

19 de agosto de 2025

Balances al segundo trimestre de 2025

En el Resumen Económico de esta semana presentamos un análisis de los resultados del segundo trimestre de 2025 (2Q25) de las principales empresas locales que han ido reportando en los últimos días.

Transportadora de Gas del Sur (TGSU2)

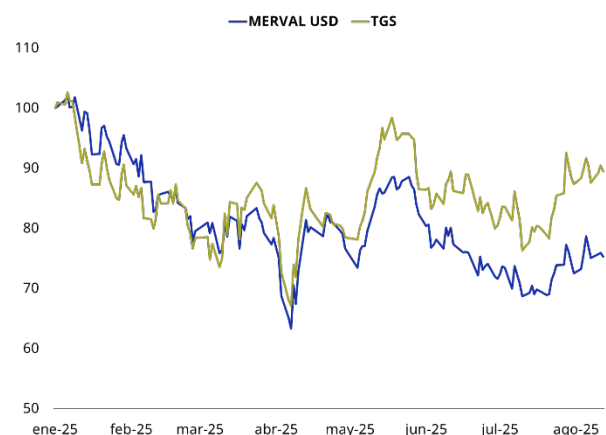
Las ventas totales cayeron un 5,8% y/y en pesos constantes, alcanzando 347.615 millones de pesos, o USD 307 millones. La variación interanual medida en dólares es de +2% (símil q/q). Los costos brutos aumentaron 5% en pesos constantes y un 14% en USD. Los costos operativos aumentaron un 29% en términos reales y un 42% en USD. Esto comprimió los márgenes operativos del trimestre de 47,9% a 35,2%. El resultado operativo fue un 30% menor en términos reales y 25% menor en USD interanualmente. Esto se debe a menores ventas en los segmentos de líquidos y de transporte de gas natural sumado al aumento de costos. El EBITDA trimestral fue USD 144 millones, un descenso de 16,7% respecto al segundo trimestre del 2024.

El segmento de transporte representa el 43% de las ventas de TGS. El atraso cambiario afecta contablemente en las ventas, lo que derivó en una caída del resultado operativo del segmento de 34% interanualmente en pesos constantes. El resultado operativo del segmento fue de USD 55 millones, una caída de 19% q/q y de 28% y/y. El margen es de 41,5%, una caída de 570 puntos básicos respecto al trimestre anterior. Para el 2Q24, el margen fue 57,7%.

En el segmento de líquidos, después de la inundación de Bahía Blanca se reanudaron las operaciones en Cerri, pero el trimestre todavía muestra las repercusiones. El resultado operativo fue apenas USD 20 millones cuando supo ser el doble para el 2Q24. Juega en contra el atraso cambiario y la caída en volúmenes, pero favorecieron precios más altos de butano y propano.

Para el segmento de midstream (Vaca Muerta) las ventas crecieron un 28% en pesos constantes y el resultado operativo aumentó un 15% con un margen de 50%. El resultado operativo alcanzó los 33 millones de USD, un 27% más y/y.

TRAGAS 8.5% 2031 es uno de nuestros bonos favoritos, es uno de los emisores más sólidos del país: no tiene deuda neta (redujo fuertemente la caja con el ultimo dividendo) y un EBITDA sólido, lo que da un apalancamiento negativo. Respecto a la acción, es una de nuestras preferidas del Merval. Con un EBITDA últimos doce meses de 650 millones de USD, el EV/EBITDA se ubica en x6,6.



Fuente: Cucchiara Research.

