

13 de agosto de 2024

Daily Mercados

ppi

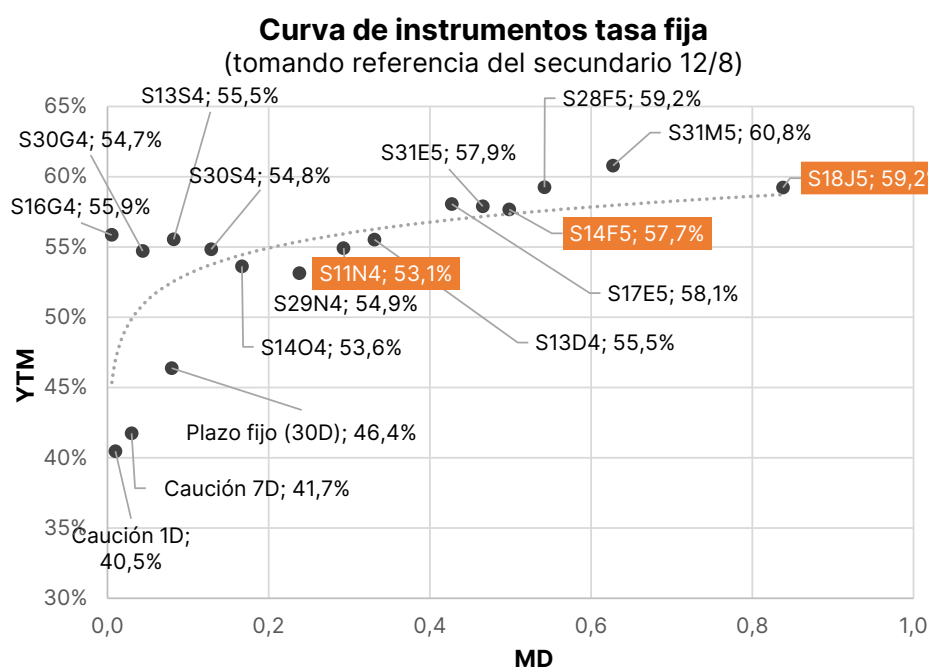
Sarmiento 459, CABA, Argentina
0800 345 7599 | +5411 5252 7599
consultas@portfoliopersonal.com

Finanzas difundió las condiciones de la Licitación del Tesoro

De acuerdo con el cronograma, **el MECON publicó las condiciones de la licitación del próximo miércoles 14**. Como destacamos, enfrentará vencimientos por \$1,28 billones de pesos, principalmente explicamos por la LECAP que vence el 16 de agosto (S16G4) y los intereses del T2X5.

Para afrontar estos vencimientos, Finanzas incluyó en el menú tres nuevas LECAPS: **una con vencimiento el 11 de noviembre de este año (S11N4), y dos con vencimiento en el año siguiente, una al 14 de febrero (S14F5) y otra al 18 de junio (S18J5)**. A su vez, adicionó dos reaperturas de bonos ajustables por CER: con vencimiento el 15 de diciembre de 2026 (TZXD6) y al 15 de diciembre del 2027 (TZXD7). Por último, tenemos reaperturas de dos bonos *dollar linked*: uno con vencimiento el 15 de diciembre del 2025 (TZVD5) y otro con vencimiento el 30 de junio del 2026 (TZV26).

Dentro de las particularidades, **la nueva LECAP más larga (S18J5) tendrá una TEM mínima de 3,95%**. Este instrumento es considerablemente más largo que el resto del menú del LECAPs (al momento la letra más larga es la de marzo 2025), y la tasa mínima es significativamente menor si observamos la S31M5 que cerró ayer con una TEM de 4,08%. Con esta nueva letra, Finanzas buscaría extender la *duration* de la curva de tasa fija en pesos, con un premio 13bps menor en comparación a la LECAP a marzo. Estaremos atentos a la evolución de las tasas en el secundario para observar si las LECAPs de 2025 comprimen para alinearse con la tasa mínima de la nueva emisión a junio.



