

07 de marzo de 2025

Strategic data

ppi

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

Análisis de Resultados 4Q24: VIST y TGS

Vista Energy: a la altura del *guidance*

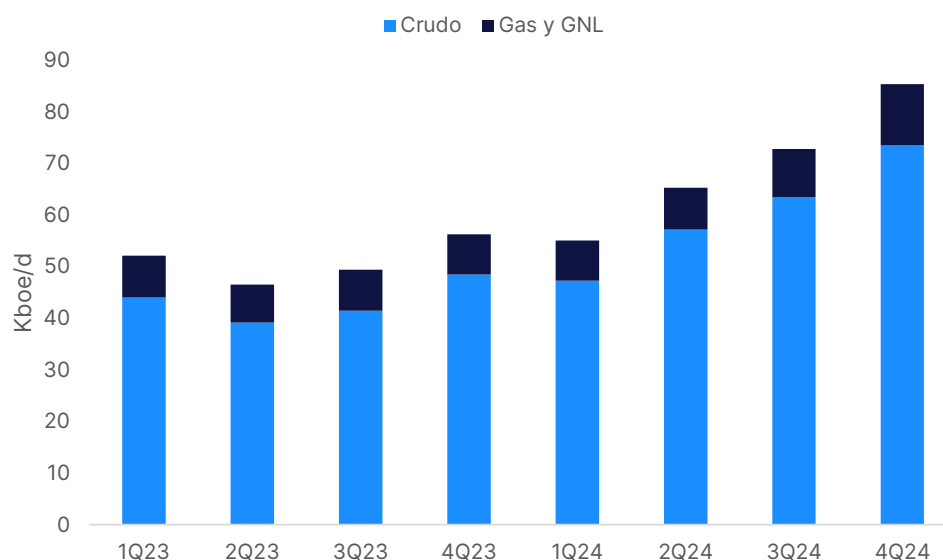
El miércoles de la semana pasada, luego del cierre de la rueda de mercado, Vista Energy dio a conocer los resultados correspondientes al cuarto trimestre del año (4Q24). **El jueves después del call con inversionistas, las acciones de la petrolera cayeron 5,4%**, situación que empañó parcialmente la presentación. Sin embargo, debemos mencionar que **esto sucedió en un contexto marcadamente adverso, donde el S&P500 registró una baja de 1,6% y el Nasdaq se contrajo 2,8%**. Tanto es así que, en la rueda inmediatamente posterior, luego de que las turbulencias del mercado internacional se disiparan parcialmente, las acciones de VIST se recuperaron un 4,2%, logrando compensar gran parte de la caída inicial.

