

16 de mayo de 2025

Balances al primer trimestre de 2025

En el Resumen Económico de esta semana presentamos un análisis de los resultados del primer trimestre de 2025 (1Q25) de las principales empresas locales que han ido reportando en los últimos días.

YPF (YPFD)

La producción del trimestre aumentó un 6% q/q y un 5% y/y. Principalmente por el GNL, que aumentó 34% respecto al 4Q24 y el gas natural que hizo lo propio en un 9%. La producción de crudo se mantuvo estable q/q pero aumentó 6% interanualmente. La producción de Shale Oil aumentó un 7% en el trimestre, y acumula una suba de 31% interanual. La dinámica de precios fue mixta. El petróleo recuperó en el trimestre un 3% pero el gas natural cayó un 6% y las exportaciones de crudo se redujeron un 11%. De esta forma, las ventas en el trimestre cayeron un 3% q/q pero se ubican 7% por arriba del 1Q24. Respecto a los costos operativos, estos se redujeron un 14% en el trimestre gracias al programa de pozos maduros. Del programa total, 11 bloques ya están desvinculados, 16 en progreso, y 23 en etapas finales.

El EBITDA ajustado de la compañía aumentó un 48% (totalizando USD 1.245 millones) gracias a reducciones de costos y al soporte que tuvo el precio del surtidor respecto del internacional. Importante destacar el FCF negativo por la compra de Sierra Chata (USD 102M), pagos de deuda (USD 221M), reducción del capital de trabajo (USD 224M) y el efecto de campos maduros (USD 230M). En total, el FCF fue negativo por casi 1 bn USD, respecto a un trimestre anterior donde fue positivo en USD 64 millones y un 1Q24 donde fue negativo por USD 400 millones.

Con esto, la deuda neta aumentó un 12% a USD 8.336 millones. Como resultado, dado que la caja se redujo un 18%, el apalancamiento subió a 1.8x. En términos de deuda, el bono 2031 garantizado nos parece el mejor de la curva. Habrá que hacer un seguimiento trimestre a trimestre cómo se comporta el FCF y cómo va evolucionando el endeudamiento de la empresa. En lo que resta del año quedan por pagar USD 967 millones de capital y en 2026 otros USD 2.063 millones. Hoy la caja es USD 1.230 millones.

Respecto a la acción, actualmente cotiza cerca de 4x EV/EBITDA estimado, un ratio que es atractivo respecto a los comparables regionales. Por ejemplo, Petrobras (PBR), otra empresa que nos parece atractiva, cotiza en 3.5x EV/EBITDA.

Vista Energy (VIST)

La producción total de Vista en el primer trimestre tuvo un aumento de 47% y/y, a 80.913 boe/d, pero con una caída de 5% respecto al trimestre anterior. La producción de petróleo fue 69.623 bbl/d con las mismas variaciones. Mirando los precios, el precio promedio realizado fue de USD 68,6 por barril. El lifting cost de la empresa fue de USD 4,7 boe y los gastos de ventas fueron USD 6,4 boe. De esta forma, las ventas totales fueron USD 438,5M para el trimestre, un aumento de 38% vs 1Q24 y el EBITDA ajustado fue USD 275,4M para el trimestre, un aumento de 25% y/y con un margen de 62%. El FCF fue negativo por USD 243,5 MM, principalmente por CAPEX (USD 268.5M) y pagos de deuda. El FCF por el negocio de la empresa fue de USD 66.4M.

El 15 de abril pasado Vista compró el 100% de Petronas, accediendo al 50% de “La Amarga Chica” ubicado en Vaca Muerta con 247 pozos en producción. El otro 50% lo posee YPF. Parte de la compra la financió pagando con acciones propias y un préstamo de USD 300M del Banco Santander a 4 años.

En el 1Q25, la caja de Vista fue de USD 739.7M, con una deuda bruta de USD 1,703M. El apalancamiento neto alcanzó las 0.84x usando el EBITDA ajustado, aumentando vs. el 1Q24 de 0,58x. La empresa sostiene que busca mantener el ratio cerca de 1.5x, por lo tanto, es esperable que haya nuevas emisiones de deuda o préstamos para financiar el crecimiento de la empresa. El bono VISTAA 7.625% 2035 es de nuestros preferidos, con una TIR de 8,20% y duration de 6.4y.

