

14 de mayo de 2024

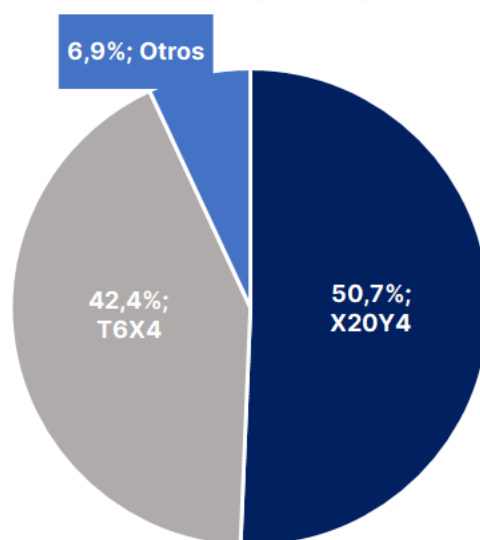
Daily Mercados

ppi

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

A la espera de la próxima licitación del Tesoro, ¿cuándo será?

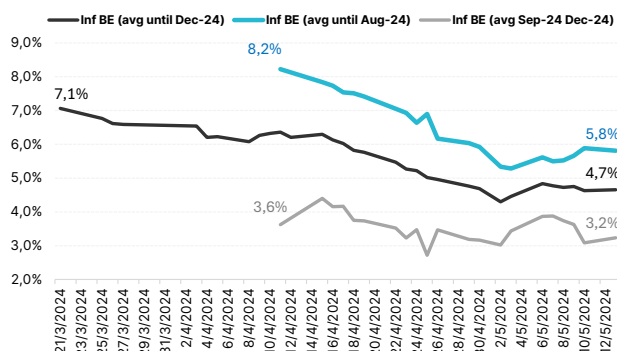
Mirando los vencimientos de pesos, esperamos que hoy (o a más tardar mañana) el Tesoro brinde las condiciones para una licitación este **jueves 16 de mayo**. En esta oportunidad, Finanzas hará frente a vencimientos que rondan los **\$3,5 billones** explicados principalmente por el vencimiento de la **LECER (X20Y4)** y el **BONCER T6X4** (ambos vencen el 20 de mayo; t+2 del 16). Otra parte menos relevante del monto a *rollear* está formada por el TX26, TX28 y el T2X5.

Principales vencimientos para la próxima licitación

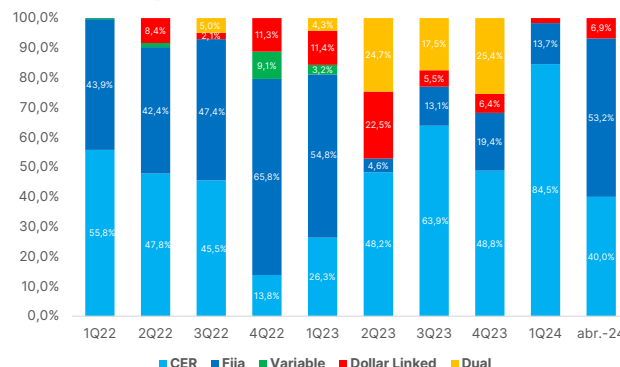
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

No caben dudas que será una semana intensa para la deuda en pesos. Si efectivamente el MECON realiza esta operación, **la misma será dos días después de conocerse el dato de inflación** de abril que revelará el INDEC hoy a las 16hs. Recordemos que, en base a la sistemática baja en la expectativa de inflación del mercado, Finanzas fue construyendo una nueva curva de instrumentos a tasa fija (LECAPs). En simultáneo, **el Banco Central disminuyó la tasa de interés (pases) antes de las últimas dos licitaciones**. Ambos efectos fueron muy positivos para captar la demanda de los inversores por las nuevas letras. De hecho, los títulos a tasa fija explicaron el 53,2% de los montos obtenidos en abril (vs. 13,7% en el primer trimestre del año o 16,2% promedio en segundo semestre de 2023). De todas formas, en la última licitación de abril esta estrategia no alcanzó para obtener un buen resultado, con lo cual queda cómo incógnita la táctica de la entidad para lograr el *roll over* de todos los vencimientos esta vez. Hay que tener presente que el mercado puede estar incorporando un sendero de desinflación menos agresivo que el que prevalecía las últimas licitaciones, y al tratarse de un vencimiento abultado, no nos sorprendería ver tasas atractivas en el primario.

