% 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. El margen neto se ubicaría en 19,5% en 2023, alejándose del 25% registrado en 2022.

Para 2024 estimamos que los ingresos en dólares crecerían +4,9%, al tiempo que la compañía continúe expandiendo sus operaciones en los segmentos de upstream y midstream hidrocarburífero.

Proyectamos una suba del margen bruto a 53,3%, mientras que su margen operativo se ubicaría en 36%, el margen neto en 20,4% y el margen EBITDA en 50,6%. De esta forma, podemos estimar un PE *forward* 2024 de 11,0x ante las expectativas de un incremento en las ganancias netas.

Desempeño operativo y financiero en el 2°T23

Pampa Energía, registró una utilidad neta de USD 166 M en el 2°T23, que representa un incremento del 156% YoY, explicado por la tenencia de instrumentos financieros y, en menor medida, la devaluación sobre la posición neta pasiva en pesos, parcialmente compensados por mayores intereses por suba de deuda en moneda local, e impuesto a las ganancias.

Las ventas alcanzaron los USD 464 M debido a mejores precios y volúmenes de gas natural que fueron compensados por la caída de precios en petroquímica y menores ingresos de energía base. Sin embargo, los desafíos en los sectores petroquímico y del petróleo crudo llevaron a una disminución de los precios, mientras que los menores ingresos por energía base impactaron aún más los ingresos.

La producción de gas natural y petróleo reportó un incremento del 4% YoY, y obtuvo un nuevo récord por un total de 13,5 millones de metros cúbicos diarios (m³/día) en producción de gas, lo cual representó un aumento del 18% con relación al registro máximo de 2022.

El 60% de los 13,5 millones de m³/día provinieron de El Mangrullo, mientras que 25% de Sierra Chata, dos de los principales bloques gasíferos de la Cuenca Neuquina, precisaron desde la compañía. En el informe, Pampa Energía también indicó que recibió autorizaciones por parte de la Secretaría de Energía para exportar gas en condición firme a Chile por 0,9 millones de m³/día en el actual periodo invernal de julio a septiembre.

Este volumen exportado se ampliará a 1,5 millones de m³/día desde octubre próximo hasta abril del año que viene. Por otra parte, la empresa es, en la actualidad, el tercer productor de gas de la Cuenca Neuquina con una participación en el 8% de la superficie de Vaca Muerta, y este año completará inversiones (iniciadas en 2020) por más de USD 1.100 M para ampliar su producción.

En el segundo trimestre, la empresa también comenzó su desarrollo de "shale oil" al acordar con TotalEnergies la compra del 45% restante del área Rincón de Aranda: un bloque exploratorio de 240 kilómetros cuadrados ubicado en Vaca Muerta que actualmente posee un bloque productivo cerrado y un pozo sin completar.

En el mercado interno, Pampa facturó ARS 86.900 M, una mejora del 93,1% YoY (USD 363M, una caída del 2,4%). En tanto, las exportaciones crecieron 123,0% YoY en pesos, a ARS 23.441 M, y 12,2% en dólares, a USD 101 M.

Como consecuencia, el resultado bruto fue de ARS 42.940 M, un 105,8% superior al mismo período de 2022. El resultado operativo mejoró 109%, a ARS 35.344 M. En dólares, el resultado bruto fue de USD 174 M (+3,6% YoY) y el operativo, USD 137 M (+1%).

El EBITDA ajustado fue de USD 222 M, significando una disminución del 13% YoY, explicado por disminuciones del 53% en holding y otros, 48% en petroquímica, 4% en petróleo y gas, y 1% en generación.

La deuda neta continuó descendiendo hasta alcanzar los USD 787 M, con un ratio de endeudamiento neto de 1,1x.

RESULTADOS FINANCIEROS 2°T23 en M de USD

	2°T23	1°T23	2°T22	Variación %	
				QoQ	YoY
Ingresos por Ventas	464,00	431,00	462,00	7,7	0,4
Resultado bruto	174,00	166,00	168,00	4,8	3,6
Resultado operativo	137,00	129,00	136,00	6,2	0,7
Ganancia o pérdida neta	164,00	141,00	67,00	16,3	144,8
Efectivo por Operaciones	167,40	155,70	100,10	7,5	67,2
EBITDA	222,00	206,00	255,00	7,8	-12,9
Deuda Bruta	1.658,00	1.671,00	1.468,00	-0,8	12,9
Deuda Neta	789,00	903,00	902,00	-12,6	-12,5
Deuda Neta/Ebitda	1,10	1,40	1,20	-	-

Fuente: Pampa Energía

Durante el trimestre pasado, la capacidad instalada se incrementó un 9%. El potencial hidroeléctrico, 938 MW se mantuvo en relación a 2022. La capacidad de generación térmica, 4107 MW y eólica 387 MW crecieron 7% y 88%, respectivamente.