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

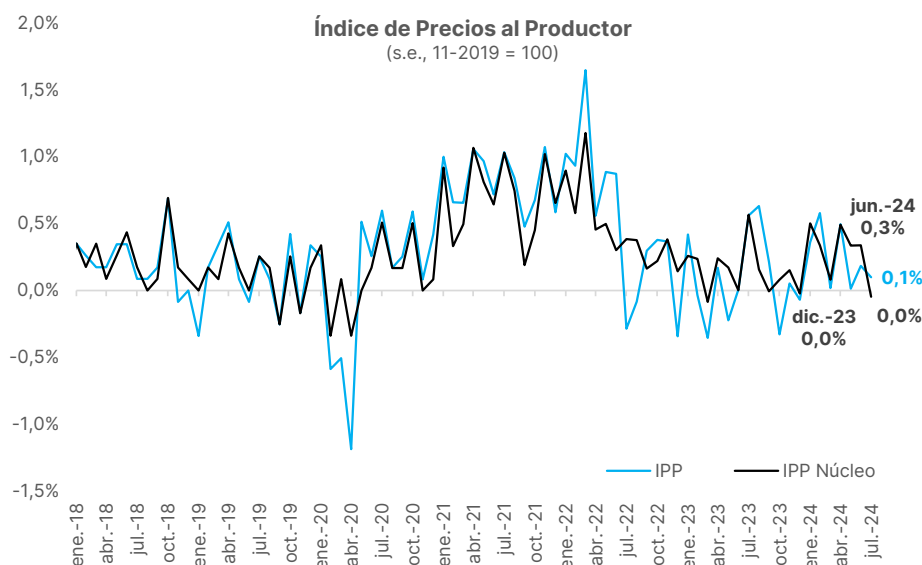
La inflación de los productores de Estados Unidos sorprendió positivamente

La lectura de julio de **la inflación mayorista sumó 0,1% mensual, por debajo del 0,2% esperado**, posicionando la variación interanual en 2,2%, frente al 2,3% esperado. En paralelo, la inflación subyacente, que excluye precios de alimentos y energía no tuvo variación, frente a estimaciones que la ubicaban en 0.2%. Así, avanzó en la medición interanual un 2,4%. El plato fuerte vendrá

mañana con la publicación del CPI (Índice de precios a los consumidores), para el cual se espera una suba de 0,2% mensual para la general, dejando la variación i.a. en 3%.

En un contexto donde las presiones inflacionarias parecen disminuir, los rendimientos de los Treasuries caen. En concreto, **la tasa a 2 años contrae 6 pbs, hasta 3,96%, mientras que la tasa a 10 años recorta 5 pbs, hasta 3,85%**. En consecuencia, el spread entre ambos tramos avanzó levemente hasta -11 pbs.

El IPP desacelera y sorprende a la baja (en %)



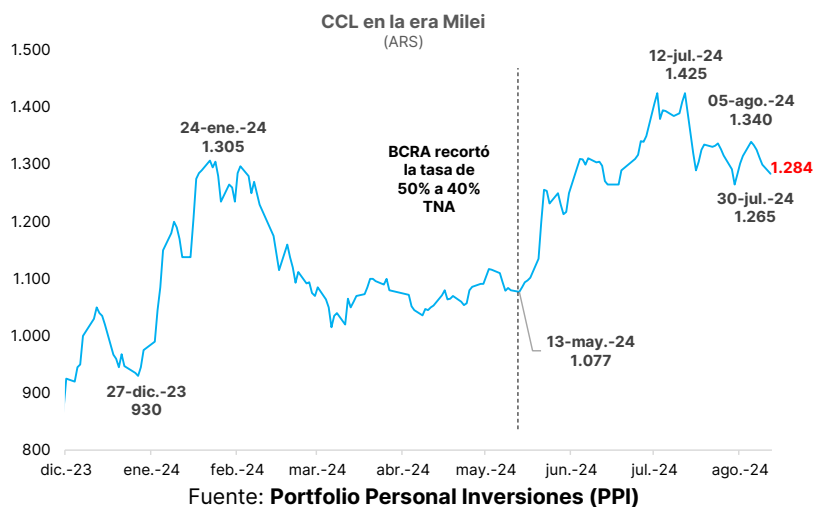
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En el día de ayer, a la espera de estos datos, los principales índices bursátiles de Estados Unidos mostraron movimientos moderados. El S&P 500 permaneció prácticamente estable y cerró sin variaciones, tras oscilar entre ligeras ganancias y pérdidas a lo largo de la jornada. Por otro lado, el Promedio Industrial Dow Jones disminuyó 0,4%, mientras que el Nasdaq logró un ascenso del 0,2%.