En tanto, **el mercado volvió a volcarse a la tasa fija**. Tras la recuperación de la curva CER de la semana pasada, **ayer todas las LECAPs cerraron en terreno positivo**, superando a los ajustables. Tomando la LECAP a enero (S31E5) y el BONCER (T2X5) de maturity similar llegamos a un breakeven de inflación mensual entre abril y diciembre en 4,7% (frente 4,3% el viernes 2 de mayo). **Un IPC de abril por debajo del rango 8/8,25% podría ser un catalizador positivo para las letras**. ¿Cuáles nos gustan más? Las situadas en el tramo corto de la curva: S14O4 y S29N4.

Evolución *Breakeven* de inflación

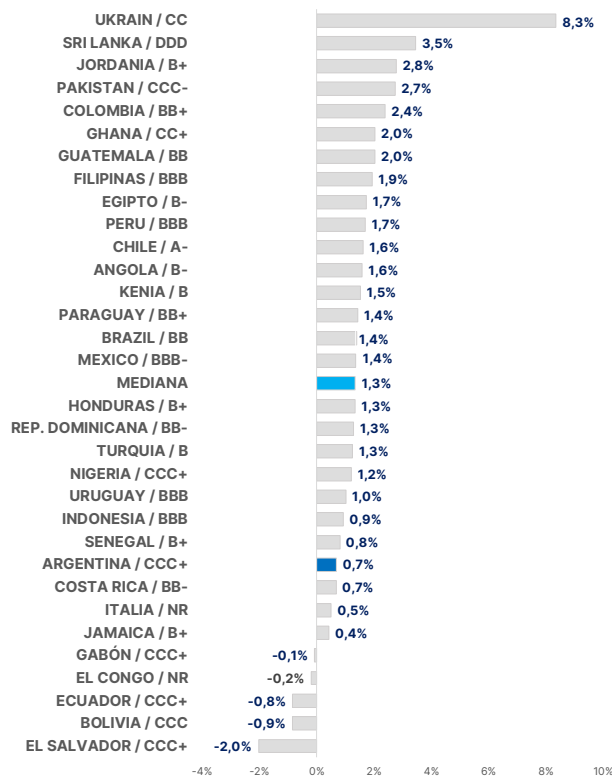
Montos captados en las licitaciones (% total)

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

Los Globales rebotaron, ¿qué hay detrás?

Tras finalizar su segunda semana consecutiva a la baja, la deuda soberana en dólares arrancó de buen humor el lunes. **La curva *hard dollar* exhibió ascensos de 1%/1,2% borrando las pérdidas de la última semana.** De esta manera, el precio promedio ponderado por outstanding avanzó 1,2% posándose otra vez en los US\$50. En nuestra opinión, **el factor clave provino del *staff-agreement* con el FMI.** El país sobrecumplió las metas del primer trimestre pactadas por el Fondo Monetario Internacional y el Staff del organismo aprobó la revisión del EFF, gatillando el próximo desembolso (en caso de que el Directorio de la aprobación definitiva). **Cabe mencionar que los Globales estuvieron ayer en sintonía con sus pares emergentes.** El ETF EMB, compuesto de créditos emergentes, aumentó 0,1%, gracias a que las tasas de los *Treasuries* largos (10Y) comprimieron. Mas allá del comportamiento distintivo en los bonos criollos de ayer, todavía se mantiene muy por debajo de la mediana de nuestra selección (1,3%) en lo que va del mes.