El equity cotiza con un EV/EBITDA de 5.5x - 6x y un P/E cercano a 10x.

Pampa Energía (PAMP)

Las ventas en USD del trimestre crecieron 3,2% q/q. El segmento estrella fue el de generación de energía que se benefició de los aumentos tarifarios. Los ingresos por generación aumentaron un 26.6% en USD. La disponibilidad de las unidades térmicas fue de 93.4%, una caída de 307 pb. al respecto del 1Q24. En el agregado, tanto en generación como el volumen vendido se mantuvieron estables. De todas formas, se destacó la generación eólica que aumentó 70% interanual, y compensó la caída del 30% en hidroeléctrica. Los precios promedios y el margen bruto promedio aumentaron un 22%. Los costos operativos de la generación aumentaron un 39% por mayores costos de transporte y mayores compras de energía. Como resultado, el EBITDA aumentó un 51.1% a USD130M en el interanual gracias a la mejora de los precios, la incorporación del parque eólico PEPE 6 y un mejor desempeño en unidades con contratos PPA.

En el segmento de petróleo y gas las ventas cayeron casi 3% y el EBITDA cayó un 39%. El impacto fue por mayores gastos operativos asociados al desarrollo de “Rincón de Aranda”. El CAPEX del segmento aumentó un 67% interanual, totalizando USD147M. De esto, USD 115M fueron para “Rincón de Aranda”. Operativamente, la producción fue 72.7 kboepd, un aumento del 18% q/q, pero estable y/y. En términos de precios, tampoco hubo mucha variación, el precio promedio para el petróleo fue de USD 68.4 bbl (0% y/y) y para el gas USD 3 MBTU (-6% y/y).

El segmento de petroquímica arrojó una pérdida de USD 4M, ya que en febrero se paralizó la planta por cuestiones técnicas. El último segmento, el de holding, duplicó el EBITDA por los buenos desempeños de TGS y Transener (se detallan más adelante).

Financieramente, la deuda total de Pampa llegó a los casi USD 1,700M, con una caja de USD 1,100M. La deuda neta totalizó los USD 584M, por lo que el apalancamiento neto llegó a 0,6x. Es de nuestros emisores favoritos del mercado local, especialmente PAMPAR 7.875% 2034 y PAMPAR 7.95% 2031.

En cuanto a la acción, actualmente cotiza cerca de 5x EV/EBITDA. Pampa está en línea con sus comparables y la apuesta actual es “Rincón de Aranda”. Según la empresa, si para el 2027 logra producir 45 kboed, con los márgenes actuales, esto sumaría cerca de USD 300M al EBITDA. Creemos que dentro del menú de Oil&Gas y del Merval en general, es una de las acciones más confiables para posicionarse.

Central Puerto (CEPU)

En el primer trimestre de 2025, las ventas de CEPU crecieron un 30% en USD, totalizando USD 201M. Los costos aumentaron en sintonía con el crecimiento de las ventas, por lo cual los márgenes se mantuvieron constantes. El resultado operativo del trimestre fue de USD 66M (excluyendo la central CVO), un 29% mayor interanual. Con esto, el EBITDA trimestral fue cercano a USD 92M, un 17% por encima del valor del 1Q24, con un margen de 500 pbs. por debajo, en 46%. Dentro de las ventas, lo que más benefició a la empresa en el trimestre fueron las ventas spot. El ajuste de tarifas llevó a que los ingresos medidos en USD crecieran un 49% en el trimestre, alcanzando los USD 112M. Las ventas por contratos sumaron USD 7M, una suba de 4.7%. Medido en pesos constantes, las ventas por mercado spot aumentaron un 20%, y las ventas por contratos se cayeron un 13%, principalmente por el efecto inflacionario y cambiario.

En la línea de otros ingresos operativos, hubo un fuerte impacto contable por: diferencias de cambio (-56%), menores intereses de clientes (-80%) y revaluación de los activos biológicos (-61%). Estos efectos redujeron la ganancia operativa. El efecto fue compensado por un resultado financiero más favorable; menores resultados negativos en diferencia de cambio y por participación en asociadas (Ecogas).