¿Qué hay detrás del fortalecimiento del peso?

El CCL, inversa del peso, dejó atrás el fatídico inicio de la última semana (+2,1% el lunes pasado), cuando el contexto internacional se volvió sumamente adverso para los activos de riesgo. Ayer hilvanó su quinta jornada consecutiva a la baja al **caer 1,2% de \$1.300 a \$1.284** y, así, regresó al nivel previo a que se torne más desfavorable el marco exterior. Si bien **el peso fue a contramano de la performance de los Globales**, que cerraron prácticamente sin cambios en un precio promedio ponderado por *outstanding* de US\$45,8, **se benefició del buen clima en Brasil**. El real brasileño se apreció 0,2% y contribuyó para la buena performance del peso.

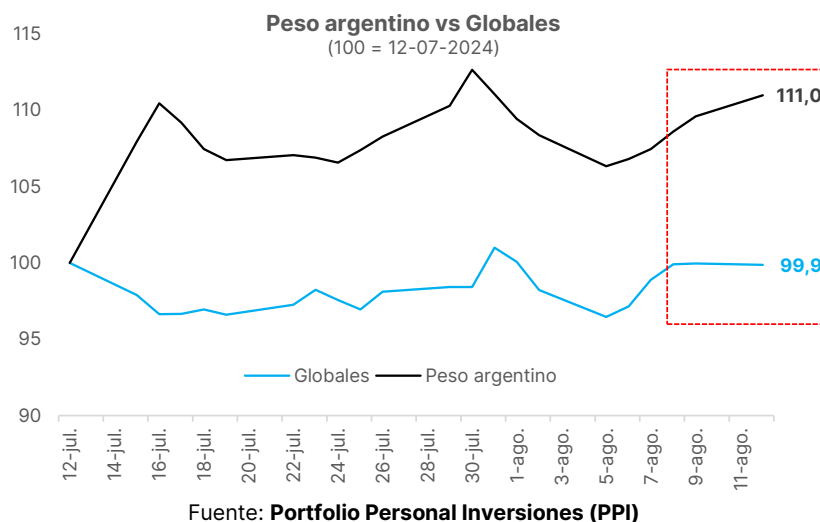
El CCL profundiza su baja



Considerando la fuerte baja de ayer, **el CCL recortó 4,2% desde el pico de \$1.340 del lunes pasado** (llegó a tocar \$1.360 en el intradiario), la mayor caída para cinco ruedas desde mediados de julio. A diferencia con aquel entonces, esta vez **no fue producto de la intervención del BCRA**, del cual no se registra presencia durante las últimas ruedas. Es decir, sería por flujo vendedor genuino, más allá de **que la amenaza latente de intervención por unos US\$1.600 millones** (descontando la intervención efectiva de alrededor de US\$300 millones) **disminuye la potencial presión compradora**.

Lo llamativo es que **la performance del peso se desacopló de la de los Globales, que están lateralizando desde el anuncio de intervención**. Esta tendencia se profundizó en las últimas tres ruedas, en las que el peso trepó 2,2%. Entonces, ¿qué hay detrás de este fortalecimiento? Dado que la apreciación no se traduce en una mejora en la cotización de los Globales, no se explicaría por los fundamentos macro. En otras palabras, no habría un cambio en el *view* de largo plazo de los inversores, los cuales siguen a la espera de definiciones acerca del esquema cambiario y la salida del cepo. Más bien, **el fortalecimiento del peso sería producto del ingreso de capitales para el pago de impuestos**. Cabe recordar que las declaraciones de Bienes Personales vencen a fin de septiembre.

