

25 de abril de 2024

Daily Mercados

ppi

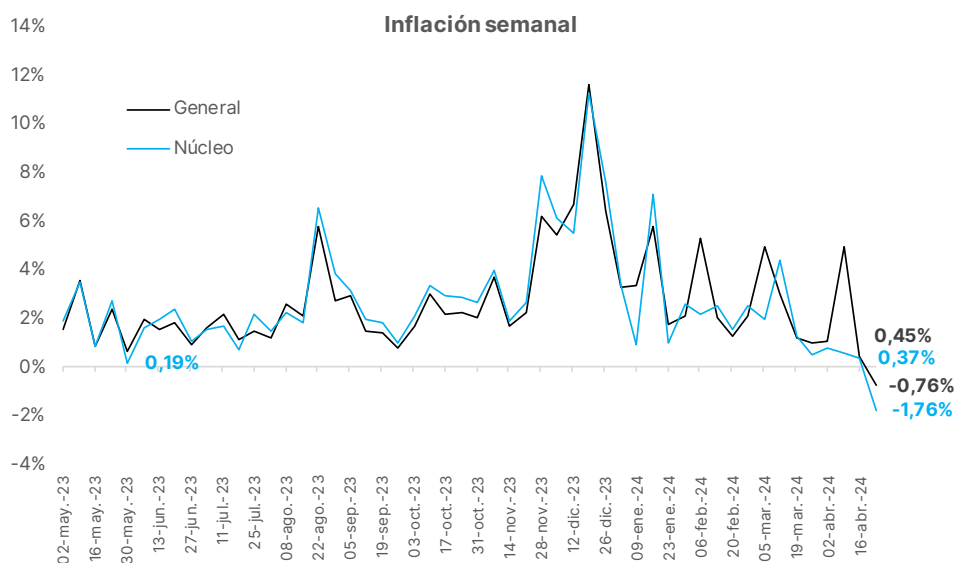
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Llegó la deflación

Ayer la consultora privada Alphacast publicó su relevamiento de alta frecuencia para la semana que finalizó el 23/04, la cual trajo **noticias más que auspiciosas en el frente inflacionario, ya que midió deflación** (los precios cayeron de una semana a la otra) **para la general y la subyacente**. Por ende, tanto los últimos datos oficiales (recordar que la inflación mayorista se desplomó de 10,2% a 5,4% en marzo) como las mediciones de alta frecuencia se encuentran en línea con la visión de Caputo de **inflación "colapsando"**. Es decir, cada vez son más las señales que confirmarían que la inflación estaría desacelerando a un ritmo muy abrupto.

Mirando en detalle la medición de Alphacast, **la inflación cayó 0,8% semanal en comparación con una suba de 0,5% anterior, mientras que la core se hundió 1,8% respecto a un avance de 0,4% en la semana previa**. Si bien es la primera vez que hay deflación semanal desde octubre 2021, lo más relevante es que ambas medidas **se movieron al menor ritmo que se tiene registro** (marzo 2013). Respecto a la general, no estamos seguros de que haya impactado la retracción del aumento de las prepagas, dado que regulados trepó 0,5% semanal. Asimismo, el incremento de 1,3% de estacionales evitó que se desacelere aún más. En base a los números de la consultora, **la baja de precios sería generalizada tanto en bienes transables como no transables** (alimentos -2,4%, dolarizados -1,5% y no dolarizados -3,2%). Así, pasaron de medir más de 90% de los precios escalando por encima de 10% semanal entre diciembre y febrero a 25% de ellos bajando y más de 50% subiendo menos de 1%.