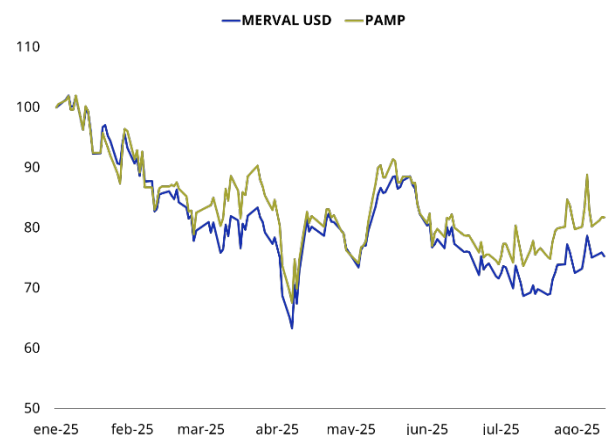
Pampa Energía (PAMP)

Las ventas consolidadas del trimestre fueron USD 486 millones, una caída de 3% y/y, con un EBITDA agregado de USD 239 millones, 17% menos que el 2Q24. En el segmento de O&G, las ventas cayeron un 6% explicadas por caída de demanda de gas y menores precios de exportación a Chile. Los volúmenes en Rincón de Aranda aumentaron 5.3 kbpd, la producción total promedio fue de 84.1 kboepd (-7% y/y). El lifting cost por boe aumentó un 42% y/y por el ramping up de Rincón de Aranda. Los costos brutos y operativos aumentaron un 6% y/y mientras que el CAPEX un 130%, lo que derivó en una caída de 62% del resultado operativo y de 28% del EBITDA ajustado. Los márgenes operativos comprimieron de 26,6% a 10,7% y el de EBITDA de 55,5% a 42,6%.

En el segmento de generación las ventas aumentaron un 10% y/y por la contribución de PEPE 6 y mejores precios, pero esto vino aparejado de un aumento de 26% en los costos brutos y 15% en los costos operativos netos. La generación neta fue un 7% menor y el volumen vendido en GWh un 6% más bajo, compensado por una mejora de 14% en los precios. La caída en generación y volumen se debe al reacondicionamiento de la turbina 1 de CTTL. El resultado operativo del segmento fue USD 69 millones, mucho mayor a los USD 15 millones del 2Q24 el cual tuvo un cargo negativo de USD 59 millones por resultado en participaciones. El EBITDA ajustado aumentó un 5% y/y, a USD 112 millones.

El segmento de petroquímicos tuvo una caída de 9% en las ventas, principalmente por la caída en exportaciones. Los volúmenes aumentaron un 12%, pero los precios cayeron un 18%. Los costos tampoco acompañaron, lo que derivó en una caída de 80% en el EBITDA (USD 3 millones). El segmento de Holdings tuvo una caída de 17% en el EBITDA acumulando USD 38 millones, recordar que esto está compuesto por los resultados de TGS y Transener principalmente.

La deuda neta de la empresa son USD 765 millones, un apalancamiento de 0,8x el cual fue subiendo estos trimestres por el CAPEX de Rincón de Aranda. El EV/EBITDA es de 6.7x.



Fuente: Cucchiara Research.

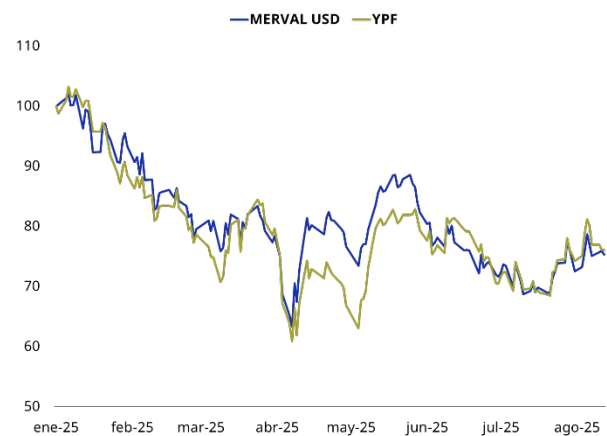
YPF (YPFD)

Los ingresos de YPF cayeron un 6% y/y con costos operativos que se redujeron un 17%, principalmente por ahorros asociados al desprendimiento de activos maduros. La caída de las ventas es el efecto de la caída del precio del petróleo, dado que la producción no varía significativamente, la caída de 1% q/q se debe a la reducción en el

interés controlante de Aguada del Chañar que vendió a CGC.

