

16 de agosto de 2024

Argentina Weekly

Pasando el invierno

- Contando con la información de la recaudación de julio, y anticipándonos a la publicación oficial por parte del Ministerio de Economía, **estimamos que el resultado fiscal, debido al pago de intereses de Bonares y Globales a comienzos de julio, habría registrado un moderado déficit financiero cercano a \$0,3 BB.** De todas formas, esto no debería ser una señal de alarma: **el gobierno no debería tener grandes obstáculos para sostener el superávit hacia adelante.**
- **En julio, el IPC marcó un incremento mensual del 4,0% en su nivel general, alcanzando un 263,4% interanual y acumulando un 87% en el año.** El dato refleja una fuerte desaceleración desde el 4,6% del mes previo, aunque se encontró levemente por encima de lo esperado en el último REM. No obstante, continúa tratándose del registro más bajo no sólo del año, sino desde enero de 2022.
- **Lentamente, y de manera muy heterogénea, comienzan a verse ciertos indicios de recuperación en la actividad económica.** Más allá de que los sectores en recuperación lo vienen haciendo en la comparativa mensual, y que con respecto al mismo mes del 2023 continúan observándose variaciones negativas, **pareciera que la economía habría tocado un piso, y que en términos generales la recuperación ya comenzó.**
- **La deuda soberana HD extiende el rally positivo de la semana pasada con un rendimiento WTD promedio de 3,3% de la mano de un contexto internacional favorable donde la deuda emergente medido a través del EMB ETF subió 0,87% en las primeras tres ruedas de la semana.** Si bien buena parte en este avance de las paridades se explica por factores externos también tuvieron influencia en cierta medida algunos factores idiosincráticos.
- **Con respecto a los bonos en pesos,** la curva de Lecaps comprimió particularmente en el tramo largo una vez que se conoció que el tesoro ofrecía una tasa de 3,95% TEM para la letra de Junio, que se ubicaba por debajo de la tasa de la letra más larga en el mercado secundario (S31M5 operaba con TEM de 4,03%). Si bien los FX financieros caen en torno a 5% desde los máximos de comienzo de agosto y se acercan a valores de \$1250/1270 que es donde parece haber encontrado piso dos veces durante julio, la demanda de pesos continuará y pensamos que el carry puede continuar. Seguimos prefiriendo las lecaps para llevar a cabo esta estrategia.
- **El S&P Merval en US\$ CCL continúa recuperando terreno por sobre los índices de la región tras la calma en los mercados globales,** recuperando un 22% y recortando la caída observada desde su máximo a -5%. **La lectura del “Semáforo del S&P Merval” se mantiene en modo cautela. Mientras que nuestra estrategia de cartera se sostiene, buscando upside con defensividad,** lo que creemos se sigue encontrando en el sector de Oil & Gas, motivo por el cual tomamos mayor posición sobre dicho sector, manteniendo inalterados los porcentajes alocados al resto de sectores.

ECONOMÍA

Ya con el dato de recaudación de julio, y anticipándonos a la publicación del dato oficial por parte del Ministerio de Economía, estimamos el resultado fiscal para julio. Dada la caída del 8,0% en los recursos tributarios, y asumiendo un recorte del gasto similar al registrado en los meses previos, estimamos que el gobierno no tendría ningún problema en alcanzar superávit primario, alcanzando un holgado superávit superior a \$1 BB y sosteniendo su ancla fundamental. No obstante, tal como mencionamos en nuestro reporte previo, la suerte no sería la misma para el resultado financiero. Estimamos que, debido al pago de intereses de Bonares y Globales a comienzos de julio, el SPNF habría registrado un moderado déficit cercano a \$0,3 BB. **De todas formas, esto no debería ser una señal de alarma:**

En primer lugar, al analizar la dinámica de las cuentas fiscales intertemporalmente, el pago de intereses de los bonos en dólares no representa un problema dado que es un pago que se realiza semestralmente. Estos pagos no deberán afrontarse en los próximos meses hasta enero, con lo cual el gobierno, de continuar en el camino de austeridad que se encuentra transitando, no debería tener ninguna dificultad para registrar superávits nuevamente.

En segundo lugar, el gobierno ya ha sorprendido de manera positiva en meses previos en que el equilibrio fiscal fue cuestionado, particularmente en junio (el Presidente se había adelantado a la posibilidad de registrar déficit en dicho mes, lo cual posteriormente no se materializó). Dada la vehemencia con la que el gobierno viene presentando la importancia del equilibrio fiscal, no sería ninguna sorpresa que se aplique más “motosierra” para continuar dándole fuerza al principal ancla del programa.

Sector Público No Financiero - Base Caja (AR\$ MM)

	jul-24	v.i.a.	jul-23 ajustado	jul-23
INGRESOS TOTALES	9.010.685	-8%	9.805.947	2.701.716
GASTOS PRIMARIOS	7.919.390	-28%	11.019.537	3.036.082
Gastos corrientes primarios	7.728.694	-23%	10.066.057	2.773.381
Prestaciones sociales	4.596.905	-17%	5.566.260	1.533.605
Jubilaciones y pensiones contributivas	2.741.888	-15%	3.225.751	888.753
Asignación Universal para Protección Social	286.450	15%	249.087	68.628
Otras Programas Sociales	1.568.566	-25%	2.091.422	576.225
Subsidios económicos	827.425	-35%	1.272.962	350.724
Gastos de funcionamiento y otros	1.739.122	-20%	2.164.363	596.321
Salarios	1.497.714	-15%	1.762.016	485.467
Otros gastos de funcionamiento	241.408	-40%	402.347	110.854
Transferencias corrientes a provincias	86.096	-75%	344.385	94.884
Transferencias a universidades	383.821	-20%	479.777	132.187
Otros Gastos Corrientes	95.324	-60%	238.311	65.659
Gastos de capital	190.696	-80%	953.480	262.701
RESULTADO PRIMARIO	1.091.295		-1.213.590	-334.366
Intereses Netos	1.380.000		1.523.955	419.877
RESULTADO FINANCIERO	-288.705		-2.737.545	-754.243