Pampa generó en el 2ºT23 5.218 gigawatts/hora (GWh), un 17% más que en el año anterior. La generación hidroeléctrica cayó 8%, a 205 GWh; la eólica creció 42%, a 306 GWh; y la térmica, 17%, a 4.707 GWh.

El volumen vendido también creció 16%, a 5.528 GWh. Comercializó 205 GWh de centrales hidroeléctricas (-8%), 306 GWh desde sus parques eólicos (+38%) y 5.017 GWh de sus centrales térmicas (+17%).

El precio promedio fue de USD 37 por megawatt-hora (MWh), 7% inferior al de 2ºT22. El precio promedio de hidroeléctricas retrocedió 1%, a USD 33/MWh y el de térmicas cayó 10% a USD 35/MWh. Subió el valor de eólica (4%, a USD 72/MWh).

El margen bruto promedio de la unidad de Generación fue de USD 23/MWh, una suba interanual del 2%. Desmejoró 29% en hidroeléctrica (USD 5/MWh) y 1% en térmica (USD 21/MWh), pero subió 5% en eólica (USD 63/MWh).

El negocio de Oil & Gas, por su parte, creció 13% en facturación, a USD 187 M. Las ventas al mercado interno bajaron 6%, a USD 126 M. En tanto, las exportaciones se impulsaron 100%, a USD 61 M. El resultado de esta unidad arrojó una ganancia de USD 15 M, 71% inferior al mismo período de 2022.

La producción total subió 4%, a 67.300 barriles equivalentes de petróleo por día (boed). La de petróleo se mantuvo sin cambios, a 5.100 barriles diarios, y la de gas subió 5%, a 374 millones de metros cúbicos (m³) por día.

El precio promedio fue de USD 4,7 por millón de BTU para el gas, un 7% mejor que el de 2ºT22, y USD 65,1 por barril para el petróleo, 10% por debajo del registrado un año antes.

Al 31 de diciembre del año pasado, 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 caer 16% YoY las ventas de su negocio petroquímico, a USD 132 M, con un resultado de USD 6 M, 57% por debajo del mismo período de 2022.

Por último, la línea "Holding", en la que agrupa sus inversiones en otras empresas, tuvo un resultado de USD 39 M, 105% por encima del de un año atrás.

PRINCIPALES INDICADORES OPERATIVOS DE PAMPA

		2ºT23	2ºT22	Variación YoY
Electricidad	Generación (GWh)	5.218	4.477	+17%
	Margen bruto (US\$/MWh)	22,6	22,1	+2%
Hidrocarburos	Producción (miles de boe/día)	67,3	64,6	+4%
	Producción de gas sobre total	92%	92%	+0%
	Precio promedio gas (US\$/MBTU)	4,7	4,4	+7%
	Precio promedio crudo (US\$/bbl)	65,1	72,6	-10%
Petroquímica	Volumen vendido (miles de ton)	106	91	+17%
	Precio promedio (US\$/ton)	1.240	1.738	-29%

Fuente: Pampa Energía

Coyuntura y perspectivas mercado de petróleo y gas en Argentina

En julio, la producción de petróleo en la formación Vaca Muerta, en la cuenca Neuquina, se aumentó un 0.1% MoM a su vez fue 20,8% YoY y 33,7% acumulado anual mayor durante los últimos doce meses. En el acumulado anual a julio de 2023, representó el 46,3% del total producido en el país en 2023.

El principal productor de petróleo en Vaca Muerta es YPF, que ocupa el 58% de la producción de la formación y, durante los últimos doce meses, aumentó su producción acumulada 31,7% acumulado anual. Por esto, YPF explicó el 55% del crecimiento de la producción en la formación.