El resultado neto del trimestre fue de ARS 55.06 por acción, lo que arrojó un P/E de 22.4x y un EV/EBITDA cercano al 5.5x. A estos ratios, Central Puerto nos parece atractiva, dada la capacidad de la empresa de generar caja.

Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)

Las ventas totales crecieron un 8,3% y/y, alcanzando ARS 322,430M, aproximadamente USD 300M. El segmento ilustre fue el transporte de gas, que más que triplicó las ventas y/y alcanzando USD 144M. El resultado operativo de la empresa fue USD 68M, con un margen de 47.2%. Para el 1Q24 el resultado había sido negativo. Este efecto fue principalmente por ajuste de tarifas, ya que la capacidad contratada promedio y las entregas diarias solo aumentaron un 7.5%. El EBITDA trimestral aumentó un 70%, a USD 182M, con un margen de 59%.

Los resultados de la revisión quinquenal tarifaria (RQT) se comunicaron el pasado 30 de abril. El nuevo cuadro tarifario inicial tendrá un incremento ponderado de 3,67% efectivo en 31 cuotas mensuales a partir de mayo 2025. TGS se comprometió a un plan de inversión de aproximadamente USD 310M.

En el segmento de líquidos, el último mes del 1Q25 se vio afectado por la fuerte inundación de Bahía Blanca. Se suspendieron las actividades en el complejo de Cerri. Si bien el transporte de gas se reanudó, la producción de líquidos continúa aun parcialmente suspendida. Por este evento la compañía incluyó una provisión de USD 10M. Las ventas del trimestre cayeron un 44% interanualmente en pesos, mientras que los costos de ventas mermaron un 38% y los gastos operativos un 42%. De tal forma, a pesar de la reducción de costos, los márgenes se comprimieron de 50.3% a 40.7%. La caída de las ventas se produjo por tres efectos: la caída del precio del etanol, los menores volúmenes vendidos (cayeron un 28%) y por ajustes contables de inflación.

En el segmento de Midstream las ventas se redujeron 9% y los costos aumentaron un 21%. De esta forma, el resultado operativo se vio reducido un 31% en pesos (15% en USD), a USD 23M. Este segmento también

se vio afectado por los ajustes por inflación, sin embargo, se vio compensado por la suba del tipo de cambio y los mayores servicios prestados en Vaca Muerta, entre otros.

TRAGAS 8.5% 2031 es uno de nuestros bonos favoritos, es uno de los emisores más sólidos del país, con una deuda neta negativa de USD 350M.

Respecto a la acción, es una de nuestras preferidas del Merval. Con un EBITDA últimos doce meses de aproximadamente USD 660M, el EV/EBITDA se ubica en x 5,5.

Transener (TRAN)

Los ingresos de la empresa para el trimestre totalizaron USD 96.5 M, aumentaron un 24% en pesos constantes, pero un 52.3% medido en dólares. Se destacaron los ingresos por ventas de transporte de energía por USD 87M, el negocio casi exclusivo de la compañía, aumentaron 31% en moneda constante y un 62% en dólares.

Regulatoriamente, Transener gozó de tres aumentos de 4% en enero y febrero, y uno el 2% en marzo. A partir del 2Q25 el RQT establece las nuevas tarifas. En el acuerdo se definió una rentabilidad después de impuestos de 6.48% para el transporte de energía y un aumento tarifario de 42.89% a Transener y de 10.30% a Transba (subsidiaria que maneja la red de PBA).

El margen bruto se ubicó en 48%, muy por encima del 32% del 1Q24. En términos reales, los gastos tanto de explotación como operativos se licuaron (a pesar de haber subido en dólares por la apreciación del dólar). De esta forma, el resultado operativo casi se duplicó en moneda constante y los márgenes crecieron hasta 42%, desde 26.7% vs. el primer trimestre del año pasado. En dólares, el resultado operativo aumentó cerca de 150%, siendo de USD 40.5M en el trimestre. El EBITDA se duplicó a USD 50.27M, con un margen del 52%.