Deflación semanal por primera vez desde octubre 2021

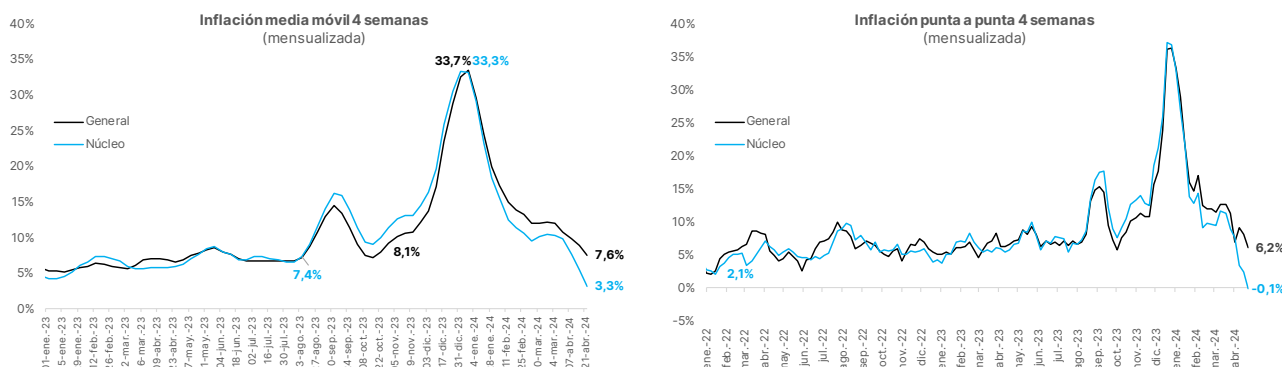


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Considerando estas variaciones, la media móvil de cuatro semanas, *proxy* de la inflación medida por INDEC, también se derrumbó. **La de la general recortó de 8,9% a 7,6%, menor ritmo desde mediados de octubre 2023, mientras que la de la subyacente disminuyó de 5,5% a 3,3%, la más baja desde fines de enero 2022 (3%)**. La diferencia entre ambas medidas se explica en que la primera continúa reflejando la fuerte suba de las tarifas de gas en la primera semana de abril (regulados +25,6% semanal). A falta de una semana para terminar el mes, abril está prácticamente "jugado". Incluso con la general acelerando a 1% semanal, la inflación oscilaría alrededor de 7,5%. En tanto, si la *core* vuelve a su ritmo promedio de las cuatro semanas previas (0,6%), podría rondar en 1,3%. **Semejante desaceleración no está descontada ni siquiera por el propio BCRA**. En base a la presentación expuesta por Werning en Washington, la autoridad monetaria preveía que la

inflación ceda a 9% en abril, con la núcleo descendiendo a 6%. Por su parte, la variación punta de cuatro semanas, que permite anticipar en cierta medida lo que podría suceder en mayo, también muestra una desaceleración muy abrupta. **En el caso de la core, recortó 0,1% con respecto a 2,4% la semana previa**, alcanzando el tercer menor registro de la serie. Por su parte, **la general se deslizó de 8,2% a 6,2%**, el menor ritmo desde octubre 2023 (5,8%). Estos números anticipan que la proyección del BCRA podría haber quedado “vieja”. Cabe recordar que esperaba que la general se desacelere a 5,8% en mayo, con la núcleo cayendo a 5,5%.

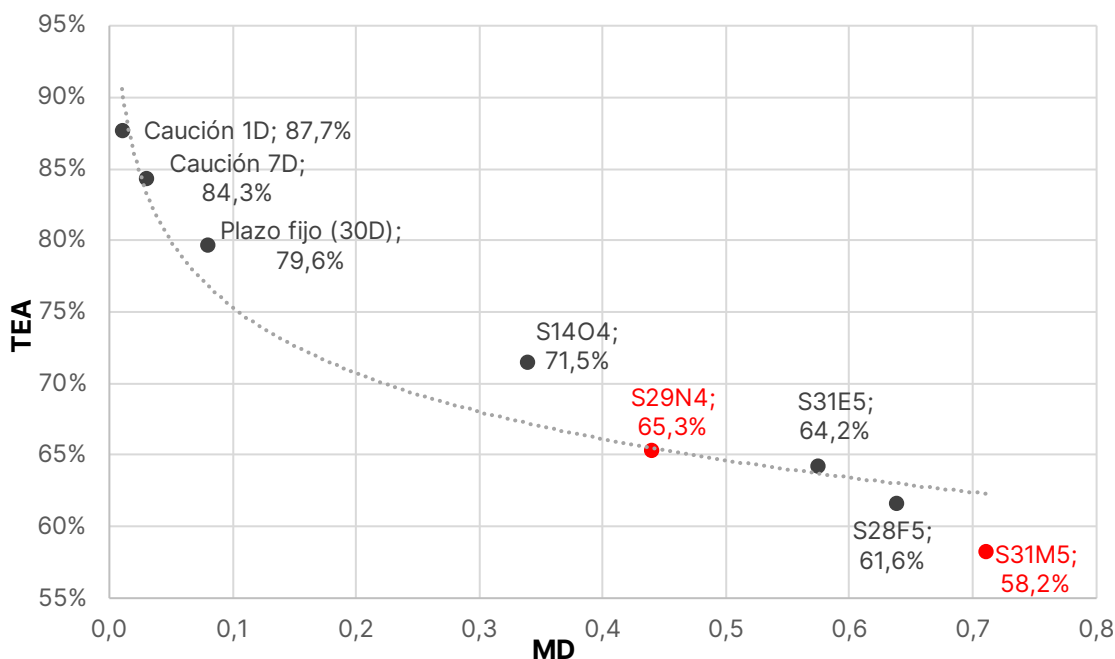
Derrumbe de la inflación en cualquiera de sus mediciones