VACA MUERTA: Producción de Petróleo por princ. Operadores - Mm3/d

	PAE	PLUSPETROL	SHELL	TECPETROL	VISTA	YPF	OTRAS	TOTAL
jul-22	2,6	0,9	4,7	0,9	4,9	22,1	2,1	38,3
jun-23	2,9	1,4	4,6	1,6	5,8	27,4	2,6	46,2
jul-23	2,8	1,3	4,7	1,5	5,9	26,9	3,2	46,3
12 meses ant.	2,2	0,9	3,8	0,9	4,2	19,6	1,8	33,4
12 meses	2,9	1,2	4,7	1,3	6,3	25,8	2,6	44,7
Var. % MoM	-5,6	-8,4	3,1	-3,5	2,5	-1,7	21,5	0,1
Var. % YoY	8,3	37,3	-0,8	61,6	21,1	21,4	51,2	20,8
Var. % a.a	27,4	28,7	23,4	48,8	51,4	31,7	39,3	33,7

Fuente: Instituto Argentino de Energía

En julio, la producción de gas natural en Vaca Muerta aumentó 4,3% MoM y 18,5% YoY. A su vez, fue 16,9% a.a superior durante los últimos doce meses. Vaca Muerta representa el 42,5% del total del gas producido en el país en 2023. En este caso los tres operadores en importancia son YPF, Tecpetrol, Total Austral y PAE (Pan American Energy).

En la formación Vaca Muerta Tecpetrol aumentó su producción anual 0,4 % a.a mientras que la producción de YPF fue 1,4% a.a superior. Por otra parte, Total Austral aumentó su producción anual un 62,7% a.a. y PAE 64,9% a.a. En este caso, YPF explicó el 3% del crecimiento de la producción de gas en la formación mientras que total y PAE explicaron el 35% y el 38% respectivamente.

VACA MUERTA: Producción de Petróleo por princ. Operadores - Mm3/d

	PAE	PLUSPETROL	TOTAL AUSTRAL	TECPETROL	EXXON	YPF	OTRAS	TOTAL
jul-22	7,0	4,2	6,0	18,5	0,8	16,5	2,2	55,1
jun-23	8,5	4,7	8,7	18,0	0,5	15,8	6,5	62,7
jul-23	9,2	4,8	8,9	18,0	0,5	16,1	7,9	65,3
12 meses ant.	4,2	4,2	4,8	15,1	0,9	15,2	2,2	46,5
12 meses	7,0	4,5	7,7	15,2	0,8	15,4	3,8	54,4
Var. % MoM	7,5	2,5	2,7	-0,1	-2,6	2,1	21,6	4,3
Var. % YoY	31,6	13,8	48,7	-2,5	-39,1	-2,3	250,3	18,5
Var. % a.a	64,9	7,4	62,7	0,4	-11,1	1,4	74,9	16,9

Fuente: Instituto Argentino de Energía

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que Pampa Energía finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de +6,1% 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 51,5% frente a un menor dato de 2022 (37,2%). Calculamos que el resultado operativo alcanzaría los USD 653,7 M, mientras que su margen operativo sería 33,7%. Proyectamos que el EBITDA refleje una expansión respecto al año anterior, con el margen EBITDA ubicándose en 49,0% en 2023.

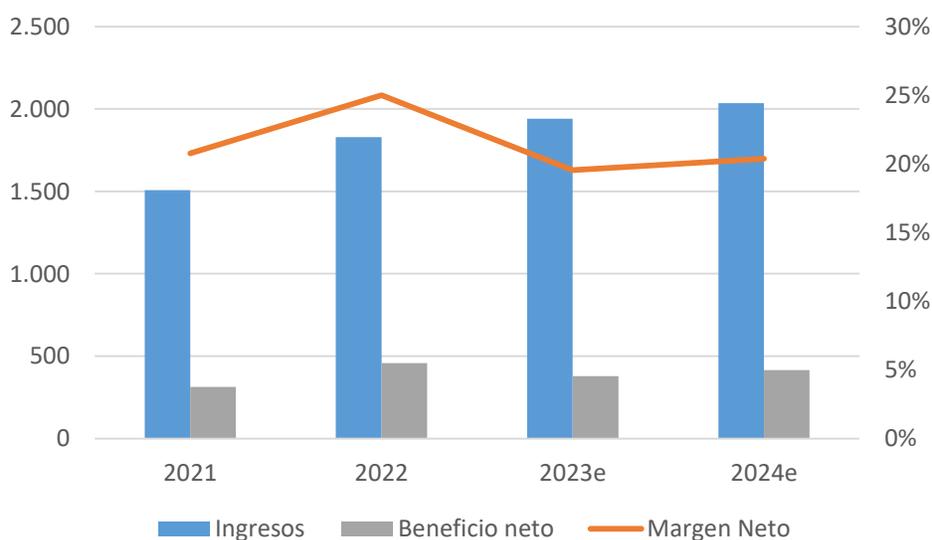
Se espera que el resultado financiero neto permanezca en valores negativos, pero que no impactarían significativamente en el resultado antes de impuestos. El margen neto se ubicaría en 19,5% en 2023, alejándose del 25% registrado en 2022.

