



Capital
Markets
Argentina

Eléctrico

PAMPA 2T19

www.capitalmarkets.com.ar
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

Pampa Energía 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

PAMPA (BCBA: PAMP)

AR\$ 33,60

Precio estimado: AR\$ 31,4

Calificación

Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52
Semanas

33,60

Mayor en 52
Semanas

64,50



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (x)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	110.080	32.224	10.808	4,09	1,01	6,23	5,95
2019E	134.298	38.652	33.589	3,54	0,61	1,82	18,51
2020E	167.872	53.799	28.660	1,86	0,62	3,30	15,79
Acciones Emitidas (\$ m)			1.815	Rango 12 Meses		33,6 / 645	
Float (%)			74,20%	EPS Trailing		5,95	
Capitalización Bursátil (\$ m)			61.257	P/E Trailing		5,67	
Deuda Neta (\$ m)			78.313	EPS Forward		18,51	
Valor de la Compañía (\$ m)			139.570	P/E Forward		1,82	

Pampa: Incertidumbre futura en todos sus negocios

El impacto político que causó la fuerte victoria de la oposición en las elecciones presidenciales PASO cambió dramáticamente las perspectivas económicas de la Argentina hacia 2020.

Uno de los sectores que más ha sufrido este cimbronazo político fue el energético, donde la regulación gubernamental juega un rol central en la previsibilidad de las reglas de juego, las inversiones y la actualización tarifaria.

Considerando los dichos de Alberto Fernández, el candidato con más chances de ganar las elecciones el 27 de octubre próximo, acerca de "desdolarizar las tarifas energéticas", el sector que se encuentra más expuesto a cambios es el de generación, no así el de transporte ni distribución.

A nivel del holding, son varios los frentes donde **Pampa Energía (PAMP)** resulta permeable:

1. La generación energética será asunto de renegociación.
2. El reciente congelamiento de precios de combustibles abre una incógnita sobre la explotación de Vaca Muerta y otros yacimientos.
3. Transporte y distribución podrían ver sus ajustes tarifarios ralentizados.

Todo lo anterior tiene un impacto directo sobre las unidades de negocio del holding y eso se ve reflejado en la rebaja del precio objetivo de nuestra valuación.

Conclusión

Considerando un Riesgo País en torno a los 1.800 puntos básicos y un WACC de 17,02%, nuestro precio objetivo es AR\$ 31,4, precio que refleja un importantísimo castigo por la elevada tasa de descuento. La acción se vuelve muy atractiva si se toman en cuenta los indicadores de valuación relativa.

Recomendación: Market Performer.

Análisis de Sensibilidad			
Riesgo País / WACC	1.100bps 13,45%	1.800bps 17,02%	2.200 bps 19,06%
Precio Objetivo (AR\$)	58,5	31,4	21,66

Hechos relevantes del trimestre

- La ganancia de trimestre llegó a \$ 22.519 millones que compara con el rojo de \$ 8.677 del 2T18. Una parte no menor de este resultado se explica por la ganancia contable de \$ 13.066 millones en **Edenor (EDN)** producto del Acuerdo por regularización de las Obligaciones.
- El EBITDA del 2T19 llegó a los US\$ 266 millones (vs.US\$ 285 millones estimados), un 11% menos que en 2T18, como consecuencia de menores precios en Energía y Petróleo y menor demanda en distribución.
- En **generación eléctrica** se produjo 3.727 GWh, un 2% más que en el 2T18, básicamente por la entrada en vigencia de los parques eólicos. Además, se destaca la adquisición conjunta con YPF de la Central Térmica Ensenada de Barragán, con una potencia instalada de 567 MW (ampliable hasta los 847 MW en el transcurso de los próximos 30 meses).
- Distribución de Energía** llegó a 4.849 GWh, un 9% menos que en 2T18 por baja de la demanda por la recesión económica.
- Las buenas noticias llegaron en **producción de petróleo y gas**, llegando a los 48.500 bpe/d (+6% a/a), aunque el EBITDA generado cayó un 34% en dólares producto de menores precios internacionales y el fin del programa de estímulo Gas 2.
- Al 30 de junio de 2019, la deuda neta llegó a US\$ 1.686 millones, equivalente a 1,7 veces del EBITDA ajustado.