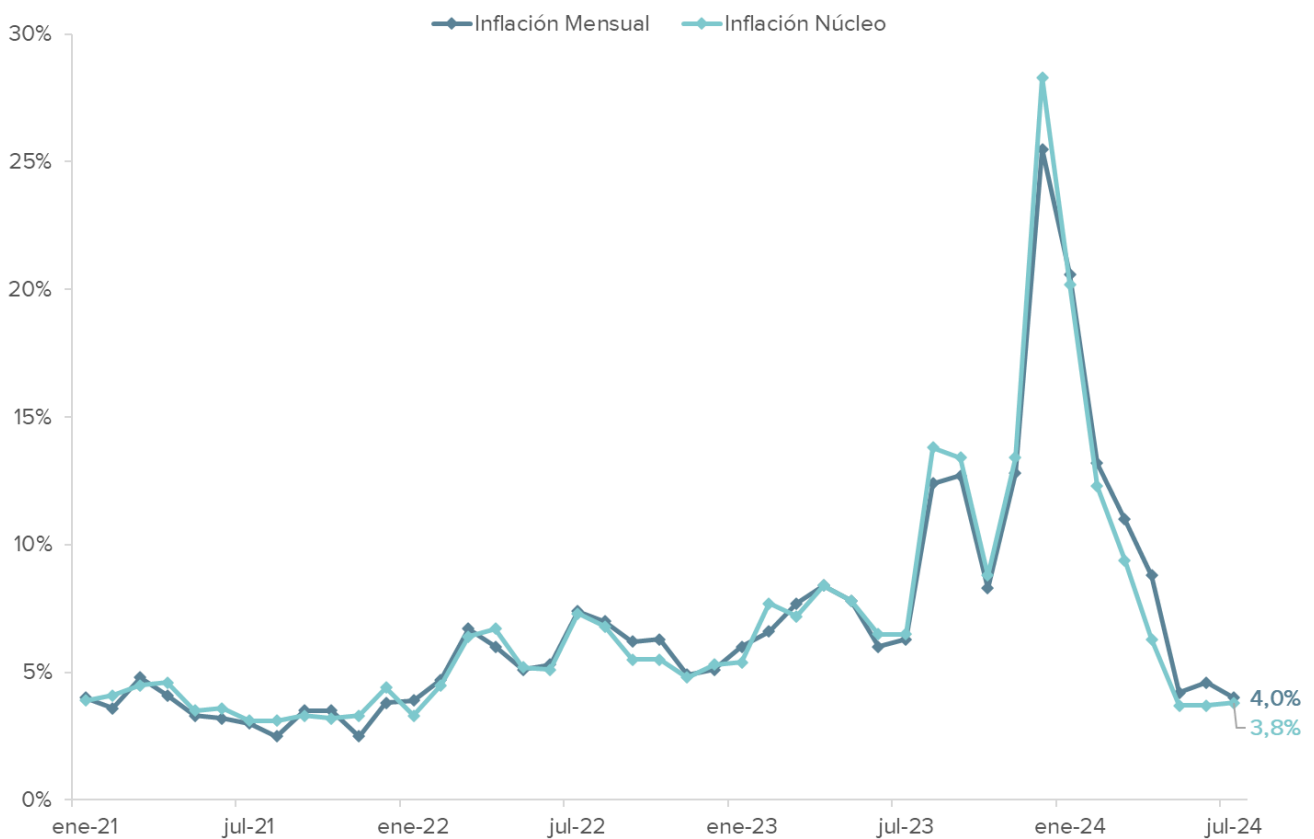
Fuente: IEB en base a Mecon y OPC

Más allá de esta convicción, la reducción de la alícuota del impuesto PAIS y su posterior eliminación podría poner mayor presión sobre el ajuste del gasto al perderse un sostén importante de la recaudación. No obstante, el retorno de Ganancias podría compensar dicha pérdida y dar mayor facilidad para alcanzar el equilibrio fiscal.

Aún con relación a las cuentas fiscales, y con el objetivo de darle mayor fortaleza al principal ancla del programa económico, el Presidente aseguró en la cumbre del Council of the Americas que su gobierno modificará a partir del 2025 la forma en que se diseña el Presupuesto, con la nueva metodología siendo llamada “déficit cero”. Según el mandatario, esta nueva metodología incluirá en el proyecto enviado al Poder Legislativo un superávit primario que iguale a los intereses, llegando finalmente al objetivo de **equilibrio fiscal** más que de superávit fiscal.

En cuanto a la principal preocupación del gobierno y foco de ataque de la política económica y monetaria - la inflación - el miércoles el Indec dio a conocer el IPC a nivel nacional, luego de la sorpresa negativa que fue el IPCBA. En julio, el IPC marcó un incremento mensual del 4,0% en su nivel general, alcanzando un 263,4% interanual y acumulando un 87% en el año. El dato refleja una fuerte desaceleración desde el 4,6% del mes previo, aunque se encontró levemente por encima de lo esperado en el último REM. No obstante, continúa tratándose del registro más bajo no sólo del año, como había anticipado el Ministro de Economía, sino también desde enero de 2022.

IPC - Variación mensual



Fuente: IEB en base a Indec

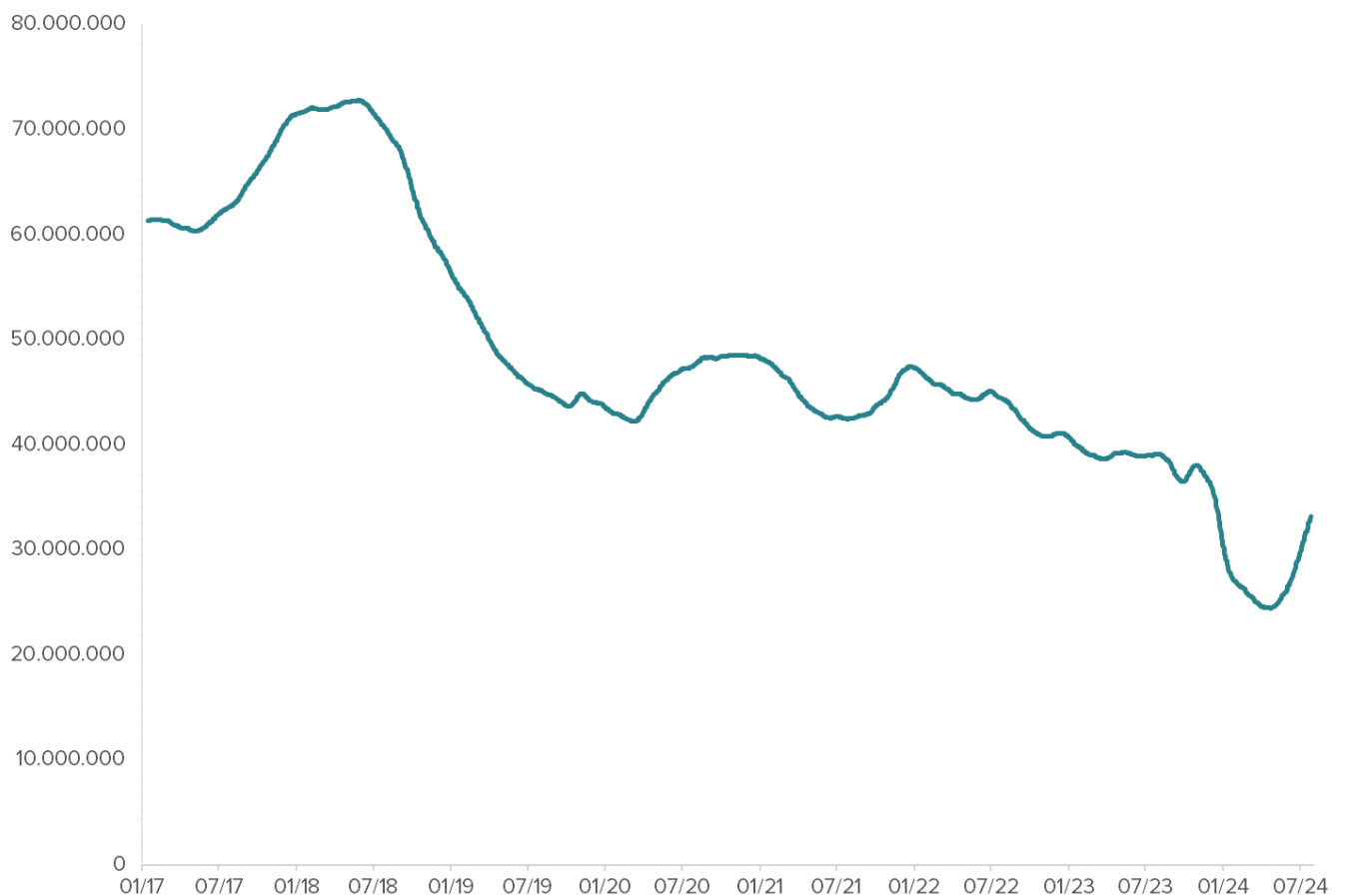
En lo que respecta a categorías, **el IPC Núcleo registró un aumento mensual del 3,8%, acumulando así tres meses consecutivos de estancamiento** (mayo y junio fueron del 3,7%), mientras que en Estacionales fue del 5,1%, y en Regulados del 4,3%.