Performance bonos emergentes en el mes

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

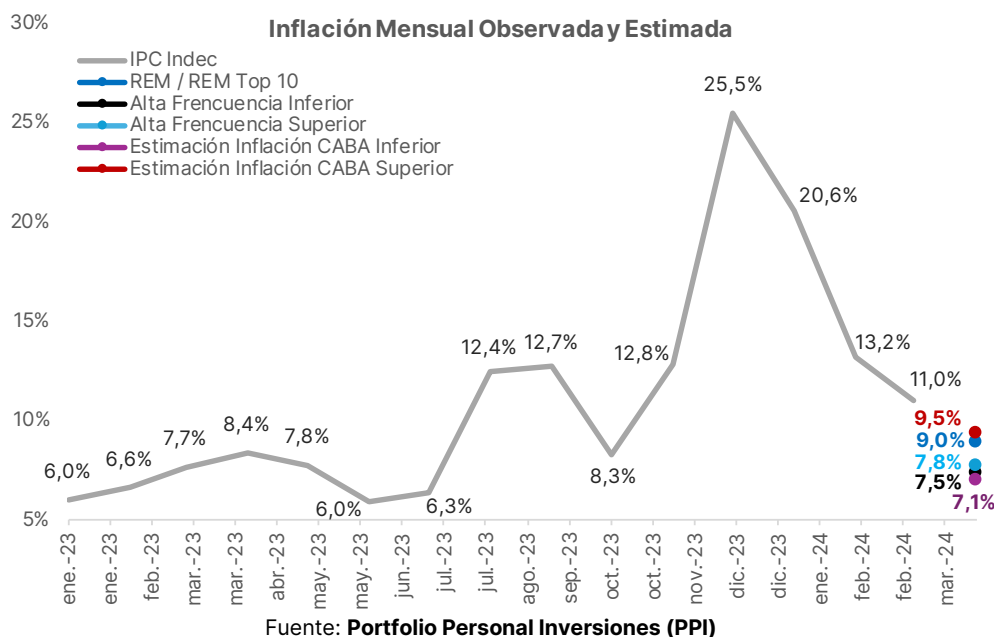
¿Qué esperar de la inflación de abril?

Hoy a las 16 horas el INDEC publicará la inflación de abril, que es relevante para los instrumentos CER, ya que es lo que se devengará entre el 15 de mayo y el 15 de junio. Más allá de esto, el dato es importante para **determinar el ritmo al que vienen desacelerando los precios**. No es un dato menor dado que se requerirá una nueva devaluación para salir eventualmente del Cepo, lo que rebrotará la inflación. Al contrario de lo que se esperaba meses atrás, pareciera que se acelerará desde un nivel más bajo.

¿Qué es lo que sabemos hasta ahora? A diferencia de meses anteriores en los que Caputo anticipó en cuánto podría rondar el registro mensual, esta vez no mencionó una cifra puntual. El ministro puntualizó en reiteradas oportunidades durante abril que **la inflación estaba colapsando**, en línea con lo que mostraban las mediciones de alta frecuencia. Al respecto, **los relevamientos privados se encuentran en el rango 7,5 – 7,8%, con la núcleo ubicándose por debajo de 3,5%, pero sin romper hacia abajo el umbral de 3%**. En caso de confirmarse este escenario, se consolidaría la desinflación, ya que ambos registros exhibirían una fuerte desaceleración desde 11% y 9,4% en marzo. Precisamente, la general se movería al menor ritmo desde julio 2023 (6,3%) previo a realizarse el salto devaluatorio post las elecciones PASO, mientras que la subyacente alcanzaría niveles no vistos desde enero 2022 (3,3%).

Por su parte, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el BCRA no es tan optimista con la desaceleración esperada. **Tanto el REM total como el top 10 prevén que la inflación de abril sea de 9%,** en línea con lo que estimaba el Central en su "[Programa de estabilización de Argentina: avances y perspectivas](#)". En tanto, **esperan que la core sea 7,3% (REM total) y 6,5% (top 10)**, algo por encima de la proyección del BCRA de 5,8%. Destacamos que el REM sobreestimó sistemáticamente la inflación durante la gestión Milei. El total de la muestra se ubicó, en promedio, 1,7 pp por encima de la medición del INDEC entre diciembre y marzo, mientras que el top 10 terminó, en promedio, 1,8 pp por arriba. En el caso de la núcleo, la sobreestimación fue mucho mayor, con el REM total parándose 6,4 pp por encima y el top 10 estando 7 pp por arriba.