Pampa Energía 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Valuación por DCF

Escenario Post-PASO

DCF (AR\$ m)	2019E	2020E	Año Terminal
Crecimiento anual Ventas	22,0%	25,0%	13,0%
Ventas	134.298	167.872	14.500
Margen EBIT	21,3%	23,9%	23,0%
Margen EBITDA	28,8%	32,0%	31%
EBT	44.785	40.943	40.943
Tasa de Impuesto Efectiva	30%	25%	25%
NOPAT	33.589	28.660	28.660
Depreciaciones	10.096	13.629	13.629
Intereses Pagados	4.453	5.070	5.070
Capex	(29.218)	(34.477)	(34.477)
Capital de Trabajo	4.550	4.680	4.680
FCF	20.055	12.824	102.410
WACC	17,0%	17,0%	17,0%
VP FCF			135.290
Deuda Neta			78.313
FCFE			56.977
Acciones Emitidas			1815,0
Target Price			31,39

Supuestos utilizados

Riesgo País	18,00%
Tasa Libre de Riesgo	2,50%
Exceso de Retorno	5,00%
Beta	1,2
Costo del Equity	26,50%
Costo del Endeudamiento	11,00%
WACC	17,02%

Análisis de Sensibilidad

Riesgo País / WACC	1.100bps 13,45%	1.800bps 17,02%	2.200 bps 19,06%
Precio Objetivo (AR\$)	58,5	31,4	21,66

Valuación Relativa

Empresa	Ticker	Market Cap (Millones USD)	Price / Earnings	Price / Earnings Fwd.	EV /EBITDA Fwd.	Price / Sales	Price / Book Value
Pampa Energía	PAMP	1111,52	6,23	1,82	3,40	0,61	0,57
TGS	TGSU2	1339,52	6,35	5,37	4,39	2,56	2,03
Edenor	EDN	287,35	3,67	1,08	2,97	0,83	0,33
Enel Central Costanera	CECO2	108,5	2,06	3,13	4,54	1,26	0,93
Transener	TRAN	163,2	3,22	2,74	1,50	0,95	0,81

Fuente: Reuters

Estados Financieros

Millones de Pesos	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Ingresos netos	25.110	82.008	110.080	134.298	167.872
Var % a/a		226,6%	34,2%	22,0%	25,0%
Costo de Ventas	(20.153)	(59.339)	(74.161)	(89.308)	(109.117)
Var % a/a		194,4%	25,0%	20,4%	22,2%
Resultado Bruto	4.957	22.669	35.919	44.990	58.755
Margen Bruto	19,7%	27,6%	32,6%	33,5%	35,0%
Gastos de Comercialización	(2.132)	(4.776)	(6.451)	(7.935)	(9.363)
Var % a/a		124,0%	35,1%	23,0%	18,0%
Gastos de Administración	(3.628)	(7.481)	(7.751)	(9.844)	(11.517)
Var % a/a		106,2%	3,6%	27,0%	17,0%
Otros ingresos/gastos operativos	2.194	1.645	(872)	(855)	(955)
Participación en subsidiarias	592	1.813	4.464	2.200	3.250
Resultado Operativo	1.983	13.870	25.309	28.556	40.170
Margen Operativo	7,9%	16,9%	23,0%	21,3%	23,9%
EBITDA	7.246	19.420	32.224	38.652	53.799
Margen EBITDA	28,9%	23,7%	29,3%	28,8%	32,0%
Acuerdo regularización obligaciones	0	0	0	13.066	0
Ingresos Financieros	849	2.333	3.751	5.251	6.302
Gastos Financieros	(4.277)	(8.750)	(11.944)	(13.138)	(16.029)
Otros Resultados Financieros	(80)	(3.774)	(32.365)	(1.100)	650
RECPAM		11.478	23.696	12.150	9.850
Resultado Antes de Impuestos	(1.525)	15.157	8.447	44.785	40.943
Impuesto a las ganancias	1.201	985	(658)	(11.196)	(12.283)
Participación no Controlante	0	0	0	0	0
Ganancia operaciones discontinuadas	72	(1.893)	3.019	0	0
Ganancia/perdida neta	-252	14.249	10.808	33.589	28.660
Margen Neto %	-1,00%	17,38%	9,82%	25,01%	17,07%
Depreciaciones	2.976	5.550	7.766	10.096	13.629
Intereses	3.250	2.647	3.253	4.453	5.070
Capex	(13.362)	(18.290)	(25.407)	(29.218)	(34.477)
Capital de Trabajo	(2.500)	(2.550)	1.660	4.550	4.680
FCFF	-9.888	1.606	-1.920	23.469	17.562

