

23 de mayo de 2025

# Strategic data

ppi

Sarmiento 459, CABA, Argentina  
0800 345 7599 | +5411 5252 7599  
[consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

## Análisis de Resultados 1Q25: Pampa Energía y Edenor

### **PAMP: Rincón de Aranda comienza a despegar**

Pampa Energía (BYMA: PAMP; NYSE: PAM) presentó los resultados del primer trimestre de 2025. **Registró ingresos por ventas por US\$414 millones (+3,2% yoy)**, de los cuales la mayor parte provino del mercado local (US\$352 millones +8,0% yoy vs US\$62 millones -17,3% yoy de exportaciones). Del otro lado, incurrió en costos por US\$285 millones (+10,5% yoy), lo que se reflejó en **un menor resultado bruto (US\$129 millones frente a los US\$143 millones del 1Q24) y un menor margen bruto (se ubicó en 31,16%, 450 puntos básicos menos que un año atrás)**. En una dirección similar, el resultado operativo se vio perjudicado por el crecimiento de los gastos de comercialización, que avanzaron 31,3% yoy, los gastos de administración, que sumaron 4,9% yoy, otros ingresos operativos, que cayeron de US\$35 millones a US\$32 millones, y los resultados por participación en asociadas, que cedieron 24,6% yoy a US\$46 millones. No obstante, dado que otros egresos operativos bajaron de US\$31 millones a US\$22 millones, y este año no se registró un deterioro de activos financieros (en el 1Q24 habían sido US\$34 millones por el pago de la deuda de CAMMESA con AE38), **el resultado operativo aumentó 1,7% yoy hasta US\$121 millones**. En tanto, **el EBITDA Ajustado trepó a US\$220 millones, lo que representa un salto del 17% en términos interanuales**. A esto se agrega que un crecimiento sustancial de los resultados financieros netos de US\$1 millón a US\$29 millones por una combinación de mayores ingresos financieros y menores gastos, llevó al resultado antes de impuestos hasta US\$150 millones (+25,0% yoy). Finalmente, un menor crédito por el impuesto a las ganancias (se redujo de US\$148 millones a US\$4 millones), **el resultado neto del período cayó 42,5% yoy hasta US\$154 millones**.

En cuanto a las unidades de negocio de Pampa Energía, **en el segmento de Petróleo y Gas la producción total descendió a 72,7 kboe/d, apenas por debajo de los 73,1 kboe/d del 1Q24**, debido a una menor demanda industrial de gas tras la inundación en el complejo Cerri, la desinversión en Gobernador Ayala y una menor producción de crudo convencional. **Aun así, la producción de gas alcanzó 11,8 mm<sup>3</sup>/d, levemente por encima de los 11,7 mm<sup>3</sup>/d del 1Q24** con una participación destacada de las áreas El Mangrullo (55% del total) y Sierra Chata (30% del total). Por otro lado, **la producción de petróleo se redujo en un 25% yoy, pasando de 4,3 kboe/d a 3,2 kboe/d**, principalmente explicada por la venta de la participación en el área no operada de Gobernador Ayala en octubre del año pasado y caídas en los bloques no operados El Tordillo y Los Blancos, que aún no pudo ser compensada con la creciente producción de *shale* de Rincón de Aranda. Cabe destacar que el costo de extracción por boe aumentó 20% yoy hasta 6,9 US\$/boe, aunque se redujo en términos secuenciales (-20% qoq). Por último, las inversiones en capital alcanzaron los US\$147 millones, de los cuales el 78% estuvo destinado a Rincón de Aranda, que apunta a alcanzar un nivel de producción de 20 mil barriles por día hacia fin de año.