Financieramente, la empresa es sana dado que no tiene deuda y posee USD 122M en la caja. Con todo esto, la ganancia neta alcanzó los ARS 68.83 por acción. Para los últimos doce meses, la ganancia por acción en términos reales fue de ARS 203 por acción. Al precio actual, esto brinda un P/E de 11.2x y un P/VL de 144%. En conclusión, buen balance con resultados netos crecientes estacionalmente.

Edenor (EDN)

En términos tarifarios, la empresa recibió aumentos por encima de la inflación durante 2024. Para el 2025 comenzará la RQT que incluye un aumento del 3% mayo, y luego un 0.42% mensual a aplicar desde junio hasta noviembre del 2027. Sumado a esto, la fórmula se actualizará mensualmente usando un índice compuesto por un tercio del IPC y dos tercios del IPIM.

En los resultados, los ingresos trimestrales vinieron con un aumento del 48% interanual. El ajuste tarifario se aplicó en febrero de 2024, por lo tanto, el 1Q24 no había tenido impacto completo. En términos de volumen, apenas variaron un 0.6% a la baja. Respecto a los costos, las compras de energía aumentaron 52% y/y dada la baja de subsidios y los mayores precios de generación. El margen de distribución fue un 40.4% para el trimestre, una caída de 150 pbs. al respecto del 1Q24. El resultado operativo fue positivo por casi USD 22M, con un margen de 3.6%. Para tener referencia, el resultado del 1Q24 fue a pérdida.

Gracias al resultado operativo positivo, el EBITDA creció fuertemente a USD 60M. Respecto al resultado neto, este fue positivo por USD 34M. En el interanual tuvo una caída de casi 70%, pero por efectos de un importante saldo a favor en el impuesto a las ganancias en el 1Q24.

La deuda financiera totalizó los USD 380M, emitidas en 4 títulos. Sumando la caja, la deuda neta de Edenor es cercana a cero. La única emisión ley NY es la de 2030 con cupón 9.75% y TIR aproximada del 8.8%. El Bono al 2025 se terminó de pagar en el primer trimestre.

Respecto a las acciones, el resultado por acción del trimestre fue ARS 40 por acción. El P/E es de 8x, y el P/VL alrededor de 110%.

Metrogas (METR)

Los ingresos de la empresa se duplicaron interanualmente en pesos en términos reales. En dólares, el aumento fue de 150%. Los costos de operación aumentaron un 86% en términos reales y los costos operativos en dólares aumentaron un 47%. De esta forma, el trimestre arrojó un resultado operativo positivo por ARS 32,109M, o USD 30M aproximadamente. En el 2024 había alcanzó una pérdida de USD 20M. El negocio de Metrogas es simple, los volúmenes pueden subir y bajar dependiendo de la actividad económica, pero lo que define la performance de la empresa es la política tarifaria.

El crecimiento de las ventas se debió justamente al ajuste tarifario aplicado del nuevo gobierno, que entró en efecto recién en el 2Q24. Además, los volúmenes acompañaron, aumentando cerca del 6%, especialmente el volumen entregado a centrales eléctricas y clientes industriales. Sin embargo, los ajustes efectivos de la tarifa estuvieron por debajo de lo que arrojó el cálculo del acuerdo de adecuación transitoria de abril 2024. Según la empresa, entre mayo de 2024 hasta abril de 2025, el atraso tarifario por este desajuste fue de 50.8%. La nueva RQT de 2025 estableció un primer aumento del 3% para usuarios residenciales y servicio general. Respecto a la metodología de actualización periódica para las tarifas de Metrogas, la aprobación fue diferida sin especificación alguna de plazos de resolución.

El resultado neto fue de ARS 23,138M, medido en pesos es una caída de 23% interanual, (7% si la medimos en dólares). La ganancia por acción fue de ARS 40.12 en el trimestre, y ARS 282.17 pesos para los últimos doce meses (en términos reales). A los precios actuales esto es un P/E de 6.7x y un P/VL de 153%.

