

30 de Agosto de 2024

YPF Energía Eléctrica S.A.

La compañía 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. A 2023, la empresa reportó una generación que representa el 8,2% del total a nivel nacional.

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 total del paquete accionario queda conformado mediante YPF SA controlando el 72.69% y OPESSA con el 2.3%.

Matriz Productiva

La empresa posee y opera el Complejo de Generación Tucumán conformado por la Central Térmica Tucumán, con una capacidad de 447 MW y por la Central Térmica San Miguel de Tucumán que ofrece otros 382 MW. A su vez, en 2018, YPF LUZ expandió el Complejo mediante la central térmica El Bracho con una potencia de 274 MW, la cual tiene autorización de la secretaria de energía para ser convertida en un ciclo combinado mediante una turbina de vapor que agrega otros 199 MW, alcanzando así, a partir del cierre del ciclo 2020, uno de los niveles más altos de eficiencia térmica del país. Con la finalización de esta obra, el Complejo Generación Tucumán se convierte en uno de los centros de generación térmica más grandes de Argentina, con una capacidad instalada de 1.302 MW.

En 2017, en la provincia de Neuquén habilitó comercialmente las Centrales Térmicas Loma

Campana I y II con una potencia total de 212 MW. Adicionalmente, la empresa posee y opera la Central Térmica Loma Campana Este con una capacidad de generación de 17 MW. A su vez, es titular de la Central Térmica Manantiales Behr en Chubut con una capacidad de 58 MW.

En la provincia de Buenos Aires, en 2018, YPF LUZ le compró a Central Puerto la planta de Cogeneración I con una potencia de 128 MW y resultó adjudicataria de un nuevo proyecto de cogeneración II, habilitada en 2020 y desarrollada dentro de la Refinería de YPF. Por último, en 2023, YPF LUZ ejerció su derecho de compra preferente sobre las acciones de la controlante de la Central Dock Sud SA, que sumado a las acciones que ya tenía, controla el 71.78% de la misma. El complejo cuenta con turbinas de ciclo combinado y abierto, y otorga una capacidad de generación de 933 MW.

Por el lado de las fuentes renovables, en 2018, la compañía obtuvo la habilitación comercial de su Parque Eólico Manantiales Behr en la Provincia de Chubut con una potencia de 99 MW otorgados a través de 30 aerogeneradores que, en combinación con la nueva central térmica antes mencionada, es el primer sistema híbrido de generación (térmica y eólica). Adicionalmente, es dueña del Parque Eólico los Teros en la provincia de Buenos Aires. Ambos parques con prioridad de despacho para el MATER por el 100% de su capacidad. Asimismo, en 2021 obtuvo la habilitación del Parque Eólico Cañadón León en Santa Cruz por 123 MW de potencia. A su vez, la empresa está construyendo nuevos Parques Eólicos: General Lavalle I y II, en la provincia de Córdoba que aportarán 155 MW de potencia bajo la modalidad de contrato MATER y otro en la provincia de Buenos Aires por 63 MW bajo la misma modalidad.

Sumado a esto, en 2023 se inauguró la primera etapa del Parque Solar Zonda, ubicado en la provincia de San Juan que entrega 100 MW. Este proyecto podría aportar 300 MW de potencia, pero se encuentra sujeto a la disponibilidad de transporte eléctrico de la zona. Por último, YPF LUZ está construyendo un nuevo Parque Solar en la provincia de Mendoza que tendrá una capacidad de 200 MW adicionales, bajo modalidad de contrato MATER.

De este modo, la empresa posee y opera 11 centrales térmicas que le representan el 85% de su capacidad de generación; mientras que el restante 15% se distribuye entre tres parques eólicos y uno solar. La totalidad de sus contratos de generación son pagaderos en dólares estadounidenses y cuentan con un vencimiento promedio de 8 años.

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	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
Generación total		3.237	Vencimiento promedio		2032

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

Coyuntura del Mercado Energético

Según revelan los datos suministrados por CAMMESA¹, durante el primer semestre del año,

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

la demanda de energía acumuló una caída interanual del 1.53%, como consecuencia de baja demanda comercial que se contrae un 2.26% y la demanda industrial otro 3.78%. Esto fue principalmente debido a los aumentos de tarifas y la baja en la actividad económica, compensado por la demanda residencial que aumentó un 0.14%, pero que sólo en el segundo trimestre del año creció un 7.96% como consecuencia de las bajas temperaturas registradas.