En el segmento de upstream las ventas cayeron un 10,3% y/y por el precio del petróleo, lo que derivó en una caída de 51,4% en el resultado operativo. El EBITDA ajustado fue de USD 771 millones en el trimestre, un 5,5% menos que el 2Q24. El lifting cost logró reducirse un 22,9% al desprenderse de pozos maduros y el CAPEX se mantuvo constante en USD 864 millones en el trimestre. En el segmento de midstream/downstream, las ventas cayeron un 6,3% y/y y el resultado operativo un 5,1%. El EBITDA se redujo a USD 376 millones, un 11,2% menos que el 2Q24. El CAPEX de este segmento fue USD 246 millones para el trimestre, un 19,3% menos y/y.

YPF le compró a Total un 45% de interés en el norte de Vaca Muerta por USD 500 millones. El FCF para la primera mitad de 2025 es negativo por USD 1.322 millones, el doble que para 6M24. La tesis es desprenderse de lo ineficiente e invertir fuerte en shale. En el año la deuda neta aumentó USD 1.400 millones, un apalancamiento de 1,9x, el grueso de los vencimientos es en 2026-2028. El EV/EBITDA cotiza cerca de 4.5x.



Fuente: Cucchiara Research.

Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

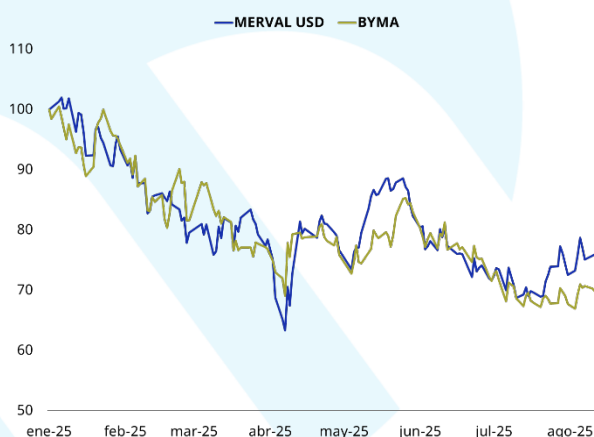
Los ingresos ajustados por inflación aumentaron un 25% y/y, a 48.440 millones de pesos. Medido en USD, los ingresos fueron USD 42 millones, una suba de 39,4% y/y. Los gastos totales aumentaron un 37,4% en USD, principalmente por aumento de impuestos ligados al crecimiento del negocio, y en segunda instancia por gastos en tecnología. El margen bruto mejoró 260 puntos básicos, a 59,1%.

El resultado operativo de la empresa para el trimestre fue de 47.939 millones de pesos (USD 42,4 millones, +44,5% y/y) con un margen rondando 65% y un EBITDA de 48.471 millones de pesos (USD 42,9 millones, +45% y/y) con 74% de margen.

Segmentando, los ingresos por depositaria aumentaron un 17% y/y en pesos constantes, los activos bajo custodia aumentaron un 59% en valor de mercado en pesos corrientes. La mitad de la custodia son títulos públicos, un 22% es acciones y el resto está dividido en obligaciones negociables, letras, fideicomisos y otros. Los ingresos por mercado aumentaron un 30% y/y en pesos constantes. La renta variable es

el principal componente con 41% y la renta fija le sigue con un 28%, caución explica el 18%. En renta variable los ingresos por CEDEARS se redujeron un 8% y/y por el contexto internacional, pero los ingresos de la plaza local aumentaron un 7% y/y a pesar de la caída del Merval (compensó un aumento de volumen de 125% nominal).

Otro componente importante de BYMA son los ingresos financieros por el portafolio de la empresa. El mismo está dolarizado en un 60% (en el 1Q25 era 70%, pero con el pago del dividendo se redujo) y las mayores tasas en pesos del trimestre se reflejaron en mayores ganancias por intereses. Dentro del sector financiero, BYMA es una acción que nos gusta del Merval.



Fuente: Cucchiara Research.