Ternium Argentina (TXAR)

Los despachos de acero de Ternium Argentina fueron 411 mil toneladas en el 1Q25. Secuencialmente es una baja de 8%, interanual es una recuperación de casi 19%, pero si lo comparamos contra el primer trimestre del 2023, los despachos están 27% abajo y la producción de laminado en caliente 30% abajo. De esta forma, las ventas netas están un 12% arriba interanualmente y 9% abajo q/q por estacionalidad. El resultado operativo fue negativo por ARS 11.069M. La clave es el fuerte achicamiento de los márgenes, los costos operativos aumentaron alrededor de 40% y los brutos un 36%, mientras que las ventas apenas subieron un 12%. En el 1Q24 el resultado operativo había sido ARS 74.631M.

Las exportaciones de Ternium son muy bajas, pero el clima de aranceles al comercio internacional lo afecta de manera indirecta (más tarifas, menor actividad global y menor precio internacional del acero).

El EBITDA trimestral fue USD 15M, y el de los últimos doce meses fue apenas USD 126M. Un número muy lejano al EBITDA anual de 2023 que fue alrededor de USD 900M. A los valores actuales, el EV/EBITDA es de casi 11x, un múltiplo que a primera vista parecería exorbitante. Acá entra en juego el cálculo de sumar las tenencias de Usiminas y de Ternium México, lo cual arroja dos opciones: o este precio valen cero o el negocio local de Ternium vale cero. Ninguna de las dos tiene mucho sentido.

Ternium fue uno de los papeles que peor se desempeñó desde que asumió el nuevo gobierno. Varios factores como mayor flexibilidad para la importación de acero, caída de actividad industrial y recuperación lenta, y un contexto global volátil de los precios internacionales jugaron muy en contra. El nuevo BOPREAL y la liberación para dividendos a partir de ejercicios finalizados en 2025 puede dar indicios de un dividendo importante a partir de 2026. De todas formas, es probable que el papel siga en estos niveles hasta que la actividad industrial se recupere completamente. Solo para largo plazo y pacientes.

Loma Negra (LOMA)

Los volúmenes de la empresa se recuperaron en el 1Q25 al respecto al muy mal 1Q24. En el trimestre, los volúmenes del segmento de cemento aumentaron respecto al 1Q24 un 9% alcanzando los 1.15 millones de toneladas, pero las ventas del segmento cayeron cerca del 10% por dinámicas de precio y caída de la demanda por la baja en la actividad de construcción. En los otros segmentos de Loma Negra (concreto, agregados y ferroviario) los volúmenes de ventas aumentaron entre 20% y 30%. Sin embargo, la evolución de las ventas medidas en pesos fueron negativas, concreto y ferroviario registrando caídas de 1% interanual aproximadamente.

Los ingresos netos de la empresa fueron ARS 163,151M (USD 149M USD) en el trimestre, una caída de casi 9% interanual. A pesar de la caída en las ventas, el margen bruto aumento a 26.4% desde 25.2% en el 1Q24 y el margen operativo se comportó de manera similar (14.77% vs 13.75% 1Q24). Esto fue gracias a una moderación en los costos, especialmente los costos brutos que se redujeron un 10.3% y los gastos operativos que cayeron un 7.8%. El EBITDA ajustado informado por la empresa fue de 39.168 millones de pesos, USD 40M. En pesos la caída fue del 3,2% interanual, en USD una caída de 4%. El margen es de 24%, aumentando ligeramente respecto al 1Q24 en donde fue 22.6%.

En términos financieros, la compañía cerró el trimestre con USD 174M de deuda neta. Con el EBITDA ajustado de los últimos doce meses, el apalancamiento se ubicó en 0.96x, una suba respecto de 0.89x del primer trimestre del 2024.

La ganancia por acción fue de ARS 36.8 vs ARS 135 en el 1Q24. Mirando resultado en los últimos doce meses, LOMA tiene un P/E de 14x y un P/VL de 175%.

Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (IRSA)

Los ingresos de la empresa totalizaron los ARS 105,708M en el trimestre, un 13.5% más que en el mismo periodo del año anterior. Mirar el resultado operativo de la empresa es engañoso porque incluye fuertes ajustes contables por revalorización de propiedades. Sin embargo, mirando el EBITDA ajustado, el trimestre reportó una ganancia de ARS 43.998M, 3.2 % por encima del valor del mismo periodo del 2024.

