

15 de mayo de 2025

Strategic data

ppi

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

Análisis de Resultados 1Q25: Transportadora de Gas del Sur y Transener

TGS: las unidades de negocio como *hedge*

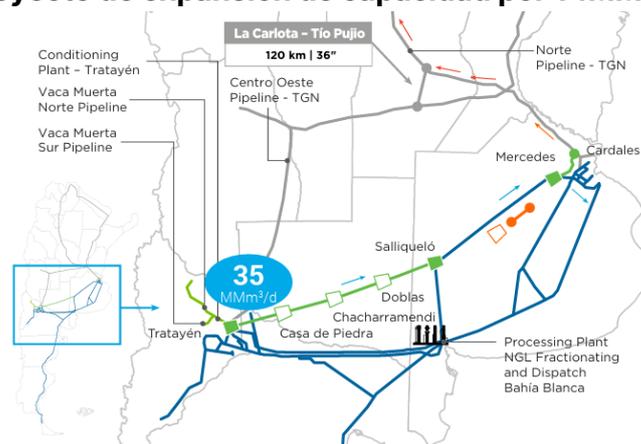
Transportadora de Gas del Sur (BYMA: TGSU2; NYSE: TGS), la transportadora de gas más grande de Latinoamérica, tuvo ingresos por **\$322.430 millones (+8,3% yoy)**. Cerca de la mitad se explicaron por el segmento Transporte de Gas Natural, que pasó de \$32.643 millones a \$152.035 millones, luego de los aumentos de tarifas recibidos durante el 2024. Por su parte, Midstream, que engloba los servicios prestados en Vaca Muerta principalmente, registró una caída en los ingresos del 8,9% yoy hasta \$59.325 millones. Por último, Producción y Comercialización de Líquidos se desplomó 44,4% hasta \$111.070 millones debido a que el complejo de producción General Cerri estuvo fuertemente afectado por la inundación en Bahía Blanca de principios de marzo. Del lado opuesto, los costos de ventas retrocedieron 13,2% hasta \$136.885 millones, por lo que **el resultado bruto se catapultó 32,6% yoy hacia \$185.545 millones**. Así, **también el margen bruto se expandió, sumando 10,5pp hacia 57,5%**. Por el lado de los costos operativos, los gastos de administración cayeron a \$9.954 millones (-32,1% yoy), y los de comercialización acompañaron en un 7,0% hasta \$20.886 millones. No obstante, estos ahorros fueron compensados con mayores pérdidas por el concepto "otros resultados operativos", que saltaron de \$1.007 millones a \$13.615 millones, explicados prácticamente en su totalidad por las pérdidas generadas por el evento climático. A pesar de ello, **la utilidad operativa saltó 38,6% yoy hasta \$141.089 millones**. Por su parte, los resultados financieros netos se redujeron a la mitad hasta \$16.426 millones (-51,9% yoy), dado que la caída en ingresos financieros (de \$57.840 millones en el 1Q24 a \$23.252 millones en el 1Q25) fue mayor a la de los gastos financieros (de \$61.396 millones a \$38.566 millones). En tanto, las inversiones en empresas asociadas implicaron ganancias por \$68 millones, por lo que, descontando los \$50.232 millones del impuesto a las ganancias, el **resultado neto del período totalizó \$107.351 millones (vs \$87.215 millones en el 1Q24)**. De esta manera, **la ganancia por acción cerró en \$142,61 (+23,1% yoy)**.

Desagregando los segmentos operativos de TGS, **Transporte de Gas Natural fue el destacado del trimestre, pues permitió mantener en crecimiento los ingresos de la compañía** luego del fuerte golpe del segmento de Líquidos por las inundaciones en el complejo Cerri. Cabe destacar que, en el trimestre, esta porción del negocio regulado representó el 47% de las ventas tras la actualización tarifaria que llegó en abril 2024 y se mantuvo a lo largo del año. Recordemos que la compañía recibió un fuerte aumento del 675% en abril de 2024 y luego aumentos mensuales entre agosto y diciembre de: 4,0%, 1,0%, 2,7%, 3,5% y 3,0%. Además, durante el primer trimestre recibió otros incrementos del 2,5%, 1,5% y 1,7% en enero, febrero y marzo, respectivamente. **Respecto del segmento regulado, un punto central fue la revisión integral tarifaria para los próximos cinco años en la que se estipuló un aumento promedio de tarifas del 3,7% a efectuarse en 31 cuotas mensuales consecutivas a partir de marzo 2025, sumado a aumentos mensuales a definirse a partir de un índice compuesto en partes iguales por el IPC y el IPIM publicados por el INDEC**. La tasa WACC utilizada para la determinación del cuadro tarifario fue de 7,18% real luego de impuestos, algo por debajo de lo planteado por las compañías del sector en las audiencias públicas y exige un plan de inversiones de alrededor de US\$340 millones hasta 2030.