De esta manera, podemos estimar un Price-to-Earning (PE) *forward* 12M para este año de 12,1x ante los menores beneficios netos esperados, partiendo de un PE *trailing* 12M de 7,6x en 2022. Su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 14,2% y 7,4% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del capital cerraría en valores moderados, en torno a 58,8% 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 1,6x 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 52,0% del activo en 2023, para luego alcanzar el 56% 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 +4,9%, al tiempo que la compañía continúe expandiendo sus operaciones en los segmentos de *upstream* y *midstream* hidrocarburífero.

Proyectamos una suba del margen bruto a 53,3%, mientras que su margen operativo se ubicaría en 36,0%, el margen neto en 20,4% y el margen EBITDA en 50,6%. De esta forma, podemos estimar un PE *forward* 2024 de 11,0x 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.

Pampa Energía (PAM)

Company report

Si analizamos los múltiplos de valuación, Pampa Energía exhibe un valor alto de PE (Price-to-Earning) y PBV (Price-to-Book Value), lo que podría indicar que la compañía no se encuentra subvaluada (bajo estas métricas). 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.Neto (%)	ROE (%)	ROA (%)	PN / A (%)
Pampa Energía	40,6	Argentina	PAM	4.711	7,73	18,76	24,76	10,30	23,87	24,17	11,43	47,30
YPF	12,8	Argentina	YPF	10.344	1,27	5,66	6,32	1,06	9,18	15,00	6,19	41,24
Petrobras	14,9	Brasil	PBR	93.423	1,25	3,06	2,23	0,79	26,99	40,03	14,98	37,43
Ecopetrol	12,1	Colombia	EC	25.269	1,35	3,87	3,35	0,65	19,46	35,91	9,17	25,54
Chevron	166,3	EE.UU.	CVX	318.206	2,01	10,58	6,38	1,49	14,12	19,35	12,17	62,88
Exxon Mobil	116,6	EE.UU.	XOM	470.335	2,36	9,40	6,14	1,29	14,62	27,47	15,05	54,80
Repsol	15,1	España	REP	20.773	0,76	6,60	3,09	0,30	5,06	12,18	5,24	43,03

Fuente: Refinitiv

En lo que refiere al margen neto *trailing* 12M, la empresa argentina se encuentra por encima 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 entre sus medias móviles de 50 y 200 ruedas. La tendencia es alcista en los últimos doce meses en el cual testeó mínimos de USD 21,93 y máximos de USD 48,79.

PAMPA ENERGÍA (PAM): últimos 12 meses, 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	1.939,9	2.034,7
Costo de ventas	-955,0	-1.148,0	-940,9	-950,2
Resultado bruto	553,0	681,0	999,1	1.084,5
Gastos operativos	-196,0	-286,0	-230,3	-226,9
Otros ingresos operativos	222,0	236,0	-115,0	-125,0
Resultado operativo	579,0	631,0	653,7	732,6
Resultado financiero neto	-189,0	-50,0	-114,8	-124,9
Resultado antes de impuesto	390,0	581,0	538,9	607,7
Impuesto a las ganancias	-77,0	-124,0	-160,0	-193,0
Ganancia o pérdida neta	313,0	457,0	378,9	414,7
EBITDA	899,0	906,0	951,2	1.030,1
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	1,6x	1,6x
Deuda neta/patrimonio	74,1%	66,0%	58,8%	52,8%
Activo total	3.861,0	4.742,0	5.120,9	5.535,7
Pasivo total	2.069,0	2.458,0	2.458,0	2.458,0
Patrimonio neto	1.792,0	2.284,0	2.662,9	3.077,7
Relación Patrimonio/Activo	46,4%	48,2%	52,0%	55,6%
Capitalización bursátil	2.333,1	3.450,7	4.577,9	4.577,9
Valor de la empresa	3.661,1	4.957,7	6.144,4	6.203,6

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