Vista Energy cerró 2024 alcanzando un récord de ingresos trimestrales de US\$471,3 millones, impulsados principalmente por una fuerte aceleración de la producción de petróleo. Las ventas aumentaron 1,9% secuencialmente, pero se dispararon 52,4% interanualmente, a pesar de una dinámica algo desfavorable en los precios realizados del petróleo (las ventas de petróleo representaron el 96,5% de los ingresos totales). Sin embargo, dado que los costos de ventas crecieron 10,7% en términos secuenciales y 65,3% interanualmente, **el beneficio bruto no logró acompañar con nuevo récord y retrocedió 6,8% qoq a US\$216,6 millones (aún un +39,7% yoy)**. En consecuencia, el margen bruto disminuyó 429 pbs qoq y 420 pbs yoy, situándose en 49,0%. **Acá es importante destacar que los costos de ventas crecieron más rápido que las ventas, dado que Vista destinó 280 mil barriles de su producción trimestral a normalizar los niveles de inventario y a la puesta en marcha del oleoducto de expansión Oldelval (70 kbbl fueron requeridos para la puesta a punto de la línea).** En este sentido, la divergencia entre ventas y costos debe considerarse un hecho puntual. Esperamos que se revierta en el siguiente trimestre. **Esto queda aún más claro al observar el costo de extracción, que creció 8% interanual, pero se mantuvo estable trimestre a trimestre en 4,7 US\$/boe** (todavía por encima del 4,5 US\$/boe pretendido, aunque desde el *management* aclararon que ello se debió a un CAPEX incremental extraordinario que fue necesario para poder aumentar la producción de semejante manera). Siguiendo con los resultados operativos, los costos comerciales aumentaron un 45% en términos secuenciales y 116% interanualmente a 8,0 US\$/boe, ya que **la empresa se vio obligada a evacuar 20,3 kbbl/d de petróleo crudo por camiones** (en comparación con 12,3 kbbl/d en el 3Q24) debido a la falta de capacidad de evacuación contratada. Esperamos que esta dinámica persista durante el 1Q25, pero se revierta rápidamente una vez que el Proyecto Duplicar de Oldelval esté en línea a finales de marzo de este año. En la misma dirección, una menor ganancia del Programa de Aumento de Exportaciones (US\$8,9 millones frente a US\$15,4 millones en el 3Q24 y US\$81,2 millones en el 4Q23) debido a una brecha cambiaria contenida afectó **el EBIT, que terminó el trimestre en US\$129,4 millones (-30,9% en comparación secuencial y -26,7% interanual)**. No obstante, dado que los gastos por depreciación aumentaron considerablemente debido al incremento en la producción, **la caída del EBITDA fue más contenida. Cayó 11,9% qoq y 5,1% yoy a US\$273,3 millones, con un margen del 58,0% (-908 pbs qoq y -3.518 pbs yoy)**. Pasando a los resultados financieros, estos representaron una pérdida de US\$4,7 millones, ya que los gastos por intereses crecieron a US\$25,4 millones (frente a US\$21,0 millones en el 3Q24 y US\$5,7 millones en el 4Q23), pero fueron parcialmente compensados por otros resultados financieros (US\$19,3 millones) e ingresos por intereses (US\$1,4 millones). Por lo tanto, **el EBT**

terminó en US\$124,7 millones (-35,9% qoq y -25,5% yoy), y después de deducir los impuestos sobre la renta de US\$30,9 millones, el ingreso neto terminó en US\$93,8 millones (-43,3% vs 3Q24 y -29,5% vs 4Q23).

En lo que respecta a la producción, Vista registró otro trimestre sobresaliente. La producción total se disparó 17,1% qoq y 51,4% yoy, alcanzando los 85,3 kboe/d, dejando el promedio anual en 69,7 kboe/d (+36% interanual, en línea con las previsiones). La producción de petróleo jugó un papel clave, ya que aumentó 15,7% secuencialmente y 51,6% interanualmente, alcanzando los 73,5 kbb/d, impulsada principalmente por la producción de petróleo operada, que subió 16,3% qoq y 55,7% yoy, alcanzando 70,9 kbb/d. Asimismo, la producción de gas natural también tuvo un desempeño notable, ya que la producción operada alcanzó 1,6 MMm³/d (+27,2% qoq y +59,0% yoy). En este sentido, la producción *shale* de Vista siguió ganando terreno, representando el 93,9% de sus operaciones (frente al 93% en el 3Q24 y al 88,3% en el 4Q23). También debe destacarse que, durante el trimestre, la empresa conectó 11 pozos (y completó 13), sumando a los 39 pozos que ya había conectado a lo largo del resto de 2024 (50 pozos en total en 2024 frente a 31 en 2023). Mirando hacia 2025, Miguel Galuccio afirmó que esperan crecer a un ritmo similar al del año pasado en términos relativos. En detalle, mencionó que esperan una producción ligeramente decreciente para el 1Q25 mientras esperan que Duplicar se vuelva completamente operativo, una aceleración moderada para el 2Q25 y un impulso a toda máquina durante la segunda mitad de 2025, con el objetivo de alcanzar un promedio de 95-100 kboe/d para el año. La dinámica propuesta parece bastante similar a la de 2024.

