

26 de abril de 2024

# Argentina Weekly

## Quedan confirmados los superávits gemelos del primer trimestre

- El Presidente confirmó en cadena nacional junto a su equipo económico y autoridades del BCRA el obtención de superávit tanto primario como financiero el mes pasado (tal como habíamos anticipado en nuestro [reporte del 5/4](#)), reafirmando el compromiso del gobierno con la disciplina fiscal. Con este resultado fiscal, el gobierno acumuló por primera vez en 16 años un trimestre superavitario en su totalidad y sobrecumplió holgadamente la meta acordada con el FMI para los primeros meses del año: \$4,5 BB de superávit primario vs. \$0,96 BB acordados.
- Marzo registró también un saldo comercial favorable en USD 2.059 MM, empujado por un incremento en las exportaciones y un derrumbe en las importaciones. De esta forma, cerró un trimestre con balanza comercial superavitaria por USD 4.281 MM, alcanzando superávits gemelos trimestrales por primera vez en más de una década.
- Con la mirada puesta en mayo, el debate legislativo del paquete fiscal y la reducida Ley de Bases se postulan como los grandes temas a mirar por el mercado, con la sostenibilidad del ancla fiscal en juego.
- Este lunes la deuda hard dollar extendió el rally de la semana pasada anticipándose a la comunicación del Presidente del superávit financiero del primer trimestre del año, donde los bonos subieron un 3% adicional. A partir de ahí se inició un proceso de corrección en el cuál los bonos cayeron 5% en promedio afectados por el contexto internacional y donde también jugaron un papel los factores idiosincráticos en alguna medida, como la marcha en favor de la educación pública y la ley de bases que si bien logró sacar dictamen lo hizo con concesiones a la oposición. Adicionalmente, existió el efecto toma de ganancias luego de que el AL30 por ejemplo, alcanzará los USD 60.
- En relación a la deuda en pesos, los bonos CER tuvieron una corrección importante durante la última semana y las primeras ruedas de la semana actual, disparada por expectativas de una desaceleración de la inflación mucho más pronunciada de lo que se creía a comienzos del mes, convalidadas en parte por los datos de alta frecuencia. El día miércoles los bonos CER largos rebotaron fuerte en medio de rumores de bajas de tasas que finalmente se conoció en el día de ayer, con el BCRA comunicando que baja las tasas de pasés de 70% a 60% TNA, lo que arroja una tasa efectiva mensual de 5,05%.
- Esta semana comenzó la temporada de reporte de resultados de las compañías argentinas. Hasta el momento han reportado Ternium Argentina (TXAR) y Vista Energy (VIST). En el caso de la primera notamos un resultado que si bien en lo operativo se encuentra dentro de lo que esperábamos dada la caída en los niveles de actividad; sorprendió positivamente. Por otra parte, en el caso de Vista Energy la primera reacción del mercado fue negativa; pero en nuestra opinión exagerada. Es un balance que puede dejar sabor a poco -en comparación con los números que suele reportar la compañía- pero que es el prólogo a un mayor crecimiento.

## ECONOMÍA

**El Presidente confirmó en cadena nacional junto a su equipo económico y autoridades del BCRA el obtenimiento de superávit tanto primario como financiero el mes pasado.** Su publicación se demoró con respecto a las fechas en las que se dio a conocer los resultados de los meses previos. Sobre la base de la información elaborada por la Oficina de Presupuesto del Congreso y distribuida por X por el propio titular de la Comisión de Presupuesto y Hacienda de la HCD, en la cual se mostraba déficit tanto a nivel primario, como financiero, se comenzó a especular que la capacidad de Hacienda para alcanzar superávit, se había agotado. **La información anunciada por el Presidente y publicada por el Ministerio de Economía, confirma lo que habíamos anticipado en nuestro [reporte del 5/4](#).** Durante el desarrollo de su discurso, el Presidente volvió a confirmar el compromiso del gobierno con la disciplina fiscal para atacar lo que considera “la causa de todos los males en la Argentina” y defendiendo el camino del ajuste. A su vez, a su juicio no se llegó al superávit resultado mayormente de licuación, sino de la mano de la “motosierra”.