¿Qué esperar de la inflación de abril?



En cuanto a los entes oficiales, la medición del instituto estadístico de CABA permite anticipar cómo podría venir la inflación en GBA, región con mayor ponderación en la medición del INDEC (44,2%). Si bien no es del todo preciso en términos estadísticos, también sirve para tener una aproximación a nivel nacional. **Si el INDEC hubiese medido las mismas variaciones para bienes (4,8%) y servicios (13,8%) que el instituto de CABA, la inflación de abril podría rondar en 7,1% al ajustar por los ponderadores del ente nacional.** En cambio, en caso de que hubiese relevado las mismas variaciones para la núcleo (7,4%), estacionales (2,2%) y regulados (23%) que CABA, podría ubicarse en 9,5%.

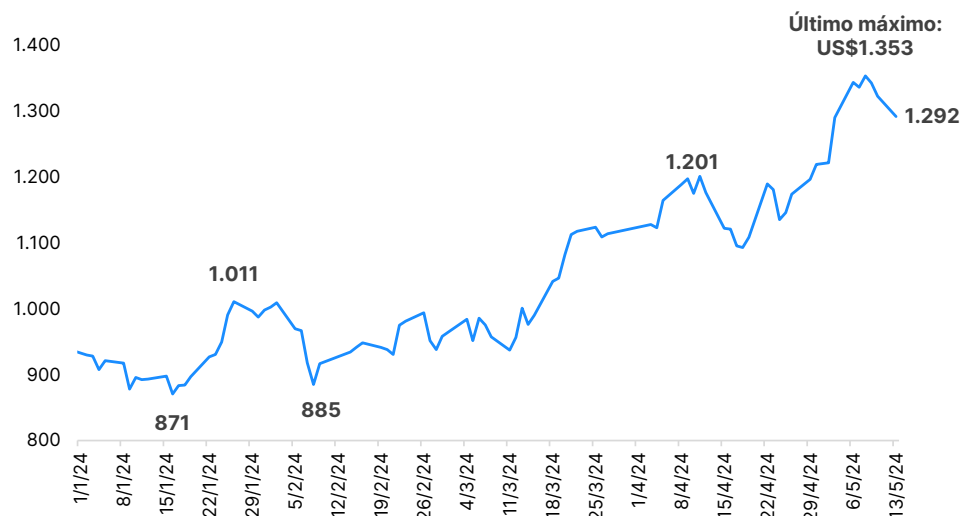
El Merval recorta desde el nuevo máximo

Las acciones argentinas iniciaron la semana en negativo. El índice cayó 2,3% hasta US\$1.292 y extiende la contracción desde el nuevo máximo de la era Milei de US\$1.353. En la bolsa local, todos los papeles cerraron con pérdidas, a excepción de COME (+8,0%), que presentó sus resultados del 1Q24 sobre el cierre de la rueda. Las bajas más importantes estuvieron en LOMA (-6,0%), EDN (-5,8%) y BYMA (-5,6%). Por su parte, los ADRs no tuvieron una mejor jornada. Con excepción de GLOB (+1,1%) y CAAP (+0,2%), todas terminaron en rojo, con LOMA (-6,0%), EDN (-5,8%) y TEO (-5,3%) encabezando las bajas.

Según [trascendidos periodísticos](#), **el gobierno habría acordado pagar casi un tercio de la deuda de CAMMESA.** Esto quiere decir que varias empresas ya habrían acordado recibir AE38 por las transacciones de diciembre y enero, y estarían dispuestas a registrar pérdidas por aproximadamente la mitad de estas. **Las empresas que habrían acordado serían YPF, YPF Luz, PAE, Hidroeléctrica Futaleufú (ALUA), Pluspetrol y Albanesi.** Evidentemente serían algunas generadoras de energía las más reticentes a aceptar la propuesta. Los CEOs de AES y CEPU son algunos de los que se expresaron en contra, aludiendo que romper un contrato es un pésimo antecedente a la hora de atraer inversores. PAMP incluso mencionó que evaluaría medidas legales, aunque en el balance del 1Q24 reconoció casi la totalidad de la pérdida que tendría que asumir si acepta la propuesta del oficialismo. No obstante, el rechazo más contundente proviene de las cámaras que nuclean a las empresas generadoras de energía y a las productoras de hidrocarburos.