Por su parte, **el segmento de Generación de Energía tuvo un crecimiento sustancial con ventas que treparon 27% yoy como consecuencia del aumento de los precios de energía spot y la incorporación del PEPE 6**, con capacidad instalada de 140 MW, que sumó 135 GWh en el trimestre. Cabe destacar que el deployment de PEPE 6 llevó la capacidad eólica de Pampa Energía de 287 MW a 427 MW, por lo que la capacidad instalada total escaló 3% yoy de los 5.332 MW del 2024 hasta 5.472 MW. En cuanto a la performance del segmento, durante el trimestre se produjeron las salidas

forzadas de las centrales dos y tres de la Hidroeléctrica Los Nihules (HINISA) producto de fuertes inundaciones en enero de 2025. A pesar de estas salidas, la incorporación del PEPE 6 permitió que la generación de la energía operada por Pampa se mantenga estable mientras que en la industria se observó una caída del 1,3%. Aun así, la disponibilidad de las unidades operadas fue de 93,4%, 307 puntos básicos por debajo del 96,5% del 1Q24 por el siniestro en HINISA, compensado con la mencionada incorporación del PEPE 6, aunque las unidades térmicas mejoraron su performance en 21 puntos básicas (95,8%).

Por último, **Petroquímica tuvo un mal trimestre con caídas en ventas del 23% yoy** debido a menores volúmenes comercializados que se ubicaron en 84 mil toneladas (-24% yoy) **como resultado de la parada de planta en febrero que derivó en una baja de la producción del 30%**.

En el trimestre, **los flujos de caja libres de Pampa Energía fueron negativos en US\$118 millones**, como consecuencia de los US\$160 millones de inversión en CAPEX, principalmente en Rincón de Aranda. Además, si bien no afecta los flujos de caja libre, el rescate de las ONs con vencimiento en 2027 demandó US\$385 millones de la posición de caja que la compañía se había asegurado en el 4Q24 con la emisión de su nueva ON con vencimiento en 2034. En este sentido, **desde la compañía destacaron que se sienten cómodos con el nivel de deuda actual de US\$1.689 millones y una posición de caja de US\$1.114 millones, lo que implica un ratio de apalancamiento neto de 0,8x (deuda neta por US\$577 millones)**. De hecho, destacaron que aprovecharan las oportunidades que aparezcan en el mercado para mejorar aún más su perfil de vencimientos. Oportunidad que encontraron apenas unos días después de la presentación de resultados debido a que el martes 20 de mayo **ampliaron la emisión en US\$340 millones de su ON internacional con vencimiento en 2034 con el objetivo de rescatar su ON Clase 3 con vencimiento en 2029 por un valor de aproximadamente US\$312 millones**. De esta manera, los vencimientos de Pampa Energía se reducirán a US\$596 millones hasta 2028 con sus vencimientos concentrados en 2031 y 2034.

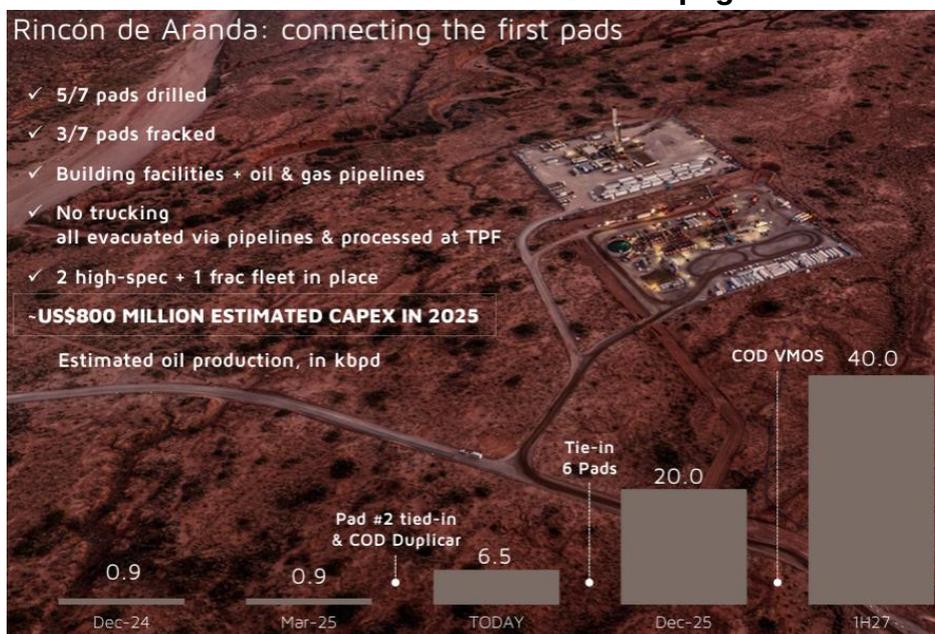
### Perfil de vencimientos Pampa Energía



