

04 de abril de 2025

### YPF Energía Eléctrica S.A.

La empresa se dedica a la generación y comercialización de energía eléctrica mediante una base de activos diversificada, tanto en términos geográficos como de fuentes de generación. En la actualidad, es segundo generador de energías renovables y el tercero en el ranking de productores del mercado eléctrico general. A 2024, la empresa reportó una generación que representa el 9,3% del total a nivel nacional y lidera el mercado a término de energías renovables (MATER).

YPF Energía Eléctrica o también conocida como YPF LUZ, nació en 2013 como una sociedad controlada en su totalidad por YPF SA. Pero en 2018, mediante una ampliación de capital por el 24.9%, incorporó a la ecuación al gigante global General Electric por medio de su subsidiaria local GE EFS Power Investments B.V. De este modo, el resto del paquete accionario queda conformado mediante YPF SA controlando el 72.69% y OPESSA con el 2.3%.

### Matriz Productiva

Desde nuestro último *Resumen Económico* donde describimos en detalle todos los activos de la compañía ([ver](#)), YPF LUZ dio inicio al 100% de las operaciones en el Parque Eólico General Lavalle en la provincia de Córdoba alcanzando una capacidad instalada de 155 MW destinado a grandes usuarios y clientes industriales y bajo regulación MATER.

A su vez, comenzó las obras para la construcción de dos nuevos parques de generación de energía renovable, uno eólico y otro solar. El primero, es en la provincia de Buenos Aires en las instalaciones de la compañía Cementos Avellaneda. El parque tendrá una potencia instalada total de 63 MW, de los cuales 28 MW serán destinados a la autogeneración de la

cementera y el resto abastecerá a la demanda industrial bajo contratos MATER. El proyecto implica una inversión estimada de USD 80 millones y ya cuenta con un avance del 36% de las obras.

El segundo, es el Parque Solar El Quemado con un avance de obra del 14%, fue el primer proyecto en ser aprobado por el Gobierno Nacional bajo el RIGI (Régimen de Incentivo para las Grandes Inversiones). Tendrá una potencia instalada total de 305 MW, transformándose en el parque solar más grande del país, con una inversión total estimada de USD 210 millones y desarrollado junto con EMESA (empresa mendocina de energía) estará ubicado provincia de Mendoza. A continuación, se detallan la totalidad de los activos de la compañía:

Central Eléctrica	Ubicación Provincia	Capacidad (MW)	Marco Regulatorio	Tecnología	Vto Contratos en USD
Central Térmica Tucumán	Tucumán	447	Energía Base / PPA con CAMMESA	Ciclo Combinado	2028
San Miguel de Tucumán	Tucumán	382	Energía Base / PPA con CAMMESA	Ciclo Combinado	2028
El Bracho TG	Tucumán	274	PPA con CAMMESA	Ciclo Abierto	2028
El Bracho TV	Tucumán	199	PPA con CAMMESA	Turbina de Vapor	2028
Loma Campana I	Neuquén	105	PPA con YPF	Ciclo Abierto	2032
Loma Campana II	Neuquén	107	PPA con CAMMESA	Ciclo Abierto	2027
Loma Campana Este	Neuquén	17	PPA con YPF	Moto Gneradores	2027
La Plata Cogeneración I	Buenos Aires	128	Energía Base CAMMESA / PPA con YPF	Cogeneración	2033
La Plata Cogeneración II	Buenos Aires	90	CAMMESA / PPA con YPF	Cogeneración	2035
Central Dock Sud	Buenos Aires	933	Energía Base / PPA con CAMMESA	Ciclo Combinado / Ciclo Abierto	2028
Parque Eólico Manantiales Behr	Chubut	99	PPA con YPF y otros	Eólica	2036
Parque Eólico Los Teros I y II	Buenos Aires	175	MATER (YPF y otros)	Eólica	2040
Central Térmica Manantiales Behr	Chubut	58	PPA con YPF	Moto Gneradores	2041
Parque Eólico Cañadón León	Santa Cruz	123	CAMMESA / MATER (YPF)	Eólica	2041
Parque Solar Zonda	San Juan	100	MATER	Solar	2033
Parque Eólico Gral Lavalle	Córdoba	155	MATER	Eólica	2034
<b>Generación Actual</b>		<b>3.392</b>	<b>Vencimiento promedio</b>		<b>2032</b>
Parque Eólico Cementos Avellaneda	Buenos Aires	63	MATER	Eólica	Avance de obra 36%
Parque Solar El Quemado	Mendoza	305	MATER	Solar	Avance de obra 14%
<b>Generación Proyetada</b>		<b>3.760</b>			

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC.