En el primer semestre de 2024, la generación energética a nivel nacional aumentó un 3.43% i.a. Esto se debió principalmente a un aumento de la capacidad instalada de las fuentes nucleares +68.36% y renovables +12.52%, que en conjunto representaron el 47% de la generación local (considerando hidro). El restante 53% corresponde a energía térmica que se contrajo 7.85%. La mayor generación permitió reducir significativamente las importaciones de energía e incluso exportar una mayor cantidad.

En el mismo periodo, el precio promedio estacional cayó in 8.9% i.a. como consecuencia del efecto de la devaluación sobre las tarifas residenciales de hogares con ingresos medios y bajos que, en el primer trimestre, estos tenían un 73% de nivel de cobertura por medio de subsidios y para el segundo trimestre se redujo al 64%. A su vez, a partir de junio de 2024, la Secretaría de Energía introdujo nuevos ajustes de precios para todos los segmentos tarifarios.

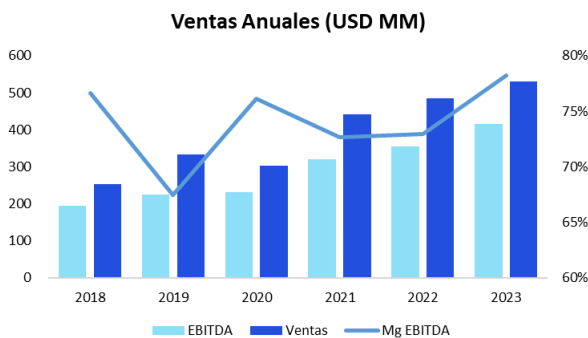
Por el contrario, como consecuencia del cambio en la matriz de combustibles consumidos, con una mayor preponderancia de gas natural y un menor consumo de combustibles líquidos y carbón, el costo promedio de producción para

los primeros seis meses del año se contrajo un 16.7% a USD/MWh 68.85.-

Resultados

Los ingresos de la compañía provienen exclusivamente del mercado interno, aun así, están 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.

Al último cierre de balance de 2023, las ventas alcanzaron los USD 530 millones, un crecimiento promedio del 17% anual en los últimos cinco años y siempre con un margen de EBITDA por encima del 70%.



Fuente: Cucchiara Research en base a Balances.

Para 2024, las ventas del primer semestre alcanzaron los USD 248 millones, lo que representa una caída del 2% i.a. debido principalmente a una reducción de los precios de la energía en los PPA con CAMMESA para el complejo de generación Tucumán y Loma Campana II. A su vez, los complejos El Bracho y Loma Campana I reportaron menor generación por trabajos de mantenimiento. Esto se vio compensado parcialmente por mayor generación de energía en la Central Dock Sud y mayores ventas del Parque Solar.

Por su parte, los costos de producción aumentaron un 18% i.a. como consecuencia de la incorporación de la Central Dock Sud en el primer trimestre del año. Sumado a esto, la empresa tuvo un impacto negativo en sus resultados financieros por el acuerdo firmado con CAMMESA en relación al régimen de pago excepcional a través de la entrega de los bonos soberanos AE38, lo que le implicó una pérdida de aproximadamente USD 34 millones. Por último, también tuvo un impacto negativo debido al mayor nivel de inflación respecto al devaluación del tipo de cambio.

En consecuencia, el EBITDA de la compañía se contrajo un 23% impactando fuertemente en sus márgenes operativos.

YPF LUZ (USD MM)	6M24	6M23	Var (%)	6M22	Var (%)
Ventas	248	253	-2%	234	6%
Costos de Producción	136	115	18%	101	35%
Gastos Adm y Com.	23	23	1%	17	37%
Costos Prod / Vtas	55%	45%	939 pb	43%	1.178 pb
EBITDA	165	216	-23%	176	-6%
Rdo Operativo	86	151	-43%	123	-30%
Rdo Neto	78	91	-14%	99	-21%
Mg Operativo	35%	60%	(2.508) pb	53%	(1.799) pb
Mg EBITDA	66%	85%	(1.867) pb	75%	(886) pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

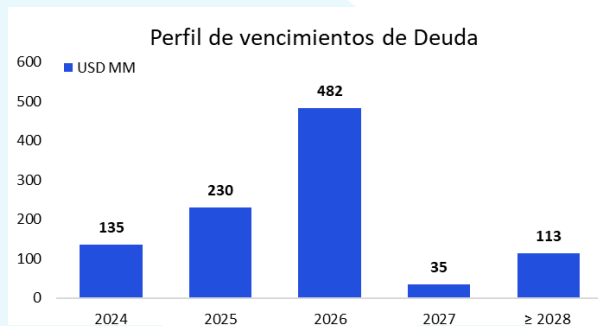
Perfil de deuda

La compañía tiene un constante acceso a los mercados de deuda con gran respaldo internacional. En 2016, obtuvo un préstamo por USD 200 millones de parte del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). A su vez, desde sus inicios hasta la fecha accedió al mercado local e internacional de deuda por aproximadamente USD 1.200 millones.