Dentro de divisiones, **destacamos que la mayor incidencia sobre el total del IPC en todas las regiones del país la tuvo Alimentos y Bebidas no alcohólicas, tanto por su elevada ponderación sobre el índice como por el impacto de los aumentos estacionales de frutas y verduras**, situación que se vio reflejada también en el IPCBA. Las de mayores incrementos fueron Restaurantes y hoteles (6,5%), Bebidas alcohólicas y tabaco (6,1%), y Vivienda (6%). En el otro extremo se encontraron Alimentos y bebidas no alcohólicas (3,2%), Transporte (2,6%), y Prendas de vestir y calzado (1,6%).

Mientras que el gobierno ataca la inflación, recibe críticas del nivel de actividad. De todas formas, **lentamente, y de manera muy heterogénea, comienzan a verse ciertos indicios de recuperación en la actividad económica**: ADEFA informó un incremento cercano al 50% en la producción de autos, ACARA uno del 21% en patentamientos, los despachos de cemento aumentaron un 18%, y el índice Construya registró un incremento del 12%. Más allá de que estos incrementos se dieron en la comparativa mensual, y que con respecto al mismo mes del 2023 continúan observándose variaciones negativas, **pareciera que la economía habría tocado un piso, y la recuperación ya comenzó**.

La recuperación del nivel de actividad se ve reflejada también en la dinámica del crédito al sector privado, el cual podría impulsar aún más la recuperación de la actividad. **Luego de hacer piso en mayo, los préstamos al sector privado han venido presentando una marcada recuperación, alcanzando niveles similares a los de diciembre, aunque continúan en niveles históricamente bajos**.

Préstamos al Sector Privado ajustados por inflación (AR\$ MM - media móvil 20 días)



Fuente: IEB en base a BCRA

DEUDA EN PESOS

La semana pasada la curva CER empezó a traccionar frente al anuncio del IPC de CABA (5,1%) un dato elevado teniendo en cuenta que el mercado descontaba una inflación breakeven entre Lecaps-CER de 3,2% para Julio y Agosto y 2,1% para el resto del año. **El IPC nacional publicado el miércoles de 4,0% ratificó ese rally de la cobertura frente a la inflación mostrando una núcleo que parece haberse estancado estos últimos 3 meses presentando cierta dificultad para perforar el nivel de 3,0% atrasando cada vez más el horizonte del 0% - 1% para Septiembre que habría planteado el Ministro de Economía según la prensa.** Dada la baja de los FX financieros sin gran intervención del BCRA, las estrategias de carry trade tanto con CER como Lecaps han demostrado ser ganadoras. Los CER acumulan una suba WTD promedio de 3,64% mientras que la curva Lecap obtuvo rendimientos semanales de 1,27%.

El Miércoles el tesoro licitó 3 letras nuevas S11N4, S14F5 y S18J5 con vencimientos en Nov-24, Feb-25 y Jun-25 respectivamente. También ofreció 2 bonos CER (TZXD6 y TZXD7) y 2 DL (TZVD5 y TZV26). Todos los activos tuvieron ofertas pero el gobierno optó por la Letra de Junio que cortó al valor de la tasa mínima de 3,95% TEM y dejar al resto desiertas con la intención de alargar duration a tasa fija en pesos dado que las ofertas por la S18J5 (\$1,58 BB) ya cubrían los vencimientos a la fecha que sumaban \$1,25 BB. El resultado neto de financiamiento (\$0,33 BB) será utilizado para la recompra de títulos del tesoro en la cartera del central achicando el balance del BCRA.