En lo que respecta a la **Producción y Comercialización de Líquidos**, fue totalmente afectado por las inundaciones. Los volúmenes vendidos disminuyeron hasta **79.970 toneladas**, un **28% menos en términos interanuales**, producto de la paralización en las actividades. Las inundaciones afectaron el complejo Cerri con impacto en la producción de líquidos y, parcialmente, el servicio de transporte de gas natural que se comenzó a reestablecer paulatinamente desde el 24 de marzo sin un impacto significativo. En cambio, **en el segmento de Líquidos, recién a mediados de abril se inició de manera parcial y gradual la reactivación del procesamiento y producción**. Actualmente continúan las tareas de recuperación de los equipos dañados y continúan trabajando para restablecer por completo las operaciones de la planta. **En el trimestre, por este evento climático, las pérdidas registradas alcanzan los \$14.058 millones**, de los cuales \$10.904 millones corresponden al deterioro de materiales y propiedad, planta y equipos.

El último segmento, **Midstream y Telecomunicaciones**, que incluye principalmente servicios prestados en Vaca Muerta, también tuvo un trimestre deslucido, perdiendo peso relativo dentro de la compañía al representar el 18% de los ingresos (frente al 22% en el 1Q24). **A las menores ventas, se sumaron mayores costos, que golpearon a los resultados operativos (-31% yoy) del segmento**. La estabilidad del tipo de cambio oficial en un contexto de inflación por encima del *crawling peg* explican gran parte del desempeño dado que los ingresos de esta línea de negocios se encuentran dolarizados, mientras que no así los gastos. **En cuanto a la ampliación del Gasoducto Perito Moreno, de la que TGS tiene prioridad por haber presentado la propuesta, aun no se ha convocado a la licitación**. Contando con los aproximadamente 18 meses de obras que requiere el proyecto, recién podría estar operativo en 2027, si no hay mayores demoras.

Proyecto de expansión de capacidad por 14MMm³/d



Fuente: Presentación para Inversores de TGS

Desde una perspectiva de crédito, Transportadora de Gas del Sur ha demostrado tener buena capacidad de generar caja. Por si esto fuera poco, su perfil de deuda es inmejorable. Deberá enfrentar vencimientos por apenas US\$55 millones en 2025, otros US\$7 millones en 2026 y US\$490 millones recién en 2031. A su vez, cuenta con una posición de caja por US\$890 millones, lo que le permitiría cancelar la totalidad de su deuda en el presente y aun así tendría un remanente de más de US\$300 millones. Por este motivo, **TGS es uno de los créditos más sólidos del mercado local.**

Profundizando en la estructura de capital de TGS, en la última asamblea de accionistas del 30 de abril se aprobó la reducción del capital del 5,25% (41,7 millones de acciones) que la compañía tenía en cartera. Esta sustancial posición de caja y capacidad para tomar deuda llevan a la pregunta de cuál será el próximo paso de la compañía. Aun aguardan la licitación de la ampliación del Gasoducto Perito Moreno, un proyecto que conllevaría un CAPEX de alrededor de US\$700 millones. **También podrían participar en el proyecto de exportación de LNG a través de nuevos gasoductos, aunque aún no hay una decisión tomada.**

En definitiva, fue un buen trimestre para la compañía, a pesar de haber quedado opacado por la inundación. Esperan que en el corto plazo la plata del complejo Cerri vuelva a estar operativa en plena capacidad, con lo que los ingresos del segmento Líquidos seguirá golpeado en el segundo trimestre. Además, **con la revisión tarifaria ya oficializada, el segmento regulado no tendrá mucho espacio para crecer, más allá de acompañar a la inflación.** En este sentido, el futuro en los ingresos de la compañía puede continuar por el lado del segmento de Líquidos y Midstream. En el primer caso será luego de la recuperación de las plenas capacidades productivas, mientras que en el segundo podrían sumarse a algunos proyectos como el de exportación de LNG. **Aun así, la combinación de negocios de TGS funcionaron como un buen *hedge* frente a un evento de magnitud como la inundación de Bahía Blanca.**