Métricas de producción VIST



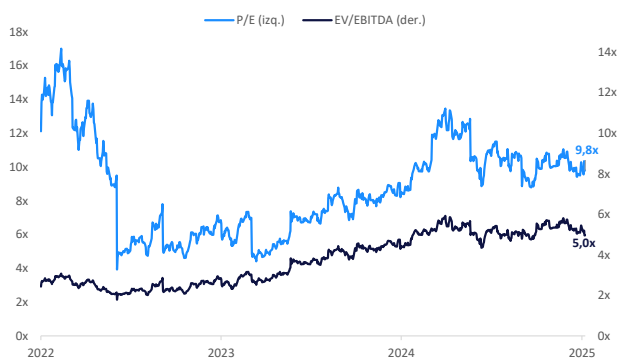
Fuente: **Portfolio Personal Inversiones (PPI)**

En definitiva, **los resultados de Vista estuvieron en línea con las expectativas**. La producción aumentó lo suficiente para cumplir con las previsiones tanto en términos trimestrales como anuales, y a pesar de algunos contratiempos temporales en los costos, el EBITDA anual también cumplió con las expectativas. De cara al futuro, como mencionamos, no esperamos cambios importantes para el trimestre en curso en términos de producción, ya que la capacidad de evacuación sigue siendo

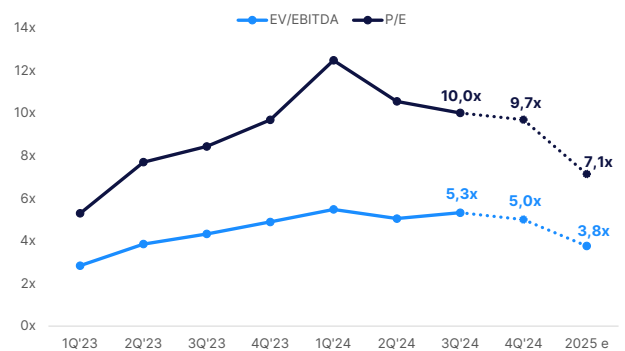
limitada y el transporte por camión impacta significativamente en los márgenes. **Miguel Galuccio dejó muy claro en la llamada de ganancias que la dirección está enfocada en maximizar el valor presente neto de cada inversión y no simplemente en cumplir con los objetivos trimestrales para satisfacer los caprichos del mercado.** Sin embargo, seguimos expectantes sobre lo que pueda ocurrir en el interín, ya que Vista acumula una abultada posición de efectivo de US\$764,3 millones y levantó otros US\$90 millones localmente el miércoles. **No podemos dejar de preguntarnos para qué necesita tanto efectivo si no tiene la intención de aumentar materialmente la producción a corto plazo.** En este sentido, vienen a la mente los últimos hechos relevantes publicados por la empresa. En su convocatoria para la junta de accionistas programada para el 3 de marzo, la agenda de Vista proponía discutir la compra de distintos tipos de activos que derivaran en un mayor derecho sobre activos no convencionales. En sus palabras, **eso incluía “la adquisición y/o participación en entidades que posean dichos activos”.** Asimismo, propuso discutir la posibilidad de “emitir cualquier tipo de deuda financiera para pagar total o parcialmente la Adquisición Potencial o las Adquisiciones Potenciales”. Según el tercer punto en la agenda, eso incluiría la posibilidad de emitir acciones adicionales “para pagar total o parcialmente la Adquisición Potencial o las Adquisiciones Potenciales”. Claramente **no hace falta ser Sherlock Holmes para sospechar de una operación de M&A, pero adivinar el objetivo potencial es otra historia.** No obstante, **al examinar prospectos para tal propósito o incluso posibles asociaciones, la oferta de Vaca Muerta está llena de oportunidades interesantes.** Sabemos que la dirección de Vista trabaja meticulosamente y que no están dispuestos a pagar de más por activos (como quedó claro con su salida de la subasta de ExxonMobil), por lo que estamos seguros de que no se involucrarán en una operación sin estar completamente seguros de que están haciendo un gran negocio.