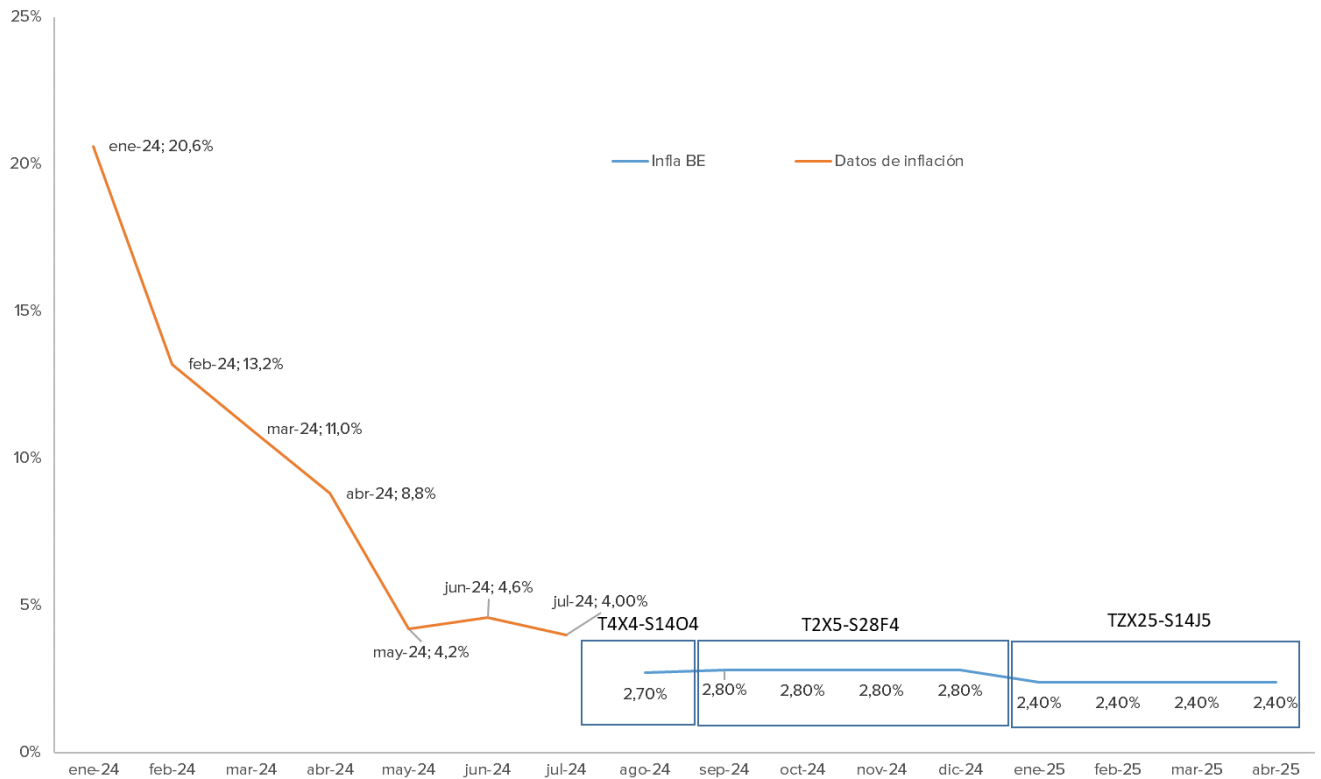
Resultado Licitación del Tesoro 14/8/24 (En ARS MM)							
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado	Factor de Prorrateo
S11N4 (Nueva)	11/11/2024	\$ 1.323.468	Desierta	Desierta	-	-	-
S14F5 (Nueva)	14/02/2025	\$ 906.739	Desierta	Desierta	-	-	-
S18J5 (Nueva)	18/06/2025	\$ 1.869.040	\$ 1.588.534	\$ 1.588.534	3,95% TEM	100,00%	-
TZXD6 (Reapertura)	15/12/2026	\$ 174.602	Desierta	Desierta	-	-	-
TZXD7 (Reapertura)	15/12/2027	\$ 106.530	Desierta	Desierta	-	-	-
TZVD5 (Reapertura)	15/12/2025	\$ 11.021	Desierta	Desierta	-	-	-
TZV26 (Reapertura)	30/06/2026	\$ 113	Desierta	Desierta	-	-	-
Total		\$ 4.391.513	\$ 1.588.534	\$ 1.588.534			

Fuente: IEB en base a Mecon

La curva Lecap comprimió particularmente en el tramo largo una vez que se conoció que el tesoro ofrecía una tasa de 3,95% TEM para la letra de Junio, que se ubicaba por debajo de la tasa más larga al momento en el mercado secundario. Al cierre del viernes pasado la Lecap de Marzo operaba con una TEM de 4,03% y el martes previo a la licitación ya operaba a 3,85%, demostrando la compresión de la curva incentivada por el premio que ofrecían las tasas del secundario por sobre la S18J5 de mayor duration. Las letras con mayor rendimiento en la semana fueron S31M5 y S28F5 que acumulan WTD 2,67% y 2,07% respectivamente.

Los bonos CER acomodan rendimientos esta semana liderados por el rally para buscar cobertura ante una inflación que parece no bajar del 4% a nivel general y 3% la núcleo. Recordemos que la semana pasada se veían TIRs de dos dígitos CER+12% y hoy operan en CER+8%. La inflación breakeven ajusto para arriba con un 2,70% para lo que queda de Agosto, 2,80% hasta Diciembre y luego 2,40% hasta Abril 2025. Recordemos que antes de conocerse el IPC Nacional e incluso el de CABA el mercado descontaba una inflación de 2,10% hasta Diciembre. Por lo tanto podemos deducir que los precios se encontraban muy desorbitados y el mercado ha ajustado las expectativas de inflación de manera acorde a los datos publicados, que como mencionamos anteriormente, despiertan dudas sobre el sendero de inflación planteado por el Gobierno.

Inflación Breakeven Lecap-CER



Los FX financieros caen en torno a 5% desde los máximos de comienzo de agosto y se acerca a valores de \$1250/1270 que es donde parece haber encontrado piso dos veces durante julio. Si bien existe mucha demanda de pesos en estos momentos debido a moratoria y DDJJ 2023 que podría sostener los tipos de cambios libres en estos niveles, puede resultar conveniente reducir la posición en carry en estos momentos aprovechando la compresión de las lecaps más largas. Con respecto a la intervención oficial en los FX financieros parece no existir o si está el central lo hace de manera muy acotada a juzgar por los volúmenes operados de AL30 y GD30.

A pesar del nivel en que se encuentran los FX financieros y la resistencia que viene mostrando la inflación creemos que puede darse un escenario más optimista de inflación del que plantan los bonos y seguimos apostando a la compresión del tramo largo de la curva de lecaps a medida que los datos de alta frecuencia continúan mostrando que los precios se desaceleran. Creemos conveniente mantener parte de la cartera en estos activos apostando al carry en el corto plazo.