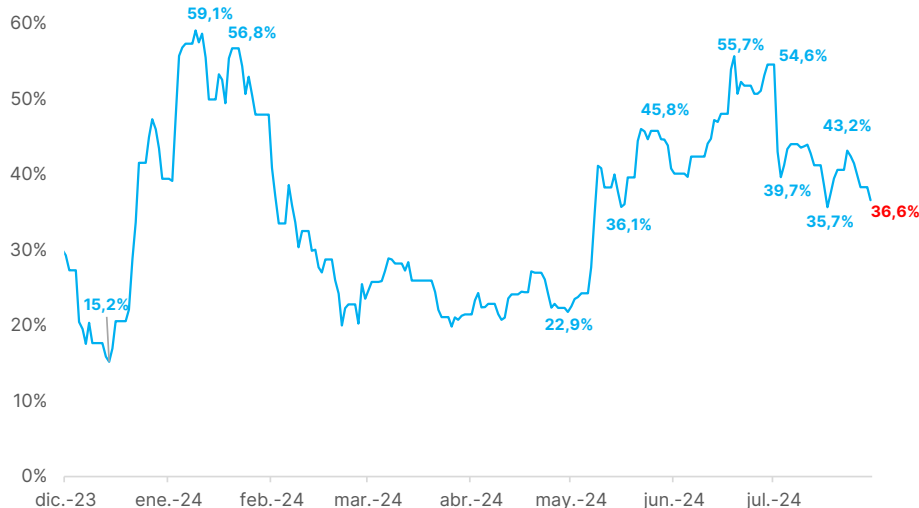
El peso se aprecia, pero los Globales lateralizan



En este contexto, **la brecha cambiaria cedió a 36,7%** desde 38,3% el viernes y, tomando mayor perspectiva, desde un pico de 43,2% el lunes pasado. De esta forma, alcanzó su menor nivel desde el 30/07, cuando tocó un piso de 35,7% post anuncio de intervención, y desde el 30/05 considerando el período previo a que esto ocurriera.

Brecha en mínimos desde fines de mayo

Brecha cambiaria en la era Milei

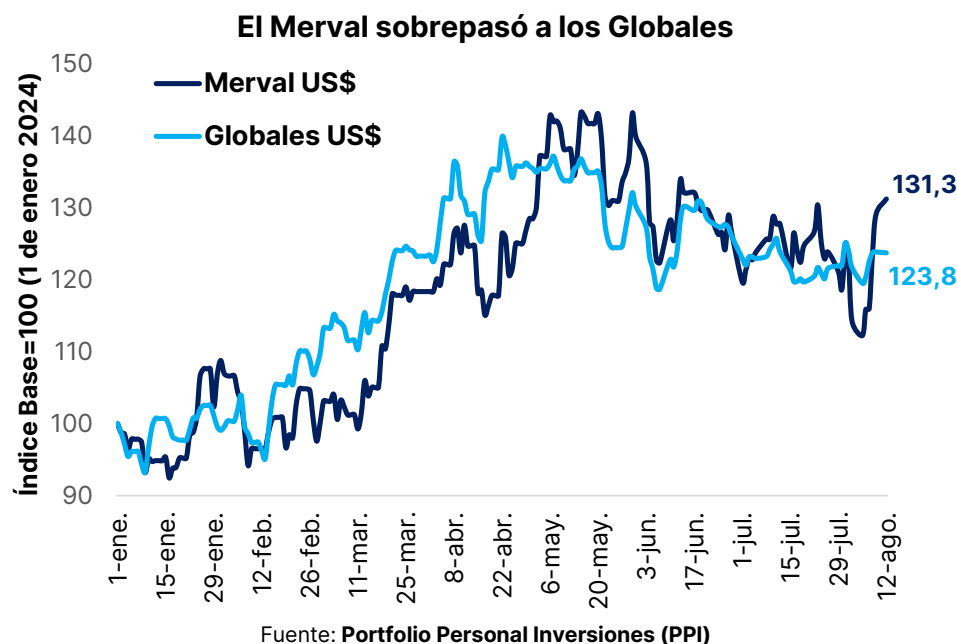


Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

El Merval tomó la delantera frente a los Globales

El índice de acciones argentinas registró su quinta rueda consecutiva al alza y aumentó 16,9% desde el "lunes negro", que sacudió a los mercados internacionales la semana pasada. Ayer, creció 1,7% y alcanzó US\$1.236, el mayor nivel desde el 14 de junio. Medido en pesos, subió apenas 0,3%, pero la baja del tipo de cambio (-1,3%) explicó la mayor parte de las ganancias. En la bolsa local, las acciones terminaron el día con variaciones mixtas. Las subas estuvieron encabezadas por **COME (+4,3%), YPF (+1,9%) y CEPU (+1,7%)**, en tanto que **TRAN (-3,4%), ALUA (-2,7%) y TXAR (-2,3%)** obtuvieron las pérdidas más marcadas. Por su parte, en el exterior, los ADRs terminaron el día con más verdes que rojos. Entre los primeros, se destacaron **VIST (+6,4%), YPF (+4,2%) y BMA (+3,4%)**, mientras que **BIOX (-1,0%), LOMA (-0,9%) y CAAP (-0,3%)** estuvieron al frente de los rojos.