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En cuanto a las inversiones, **los US\$1.100 millones de inversión en CAPEX previsto para 2025 serían afrontados con la posición de caja y los ingresos de la compañía, especialmente los flujos generados por la estabilidad del negocio de Generación de Energía.** De estas inversiones, US\$800 tendrán por destino Rincón de Aranda y US\$150 millones para continuar la expansión en Sierra Chata. Los US\$150 millones remanentes se destinarán a terminar los pagos pendientes del PEPE 6 y a gastos de mantenimiento en el segmento de generación. **Vale la pena señalar también que Pampa Energía es parte del proyecto Argentina LNG** para el cual, el pasado 2 de mayo, mediante el vehículo especial SESA (del que Pampa cuenta con una participación del 20%), **se aprobó la decisión final de inversión que incluye la contratación de un buque de licuefacción por 20 años con capacidad de 2,45 MTPA** y se acordó evaluar la incorporación de un segundo buque con capacidad de 3,5 MTPA también por 20 años. De los 27 mm<sup>3</sup>/d de gas requeridos, Pampa abastecerá de 6m<sup>3</sup>m/, lo que representa cerca del 50% de la producción actual de la compañía. Además, Pampa también participa en el oleoducto VMOS, que contempla la construcción del oleoducto entre Allen y Punta Colorada junto con un contrato de transporte en firme de 50 kbb/d. De esta compañía la participación es del 11%.

**Rincón de Aranda comienza a despegar**



Fuente: **Presentación de resultados Pampa Energía**

Finalmente, **otro dato relevante es que el Estado Nacional y la provincia de Mendoza acordaron licitar la concesión de las centrales hidroeléctricas Diamante y Nihules como una sola unidad de negocio. Desde la compañía destacaron que podrían participar en las licitaciones** para continuar con estas explotaciones. Además, una vez conocidas las condiciones de la licitación para las represas del Comahue, no descartan participar en el proceso. Por otro lado, respecto de la venta de ENARSA de su tenencia en Citelec, controlante de Transener, descartaron participar en el proceso debido a que la normativa no permite que un generador controle también al distribuidor.

En resumen, **fue un buen trimestre para Pampa Energía debido a la mejora en el segmento de Generación de Energía. Por su lado, el segmento de Oil & Gas y su desarrollo de shale tuvo un**

**trimestre de transición durante el que se preparó para comenzar a despegar.** De hecho, se prevé que Rincón de Aranda produzca 12 mil barriles diarios para finales de septiembre y alcance los 20 kbbbl/d para finales del 2025 y, para 2027, con la entrada en funcionamiento del oleoducto VMOS, esperan saltar hasta los 40 mil barriles diarios. Esto sin contar el crecimiento en el segmento de gas, donde Pampa ya se destacó por exportar a Brasil a través de la infraestructura existente en Argentina, Bolivia y Brasil, y podría seguir beneficiándose por los proyectos de GNL. Por último, el sector de generación también tiene muy buenas perspectivas para la compañía, especialmente si se avanza en la desregulación. En definitiva, **Pampa Energía tiene mucho espacio para crecer y dentro de poco esto se verá reflejado en sus resultados.** En términos de valor, es cierto que Pampa Energía no muestra los múltiplos más bajos de la industria con un **EV/EBITDA de 5,8x y un P/E de 6,9x**, pero estos números no consideran que en un año una de sus líneas de negocio sería el equivalente a una petrolera de relevancia con un nivel de producción de 20 mil barriles diarios (encaminada a duplicarla en dos años).

**EDN: la actualización de tarifas la mantiene encendida**

La normalización tarifaria sigue dándole aire a las empresas reguladas. **Tras años de atraso en los precios del servicio eléctrico, Edenor (NYSE: EDN; BYMA: EDN) ya comenzó a mostrar señales de recomposición.** La compañía, que distribuye electricidad a más de 3,3 millones de usuarios en el norte del AMBA, se vio beneficiada por los incrementos aplicados desde febrero de 2024 y por los ajustes mensuales por inflación que rigieron hasta abril. Además, en marzo, **el ENRE publicó el nuevo cuadro tarifario para el período entre 2025 y 2029**, que contempla actualizaciones mensuales y establece un nuevo marco de rentabilidad.