Evolución CCL/MEP gestión Milei



Fuente: IEB en base a BymaData

DEUDA EN DÓLARES

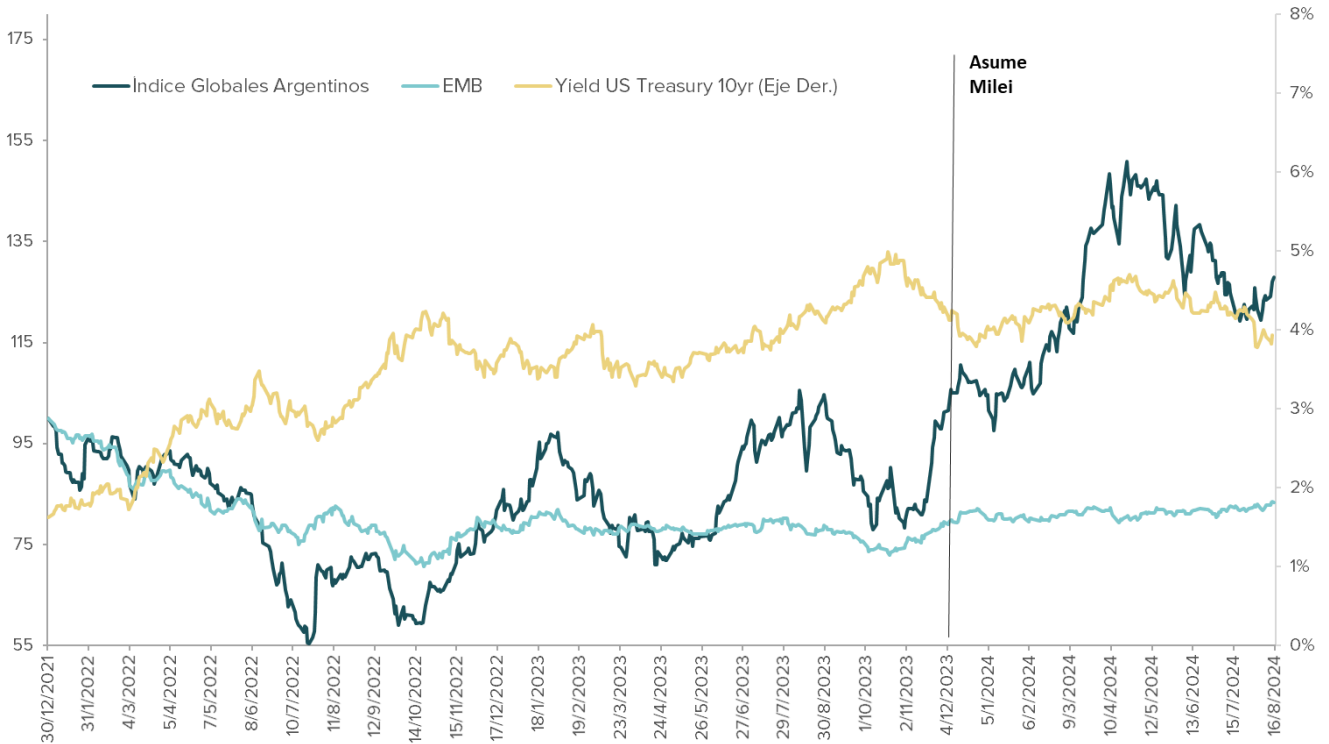
La deuda soberana HD extiende el rally positivo de la semana pasada con un rendimiento WTD promedio de **4,01%** de la mano de un contexto internacional favorable donde la deuda emergente medido a través del **EMB ETF** subió **0,87%** en las primeras tres ruedas de la semana, luego de que la tasa del tesoro americano a **10 años recortará 17 bps en lo que va de agosto**. Si bien buena parte en este avance de las paridades se explica por factores externos también tuvieron influencia en cierta medida algunos factores idiosincráticos.

Entre los **factores locales** que mostraron una mejora se encuentra la performance del BCRA en el MULC que vuelve a comprar divisas de manera sostenida, una reducción de la brecha cambiaria que ya se ubica en niveles del 35% y un dato de inflación que si bien muestra cierta rigidez a la baja continúa desacelerándose. Además el gobierno mantiene un alto nivel de aprobación frente a un ajuste fiscal que viene garantizando superávits financieros.

El BCRA acumula compras de divisas por USD 306 MM en lo que va de agosto lo que representa cierta mejora en el margen. Esto parece explicarse por una menor demanda privada dado la menor necesidad de pagos de deuda corporativa y provincial como también de la demanda originada en la importación de energía. La acumulación de reservas parece ser el factor que más mira el mercado para determinar el precio de los soberanos, independientemente de si aseguran pagos mediante repos.

Con lo cual siempre y cuando el gobierno muestre acumulación de dolares, ceteris paribus, deberíamos ver una suba en los precios de la deuda soberana. Los activos ganadores de la semana son el GD41 (+6,18%) y el GD38 (5,85%)

EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

Otro factor que empezó a jugar a favor durante agosto es la apreciación del real brasilero que cae 4,8% contra el dólar en lo que va del mes permitiéndole ganar cierta competitividad al sector exportador local. De todas formas en lo que va del año el tipo de cambio BRL/USD sigue 12% arriba.

Por otro lado, el precio de la soja continúa cayendo afectando negativamente los términos de intercambio. Durante el último año el precio de la oleaginosa se derrumbó solo en el último mes un 13% y 29% YoY pasando de USD 490 por tonelada a USD 349,6 actualmente. Esto podría tener un impacto en términos de ingresos de dólares para el segundo semestre en torno a USD 3.000 MM.

Por delante tenemos muchas incógnitas respecto al ingreso de divisas, como puede ser el blanqueo, un nuevo acuerdo con el FMI y operaciones de repos que el gobierno estaría negociando para garantizar el próximo vencimiento. **Gran parte de esta incertidumbre ya está implícita en las paridades de los bonos más largos, como el GD41 o AE38 que operan en niveles de USD 41 y USD 44.** Esta puede resultar una buena posición defensiva frente a un escenario adverso mientras que si la curva comprime con una pendiente flat en niveles de TIRs de 10% ofrecen un mayor upside en relación al tramo corto de la curva.

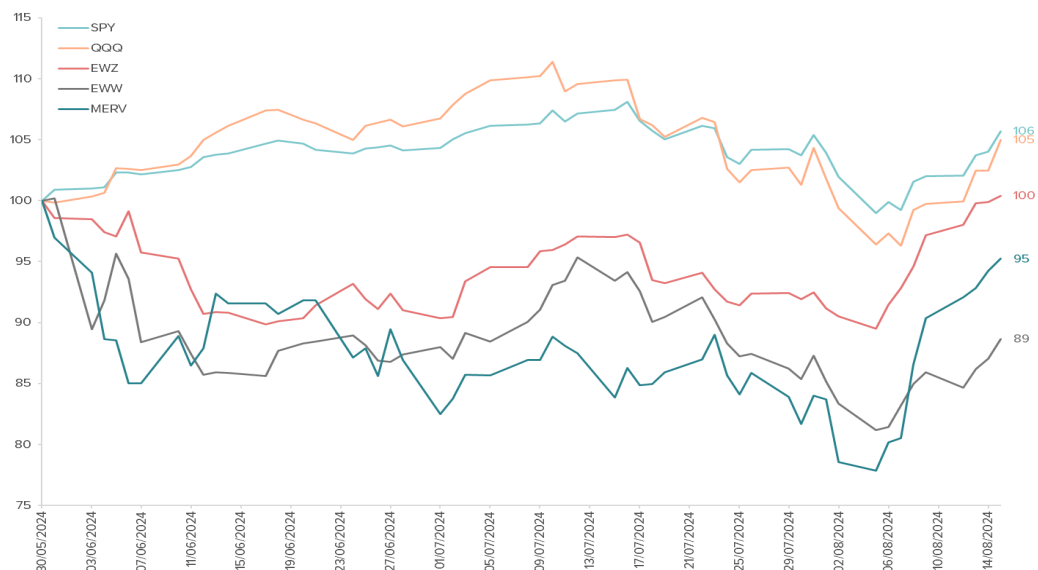
Upside bonos hard dollar (cobrando cupones y amortización de enero 25)