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

¿Podrá este dato cambiar la perspectiva de la licitación del Tesoro de hoy? La respuesta fácil y rápida es sí. No obstante, no observamos un cambio radical en las TEM estimadas de colocación siguiendo la curva de instrumentos a tasa fija. De acuerdo con los precios de cierre creemos que ahora la LECAP de noviembre (S29N4) podría cortar cerca de 4,3% (-5 pbs respecto al martes), mientras que la de marzo del año que viene (S31M3) un poco por debajo del 3,9% (-20 pbs).

Nuevas LECAPs ofrecidas por el Tesoro

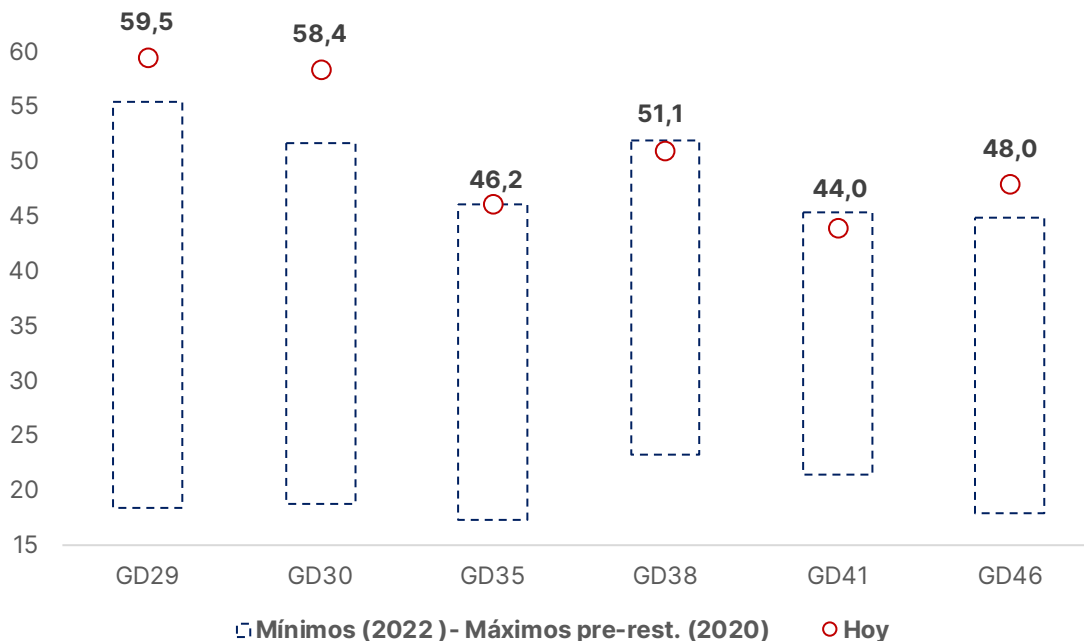


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

Los Globales extienden su racha bajista

La deuda soberana en dólares no pudo continuar con el rally de la semana pasada e inicios de esta. El precio promedio ponderado por outstanding recortó 0,8% el martes y redobló la apuesta el miércoles al tropezar 1,7%. Más allá de estas bajas, continúa superando el umbral de US\$50 (US\$50,5). A pesar de esta compresión, la deuda soberana *hard dollar* tiene una performance positiva en lo que va de la semana, exhibiendo incrementos de hasta 1%. De esta forma, a unas pocas ruedas de que culmine abril, los Globales trepan entre 6,7% y 12,5% en lo que va del mes. Mirando en retrospectiva, **el tramo corto de la curva y el GD46 se encuentran por encima de los máximos previo a la restructuración de septiembre 2020**, mientras que el resto de la curva sigue manteniéndose cerca de sus picos.