Sobre el cierre de la rueda de ayer, **se conocieron los resultados de COME, que subió más de 10% en el intradiario. Esto se explica porque la ganancia neta del período creció 6,1x en términos interanuales.** Desagregando las fuentes de los ingresos, vemos que la ganancia bruta se contrajo en un 27,4% yoy y **que la causante de estos números extraordinarios son los resultados por inversiones permanentes que creció 13,5x yoy.** A su vez, dentro de las inversiones permanentes, la participación en CGC S.A. explica la totalidad de este resultado. **Los resultados de CGC muestran que estos resultados extraordinarios se deben a otros resultados financieros (+95x yoy) y tienen su origen en las diferencias de cambio netas.** Según aclaró COME en su nota de resultados, esto es producto de la utilidad financiera por el efecto contable que produce la mayor inflación por sobre la devaluación. De esta forma, **el excelente número en la última línea del estado de resultados no se relaciona con un excelente trimestre en términos de operaciones sino en las distorsiones que producen los revalúos en contextos inflacionarios.**

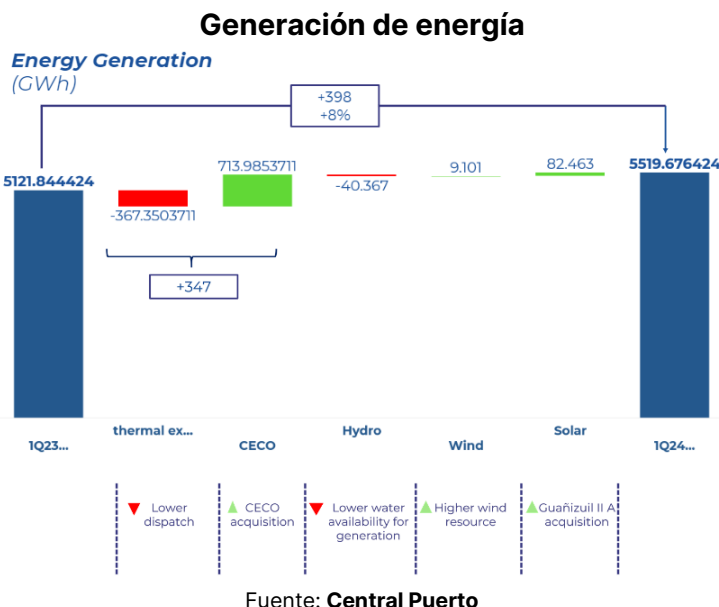
El Merval extendió su caída

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)****CEPU: mayor generación e interrogantes en los precios**