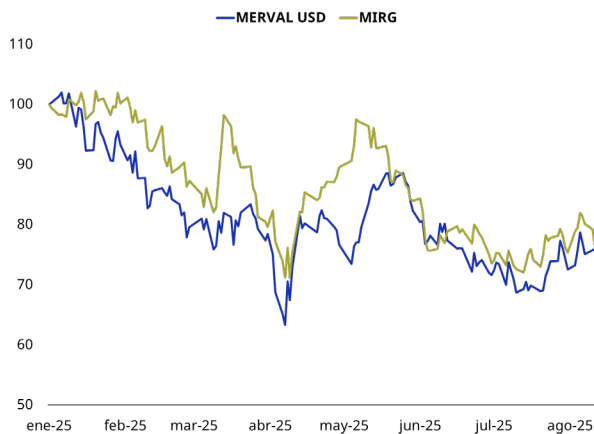
Mirgor (MIRG)

Los ingresos de Mirgor para el trimestre fueron 658.058 millones de pesos, o USD 477 millones de USD, un crecimiento de 39% y/y en USD. Los costos de ventas aumentaron un 56,4% en USD y un 44,7% en pesos constantes, por lo tanto, el margen bruto (incluyendo los beneficios por promoción industrial) fue de 18,9%, respecto al 13,5% del 2Q24. Sacando estos

beneficios, el margen bruto fue de 9,8%, mucho mejor al 2% del 2Q24. Los beneficios de promoción industrial representan alrededor de USD 53 millones. Los gastos en USD aumentaron un 12,3%, de USD 64,6 millones a USD 72,6 millones. De esto se desprende que el resultado operativo fue de 26.544 millones de pesos o USD 23,4 millones, un aumento de 23,2% en pesos constantes y de 32,9% en USD.

Mirando los volúmenes, se produjeron 1.294.000 unidades, una recuperación del 125% respecto al 2Q24 (muy mal trimestre) pero todavía un 25,7% por debajo del promedio 2021-2023. Dentro de todos los productos que ofrece Mirgor, que incluye equipos de AC, TV, Tablets/Notebooks y Autorradio, todos se ubican por encima del promedio de los últimos años. El segmento de celulares es el más golpeado y el más ligado al consumo minorista, se produjeron 712.000 unidades, respecto a 439.000 en el 2Q24 y un promedio de 1.428.000 entre 2021-2023. En el año, la producción agregada ya se ubica un 115% por encima del 2024 y un 27% por debajo del promedio.

La reducción de gastos financieros (cayeron un 77% en pesos constantes) y del RECPAM derivó en un resultado neto de 6.571 millones de pesos, o 37,17 pesos por acción para el 2Q24.



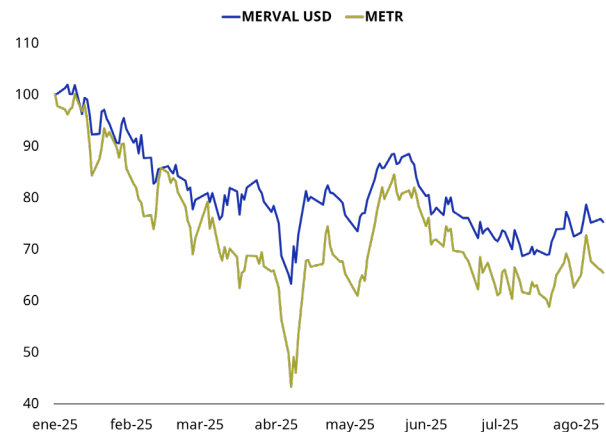
Fuente: Cucchiara Research.

Metrogas (METR)

Los ingresos de Metrogas alcanzaron los 285.875 millones de pesos, una caída interanual de 11,9% en pesos constantes. Medido en moneda dura, las ventas alcanzaron USD 253 millones, una caída de 4,4%. Los costos brutos acompañaron con una reducción de 10,2% en pesos constantes, lo que mantuvo el margen bruto estable en 32,4%. Los costos operativos alcanzaron USD 49,6 millones de USD, un aumento de 18% y/y, en pesos constantes el aumento fue de 8,5%. Los volúmenes para los primeros seis meses del año aumentaron un 3,6% para Metrogas y 5,3% para Metroenergía. Las variaciones en las ventas vienen por precio.