Performance de los Globales versus Administración Fernández



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En cuanto a la dinámica que tuvieron los bonos criollos en comparación con el resto del universo emergente, **el martes los Globales se movieron en sentido contrario**. Recordemos que, previo al discurso del presidente por cadena nacional, los bonos tuvieron un rally notable, el cual se erosionó en parte tras los anuncios (“comprar con el rumor y vender con la noticia”). En cambio, **ayer la caída fue generalizada en todo el segmento emergente**. En un contexto internacional adverso para los bonos emergentes/distressed (las tasas largas de los Treasuries rebotaron), el ETF EMB retrocedió 0,7%.

Si bien **los bonos argentinos estuvieron en línea con sus pares emergentes ayer, no debe descartarse la contribución del factor idiosincrático a este magro desempeño**. En relación con este punto, ayer el presidente de Hacemos Coalición Federal, Miguel Ángel Pichetto, sostuvo que no votará el capítulo de la reforma laboral incluida en la nueva Ley de Bases. Sin embargo, hoy los medios locales aseguran que el Gobierno habría llegado a un acuerdo por la reforma laboral y, en consecuencia, habría dictamen. Adicionalmente, en base a trascendidos periodísticos, el gobierno habría reconocido que la manifestación en apoyo a la educación pública constituyó un importante revés político. En consecuencia, procuraría establecer acuerdos para realizar auditorías en colaboración con las universidades, con la participación de un órgano técnico imparcial.

¿Oportunidad de compra a la VIST?

Ayer por la tarde, Vista Energy distribuyó sus resultados del primer trimestre del año (1Q24). Llamativamente, **tras el anuncio, las acciones de VIST cayeron estrepitosamente en el after-market**, tocando por momentos pérdidas de dos dígitos. A la hora de escribir estas palabras, el papel recuperó parte del terreno cedido y cae poco más de un 8%. En definitiva, es altamente probable que veamos a Vista comenzar la jornada en torno a los US\$39,5 / US\$40 por ADR, lo que dispara la pregunta... **¿Se abre una oportunidad para adquirir VIST?** Desde hace aproximadamente un mes y medio el papel oscila entre US\$41 y US\$44, por lo que, a simple vista, **la respuesta pareciera ser afirmativa**. No obstante, debemos adentrarnos en los resultados para comprender cuál fue el disparador de tamaño baja para comprender si hubo un cambio de paradigma o se trata de un tropezón temporal.

Comenzando por los ingresos, Vista generó US\$317,4 millones, manteniéndose flat en la comparación interanual y elevándose 3% con respecto al trimestre anterior. Luego de considerar derechos de exportación, **los ingresos netos se ubicaron en US\$307,8 millones, ya sí 1% por encima del 1Q23 y 4% del 4Q23**, explicado principalmente por precios realizados de petróleo. De estos, US\$293,1 millones fueron ventas de petróleo (+3% qoq ; +5% yoy), mientras que US\$14,5 millones fueron de gas natural (+21% qoq ; -34% yoy). En cuanto a los mercados abastecidos por la compañía, hubo un claro cambio en el trimestre, donde **la compañía se volcó más hacia el mercado local**. Las exportaciones de crudo fueron por US\$119,1 millones, representando el 40% de las ventas de petróleo, cuando en 4Q23 fueron del 53% y en 1Q23 del 60%. En este sentido, cabe mencionar que, desde la asunción de Javier Milei, **los precios internos del crudo han convergido rápida y considerablemente a los precios de exportación**. Tomando de referencia una presentación publicada por YPF, la brecha entre ambos precios pasó de aproximadamente 20% al 4Q23 a 8% en marzo de este año, lo que se condice con los precios promedios realizados publicados por Vista.