Para concluir con algunas métricas de valuación, cabe observar la evolución del EV/EBITDA y P/E luego de que la compañía presentara su balance y el mercado se ajustara no solo a ellos sino también a las renovadas perspectivas del crudo. Así **arribamos a un EV/EBITDA de 5,0x, y un P/E de 9,8x, algo por debajo de otras compañías del sector** (compañías dedicadas a la exploración y producción de O&G de países emergentes *tradean* a 16,6x *trailing* P/E). Además, **considerando las proyecciones futuras, ambos muestran valores aún más atractivos.**

Evolución ratios de valuación



Proyecciones de ratios de valuación



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

Dadas las perspectivas de la compañía y su valuación, mantenemos nuestra tesis sobre Vista. Sostenemos que es una excelente compañía, con un *management* de primera línea enfocado en

cumplir con su palabra. Estos resultados no hacen más que demostrar que se encuentra encaminada en mantener su ritmo de crecimiento en producción, a pesar de algunas vicisitudes que pueda mostrar de corto plazo. **Actualmente creemos que la dinámica del precio del crudo, sumado a un *guidance* que posterga el crecimiento de producción a la segunda parte del año, no cooperan con su acción, pero la potencial operación de M&A podría cambiar el curso rápidamente.** Para cerrar, nos gustaría citar una frase de su propio CEO mencionada durante la llamada con inversores con la que coincidimos: *"seguimos siendo baratos para el crecimiento que generamos"*.

TGS: no es todo tarifas

La transportadora de gas más grande de Latinoamérica presentó los resultados del 4Q24. **En los últimos tres meses del 2024 sus ingresos se catapultaron 56,2% yoy hasta \$348.465 millones.** Ello se explica, por un lado, por la vertical de Transporte de Gas Natural, que aportó \$133.930 millones (38,4% del total de los ingresos), implicando un crecimiento de 3x frente al año anterior como consecuencia del proceso de normalización tarifaria. Por otro lado, Producción y Comercialización de Líquidos tuvo un trimestre espectacular y generó \$158.864 millones, por lo que recuperó el podio en términos de representatividad sobre las ventas con un 45,6% del total (luego de un mal 3Q24). Por último, los ingresos del segmento *Midstream* cayeron 4,8% en términos interanuales, dado que sus tarifas se encuentran dolarizadas y la inflación avanzó a un ritmo mayor que el dólar oficial. Por el lado de los gastos, incurrió en costos de ventas por \$157.832 millones (+9,8% yoy), mientras que los gastos de administración y comercialización treparon hasta \$34.246 millones (+16,1% yoy). Por su parte, otros resultados operativos pasaron de una pérdida de \$603 millones a una ganancia de \$2.280 millones y la reversión del deterioro de PPE (inicialmente aplicado al segmento de Transporte en 2020) permitió incrementar los resultados en \$39.625 millones. De esta manera, **el resultado operativo se situó en \$198.291 millones multiplicándose 4 veces frente a los \$49.316 millones del 4Q23.** En tanto, los resultados financieros netos fueron positivos en \$5.920 millones, a los que se agregan otros \$103 millones de resultados en asociadas (en el mismo período del año anterior se registraron pérdidas por \$148.082 millones y \$281 millones, respectivamente). En consecuencia, el resultado antes de impuestos totalizó \$204.315 millones frente a una pérdida de \$99.047 millones en el 4Q23. Descontando el impuesto a las ganancias por \$74.695 millones, **el resultado neto del período fue de \$129.619 millones cuando en el mismo trimestre del 2023 se había registrado una pérdida de \$51.090 millones. Así, el resultado por acción ascendió a \$172,16 y \$860,96 por ADR.**