Bono	TIRs actuales	TIR 15%		TIR 13%		TIR 11%	
		Cupón + Amortización (enero)	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25	Precio al 30-4-25	Retorno al 30-4-25
AL29	28,4%	\$ 10,50	39,5%	71,3	44,2%	73,9	48,8%
GD29	26,0%	\$ 10,50	33,9%	71,3	38,4%	73,9	42,8%
AL30	28,2%	\$ 8,38	44,3%	66,4	49,9%	69,4	55,9%
GD30	25,8%	\$ 8,38	37,6%	66,4	42,9%	69,4	48,7%
AL35	18,8%	\$ 2,06	35,1%	61,9	49,4%	69,5	67,1%
GD35	18,5%	\$ 2,06	32,7%	61,9	46,7%	69,5	64,1%
AE38	20,8%	\$ 2,50	42,7%	66,9	55,2%	73,8	70,7%
GD38	18,9%	\$ 2,50	31,5%	66,9	43,1%	73,8	57,3%
AL41	18,6%	\$ 1,75	33,1%	57	48,3%	64	66,0%
GD41	17,8%	\$ 1,75	27,7%	57	42,3%	64	59,2%
GD46	17,5%	\$ 4,09	23,7%	57,8	35,7%	64,5	50,4%

EQUITY ARGENTINO

Los comentarios del Banco Central de Japón (BoJ) afirmando que no continuará subiendo la tasa de interés mientras los mercados continúen inestables junto a una mejora en los datos económicos de EE.UU. que retomaron las expectativas de un recorte de tasas en la próxima reunión de la FED aportaron calma a los activos de riesgo luego de la caída observada la semana previa. Sin embargo, **el S&P Merval continuó destacándose por sobre los índices de la región, subiendo un 22% en dólares, recortando la caída hasta un -5% desde el último máximo en los USD 1.367.**

Equities vs. S&P Merval USD CCL (base 100 = 30/05/2024)

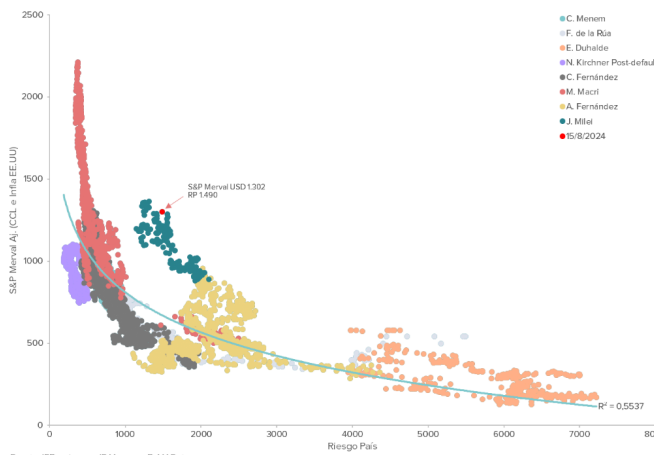


Fuente: IEB en base a LSEG.

En nuestra opinión, creemos que se sumaron varios factores para que el índice de acciones local se destaque por sobre los índices de la región:

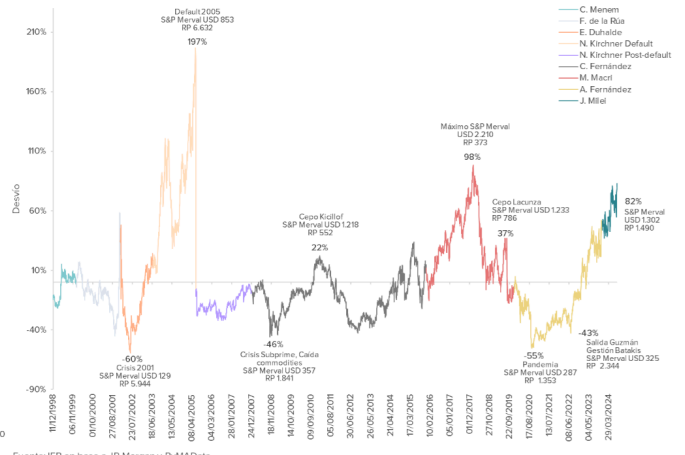
Por una parte, dada la alta correlación que se observa entre la deuda soberana y el mercado de equity local, la recuperación que logró la deuda soberana en las últimas ruedas le dió impulso a las acciones locales luego de la corrección. Así, al observar el desvío entre los niveles de riesgo país asociados y el S&P Merval, vemos que en la última semana esto llevó a que el mismo se ubique en un 82%. Además, el cambio en el “price target” de Banco Macro (BMA), Grupo Financiero Galicia (GGAL) y Grupo Supervielle (SUPV) por parte de Bank of America, le aportó una mayor tracción al índice a través del sector bancario.

Correlación S&P Merval Aj. (CCL e Infla EE.UU) vs. Riesgo País (deuda "performing")



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Desvío S&P Merval contra Correlación histórico



Fuente: IEB en base a JP Morgan y ByMADData.

Por otra parte, la mejora que se vió en términos intermensuales en algunos indicadores de actividad económica, junto a la temporada de balances de las compañías argentinas que mostraron una normalización en tarifas y mayor actividad, reflejaron un tercer trimestre más favorable.

Por último, se suma la caída que vienen mostrando los dólares financieros, lo que incentiva a continuar con el carry.

Resultados del 2T24

Continuando con la temporada de balances, esta semana reportaron resultados **YPF (YPFD)**, **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)**, **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4)**, **Telecom Argentina (TECO2)** y **Central Puerto (CEPU)**:

- **YPF (YPFD):** YPF se mantiene firme a su plan estratégico "4x4" y estamos convencidos de que el management de la compañía logrará ejecutarlo correctamente. Para la presentación de resultados del 2T24 las ventas totales se incrementaron en un 15% frente al trimestre anterior y 13% versus el 2T23. Dando una mirada por los diferentes segmentos, los volúmenes totales para el segmento de Upstream crecieron un 2% vs. 1T24 y 5% con respecto al 2T23, mientras que la producción de crudo se contrajo en un 2,6% frente al 2T23 y la de gas un 6,7%. Por otra parte, para el segmento de Downstream los volúmenes de crudo procesado mostraron una caída de 2% frente al 1T24 y 1% vs. 2T23, siendo del 91,2% la utilización de la capacidad total de las refinерías.

Producto de la estrategia que está llevando adelante YPF, el flujo de las operaciones no fue suficiente para cubrir las necesidades de la compañía, lo que llevó a un FCF negativo de US\$257 MM, y estimamos

que se mantendrá negativo en el resto del año. Sin embargo, seguimos convencidos de que la estrategia es la correcta y de llevarse adelante por completo el valor a futuro es muy grande. [Link](#) al informe.