Precios promedios realizados por VIST

Producto	1T 2024	4T 2023	1T 2023	▲ y/y	▲ q/q
Petróleo (\$/bbl)	70.3	67.8	66.6	6%	4%
<i>Mercado Externo</i>	74.0	74.2	69.8	6%	(0)%
<i>Mercado Doméstico</i>	68.0	61.8	62.2	9%	10%
<i>Mercado Doméstico a paridad de exportación</i>	76.5	78.0	-	-	(2)%
Gas Natural (\$/MMBtu)	2.8	2.2	4.7	(40)%	25%
<i>Mercado Externo</i>	6.9	7.6	8.9	(22)%	(9)%
<i>Mercado Doméstico</i>	1.8	1.7	2.8	(37)%	8%
NGL (\$/tn)	236	271	351	(33)%	(13)%

Fuente: Informe de Resultados VIST

Avanzando con el resto del estado de resultados, **el EBITDA ajustado fue de US\$220,6 millones manteniendo un margen de 68%**. En la comparativa, el número cayó 23% qoq, pero avanzó 8% yoy. Por su parte, el margen decreció 5 puntos porcentuales (pp) secuencialmente, pero avanzó 4 pp respecto del año previo. Cabe destacar que buena parte del extraordinario resultado del 4Q23 se debió a la repatriación de los ingresos de exportaciones al CCL, que sumaron US\$81,2 millones (vs US\$7,4 millones en 2024). Finalmente, **la utilidad neta ajustada fue de US\$47,4 millones** (vs US\$239,6 millones en 4Q23 y US\$72 millones en 1Q23). Así, la ganancia por acción cayó de US\$0,80 en 1Q23 y US\$2,52 en 4Q23 a US\$0,49 en el trimestre corriente.

De donde quizás provenga el mayor ruido para los inversores es de la producción, que mostró una leve retracción del 2% secuencial hacia 55,0 kboe/d. La misma se explicó principalmente por una caída en la producción de crudo, que se ubicó en torno a 47,3 kboe/d. Es posible que este número sea percibido como un estancamiento en la producción, y haga temer que el guidance para 2024 no sea alcanzado. Sin embargo, la pausa secuencial era algo esperado y anunciado por el presidente de la compañía, Miguel Galuccio, quien ya había adelantado que se debía esperar un 1Q24 bastante en línea con el 4Q23. Más importante aún, también había señalado que, a partir de entonces, esperaban una aceleración en la producción que lleve la misma al objetivo del año de 80 kboe/d.

Métricas de producción VIST

	1T-24	4T-23	1T-23	1T-23 proforma ⁽¹⁾	▲ y/y proforma ⁽¹⁾	▲ y/y	▲ q/q
Total (boe/d)	55,046	56,353	52,207	48,492	14%	5%	(2)%
Crudo (bbl/d)	47,299	48,469	44,048	41,107	15%	7%	(2)%
Gas Natural (MMm ³ /d)	1.20	1.19	1.23	1.11	8%	(3)%	1%
GNL (bbl/d)	212	409	407	407	(48)%	(48)%	(48)%

Fuente: Informe de Resultados VIST

Es posible también que los flujos de caja no hayan favorecido a la compañía. **El free cash flow anunciado se ubicó en negativo por US\$83,8 millones.** El flujo generado por operaciones fue de US\$53,2 millones (vs US\$346,7 millones en 4Q23 y US\$158,8 millones en 1Q23), impactado principalmente por un incremento temporal del capital de trabajo y cobranzas anticipadas para las expansiones de infraestructura *midstream*. A su vez, **las inversiones se posaron en US\$242,2 millones**, de los cuales US\$195,5 millones fueron explicados por perforación, completación y reintervención de pozos.