En cuanto a los principales segmentos de la compañía, **el que mejor performance relativa mostró fue Transporte de Gas Natural. Luego de la actualización tarifaria experimentada en 2024, esta vertical de TGS volvió a ser muy rentable.** Cabe recordar que la compañía recibió un aumento de 675% en abril de 2024 y actualizaciones mensuales de precios a partir de agosto. En el último trimestre, los aumentos fueron de 2,7% en octubre, 3,5% en noviembre y 3,0% en diciembre. De cara al primer trimestre de 2025, recibieron aumentos del 2,5% en enero, 1,5% en febrero y 1,7% en marzo. **Hacia adelante, lo más relevante pasará por la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT).** En la audiencia pública de principios de febrero TGS presentó su plan de inversiones para los próximos cinco años y una tasa de capital pretendida de 9,98% real, lo que da como resultado un aumento tarifario del 22,7%. Si bien el ENARGAS no emitió una resolución final de la RQT, propuso una tasa WACC de 7,18% real luego de impuestos. A su vez, desde TGS propusieron alternativas de ajuste tarifario periódico posterior basadas en el IPIM y una fórmula polinómica con datos del INDEC, mientras que el ente regulador propuso un ajuste periódico compuesto 50% por IPC y 50% IPIM. Observando los planteos de ambas partes, **pareciera que esta línea de negocio ya se encuentra próxima a su pico de rentabilidad.** En primer lugar, los ajustes tarifarios de febrero y marzo posiblemente se ubiquen por debajo de la inflación. En segundo lugar, no creemos que en un año electoral el pedido de TGS vaya a ser otorgado. Aun así, esperamos que ambas partes lleguen a un acuerdo sobre un punto intermedio. De cualquier manera, el segmento ya generaría un EBITDA cercano a US\$360 millones al año si se mantuviera en los niveles de los últimos tres trimestres, lo que parece más que respetable.

Otro dato relevante para seguir será el pedido de extensión de la concesión por el período de 20 años a partir de 2027, que se encuentra pendiente de resolución. TGS espera recibir el visto bueno en algún momento del primer semestre.

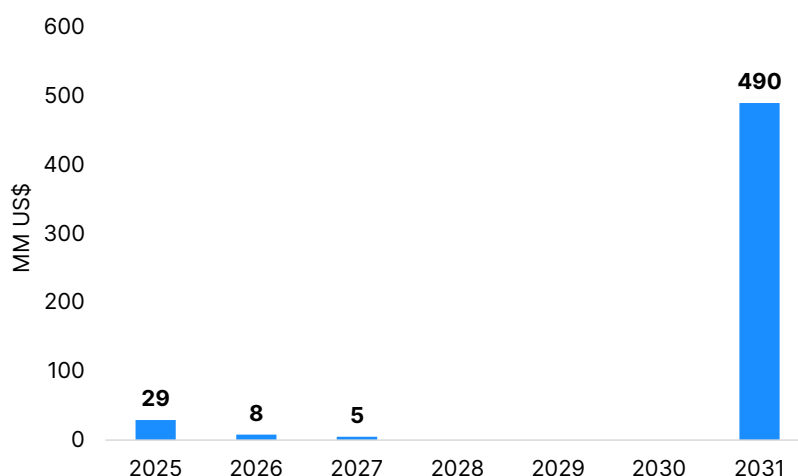
En cuanto a **Producción y Comercialización de Líquidos**, el mejor resultado se explicó por un aumento en los volúmenes de propano, butano y etano despachados junto con un aumento en los precios internacionales de referencias y los precios locales del butano y propano. El volumen total vendido saltó a 338.311 toneladas (ton) frente a las 270.579 ton del 4Q23. Más de la mitad de los despachos (172.248 ton) tuvieron por destino el mercado local, pero fueron 8.065 ton menos que en el último trimestre de 2023. La mayor parte se explicó por los despachos de etano (100.338 ton) que treparon 10.969 ton, pero no lo suficiente para compensar la baja en propano (-7.931 ton) y butano (-11.103 ton). En tanto, **los despachos al mercado externo compensaron por demás la baja del mercado local. Se despacharon 166.063 ton, 75.797 ton más que en el 4Q23.** Las ventas al mercado externo de propano se duplicaron (de 44.220 ton a 88.100 ton), mientras que los volúmenes de butano hicieron lo propio en 3,8x, pasando de 13.073 ton a 50.162 ton. Este espectacular desempeño fue parcialmente compensado por los menores despachos de gasolina natural que pasó de 32.973 ton a 27.801 ton. **Hacia adelante, esperamos que este segmento siga teniendo un desempeño sólido, e incluso mejor al actual, dado que la Secretaría de Energía, a través de la Resolución 15/2025, eliminó los precios máximos para el propano y butano, que ahora se registrarán por paridad de exportación.**