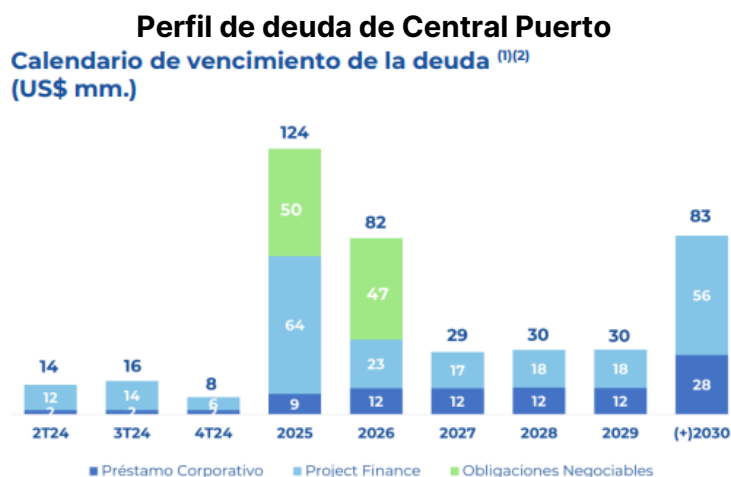
Central Puerto (BYMA: CEPU, NYSE: CEPU) presentó los resultados del 1Q24. **Los ingresos alcanzaron US\$150 millones (+22% yoy)** por un aumento de las ventas Spot/Legacy como consecuencia de la consolidación de las operaciones de Central Costanera (CECO), un aumento de las ventas bajo contrato por la adquisición del parque solar Guañizuil II A y un aumento de las ventas en el sector forestal. En tanto, los costos de ventas fueron US\$85 millones (+13% yoy) por mayores compensaciones al personal, compras de energía, gastos de mantenimientos y materiales y repuestos, debido a la consolidación de CECO. **La ganancia bruta del período fue de US\$65, lo que representa un crecimiento del 37% yoy.** Sin embargo, **el resultado operativo se redujo en un 9% yoy (US\$84 millones vs US\$92 millones en 1Q23)** debido al aumento de los gastos de administración y comercialización (+41% yoy) y la reducción de otros resultados operativos (-39% yoy). La considerable reducción del resultado por exposición al cambio del poder adquisitivo de la moneda de US\$ 46 millones a US\$ 6 millones, junto con la reducción de los costos financieros (-35% yoy) y la caída de los ingresos financieros a US\$22 millones de los US\$31 millones registrados en el 1Q23 derivaron en un **resultado antes de impuesto a las ganancias de US\$53 millones.** Finalmente, descontando los US\$21 millones en concepto de impuesto a las ganancias, **la ganancia neta del período fue de US\$32 millones (US\$0,02 por acción) frente a los US\$1 millones en el primer trimestre de 2023.**

La principal generadora de energía del país aumentó la generación 8% yoy hasta 5.520GWh (vs 5.122GWh en 1Q23) como consecuencia de la consolidación de la energía generada por la planta solar Guañizuil II A (+84GWh) y Central Costanera (+714GWh), adquiridas en octubre y febrero de 2023, respectivamente. Estos aumentos se vieron parcialmente compensados por la menor generación hidroeléctrica de Piedra del Águila (-5% yoy), causada por el menor caudal de agua. En detalle, la energía renovable aumentó 26% yoy como resultado de la consolidación del parque solar antes mencionado y la mayor disponibilidad de recurso eólico, mientras que la generación térmica aumentó 9% yoy como consecuencia de la adquisición de CECO, que representó el 54% de la generación térmica total. Destacamos que en el período se efectuaron operaciones de mantenimiento y rehabilitación que incrementaron su generación en un 78% respecto al 1Q23. En este punto, merece una mención aparte las ganancias netas desagregadas por sector. **La generación eléctrica de fuentes renovables fue causante de las ganancias del**

período, pues compensó las pérdidas por la generación de energía eléctrica de fuentes convencionales y del segmento de transporte, distribución y comercialización de gas natural. La actividad forestal también generó ganancias netas de la compañía, aunque su aporte fue equivalente al 10% del de generación eléctrica de fuentes renovables.



Dirigiéndonos a la deuda de CEPU, si bien los vencimientos de las Obligaciones Negociables suponen pagos abultados en 2025 y 2026, **los niveles de apalancamiento de la compañía son bajos, manteniendo una relación deuda neta sobre EBITDA Ajustado de 1,1x**. En el período, las deudas y préstamos que devengan intereses de corto plazo aumentaron mientras que la posición de efectivo y equivalentes se contrajo. Esto podría tener relación con la demora en los pagos de CAMMESA. En este sentido, **CEPU no definió una posición respecto de la propuesta oficial** de saldar con AE38 las transferencias atrasadas de diciembre y enero y el pago en efectivo de la transacción de febrero. Sin embargo, **aclaron que, de aceptar la propuesta oficial, la compañía tendría una pérdida aproximada de US\$29 millones, sin incluir los intereses por mora. A diferencia de otras compañías, como YPF o PAMP, CEPU no incluyó en los resultados del 1Q24 el reconocimiento de las pérdidas a asumir en caso de aceptar la propuesta de la Secretaría de Energía.**



Un hecho a destacar es **el ingreso de Central Puerto al sector minero**. El 22 de abril, una subsidiaria, Proner, celebró un acuerdo de suscripción de acciones con AbraSilver Resource Corp. De esta manera, Proner captó un 4% de AbraSilver, propietaria de un proyecto de plata y oro en Diablillos. De acuerdo con CEPU, **las inversiones realizadas son para la realización de estudios de factibilidad y otros costos operativos**. Además, aclararon que, de momento, continúan analizando otras oportunidades en el sector, aunque no ven la posibilidad de concretar otras inversiones en el corto plazo.