En definitiva, **no vemos motivos que justifiquen la acción del after/pre-market.** Mantenemos nuestra tesis sobre Vista, y sostenemos que es una excelente compañía, como un *management* de primera línea, buscando maximizar sus oportunidades sin apresurarse. En otras palabras, **pareciera que el mercado nos está otorgando un interesante punto de entrada a una de las protagonistas de Vaca Muerta.**

Ternium inauguró la temporada de balances del Merval

Ayer, la acerera presentó los resultados del 1Q24. Los ingresos de la compañía alcanzaron los \$436.394 millones de pesos (+164% yoy), quedando rezagados respecto de la inflación, mientras que los costos de ventas crecieron más aceleradamente (+194% yoy). Así, el resultado bruto fue de \$118.332 millones de pesos y el resultado operativo (\$74.631 millones) creció solo 72% con respecto al 1Q23 en términos corrientes frente a una inflación superior al 280% interanual. Desagregando los resultados financieros, se observa que los intereses ganados prácticamente se compensaron con los resultados netos en activos financieros. **Merece una mención particular los resultados de inversiones en compañías asociadas que crecieron 5,3x en términos corrientes.** Los ingresos por la participación en Ternium México fueron de \$84.612 millones y Usiminas aportó \$1.852 millones de pesos en el primer trimestre. De esta forma, junto con el crédito por impuesto a las ganancias, **la ganancia del período de TXAR alcanzó los \$216.608 millones de pesos, equivalente a \$47,95 por acción.** Para concluir con el estado de resultados, merecen una mención los otros resultados integrales que alcanzaron \$446.009 millones, producto del cambio en el valor de mercado de instrumentos financieros (\$225.866 millones) y el efecto de la conversión monetaria (\$226.687 millones).

Si bien la compañía presentó un balance con resultados positivos, **los despachos al mercado interno son un fiel reflejo de lo desafiante que fue el 1Q24 para Ternium. Los despachos totales sumaron 346.400 toneladas, frente a las 560.700 toneladas despachadas en el primer trimestre de 2023.** El mercado interno representó el 93% del total y tuvo una reducción de 222.400 toneladas frente al mismo período del 2023. Por su parte, las exportaciones crecieron 54%, pero su baja participación en el total no ayudó a compensar las ventas en el segmento interno. **Una parte de la caída en las ventas se explica por la menor actividad económica, pero debe tenerse en cuenta que las restricciones a la importación de insumos para la producción del 2023 continuaron afectando al nivel de producción poniendo un techo al nivel de exportaciones de TXAR.**

Observando los usos del efectivo generado por Ternium en el trimestre, podemos mencionar la acumulación de inventarios, que totalizó \$65.233 millones y explican el aumento en capital de trabajo durante el período. Otro dato para destacar es que, a pesar del contexto desafiante, **las inversiones en CAPEX fueron de \$46.452 millones**, más que duplicando las depreciaciones y amortizaciones del período.

A pesar del difícil contexto del primer trimestre, **la compañía es optimista de cara al 2Q24 y prevé una recuperación de las ventas en el mercado interno tanto de clientes industriales como comerciales.** Asimismo, esperan que continúe el crecimiento en el segmento de exportación en productos de acero semielaborado. A esto se suma, un nuevo centro de distribución de tubos en Rosario, cambios en los sistemas de aspiración de humos en las acerías y la construcción de un nuevo parque eólico en Olavarría.

Para concluir, algunos números respecto del valor de la compañía. De acuerdo con los datos presentados, **el book value de TXAR es de \$920, mientras que la cotización al cierre del 24 de abril fue de \$814.** Sin embargo, cotiza a 8,4x ventas y tiene un ratio P/E de 17x. Cabe mencionar que la participación en empresas asociadas y la caja y equivalentes de la empresa prácticamente igualan a la capitalización de mercado de TXAR. De esta forma, si bien por ratios y respecto de otras comparables parece mostrar signos de sobrevaloración, la participación en Ternium México y Usiminas junto con los activos más líquidos de la compañía parecerían justificar las valuaciones actuales.