Pampa Energía 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Hoja de Balance

En miles de AR\$	2018	2019e	2020e
Activo Corriente			
Inventarios	5.169	6.043	7.218
Otros	3	4	5
Créditos por Ventas	26.489	28.202	33.574
Activos Financieros	16.603	14.773	20.145
Efectivo & Equivalentes	9.097	7.386	9.233
Total Activo Corriente	57.361	56.409	70.175
Activo No Corriente			
Propiedades, planta y equipos	125.005	162.507	195.008
Participaciones en asociadas	15.333	18.802	17.627
Otros	455	255	265
Activos Intangibles	6.080	2.686	3.357
Créditos por Ventas LP	9.521	9.401	13.430
Activo Impuesto Diferido	80	6.043	6.379
Total Activo No Corriente	156.474	199.693	236.066
Total Activo	213.835	256.102	306.241
Pasivo Corriente			
Otros	54	100	100
Deudas Comerciales	24.756	22.327	28.370
Planes de beneficios	162	194	233
Préstamos	12.901	15.481	18.577
Remuneraciones y Cargas	2.726	2.862	3.005
Impuesto a las Ganancias	1.084	1.150	1.350
Cargas Fiscales	2.052	4.019	4.910
Provisiones	871	750	650
Total Pasivo Corriente	44.606	46.884	57.197
Pasivo No Corriente			
Deudas Comerciales	8.162	10.717	13.640
Provisiones	5.499	7.145	9.275
Cargas Fiscales	542	705	881
Pasivo Impuesto a las Ganancias	1.034	965	785
Préstamos	69.189	75.912	92.749
Planes de beneficios	1.175	1.351	1.486
Pasivo impuesto diferido	15.354	16.522	20.732
Otros	591	1.685	1.750
Total Pasivo No Corriente	101.546	115.001	141.298
Total Pasivo	146.152	161.885	198.495
Total Patrimonio Neto	67.683	94.217	107.746

Pampa Energía 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Graciela Cairolí

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelch@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause

Gerente de Asset Management

Portfolio Manager

Noelia Lucini, CFA

Fixed Income Strategy.

Portfolio Manager

Nicolas Viveros

Analista Semi Senior de Renta Fija

nviveros@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA

Analista Senior Renta Variable

agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva

Analista de Macroeconomía

mleiva@capitalmarkets.com.ar

Juan José Guma

Analista

jguma@capitalmarkets.com.ar

Valeria Flores

Administrador Biblioteca Virtual

Asistente

vflores@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui

Comunicación con analistas externos

Asistente.

djauregui@capitalmarkets.com.ar

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de CMA para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El informe no tiene por objeto proveer los fundamentos para la realización de ninguna evaluación crediticia o de otro tipo. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables y/o instrumentos financieros mencionados en este informe y deberá basarse en la investigación personal que dicho inversor considere pertinente realizar. El presente no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Algunos de los valores negociables y/o instrumentos financieros bajo análisis pueden no estar autorizados a ser ofrecidos públicamente en Argentina. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que CMA considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y CMA no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación (económica, financiera o de otro tipo) relativa a los emisores descripta en este informe. CMA no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Ninguna persona ni funcionario de CMA ha sido autorizada a suministrar información adicional a la contenida en este informe. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Capital Markets Argentina S.A., Esmeralda 130, piso 5 (1035) Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4320-1900, Fax (54 11) 4320-1935. Web Site: www.capitalmarkets.com.ar.