De esta manera, la compañía posee y opera 11 centrales térmicas que le representan el 81% de su capacidad de generación. A su vez, es el líder en participación de energías renovables en su cartera con un 19% que actualmente se

distribuye entre cuatro parques eólicos y uno solar, pero que con la finalización de los proyectos antes mencionados alcanzará el 27% del total de la cartera.

Por último, la totalidad de los contratos de generación de la compañía son pagaderos en dólares estadounidense y a la fecha cuentan con un vencimiento promedio de 8 años. A su vez, en los últimos años la compañía logró diversificar su riesgo de crédito con la empresa pública CAMMESA<sup>1</sup> representándole sólo el 45% de sus contratos de generación, mientras que el restante 55% es directamente con clientes privados.

### Coyuntura del Mercado Energético

Según revelan los datos suministrados por CAMMESA, durante el 2024, la demanda de energía acumuló una caída interanual del 0.5%, como consecuencia de baja demanda comercial que se contrae un 1.2% y la demanda industrial otro 1.29%. Esto fue principalmente debido a los aumentos de tarifas y la baja en la actividad económica, compensado por la demanda residencial que aumentó un 0.43% y representa el 47% del consumo total.

Por su parte, la generación energética a nivel nacional aumentó un 0.5% i.a. Esto se debió principalmente a una mayor disponibilidad de las centrales nucleares creciendo un 16% i.a. y mayor generación térmica que en conjunto representan el 60%. El segmento de energía renovable (incluyendo Hidro) tuvo una contracción del 5.25% principalmente debido a la generación hidráulica con una baja del 15% i.a. debido a la normalización de la capacidad de generación de este segmento y compensado por un aumento del 14% en renovables.

<sup>1</sup> Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima ([ver](#)).

La mayor generación permitió reducir significativamente las importaciones de energía que se redujeron un 25% i.a. e incluso exportar una mayor cantidad.

En cuanto a precio, promedio de la energía en 2024 para la demanda residencial fue de 32,7 USD/MWh +33% i.a. y para la demanda comercial 64,5 USD/MWh +56% i.a. En el caso de los GUDI, alcanzaron un precio promedio anual de 65,1 USD/MWh +3.8% inferior con respecto al 2023, explicado por un menor costo de la energía en el año 2024, sin registrar ningún subsidio en su tarifa.

Por el contrario, el costo monómico del sistema se ubicó en torno a los 71,4 US\$/MWh, un 0,3% por debajo del costo medio del 2023. El subsidio total a la energía eléctrica (sin incluir transporte) representó un 38,2%

### Resultados

Los ingresos de la compañía provienen exclusivamente del mercado interno, aun así, el 81% de los ingresos son bajo contratos PPA (Power Purchase Agreement) de largo plazo y totalmente vinculados al tipo de cambio. Es por ello que YPF LUZ adoptó como moneda funcional el dólar ajustado por tipo de cambio de cierre para los stocks y, por operación, para los flujos. Por tal motivo, se analizarán los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista (BCRA A3500) promedio o de cierre según corresponda.

Las ventas de energía durante el 2024 provenientes de los contratos de abastecimiento de largo plazo (PPA) se mantuvieron constantes a pesar de que la central Loma Campana I estuviera 8 meses parada, compensado en su totalidad por el inicio de actividades de sus

activos Parque solar Zonda y el Parque Eólico General Lavalle que se encuentran bajo la misma modalidad de contratación. Por su parte, los ingresos por venta de Energía Base se incrementaron un 14% como consecuencia de la consolidación de la Central Dock Sud (CDS), descripta en nuestro último *Resumen Económico* ([ver](#)), y de los mayores aumentos de precios descriptos anteriormente. Por último, las ventas de vapor se contrajeron 8% por una menor producción debido a paros por mantenimiento programados en la planta de cogeneración de La Plata durante el año 2024.

De este modo, al cierre de balance de 2024, las ventas alcanzaron los USD 533 millones, manteniéndose estables respecto del ejercicio 2023.