Como mencionamos, **el Merval experimentó una impresionante recuperación en tan solo 5 ruedas**. Desde el "lunes negro" aumentó 16,9%, con lo que recuperó posiciones y sobrepasó a la deuda soberana *hard-dollar*, en cuanto a rendimientos se refiere. Pocos días atrás, nos resultó llamativo el atraso relativo de las acciones con respecto a los Globales. Ambos activos enfrentaron meses de negatividad a partir de ciertos factores macro que implantaron dudas sobre el programa económico. En todo este tiempo, la renta variable mostró rezagos, tanto al alza como a la baja, lo que nos hizo preguntarnos si en la incipiente recuperación de los Globales no habría un *trade* relativo entre estos activos. Desde entonces, **las acciones no solo alcanzaron a la deuda, sino que la sobrepasaron y, en términos de rendimientos, muestran una ventaja de 7,5 puntos porcentuales (pp.)**. Esta diferencia podría mantenerse e incluso extenderse, pues en el pasado alcanzó 11,1 pp. Está claro que, en el largo plazo, y estabilización macro mediante, las acciones tienen mucho espacio para crecer. No obstante, como en los últimos días, el camino estará plagado de volatilidad.



YPF: el 4x4 va tomando velocidad

YPF (BYMA: YPF, NYSE: YPF) presentó los resultados del 2Q24. **Tuvo ingresos por US\$4.935 millones (+14,5% qoq, +12,8% yoy)** como consecuencia de mayores ventas de gas natural, productos agro, gasoil y exportaciones de petróleo, parcialmente compensadas por menores ventas locales de naftas. **El resultado bruto se situó en US\$1.478 millones (margen bruto: 29,9%),** creciendo 14,5% qoq y 70,7% yoy. Por su parte, **el EBITDA ajustado alcanzó US\$1.204 millones (-3% qoq; +19,3% yoy),** con un margen EBITDA ajustado de 24,4% (vs 28,9% en 1Q24 y 23,0% en 2Q23). No obstante, **el resultado operativo fue de US\$590 millones, cayendo 11,4% qoq** (aunque +167,0% yoy), por los mayores gastos de administración (+48,9% qoq; +25,7% yoy), comercialización (+23,6% qoq; +19,7%) y de exploración (+3,8x qoq; +11,0x yoy). Consecuentemente, el resultado antes de impuesto a las ganancias cayó hasta US\$456 millones (-15% qoq) como consecuencia menores resultados en asociadas (US\$27 millones vs US\$129 millones en el 1Q24), en tanto que, los resultados financieros netos fueron menos negativos que el trimestre anterior (pasaron de -US\$259 millones a -US\$161 millones). De esta forma, y agregando el crédito al impuesto a las ganancias (+US\$79 millones), **el resultado neto del período fue de US\$535 millones (-18,6% qoq; +40,8% yoy).**

Profundizando en los segmentos de la compañía, **la producción total creció 2,5% qoq y 5,1% yoy, alcanzando 539 kboe/d. Los segmentos destacados fueron gas natural (+6,7% qoq y +6,4% yoy hasta 38,8 mm3/d por el período invernal) y NGL (+10,3% qoq y +7,8% yoy, hasta 46,1 Kbbbl/d).** Si bien la producción de crudo cayó -2,6% qoq a 248,8 kbbbl/d (aunque creció 3,2% yoy) producto de una caída en el segmento convencional que fue afectado por condiciones climáticas severas en la Patagonia, la **producción shale de la compañía extendió su sendero ascendente (+0,9% qoq y +19,8% yoy), alcanzando una producción de 113,3 kbbbl/d que representó el 52% del total de la producción.** Ahondando en este punto, al momento de la presentación de resultados, la producción no convencional ya alcanzaba 127 kbbbl/d, y apuntan a cerrar el año cerca de 140 kbbbl/d, promediando para el 2024 un poco más de 120 kbbbl/d. Recordemos que el objetivo es llevar la relación convencional/no convencional al 20% y 80%, respectivamente.