Para concluir, Central Puerto aumentó la producción de energía en un trimestre en el que la demanda se redujo dadas las menores temperaturas. Las inversiones en sus plantas le han permitido mejorar la eficiencia y el sector de generación de energías renovables ha demostrado ser considerablemente rentable para la compañía. A esto se suma el ingreso a nuevas industrias como la minería. No obstante, **la compañía opera en un sector que ha estado en el ojo de la tormenta en los últimos meses. No solo por los retrasos en los pagos de CAMMESA sino también por los interrogantes respecto a cómo continúa el proceso de normalización tarifaria**. En este contexto distante del ideal, CEPU ha mostrado buenos números en su 1Q24.

ALUA: el aluminio no se salvó de la recesión

La principal compañía productora de aluminio del país presentó resultados. En el 3FQ24 los ingresos por ventas alcanzaron \$230.192 millones (-16,4% yoy), mientras que los costos de ventas se redujeron 25,9% yoy hasta \$172.354 millones. De esta manera **el resultado bruto ascendió a \$57.838 millones** (vs \$42.662 millones en el 3FQ23). En la misma sintonía, **el resultado operativo ascendió a \$57.369 millones, lo que implica un aumento de 2,6x frente al mismo trimestre del año anterior**. La línea de otros resultados operativos, que engloba la ganancia por el 20% de las exportaciones liquidadas en el mercado financiero (dado el esquema vigente de 80% MULC/20% CCL), fue clave para alcanzar dicho resultado, sumando \$19.661 millones. A ello se adiciona un **resultado positivo de \$176.742 millones** (vs una pérdida de \$3.496 millones en 1Q23) **en concepto de costos financieros, que no son explicados por la compañía**, pero que estimamos tienen que ver con ajustes de cambio vinculados a su deuda en dólares. Este factor, en conjunto con las diferencias de cambio neta, arrojaron un resultado financiero de \$97.867 millones (16,0x vs 1Q23). De esta forma, **el resultado total del período ascendió a \$105.003 millones (\$37,35 por acción)**.

Si bien la línea final muestra un excelente resultado, los ingresos por ventas anticiparon una caída considerable en despachos. En el segmento de **aluminio primario, la producción creció 1% frente al mismo trimestre del 2023, pero las ventas, medidas en volumen, cayeron de 102.381 toneladas a 77.913 toneladas**, con bajas pronunciadas tanto en el mercado interno (-50,6% yoy) como en el mercado externo (-15,8%). Por otro lado, **el segmento de elaborados registró caídas importantes en los volúmenes de producción de extruidos (-53,4% yoy), laminados (27,5% yoy) y, en menor medida, foil (-23,5% yoy)**. Así, más allá de que no se registraron ventas en el mercado externo (suelen ser bajas), en el mercado interno los volúmenes de ventas cayeron 26,1%. Si bien la compañía tiene desarrolladas las ventas en el sector externo en el caso de la división de aluminio primario, pudo utilizarlo para sobreponerse a la recesión que afecta a la mayor parte de las compañías que se dedican a los materiales, la construcción y el consumo masivo.