- **Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA):** Los resultados de la compañía siguen crecimiento trimestre a trimestre junto con el crecimiento que se viene observando en el volumen de operaciones del mercado de capitales argentino, lo que da cuenta de su capacidad de captar dicho crecimiento. Los ingresos se incrementaron en un 32%, en términos reales, con respecto al 2T23. Este crecimiento se vió favorecido principalmente por los ingresos de mercado (BYMA), los cuales crecieron a un ritmo de 42% a/a, mientras que los ingresos de la depositaria (Caja de Valores) lo hicieron en un 20%.

Los incrementos salariales, mayores impuestos por ingresos brutos (producto de una mayor actividad) y la puesta en marcha de la última etapa del proyecto Nasdaq jugaron en contra para los gastos de la compañía durante el trimestre. No obstante, este incremento creemos que es momentáneo, por lo que esperamos que el mismo no se sostenga para el 3T. La capacidad que ha demostrado BYMA para capturar el incremento del volumen en el mercado de capitales, la mejora continua de los sistemas y la cartera de la compañía dolarizada en un 90% hacen que siga siendo una acción interesante para seguir. [Nota](#) completa.

- **Transportadora de Gas del Norte (TGNO4):** El incremento de tarifas para las compañías reguladas jugó a favor para los resultados trimestrales de TGN, dando lugar a un crecimiento de 88% en los ingresos con respecto al 2T23, ya que los volúmenes despachados por la compañía no han variado dado que se encuentra utilizando el máximo de la capacidad instalada. Esta mejora en los ingresos también permitió un incremento de 332% para el resultado operativo de la compañía, lo que también permitió una mejora de los márgenes.

En cuanto a la situación financiera, se mantiene sólida, con una deuda financiera de AR\$68.362 MM frente a una caja y equivalentes de AR\$171.685 MM, lo que resulta en una caja neta de AR\$103.323 MM. Sin dudas el negocio regulado de TGN se vuelve muy rentable ante una normalización de las tarifas, con una generación de caja interesante y el RIGI aprobado solo es cuestión de que se avance en la reversión del gasoducto norte y el proyecto Vicuñas.

- **Telecom Argentina (TECO2):** Si bien lo peor parece estar quedando atrás, el contexto macro sigue afectando el negocio de TECO, mostrando una caída en las ventas de 8,3% con respecto al 2T23, a pesar de que los ARPU y la base de clientes comienzan a mostrar un rebote. No obstante, los ARPU continúan en caída si se observa frente al 2T23. Por su parte, el EBITDA de la compañía mostró un incremento de 1,4%, con un margen EBITDA que pasó de 26,3% a 29,1%. Mientras que la deuda financiera neta se contrajo un 5%, mejorando su apalancamiento en un 2,2x.

Si bien es difícil ver una recuperación que luzca significativa para los ARPU, y así también para los márgenes de TECO, lo cierto es que desde lo crediticio es una compañía que resulta interesante dada la mejora que viene mostrando. No obstante, desde el lado del equity seguimos con nuestro view de pocos drivers positivos.

- **Central Puerto (CEPU):** Aunque la Secretaría de Energía otorgó un 25% de incremento en el precio de la energía base en junio, y un 3% adicional en agosto, dichos incrementos no mostraron un impacto relevante en los resultados del 2T24. Sin embargo, las ventas de la compañía mejoraron un 15% frente al 2T23 y 12% con respecto al trimestre previo (observando el reporte en US\$ que presenta la compañía). Esto a pesar de que la capacidad instalada de CEPU disminuyó 470 MW como resultado de la solicitud de Enel de quitar del sistema turbinas a vapor de Central Costanera (CECO2). Aún así, la generación se incrementó un 5% a/a (-10% t/t).

Como resultado de la pérdida contable que tuvo que reconocer CEPU por el pago de Cammesa con AE38, el resultado operativo se contrajo en un 47% a/a y 45% t/t, lo que terminó por impactar también en una contracción de 27% a/a (-46% t/t) del EBITDA ajustado, con un margen EBITDA que se contrajo hasta el 27,3% desde 56% en el 1T24 y 42% en el 2T23.

La extensión de la concesión de Punta del Águila hasta fines de 2024, los 516 MW extra que le otorgó la Secretaría de Energía, los cuales serán abastecidos por CECO, y la reducción de la deuda financiera neta con la consiguiente disminución a 0,9x del apalancamiento, así como también los incrementos de precios antes mencionados, nos hacen esperar un 3T más favorable para los resultados de CEPU. Por lo cual, continuamos viendo valor en las acciones de Central Puerto, más aún teniendo en cuenta su participación accionaria en DGCE y DGCU.

Breve repaso del “Semáforo del S&P Merval”

El “Semáforo del S&P Merval”, que presentamos en nuestro semanales se ha mantenido sin variaciones relevantes luego de los cambios realizados en nuestro semanal anterior. Hasta el momento, **nos sigue llamando a cautela con el mercado de renta variable.**

Correlación riesgo país niveles del S&P Merval (US\$ CCL)	●
Monitorear los flujos	●
¿Qué hacen los controlantes?	●
“Desvíos de liquidez”	●
Niveles de compra (puntos de entrada)	●
El clima político – económico	●
S&P Merval (AR\$) vs CCL	●

Lectura actual: ●

Bonus Track: Distribuidoras de Gas

Al observar de forma comparada MetroGas (METR), Distribuidora de Gas Cuyana (DGPU2), Distribuidora de Gas del Centro (DGCE), Naturgy Ban (GBAN) y Camuzzi Gas Pampeana (CGPA) nos resultan más interesantes los valores observados en DGPU2 y DGCE. No obstante, METR viene mostrando un interesante volumen promedio de operaciones diarias, lo que podría terminar por incluirla en el panel líder.

1S24 (AR\$ MM)	METR		CGPA		GBAN		DGCU		DGCE	
Ventas	\$	308.778	\$	168.894	\$	170.671	\$	75.296	\$	77.827
Rdo. Operativo	\$	19.749	\$	13.140	\$	22.955	\$	10.803	\$	5.445
-Margen Operativo		6,4%		7,8%		13,4%		14,3%		7,0%
EBITDA	\$	37.516	\$	17.401	\$	27.017	\$	16.103	\$	10.620
-Margen EBITDA		12,1%		10,3%		15,8%		21,4%		13,6%
Rdo. Neto	\$	75.144	\$	10.920	\$	11.710	\$	4.535	\$	2.644
-Margen Neto		24,3%		6,5%		6,9%		6,0%		3,4%
Precio (*)	\$	918,00	\$	1.920,00	\$	1.250,00	\$	1.325,00	\$	1.370,00
# Acciones		569.171.208		333.281.049		325.539.966		202.351.288		160.457.190
Market Cap	\$	522.499	\$	639.900	\$	406.925	\$	268.115	\$	219.826
PN	\$	467.231	\$	93.530	\$	200.830	\$	140.530		140207,68
P/BV		1,12		6,84		2,03		1,91		1,57
Deuda Financiera	\$	33.196	\$	1.823	\$	-	\$	-	\$	-
Caja & Equivalentes	\$	41.995	\$	5.829	\$	21.419	\$	21.735	\$	5.514
Deuda Neta	-\$	8.799	-\$	4.006	-\$	21.419	-\$	21.735	-\$	5.514
Caja / Mkt Cap		2%		1%		5%		8%		3%

Fuente: IEB en base a EE.FF. de las empresas y BymaData

(*) Al cierre del 12/08/2024

Distribuidora de Gas del Centro (DGCE) ha mostrado un incremento de 62% en las ventas con respecto al 2T23, con un resultado operativo que alcanzó los AR\$13.489 MM en el 2T24, frente a una pérdida de AR\$1.420 MM en el 2T23. Por su parte, el EBITDA totalizó AR\$18.664 MM, lo que dejó un margen EBITDA de 27% para la compañía. Así mismo, el EPS se incrementó de AR\$10,76 en el 2T23 a AR\$54,72 en el 2T24.