Ello, sumado a los mejores precios del petróleo (+3,7% qoq y +11,7% yoy), permitió que **los ingresos del Upstream crezcan 9,5% qoq y 14,6% yoy hasta US\$2.172 millones.** Llamativamente

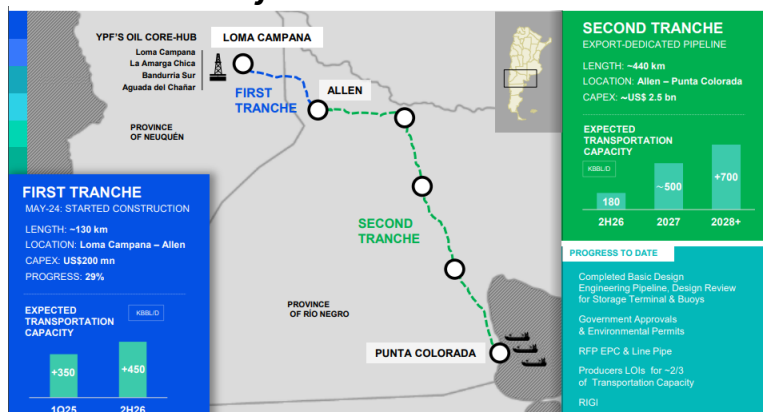
el costo de extracción aumentó 25,6% qoq hasta US\$16,2 boe, con el costo del segmento convencional posándose en US\$28,7/boe (+33% qoq) y del no convencional en US\$5,7/boe (+23%qoq). A su vez, el costo de extracción de los bloques *shale core-hub* también aumentó 42,4% qoq hasta US\$4,7/boe. Este aumento en los costos se explica por el aumento de los costos en dólares tras la devaluación de diciembre, principalmente *pulling* y mantenimiento, y la menor producción convencional. A pesar de este empeoramiento, los costos de extracción muestran claramente por qué YPF tiene como objetivo volcarse a los segmentos no convencionales, **en el marco del Proyecto Andes**.

Por último, cabe destacar que **más del 70% de las inversiones realizadas por la compañía fueron destinadas al segmento Upstream, y más del 85% de estos fondos tuvieron como objetivo áreas no convencionales**. En consecuencia, las actividades de perforación crecieron, perforándose 79 pozos de los cuales 58 fueron horizontales *shale* y 21 convencionales. A su vez, la compañía sigue marcando hitos operativos. En *shale* logró un promedio de 292 metros por día en perforación y 237 etapas por set mensual en fractura. A su vez, logró mejorar la velocidad de perforación de longitud lateral, alcanzando 1.500 metros en un solo día en un pozo del bloque La Angostura Sur.

En tanto, en el segmento **Downstream, el crudo procesado apenas cayó 0,6% qoq hasta 299,2 kbbl/d** y, consecuentemente, la utilización de refinerías retrocedió tan solo 1 punto porcentual hasta 91%. Esto se debe a las menores ventas locales de combustibles (que pasaron de 3.489 km3 en 1Q24 a 3.431 km3), que fueron parcialmente compensados por una mejora en el precio neto local de 2,9% qoq. De esta forma, **los ingresos crecieron 4,6% qoq hasta US\$3.957 millones**, impulsados por las mayores ventas de gasoil y fertilizantes y mayores exportaciones de granos, harina y petróleo (crudo Medanita hacia Chile), que compensaron la menor demanda en naftas. En este sector, los costos de refinería y logística crecieron 19,7% qoq como consecuencia de los mayores costos en términos reales, a los que se sumó la mayor actividad relacionada con las paradas programadas y mantenimientos.

En lo que respecta a **las inversiones en el segmento Downstream, estas crecieron 52% qoq hasta US\$299 millones, dedicándose 51% a refino, 33% a midstream oil (Vaca Muerta Sur) y 13% logística**. En este sentido, destacamos que se comenzó a construir el primer tramo del oleoducto de 127km que conectará Loma Campana, donde están los bloques *core-hub sale* de la compañía, con Allen en Río Negro, que es el punto de acceso para llevar el petróleo a la Provincia de Buenos Aires. Recordemos que este es el primer tramo de una obra cuyo objetivo es alcanzar Punta Colorada en Río Negro para exportar crudo a través del Atlántico a partir de un nuevo puerto. Este proyecto podría ser un *game changer* tanto para YPF como para el país, considerando que el puerto de aguas profundas permitiría el ingreso de VLCCs (*very large crude carriers*) y abrirían el mercado de Asia para Argentina.