YPF LUZ (USD MM)	2024	2023	Var (%)	2022	Var (%)
Ingresos Contratos (PPA)	403	409	-1%	381	6%
Energía Base	91	80	14%	67	35%
Ventas de Vapor	38	42	-8%	33	14%
Otros Ingresos	1	0	55%	4	-85%
<b>Ingresos por ventas</b>	<b>533</b>	<b>530</b>	<b>0%</b>	<b>485</b>	<b>10%</b>

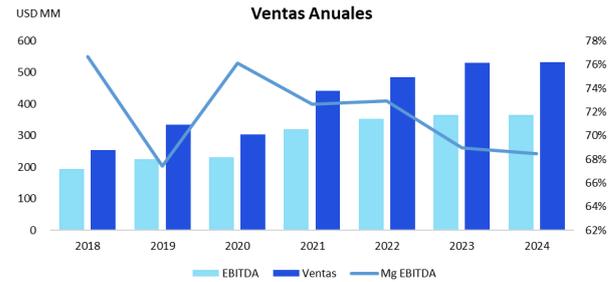
**Fuente:** Cucchiara Research en base a Balances.

Por su parte, los costos de producción aumentaron un 8% i.a. principalmente por la consolidación los costos completos de CDS. A su vez, también se generaron incrementos en los costos de transporte, sueldos y cargas sociales debido al proceso inflacionario registrado en Argentina en el último año. En contrapartida, los costos por comercialización se contraen un 17% i.a.

Por último, el resultado operativo se ve impactado negativamente en un 56%, esto se debe a que la central térmica Loma Campaña I tuvo sucesivas salidas de servicio y habilita al cliente YPF (y sociedad controlante) a rescindir el contrato sin necesidad de indemnizar, lo cual manifestó, pero no ejerció. De este modo, excluyendo dicho ajuste contable, EBITDA Aj. se cerró el año en USD 365 millones con un margen

sobre el nivel de ventas del 68% similar al ejercicio anterior.

YPF LUZ (USD MM)	2024	2023	Var (%)	2022	Var (%)
Ingresos por ventas	533	530	0%	485	10%
Costos de Producción	286	263	8%	210	36%
Gastos Adm y Com.	46	56	-17%	38	23%
Costos Prod / Vtas	54%	50%	394 pb	43%	1.045 pb
Res Operativo	119	272	-56%	247	-52%
Mg Operativo	22%	51%	(2.894) pb	51%	(2.847) pb
EBITDA Aj.	365	366	0%	354	3%
Mg EBITDA	68%	69%	(47) pb	73%	(446) pb



**Fuente:** Cucchiara Research en base a Balances.

## Perfil de deuda

La compañía tiene un constante acceso a los mercados de deuda con gran respaldo nacional e internacional. En 2016, obtuvo un préstamo por USD 200 millones de parte del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y accede asiduamente al mercado local de deuda.

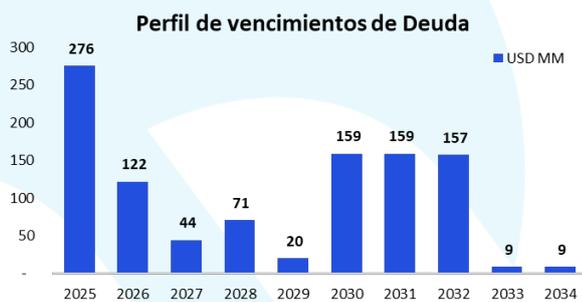
Al cierre de los últimos estados contables, La deuda financiera total fue por USD 1.014 millones, de los cuales el 8% corresponde a préstamos bancarios y el 92% Obligaciones Negociables (ON). De éstas, el 42% es en pesos ajustados por tipo de cambio y el 58% en dólares duros, de los cuales el 82% corresponde a su ON con ley extranjera.

En este sentido, en 2023, YPF LUZ aprovechó la gran oportunidad de colocar deuda al tipo de cambio oficial y roleando a costo 0% y en algunos casos a tasa negativa. En el último trimestre de 2024, la compañía rescató la totalidad de sus bonos ley extranjera Clase II con vencimiento en 2026, cupón anual de 10% y por un monto total de USD 400 millones mediante la

colocación internacional de un nuevo bono ley extranjera Clase XVIII con vencimiento en 2032, cupón del 7.875% y un monto total de USD 420 millones.