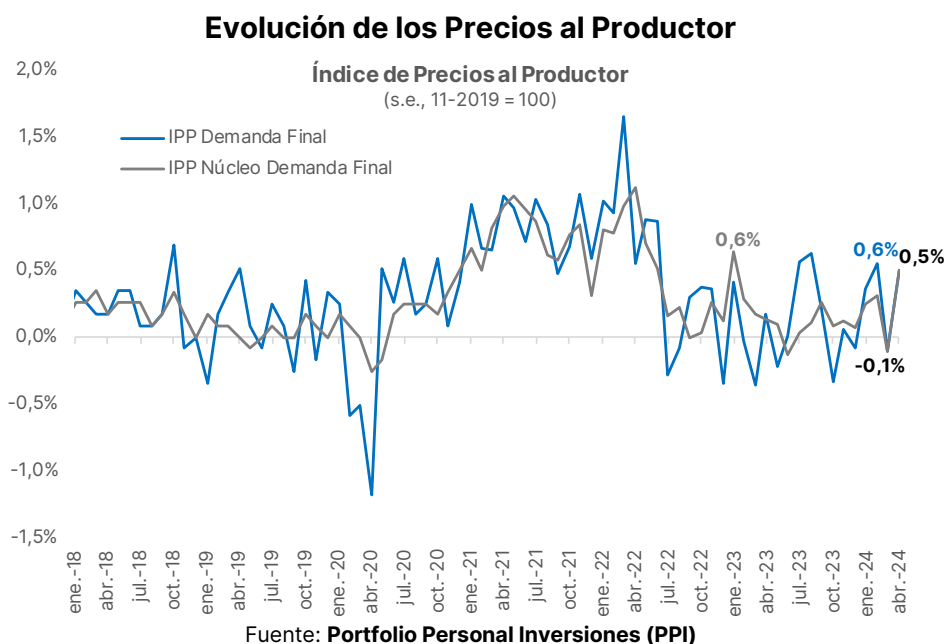
Por otro lado, en el segmento energético de la compañía, la energía eólica y térmica generaron ventas por 83,6 GWH, frente a los 120,5 GWH en 1Q23. En tanto, la Hidroeléctrica Futaleufú generó 905,9 GWH al tiempo que colocó en el mercado a término 462,6 GWH (vs 822,3 GWH y 604,3 GWH, respectivamente en 1Q23). Cabe mencionar que, si bien el volumen de agua en el embalse fue inferior al del promedio histórico, la generación fue levemente superior a la media

histórica. **A futuro, se espera que pueda mantener estos volúmenes en los próximos meses dada la recuperación del caudal y la expectativa que incremente en los meses invernales.**

Mirando hacia adelante, las perspectivas para el último trimestre del ejercicio son moderadamente alentadoras. **El precio internacional del Aluminio se encuentra en torno a US\$2.500 por tonelada, frente a US\$2.200 del primer trimestre del año.** A su vez, la alúmina, la principal materia prima, se mantiene en los niveles del último trimestre. Sin embargo, para el mercado interno las perspectivas no son tan positivas. Hasta que no se confirme que la recesión hizo piso y la economía comienza a recuperar, la empresa tendrá dificultades para aumentar sus ventas en Argentina.

Los precios al productor se aceleran en Estados Unidos

En la antesala a la publicación del dato de Índice de Precios al Consumidor (IPC), hoy se conoció el IPP, que muestra la evolución de los precios al productor. El panorama no luce alentador, ya que la inflación mensual se aceleró significativamente. En detalle, **el IPP aceleró de -0,1% en marzo (dato revisado a la baja desde +0,2%) a 0,5% en abril, superando el 0,3% esperado por el mercado.** De esta forma, el IPP anual trepó de 1,8% anterior a 2,2%, sorpresivamente igualando las proyecciones. En tanto, **la inflación core, que excluye los precios de alimentos y energía, escaló de -0,1% mensual en marzo (revisado desde +0,2%) a 0,5%, más que duplicando el 0,2% proyectado.** Así, la variación anual de la core alcanzó 2,4%, por encima de las estimaciones de los analistas (2,3%) y del dato de marzo (2,1%).



Las dos caras de la moneda. Por un lado, **la inflación se aceleró, llevando al IPP general como core a viajar a 6,2% anualizado, muy por encima del target de 2% de la Reserva Federal.** Sin embargo, pareciera que **el mercado se quedó con la corrección a la baja de los datos de marzo, ya que la tasa de los Treasuries a 10 años está cayendo 2 pbs y la de 2 años 3 pbs.** El IPP core acumula una suba de 1% en lo que va de 2024, dato que se ubicaría en 1,3% considerando el 0,2% previo a la revisión. Algo similar sucede con la inflación general, la cual acumula 1,3% en los primeros cuatro meses del año versus 1,6% previo al ajuste.

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.