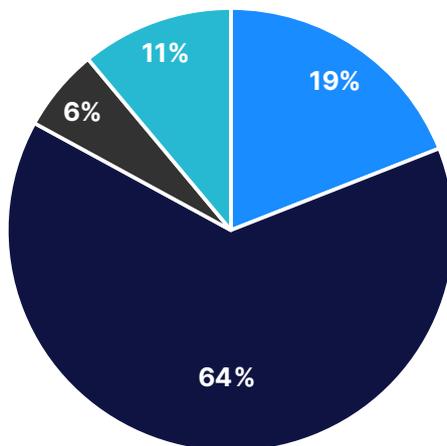
En este contexto, **los ingresos por servicios alcanzaron \$638.535 millones en el primer trimestre de 2025, lo que representa un aumento interanual del 48%** respecto a los \$430.613 millones del mismo período del año anterior. **El EBITDA trepó a \$63.243 millones, muy por encima de los \$6.854 millones del 1Q24**, gracias a esta recuperación tarifaria. A nivel operativo, **el resultado fue positivo en \$23.085 millones, revirtiendo la pérdida de \$34.624 millones registrada un año atrás.** A nivel financiero, **Edenor logró reducir significativamente sus pérdidas, en parte gracias a la regularización de su deuda con CAMMESA**, que sigue siendo un frente clave en su proceso de saneamiento. En este sentido, el pasado 21 de mayo la compañía celebró un Acuerdo con la Secretaría de Energía y CAMMESA a efectos de instrumentar el Régimen Especial de Regularización de Obligaciones previsto en el Decreto 186/2025 lanzados por el Gobierno, que prevén hasta 72 cuotas con período de gracia e intereses reducidos. Sin embargo, **el resultado neto cayó a \$35.911 millones desde los \$113.542 millones del 1Q24, principalmente por un menor impacto contable de la inflación.**

En cuanto al negocio, **las ventas de energía totalizaron 5.946 GWh en el trimestre (-0,6% interanual)**, con bajas en casi todos los sectores salvo alumbrado público (+8,1%) y barrios carenciados (+6,6%). La demanda industrial retrocedió 4,3% y la comercial pequeña cayó 3,8%, mientras que el sistema de peaje tuvo un leve repunte del 2,7% y el consumo residencial, se mantuvo prácticamente estable (-0,6%). Adicionalmente, la base de clientes creció 1%, con foco en regularización de conexiones y expansión del parque de medidores. Por otro lado, **Edenor mantuvo las pérdidas de energía en 15,5%**, un nivel que, según señala la propia compañía, refleja el impacto de inspecciones, la aplicación de inteligencia artificial y controles en zonas críticas. Sin embargo, empeoraron los indicadores de calidad del servicio: el SAIDI (horas sin suministro por usuario en el año) fue de 7,9 horas (-8% yoy) y el SAIFI (cantidad de interrupciones por usuario) de 3,2 cortes anuales (-9% yoy), aunque ambos se mantuvieron por debajo de los límites regulatorios y en línea con el plan de inversiones de los últimos años.

En ese sentido, **Edenor destinó \$79.398 millones de CAPEX en el 1Q25, un 4% más que el año pasado.** Los desembolsos se concentraron en infraestructura de red y nuevos suministros, con proyectos destacados como el electroducto subterráneo entre Zappalorto y Merlo y la ampliación de subestaciones importantes. La empresa planea sostener este ritmo durante el resto del año, aprovechando el nuevo marco tarifario, apuntando a mejorar la calidad del servicio.