El aumento de los costos contrajo el resultado operativo (neto de efectos contables) a USD 31,6 millones, una caída de 32,6% y/y. El margen se redujo en 520 puntos básicos, de 17,7% a 12,5%. El EBITDA fue USD 43,7 millones, una caída de 25,2% y/y. Finalmente, el resultado neto fue de 52.045 millones de pesos, o 90,72 pesos por acción. En pesos constantes esto es una caída de 62,6% en el resultado neto por acción. La empresa tiene caja neta por

aproximadamente USD 35 millones de USD y una capitalización bursátil de alrededor USD 900 millones. El EV/EBITDA ronda 3,5x con un EBITDA LTM de USD 248 millones.



Fuente: Cucchiara Research.

Ternium Argentina (TXAR)

Las ventas medidas en moneda dura alcanzaron USD 531,5 millones, un aumento de 1%, con una mejora en el margen bruto de 190 puntos básicos a 12,8%. Los costos operativos aumentaron un 3,2% en USD, pero el resultado operativo llegó a ser positivo por 4 millones de USD, en comparación con una pérdida de USD 3 millones en el 2Q24. El margen operativo es apenas 1%. En volúmenes, los despachos de acero alcanzaron 484.000 toneladas en el trimestre, un aumento de 19% y/y, pero todavía 13.7% por debajo de los despachos del 2023 y un 12.8% por debajo del promedio de despachos de los últimos ocho años (buenos y malos).

El EBITDA del trimestre fue de USD 29 millones de USD con un margen de 5%, un aumento de 93% respecto al primer trimestre del 2025. Interanualmente, es un aumento de 26% respecto a un 2Q24 que había sido muy malo. Mirando los últimos

12 meses, el EBITDA ajustado es de USD 126 millones, un margen de 6% respecto a las ventas. Es una caída de 78,3% respecto al EBITDA LTM del 2Q24 y muy por debajo de los números que la empresa manejaba en 2022-2023.

El FCF para los primeros 6 meses del año es de 18 millones de USD, la caja en total aumentó unos 94 millones de USD en el semestre respecto al cierre del 2024. El resultado neto fue de 22.897 millones de pesos, o 5,07 pesos por acción, gracias a los resultados por asociadas (USIMINAS, Ternium México).

La empresa sigue en proceso de recuperación. Al estar ligada a la actividad, le juega en contra tener a media capacidad las instalaciones porque pierde eficiencia (los hornos no se pueden parar y arrancar instantáneamente) especialmente en el Alto Horno. Falta todavía un poco para retomar los volúmenes de períodos como el 2023. No se van a ver las mismas ventas/EBITDA de trimestres anteriores (2022-2023) porque los precios internacionales son otros, pero con más volumen la eficiencia aumenta y los márgenes mejoran.

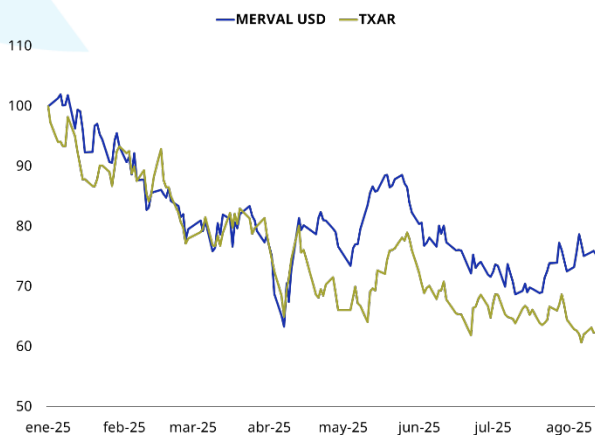
Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmandino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar



Fuente: Cucchiara Research.