Por último, **Midstream y Telecomunicaciones, que incluye los servicios de midstream prestados en Vaca Muerta, no se destacó como en otros trimestres.** Las ventas se redujeron en pesos dado que es un negocio dolarizado y aumentaron los gastos de administración y comercialización pues son costos principalmente en pesos. Por ello, este fue uno de los segmentos más afectados por el aumento de los costos medidos en dólares, producto de que la inflación viajó por encima del aumento nominal del tipo de cambio oficial. Aun así, **hacia adelante las perspectivas de este segmento son positivas.** La expansión de la planta de acondicionamiento de Tratayén culminó en febrero, duplicando su capacidad, lo que se reflejará de lleno en el segundo trimestre de 2025 cuando la demanda estacional alcance su pico. A su vez, **los tiempos de definición de la ampliación del gasoducto Perito Moreno se acercan y TGS tiene prioridad en el proyecto por haber sido la compañía que presentó la iniciativa.**

Por otro lado, el perfil de deudas de la compañía es inmejorable. **No solo cuenta con una caja de US\$200 millones por encima de los compromisos que la aquejan, sino que además este año debe enfrentar pagos de tan solo US\$29 millones. La mayor parte de sus vencimientos (US\$490 millones) caerán en 2031** cuando vence su obligación negociable internacional. En este sentido, TGS cuenta con un interesante flujo para desarrollar su negocio. Esperamos pronto tener más claro cuál será el próximo proyecto a seguir. Por lo pronto, la ampliación del Perito Moreno por 14 millones de m³/d (ampliable hasta 20 millones de m³/d) conllevaría una inversión de aproximadamente US\$500 millones según estimaciones iniciales de la compañía. Recordemos que además la iniciativa privada incluía una ampliación extra por US\$200 millones para facilitar llevar gas al norte del país, por lo que la caja de TGS podría tener buen uso mientras mantiene un perfil que por varios años no generará complicaciones.