Un paso atrás para el Merval

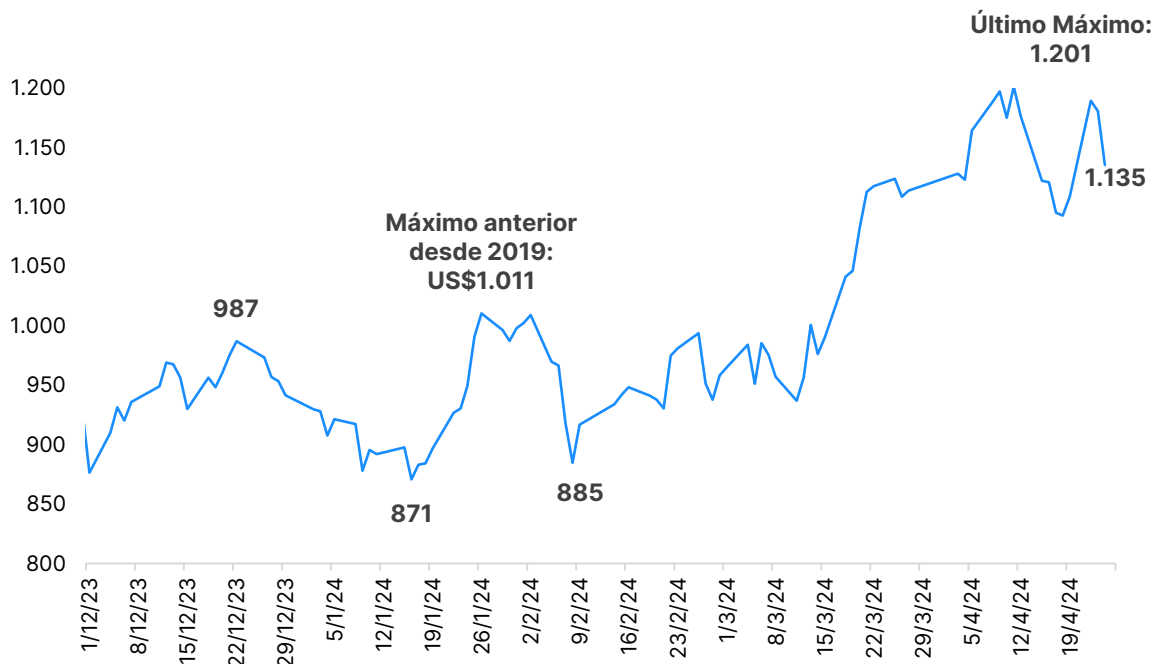
El principal índice bursátil argentino finalizó otra rueda a la baja, en la misma dirección que la deuda soberana en moneda dura. **El S&P Merval bajó 3,5% en dólares para terminar en US\$1.135.** Complementando la caída del panel líder en pesos (-3,46%), el CCL implícito de los ADRs subió 0,4%. **El sector bancario lideró las pérdidas, con SUPV (-6,50%), BBAR (-5,78%) y BMA (-5,49%) siendo las acciones más afectadas.** Por el contrario, la única que se mantuvo al margen del derrumbe fue LOMA (+0,12%).

En el plano local, una multitud se movilizó en defensa de la educación pública exigiendo un límite al drástico ajuste del presupuesto en las universidades públicas. Aunque la protesta resonó en varias provincias, el epicentro fue en Buenos Aires. Una muestra clara de que las medidas del gobierno con el fin de estabilizar la macro no tendrían el respaldo de algunos sectores de la sociedad. Retomando con las acciones, esta semana se inauguró el período de presentación de resultados para el 1T2024. **Ayer publicaron sus balances trimestrales empresas como VIST y TXAR (Para ver en detalle, leer: ¿Oportunidad de compra a la VIST? Y Ternium inauguró la temporada de balances del Merval) y en el plano internacional fue el turno para Meta.** Como de

costumbre, esta parte del año moviliza al mercado tanto local como internacional, lo que anticipa días muy volátiles para el *equity*.

En cuanto al exterior, como ya mencionamos, **no fue un gran día para Wall Street y los ADRs se vieron afectados**. El único papel argentino dentro de los que cotizan en Nueva York en terminar positivo fue DESP sumando 3%. En cambio, al igual que en el plano local, los más afectados fueron los bancos con BBAR, BMA y SUPV bajando 5,9% cada uno.