A su vez, también, emitió dos nuevas ON hard dólar con legislación argentina Clases XIX y XX, por USD 49 y USD 51 millones, a una tasa de 5.25% y 6.75% y con vencimiento en noviembre de 2026 y 2028, respectivamente. Mediante estas últimas, la compañía canceló ONs por un total de USD 74 millones.

De este modo, YPF LUZ bajó su costo de deuda de 7.8% en 2021 a 4.9% en 2024 y extendió sus vencimientos promedio a 4.1 años despejando su perfil de deuda.



**Fuente:** Cucchiara Research en base a presentación institucional.

Por otra parte, la empresa reportó efectivo y equivalentes por USD 305 millones. De este modo, a pesar del aumento en su stock de deuda total, al triplicar su posición de efectivo y con un EBITDA estable reduce el ratio de apalancamiento a 1.9 veces. A su vez, la posición de moneda extranjera en su caja se incrementó a 59% del total. Como se puede observar en el cuadro a continuación, los niveles de apalancamiento de la empresa son conservadores y la cobertura de intereses es holgada.

YPF LUZ (USD MM)	2024	2023	Var (%)	2022	Var (%)
Deuda Total	1.014	895	13%	858	18%
Caja y Equivalentes	305	114	167%	94	224%
Deuda Neta	709	781	-9%	763	-7%
EBITDA Aj.	365	366	0%	354	3%
Apalancamiento Neto	1,9	2,1	-9%	2,2	-10%
Intereses	50	49	3%	49	1%
Cobertura Intereses	7,3	7,5	-0,2	7,2	0,1

**Fuente:** Cucchiara Research en base a EECC.

## Bonos Ley NY

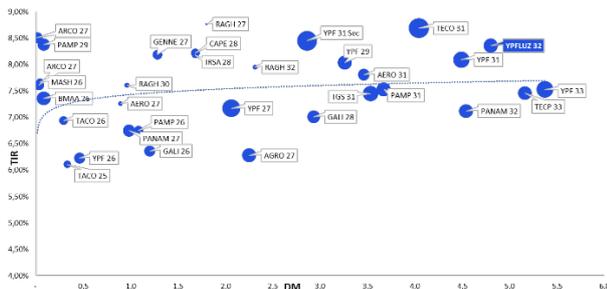
YPF Luz tiene seis ONs dolar linked y cuatro bonos hard dollar, de éstos sólo uno es con legislación internacional. Este último es un bono no garantizado que posee un outstanding por USD 420 millones, con vencimiento en octubre de 2032 y cuenta con un cupón 7.875%, pagos semestrales y amortización en tres cuotas iguales y anuales siendo la primera en octubre de 2030. Actualmente, cotiza clean (cable) en niveles cerca de 95%-95.75%, lo que reporta una TIR en torno a 8.9%-8.7% y una duración de 4.8 años. Tiene mínimo de 1.000 nominales.

## YPFLUZ 7 7/8 Vto. 10/16/32



**Fuente:** Bloomberg.

El bono se encuentra rindiendo por encima de la curva de rendimientos de obligaciones negociables corporativas con alta reputación crediticia.



Fuente: Cucchiara Research en base a Bloomberg.

## Perspectivas

La compañía se encuentra en constante búsqueda de diversificar su matriz productiva aumentando la composición renovable, como también, en la búsqueda de nuevos clientes privados que aporten más proporción de contratos de largo plazo y ajustados por tipo de cambio (PPA). Las ventas vienen creciendo lentamente a lo largo de los años, pero con un margen EBITDA alto y estable, lo que demuestra un enfoque equilibrado entre crecimiento y sostenibilidad financiera. Es por ello que nos sentimos cómodos con el bono ley Nueva York 2032.

Sumado a esto, su gran flujo de ingresos ajustados al tipo de cambio le otorga al bono una buena cobertura cambiaria. Creemos que el nivel de apalancamiento de la empresa no justifica el exceso de rendimiento del bono por sobre otros nombres argentinos de buen crédito. Por ello, YPFLUZ 7.875% 2032 es un título para tener en cartera dado el excelente rendimiento y cupón por encima de la curva de bonos corporativos argentinos.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)