Mientras que Distribuidora de Gas Cuyana (DGCU2) logró un crecimiento de 57% en los ingresos con respecto a igual trimestre del 2023, alcanzando un resultado operativo de AR\$15.612 MM frente a la pérdida de AR\$842 MM registrada al finalizar el 2T23. Así, el EBITDA de la compañía se situó en los AR\$20.711 MM, dejando un margen EBITDA de 32%. Mientras que el EPS se incrementó de AR\$7,70 a AR\$44,54 a/a.

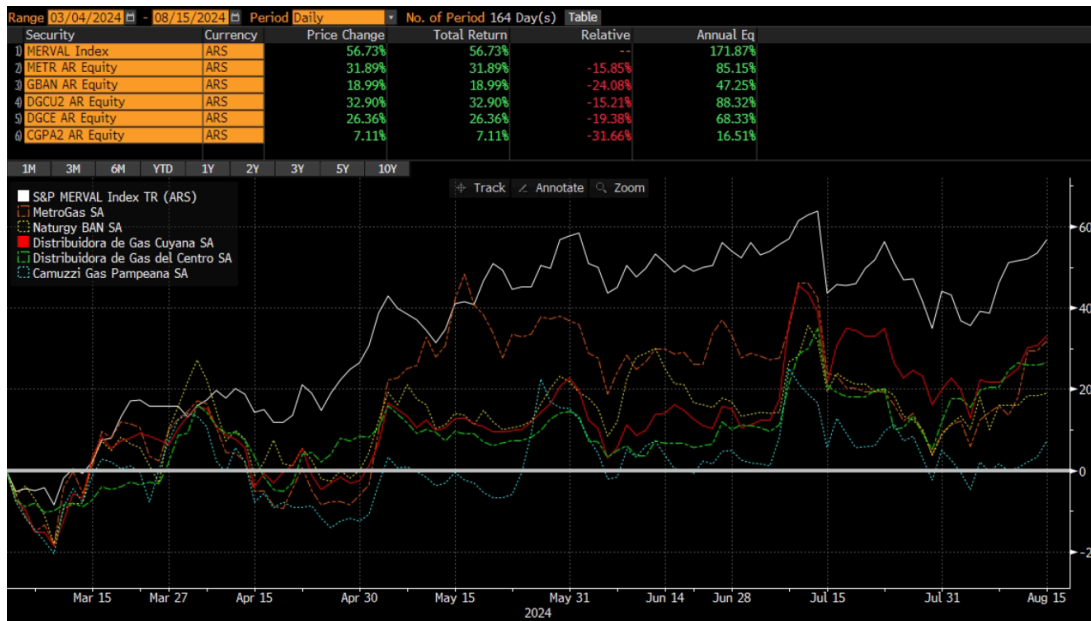
Entonces, ¿con cuál de las dos nos quedamos?

En términos de P/BV la situación es más favorable para DGCE, sin embargo, creemos que es clave estimar correctamente el ROE tanto para DGCE como para DGCU para apreciar correctamente si existe un premio por sobre DGCU, lo cual, se torna complicado siendo que tenemos solo un trimestre (y particularmente frío) con tarifas razonables. Pero, observando el último semestre, DGCE resulta ganadora, también teniendo en cuenta que ambas compañías comparten el management.

Algunas consideraciones del análisis:

- **Liquidez: El tamaño de la posición cuenta, y mucho.**
- **Se observa el semestre, con un incremento tarifario que influye significativamente en el 2T.**
- **En DGCE y DGCU se valúan los T-Bills y US\$ en custodia al dólar CCL.**

Finalmente, vistos los números, vemos también las cotizaciones desde el IPO de DGCE:



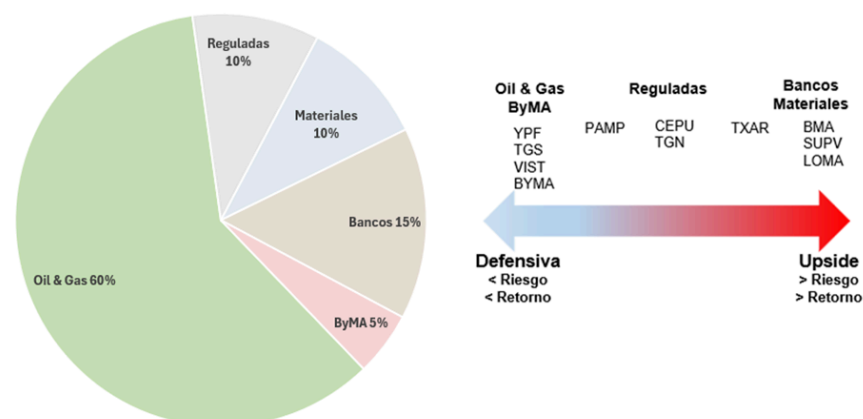
Desde el IPO de Distribuidora de Gas del Centro, todas las distribuidoras mostraron una performance inferior a la del S&P Merval, separadas en tres grupos que creemos se condice perfectamente con las valuaciones y rentabilidad de las mismas:

- **A:** DGCE y DGCE
- **B:** GBAN y METR
- **C:** CGPA

Estrategia y Cartera

Finalmente, en cuanto a lo relacionado a la estrategia adoptada en nuestra cartera de acciones locales, **seguimos sosteniendo la decisión de asignar una mayor participación en la cartera al sector de Oil & Gas, dados los fundamentales que han demostrado y el gran potencial de crecimiento que sostiene el sector, lo que resulta en una atractiva combinación de upside y defensividad.** Manteniendo también lo alocado al resto de sectores.

Alocación Sectorial



GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

IEB RESEARCH

ANDRÉS NÓBILE

Director

anobile@grupoieb.com.ar

LUCAS DECOUD

Analista - Renta Fija

ldecoud@grupoieb.com.ar

PEDRO AFFLITTO

Analista - Renta Fija

pafflitto@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Equity Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

FACUNDO HERRERA ARANA

Analista - Macro

fherrera@grupoieb.com.ar

DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.