El Merval recortó 3,5%



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

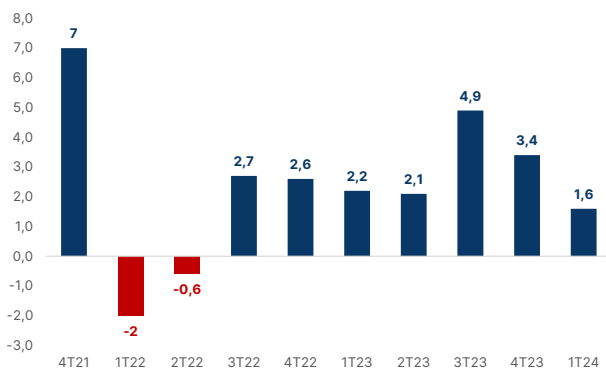
La economía estadounidense se desacelera sorpresivamente en el 1T24

Hoy por la mañana se dio a conocer **el PBI de Estados Unidos, que creció 1,6% en el primer trimestre de este año, desacelerándose con respecto al 3,4% registrado en el último trimestre del año pasado**. El resultado sorprendió a los analistas del mercado que proyectaban un avance de 2,5% trimestral anualizado. Repasando lo sucedido en enero, cuando se conoció el dato del último trimestre del 2023, el mercado creía que la economía norteamericana iba a un *soft landing*. La inflación se desaceleraba en los últimos meses del año pasado, al tiempo que el PBI crecía por encima de la tendencia. Sin embargo, ahora la situación es diferente, la inflación se acelera en los primeros meses del año y la actividad parece enfriarse. Es decir, el mercado ya no discute si habrá un *soft* o un *hard landing*, sino que pone en duda si en definitiva habrá un *landing*. De hecho, **la inflación PCE creció al 3,7% trimestral anualizada, superando ampliamente el objetivo de inflación anual de la Reserva Federal del 2%**. De este modo, la inflación se ubicó por encima de lo esperado por el mercado que proyectaba una inflación del 3,4% trimestral. La situación es completamente distinta a la del último trimestre del 2023, cuando la inflación PCE trimestral estaba alineada con el objetivo del organismo y se situaba en 2% trimestral.

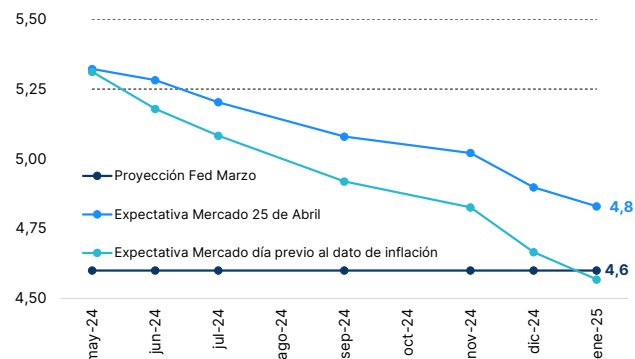
Los datos dieron señales mixtas. La fuerte desaceleración en la actividad abre la puerta a que quizás la Reserva Federal recorte la tasa de interés antes de lo que se esperaba. Recordemos que, hasta ayer el mercado creía que el organismo recortaría la tasa de referencia de política monetaria una vez este año, con mayor probabilidad de ocurrencia en la reunión de septiembre.

Por otro lado, **los datos de inflación no solo fueron malos, algo que ya se descontaba, sino que fueron peores de lo que se creía.** Considerando esta lectura, **la Fed podría intensificar sus esfuerzos para combatir la inflación, dado que esta se aleja cada vez más de su objetivo.** Lo cierto, es que los rendimientos de los Treasuries se disparan a lo largo de la curva, luego de conocerse el dato. **La tasa de referencia a 10 años suma 9pbs, hacia la zona de 4,71%, a su vez que el tramo corto (a 2 años) hace lo propio en otros 9pbs, hasta 5%.** En conclusión, el mercado le está poniendo mayor peso a la segunda parte del análisis. Así, se cree que el organismo mantendrá su postura actual (*higher for longer*) y baja la probabilidad de observar la primera baja en septiembre, que pasó de 49% ayer a 40% hoy.

Variación del PBI trimestral EE.UU.
(en%)



Expectativa de tasa de interés
(en %)



Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

www.portfoliopersonal.com

✉ consultas@portfoliopersonal.com

📞 0800 345 7599

El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.