La deuda financiera total al cierre de los últimos estados contables correspondientes a junio de 2024, fue por USD 1.019 millones, de los cuales el 18% corresponde a préstamos bancarios y el 82% Obligaciones Negociables (ON). De estas

ON, el 51% es en pesos ajustados por tipo de cambio y el 49% en dólares duros.

En este sentido, en los últimos años, la empresa supo aprovechar las diferentes ventanas de oportunidad que otorgó el mercado local pagando deuda en dólares al tipo de cambio oficial y roleando deuda dollar linked a costo 0% y en algunos casos a tasa negativa. De este modo, YPF LUZ bajó su costo de deuda de 7.8% en 2021 a 5.5% en 2024 y extendió sus vencimientos promedio a 2.2 años despejando su perfil de deuda.



Fuente: Cucchiara Research en base a presentación institucional.

A su vez, al cierre de los primeros seis meses de 2024, la empresa reportó efectivo y equivalentes por USD 260 millones o un aumento del 58% i.a. De este modo, a pesar del fuerte aumento de su caja, el efecto de la baja en el EBITDA antes mencionado castiga el ratio de apalancamiento llevándolo a 2.3 veces. Vale remarcar que los últimos años la posición de moneda extranjera en su caja se fue reduciendo. Como se puede observar en el cuadro a continuación, los niveles de apalancamiento de la empresa son moderados y la cobertura de intereses es holgada.

YPF LUZ (USD MM)	6M24	6M23	Var (%)	6M22	Var (%)
Deuda Total	1.019	932	9%	870	17%
Caja y Equivalentes	260	164	58%	142	83%
Deuda Neta	759	768	-1%	728	4%
EBITDA Anualizado	330	431	-23%	353	-6%
Apalancamiento Neto	2,3	1,8	0,5	2,1	0,2
Intereses Anualizado	56	52	7%	66	-16%
Cobertura Intereses	5,9	8,2	-2,3	5,3	0,6

Fuente: Cucchiara Research en base a EECC.

Bonos Ley NY

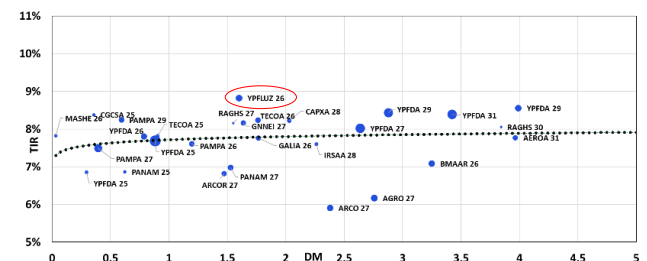
YPF Luz tiene 7 ONs dolar linked y tres bonos hard dollar, de los cuales dos son con legislación argentina y sólo uno es con legislación internacional. Este último es un bono no garantizado que posee un outstanding por USD 400 millones, con vencimiento en julio de 2026 y cuenta con un cupón 10%, pagos semestrales y amortización al vencimiento. Actualmente, cotiza clean (cable) en niveles cerca de 102%-102.5%, lo que reporta una TIR en torno a 8.65%-8.85% y una duración de 1.7 años. Tiene mínimo de 1.000 nominales.

YPFLUZ 10% Vto. 07/25/26



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

Desde el punto de vista productivo, la empresa cuenta con una sólida matriz productiva e ingresos crecientes en el tiempo producto de sus fuertes inversiones. Las ventas vienen creciendo a lo largo de los años con un margen EBITDA alto y estable, por ello nos sentimos cómodos con el bono ley Nueva York 2026. Sumado a esto, su gran flujo de ingresos ajustados al tipo de cambio le otorga al bono una buena cobertura cambiaria. A su vez, los impulsos a la transformación energética le permitirán mantener acceso fluido a los mercados de deuda internacional. 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 10% 2026 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

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmandino@cucchiara.com.ar