Proyecto Vaca Muerta Sur

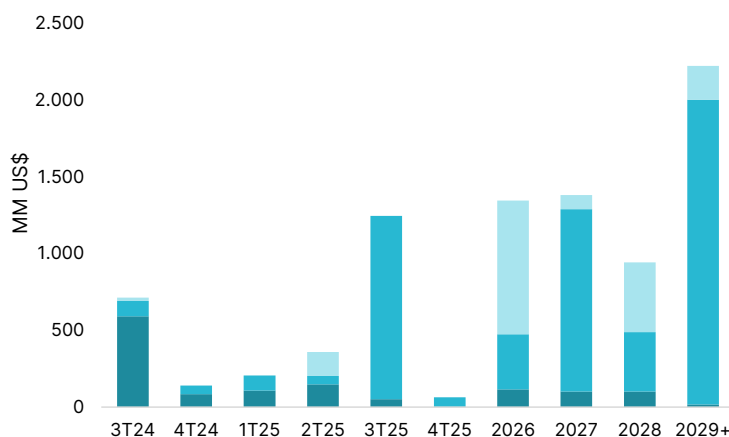


Fuente: Presentación de resultados YPF

Por último, **Gas y Energía registró ingresos por US\$862 millones (+78,8% qoq, + 18,4% yoy) por las ventas estacionales de gas y los ajustes tarifarios que recibió Metrogas.** El resultado operativo del segmento fue de US\$44 millones y el EBITDA ajustado de US\$59 millones. Las inversiones en este segmento fueron de US\$18 millones, explicados por la modernización de la planta NGL TEX Loma La Lata, el gasoducto Rincón del Mangrullo y la modernización de la planta de tratamiento de gas natural de Loma Negra. **Dentro del marco de este segmento se encuentra encapsulado el proyecto GNL Argentina, que en estos días fue noticia por la decisión de instalar la planta en Punta Colorada, Río Negro.** Aclaramos que la decisión final de inversión para este proyecto está pronosticada para el 2H25.

Durante el período, la variación de efectivo del trimestre fue negativa en US\$257 millones, monto en el que aumentó **la deuda neta consolidada de la compañía, que pasó de US\$7.200 millones a US\$7.457 millones.** No obstante, **es importante que el ratio de apalancamiento se mantuvo en 1,7x, en línea con el *guidance* del año, dado que el EBITDA creció en términos interanuales.** En cuanto a la gestión de su deuda, vale la pena señalar que durante el trimestre YPF canceló los US\$208 millones remanentes de su bono internacional con vencimiento en abril. En lo que resta del 2024, YPF enfrentará vencimientos por US\$854 millones en financiamiento de comercio exterior de corto plazo y amortizaciones de bonos internacionales. Con gran capacidad de acceso al mercado de capitales y caja y equivalentes por US\$1.394 millones, estos vencimientos no representarán inconveniente alguno para la petrolera argentina.

Perfil de deuda de YPF

Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a YPF**

Para concluir, los resultados dieron señales positivas, aunque no sin algunos tropezones. Sin embargo, **todo indica que continúa recorriendo el camino con los ojos puestos en los planes de largo plazo**. En particular, el plan 4x4 sigue su marcha con el desprendimiento de los segmentos convencionales (ya se firmaron 6 acuerdos de ventas para 6 clusters, quedando 5 clusters adicionales dentro del Proyecto Andes y otros 20 pozos para vender/devolver por fuera del proyecto) que permitirá focalizar los esfuerzos en las áreas de *shale* donde las ventajas en términos de eficiencia están más que claras. En el trimestre, el hecho de que los costos aumentaron por inflación mientras los ingresos por el *crawling peg* sumando a una menor producción de petróleo, opacaron el avance de la compañía, en especial tomando en consideración las altas expectativas que la azotaban. En definitiva, nos gustan los pasos que la compañía viene dando, y por ello **seguimos muy optimistas con YPF**.

NUESTRO EQUIPO

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Pedro Morini

Strategy Team Leader
pmorini@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martín Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Diego Ian Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@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.