Cronograma de pagos de deuda financiera

-Al 31 de diciembre de 2024-

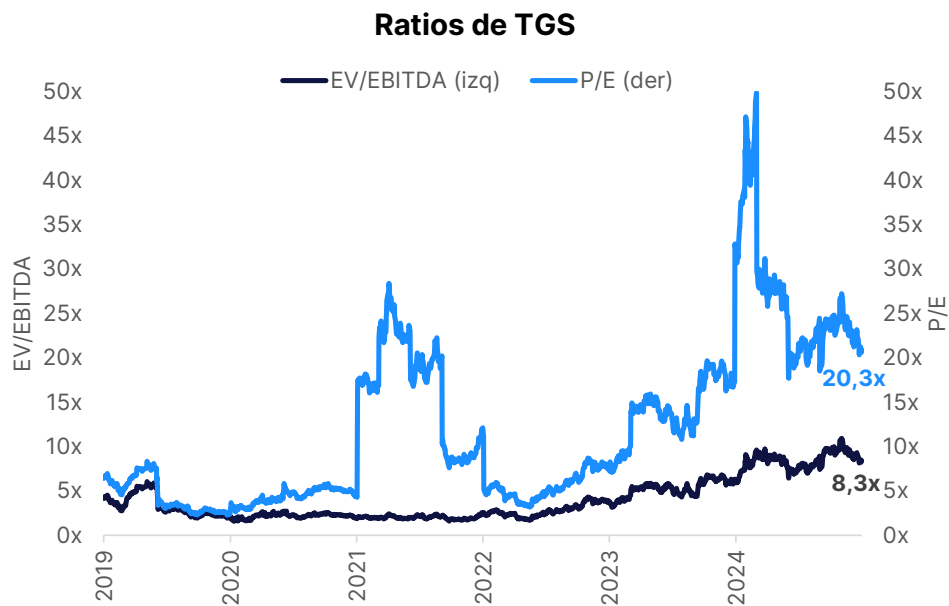


Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI) en base a presentación de resultados de TGS

En resumen, fue un trimestre formidable para TGS. La actualización de tarifas permitió que el segmento de Transporte de Gas Natural vuelva a mostrar su potencial de generar ingresos. Sin embargo, más allá de la extensión de la concesión y la revisión quinquenal de tarifas, no parece probable que los ingresos de este segmento tengan mucho margen para continuar creciendo. Tampoco tendrían mucho espacio para comprimir, pues no parece probable que el gobierno tire por la borda el esfuerzo incurrido en la actualización tarifaria. Por ello **creemos que los drivers de crecimiento deberán provenir de sus segmentos no regulados.** En este sentido, la mejora inmediata podría venir del segmento de producción y comercialización de líquidos luego de la eliminación del precio máximo de venta dispuesto para los productos bajo el Programa Hogar, que según comunicaron en el *call* hubiera significado US\$30 millones anuales extra de EBITDA. Más a largo plazo, y **con vistas al invierno de 2026, la ampliación sería el driver más concreto. En un segundo orden de factibilidad, la transformación de la planta de Tratayén en una planta extractora podría darle impulso extra al segmento de Líquidos.**

En términos de valor, **la reciente corrección de los papeles argentinos mejoró los ratios de TGS.** Si bien cierra el 2024 con un ratio **EV/EBITDA de 8,3x y P/E de 20,3x, que a primera vista no son de lo más atractivo, cabe recordar que estos resultados todavía engloban un 1Q24 flojo para el segmento de Transporte.** Por ello, **es probable que las mejoras en el segmento de Líquidos y el impacto de la normalización tarifaria en el primer trimestre del 2025 hagan estos ratios aún más atractivos.** Además, si tomamos como referencia los ratios publicados por NYU (Damodaran), el EV/EBITDA de empresas distribuidoras de países emergentes de *Oil&Gas* es de 8,3x, mientras que *utilities* en general tiene un EV/EBITDA de 9,0x. El primero, en línea con el actual ratio de TGS, aunque por encima de los ratios que podría mostrar el año próximo. A su vez, el actual ratio P/E para empresas del segmento distribución de Oil&Gas es de 28,8x, y el de *utilities* en general 26,0x, ambos sustancialmente por encima del de TGS. Adicionalmente, ambas lo hacen con ratios de deuda cuadruplican los de TGS en términos de EBITDA (Debt-to-EBITDA de 3,6x y 4,1x vs 0,9x de TGS), lo que implica una relación más atractiva para TGS. En resumen, **hay jugadores del segmento de Oil&Gas que pueden tener un crecimiento impresionante en los próximos años y las empresas que**

prestan servicios asociados también recibirán parte de este crecimiento. En este sentido, TGS parece estar a precios interesantes para capturar parte de este potencial *upside*.



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

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

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com

Damián Lucas Vlassich

Equity Analyst
dvllassich@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. |