### Destino del CAPEX en el trimestre

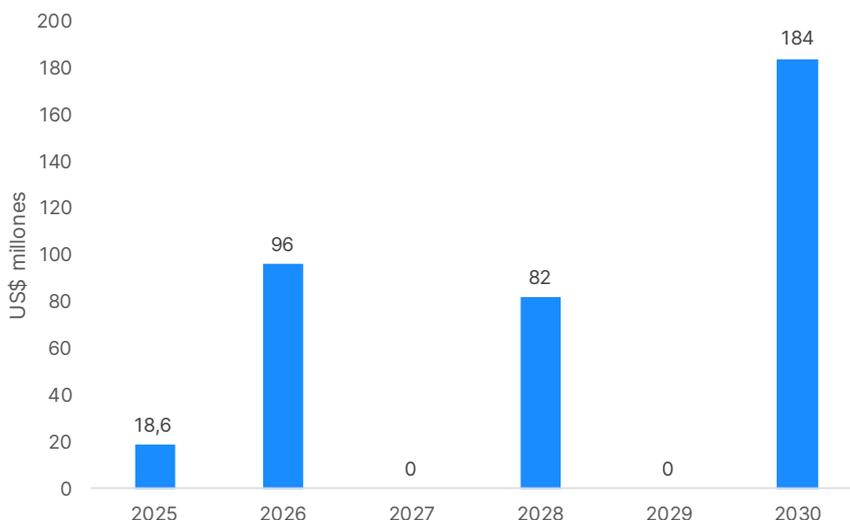
■ Nuevos suministros ■ Estructura de red ■ Recupero de energía ■ Otros



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a la presentación de EDN

Desde el punto de vista de valuación, **Edenor cotiza con un múltiplo EV/EBITDA de 7,0x y un P/E de 6,4x**, niveles que ya comienzan a reflejar la mejora operativa de los últimos trimestres y el potencial que abre el nuevo esquema tarifario. Aun así, **el elevado apalancamiento en dólares sigue siendo un factor de riesgo por más que la volatilidad cambiaria actualmente esté contenida dado que la compañía demuestra un descalce de moneda entre sus ingresos y sus obligaciones (deuda y CAPEX)**. Entrando en detalle sobre su perfil financiero, la compañía viene cumpliendo con sus obligaciones sin mayores complicaciones. **El 7 de marzo canceló anticipadamente la ON Clase 4 por US\$23 millones y, más recientemente, el 12 de mayo, hizo lo propio con la totalidad de la ON Clase 1 (DNC10) por US\$8,6 millones**. Con estos pagos, el remanente de deuda para el resto del año se redujo a US\$18,6 millones.

### Perfil de vencimientos en dólares al 1Q25



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)** en base a la presentación de EDN

De cara al futuro, **la empresa proyecta profundizar su plan de inversiones**. El foco sigue puesto en infraestructura eléctrica, reducción de pérdidas técnicas y mejora de la calidad del servicio. Además, **la Revisión Tarifaria Quinquenal aprobada por el ENRE le da previsibilidad al sector**: permite ajustes mensuales automáticos por inflación y fija una rentabilidad real del 6,5% después de impuestos. El desafío será mantener la disciplina operativa y avanzar en eficiencia, en un contexto macroeconómico que se mantiene en su proceso de reordenamiento.

## NUESTRO EQUIPO

**Pedro Siaba Serrate**

Head of Research & Strategy  
[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

**Pedro Morini**

Strategy Team Leader  
[pmorini@portfoliopersonal.com](mailto:pmorini@portfoliopersonal.com)

**Natalia Denise Martin**

Analyst  
[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

**Martín Cordeviola**

Analyst  
[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)

**Emiliano Anselmi**

Chief Economist  
[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

**Melina Eidner**

Economist  
[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

**María Solana Cucher Fajans**

Economist  
[mcucher@portfoliopersonal.com](mailto:mcucher@portfoliopersonal.com)

**Diego Ilan Méndez, CFA**

Corporate Credit Team Leader  
[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

**Gerardo Stvass**

Analyst  
[gstvass@portfoliopersonal.com](mailto:gstvass@portfoliopersonal.com)

**Lautaro Casasco Herrera**

Analyst  
[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

**Lucas Caldi**

Research Asset Management  
[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

**Lucas Delaney**

Intern  
[ldelaney@portfoliopersonal.com](mailto:ldelaney@portfoliopersonal.com)

[www.portfoliopersonal.com](http://www.portfoliopersonal.com)

✉ [consultas@portfoliopersonal.com](mailto:consultas@portfoliopersonal.com)

☎ 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV. |