En términos de valor, los ratios de TGS mejoraron respecto a los trimestres anteriores, en parte producto de la mejora del EBITDA (US\$168,9 millones en el 1Q25 y US\$660,1 millones LTM, +62,1%yoy) y en parte por los menores precios de la acción. A pesar de ello, el **EV/EBITDA en 7,2x y un P/E de 16,0x** no parecen sustancialmente atractivos frente a otras compañías argentinas. Aun así, **son mejores que empresas comparables de la región.** Según los datos publicados por NYU, **el EV/EBITDA de emergentes es de 8,3x para Oil&Gas y de 9,0x para utilities, mientras que el P/E supera los 28x para Oil & Gas y 26x en el caso de utilities.** Otra forma estimar el valor potencial la compañía es estimar el crecimiento de los ingresos que estaría priceando el mercado valiéndonos de algunos supuestos. En este ejercicio, **al precio actual cercano a los US\$29, se esperaría que la compañía muestre un crecimiento del 15% en promedio en sus ingresos para los próximos años,** algo que parece elevado teniendo en cuenta que la mayor parte del ajuste tarifario ya sucedió. Considerando que TGS tiene deuda neta negativa y que ha demostrado que sus negocios permiten sostener los ingresos aun frente a imponderables como los eventos climáticos del complejo Cerri, **la compañía no deja de ser una acción atractiva para aquellos perfiles más conservadores que busquen asignar alguna posición en *equity* local. Más aún si en un futuro los accionistas deciden volver a distribuir dividendos.**

TRAN: un horizonte de estabilidad

La empresa líder en transporte de alta tensión, Transener (BYMA: TRAN) presentó los resultados del 1Q25 con ventas por \$101.360 millones (+24,0% yoy) e incurrió costos de explotación por \$50.675 millones, 4,9% por debajo del 1Q24 debido a menores costos laborales. De esta manera, **el resultado bruto mostró un importante salto hasta \$48.685 millones** frente a \$26.321 millones un año atrás **y el margen bruto se ubicó en 48,03% más de 15 puntos porcentuales por encima de los 32,21% del mismo trimestre de 2024**. Por su parte, los gastos de administración se redujeron hasta \$6.674 millones (-12,1% yoy), pero fueron compensados con menores ingresos en la categoría "otros ingresos netos" (de \$3.111 millones a \$550 millones) que da cuenta de las menores ventas de bienes de uso. De esta manera, **el resultado operativo duplicó al del 1Q24 al situarse en \$42.560 millones y el EBITDA de la compañía también mostró un importante crecimiento al pasar de \$31.767 millones a \$52.788 millones**. Los resultados financieros prácticamente se netearon entre sí: la reducción de los ingresos financieros (de \$16.756 millones a \$10.325 millones) fue acompañada de menores gastos (de \$6.758 millones a \$1.225 millones), al tiempo que las mayores pérdidas por la exposición al cambio del poder adquisitivo de la moneda (de \$1.314 millones a \$5.415 millones) fueron compensadas con la baja de menores "otros resultados financieros" (de una pérdida de \$7.361 millones a una pérdida de \$215 millones). De esta manera, el resultado antes de impuestos ascendió a \$46.030 millones, prácticamente el doble que los \$23.166 millones del 1Q24. Finalmente, descontando el impuesto a las ganancias (\$15.425 millones), **el resultado neto del período trepó a \$30.606 millones frente a los \$16.113 del mismo trimestre de 2024**.

En una compañía en la que el 90% de los ingresos provienen del segmento regulado (en el primer trimestre \$91.235 millones de ventas reguladas y otros \$10.125 millones de ventas no reguladas), **la situación tarifaria es fundamental**. En el período, el ENRE determinó aumentos del 4%, 2% y 4% a partir del primer día del mes de febrero, marzo y abril, respectivamente. A su vez, el pasado 3 de abril el organismo modificó la tasa de rentabilidad aplicable a las empresas concesionarias del servicio público de energía eléctrica de alta tensión al 6,48% después de impuestos. **En tanto, el 30 de abril estableció un nuevo incremento tarifario del 42,89% para Transener y de 10,30% para Transba que serán aplicados en un 20% a partir de mayo y el remanente en forma mensual entre junio y diciembre**. Por último, también se prevé un mecanismo de actualización tarifaria mensual que actualice por el IPC y el IPIM que publica el INDEC.