El EBITDA trimestral en dólares fue de USD 42M, un 27.2% por encima del valor del 3Q24. Sin embargo, en el acumulado de 9 meses de 2025, el EBITDA fue de ARS 155,078, un 22.8% por debajo de los nueve meses acumulados de 2024 (recordar IRSA cierra el periodo fiscal a mitad de año).

En el segmento de centros comerciales, el área rentable creció un casi un 11% y/y, alcanzando 371,186 m². La ocupación aumentó 20 pbs., a 98.1%. De tal forma, las ventas por alquileres y servicios aumentaron un 38.4% en pesos constantes, y el EBITDA ajustado alcanzó los ARS 45,274M, un 50.6% más que en el 3Q24. Medido en dólares, el EBITDA ajustado del trimestre creció un 86%. En el acumulado de nueve meses, el segmento mantiene un buen desempeño acompañando la recuperación económica. Los ingresos crecieron un 8.6% vs 9M24 y el EBITDA ajustado un 9.7%.

Respecto al segmento de oficinas, el área rentable no varió significativamente, apenas reduciéndose en un 2% y acumulando 58,074 metros cuadrados. Sin embargo, el indicador de ocupación continúa mejorando de manera estable a lo largo de los trimestres, aumentando 980 pbs. interanualmente y alcanzando 96.4%. El alquiler promedio aumento un 4.4% en dólares, a USD 25.7 USD por metro cuadrado. El segmento hotelero también sufrió por la apreciación cambiaria y la caída del turismo luego de dos años récord. Los ingresos cayeron un 32.2% en pesos constantes con una caída de nueve meses acumulada de 27.9%. El EBITDA se desplomó un 71.1% en pesos constantes y 64% en dólares. Operativamente, la ocupación se redujo 160 pbs. a 67.1% y el precio promedio por cuarto un 7.8% a USD 236.8 por noche.

Financieramente la empresa es sólida, con un apalancamiento cercano a 1.4x. A los precios actuales o a la capitalización de mercado vigente, el valor por metro cuadrado (oficinas + shoppings) es cercano a 2,800 USD, a esto habría que sumarle los tres hoteles. Nos parece que fue una buena acción durante el último año y ahora está valuada de forma más razonable.

Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Ajustados por inflación, los ingresos por depositaria aumentaron un 10% y los de mercado un 41%. En dólares, el aumento fue de 48% y 87% respectivamente. En total, los ingresos aumentaron a USD 42.7M, un 73% más que el primer trimestre del 2024. Esto se debió principalmente por un incremento de volúmenes negociados y custodiados los cuales casi se triplicaron en valores corrientes.

En el segmento de mercado, el que más actividad aportó fue el de renta variable. Luego de varios años en donde los CEDEAR dominaban la plaza, las acciones retomaron terreno y hoy el volumen diario se reparte 50-50 entre acciones locales y CEDEARs. El cambio de foco hacia la renta variable es esperable dada la salida del cepo para personas físicas, lo cual redujo el flujo de MEP en el segmento de renta fija.

Respecto a gastos, en términos reales los mismos aumentaron un 19% interanualmente, factores importantes fueron mayores gastos en IIBB por el crecimiento del negocio y gastos en tecnología.

Algo a destacar en el negocio de BYMA es el propio portafolio de inversión de la empresa. Hace un año resaltábamos que el mismo estaba dolarizado en un 90%, hoy se transformó en un 70%. La compañía cambió un poco el foco hacia la exposición local y en moneda local, lo cual ayudó respecto a la dinámica cambiaria. Durante todo el 2024 y el primer trimestre de 2025, las ganancias por diferencia de cambio representaron menos de un tercio de las ganancias totales.

Mirar los márgenes de BYMA tiene sus detalles, el EBITDA informado por la empresa, que incluye ingresos financieros del portafolio, se ubica estable en 77%. Por otro lado, el operativo que los excluye se ubica en 69%. Son destacables los altos márgenes aun dejando de lado las ganancias financieras que aportan un buen número.

Dentro del sector financiero, BYMA es una acción que nos gusta del Merval. La sobreponderamos respecto de los bancos, los cuales creemos que ya tuvieron su recorrido y se encuentran menos atractivos respecto a BYMA.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmingino@cucchiara.com.ar