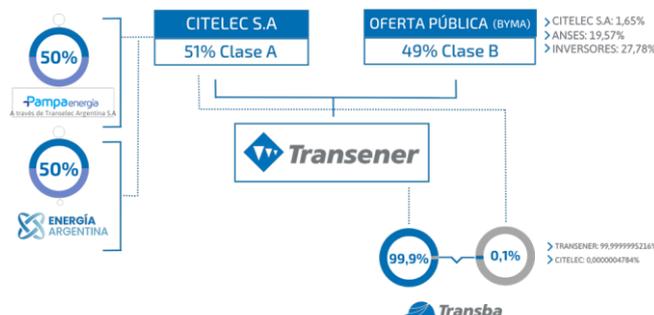
En términos operativos, la compañía es considerablemente estable en su negocio regulado. No obstante, debe desarrollar su plan de inversiones que, al 31 de marzo, contaba con compromisos para la adquisición de inversiones de capital por aproximadamente \$6.400 millones. A su vez, en su parte no regulada, ofrece servicios de operación y mantenimiento, ingeniería, ensayos y puesta en servicios de líneas y estaciones, para nuevas obras o ampliaciones del sistema de 500kV. Entre los principales clientes con los que tiene contrato se destacan AES Argentina Generación, Nucleoeléctrica Argentina y Capex.

Transener es una compañía que prácticamente no tiene deudas, pero tiene un programa de emisión de Obligaciones Negociables autorizado por la CNV por hasta US\$300 millones sin haber realizado emisiones hasta el momento. Además, **su posición de caja supera los \$129 mil millones (US\$120 millones)**, con lo cual, tendría los recursos necesarios para afrontar nuevos proyectos si

así quisiera. Si así no lo hiciese, puede ser optar por devolver parte del valor a los accionistas por medio de dividendos como ya lo hizo en otras oportunidades.

Por último, un punto para destacar es la reciente puesta en venta de una de sus controlantes. **Por medio del Decreto 286/2025, el Poder Ejecutivo autorizó la venta de la participación de Enarsa en Citelec, la compañía controlante de TRAN.** Recordemos que Pampa Energía, junto con Energía Argentina (Enarsa), controlan Citelec, que a su vez cuenta con el 52,65% de las acciones de Transener. El porcentaje restante se encuentra bajo el régimen de oferta pública en manos de la ANSES (19,57%) y de Inversores (27,78%). **En concreto, a través del Decreto 286/2025 se autorizó el proceso para la privatización total de Enarsa.** Este incluirá la separación de las actividades y bienes de cada unidad de negocio, en el que se irán vendiendo por etapas los distintos activos, lo que permitiría garantizar la prestación de los servicios y ejecución de las obras en curso, según indica el decreto. **El primero de estos activos será las acciones que integran el capital social de Citelec, que se licitará mediante un concurso público de alcance nacional e internacional, sin el otorgamiento de preferencia alguna.** De esta manera, Pampa Energía o los trabajadores de Citelec no tendrían prioridad por sobre cualquier otra empresa que sea parte del concurso, tal como sucedió en otros procesos de privatización del pasado.

Composición accionaria de Transener



Fuente: presentación de para inversores Transener

Para concluir, **luego de la importante actualización tarifaria del último año y la revisión quinquenal recientemente aprobada, los ingresos del sector utilities comenzarán a ser más predecibles.** Hacia adelante, la rentabilidad de la compañía debería sostenerse, dado que la actualización contempla incrementos mensuales por inflación. En este contexto, y a pesar de la fuerte suba en las últimas ruedas, la compañía muestra múltiples atractivos con un **EV/EBITDA de 4,5x, un P/E de 8,9x y el P/BV está en 1,5x.** De acuerdo con las métricas relevadas por NYU, el sector de utilities en mercados emergentes muestra un ratio EV/EBITDA de 15,0x, un P/E de 26,0x y un P/BV de 2,3x. Con las perspectivas de estabilidad y ratios interesantes, **puede constituirse en una alternativa para una estrategia de dividendos, aunque sin tanto potencial en crecimiento del negocio.**

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

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. |