Entrando en detalles, el SPNF obtuvo superávit primario por \$625.034 MM que se redujo a \$276.638 MM luego del pago de intereses, números menores que los alcanzados en los dos meses previos de la administración Milei, aunque vale la pena resaltar que tanto enero como febrero suelen ser meses estacionalmente favorables para las cuentas públicas.

En este caso los ingresos no fueron funcionales a la obtención del resultado positivo en marzo, cayendo en términos reales 8,5% en el comparativo interanual como resultado de una merma importante en los ingresos tributarios ligados al nivel de actividad y sostenidos únicamente por impuestos relacionados con el comercio exterior y el impuesto PAIS. No obstante, **el recorte por el lado del gasto resultó más que suficiente para compensar el debilitamiento de la recaudación, con una caída del 28,5% interanual real en los egresos.** Las mayores caídas se dieron nuevamente en los gastos de capital, lógico dado el parate en la obra pública, y en las transferencias corrientes a provincias, las cuales no sólo tuvieron una caída real sino también nominal: motosierra pura.

En cuanto al gasto social, **las prestaciones sociales vieron una desaceleración en el ritmo de caída versus los dos meses previos, principalmente explicado por la fuerte desaceleración de la inflación, contraproducente en la licuación de saldos reales, y el ajuste automático de haberes jubilatorios.** Así, las jubilaciones y pensiones, el rubro con mayor peso en la totalidad del gasto, sufrieron una caída real del 30,8% vs. 38% registrado en enero y febrero. La misma situación se dio para los subsidios, los cuales comenzaron el año presentando un ajuste superior al 60% y finalizan el trimestre con una caída de una tercera parte de la original.

Vale la pena hacer referencia a la confusión que generó el informe difundido por la Oficina de Presupuesto del Congreso asegurando que en marzo el Tesoro habría acumulado déficit primario y financiero, con numerosos portales periodísticos levantando la noticia. La discrepancia entre dicho informe y los números publicados por el Ministerio de Economía responden a diferencias metodológicas, ya que el primero se elabora en base devengado y con el impacto de los intereses intra sector público, mientras que el segundo en base caja, con los ingresos y gastos efectivamente recibidos o pagados, y alineado con los análisis del FMI.

Con este resultado fiscal, el gobierno acumuló por primera vez en 16 años un trimestre superavitario en su totalidad y sobrecumplió holgadamente la meta acordada con el FMI para los primeros meses del año: **\$4,5 BB de superávit primario vs. \$0,96 BB acordados**, es decir, más que cuadruplicó el objetivo.

## Sector Público No Financiero - Base Caja

	mar-24	mar-23 ajustado	mar-23	v.i.a.
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>6.121.629</b>	<b>6.691.314</b>	<b>1.726.776</b>	<b>-8,5%</b>
<b>GASTOS PRIMARIOS</b>	<b>5.496.595</b>	<b>7.690.512</b>	<b>1.984.632</b>	<b>-28,5%</b>
<b>Gastos corrientes primarios</b>	<b>5.408.746</b>	<b>7.036.991</b>	<b>1.815.982</b>	<b>-23,1%</b>
Prestaciones sociales	3.644.994	4.617.264	1.191.542	-21,1%
Jubilaciones y pensiones contributivas	1.821.020	2.633.105	679.505	-30,8%
Asignación Universal para Protección Social	362.212	269.870	69.643	34,2%
Otras Programas Sociales	1.461.762	1.714.290	442.394	-14,7%
Subsidios económicos	440.439	556.301	143.560	-20,8%
Gastos de funcionamiento y otros	1.002.605	1.266.128	326.740	-20,8%
Salarios	823.892	1.017.842	262.667	-19,1%
Otros gastos de funcionamiento	178.712	248.286	64.073	-28,0%
Transferencias corrientes a provincias	60.885	249.847	64.476	-75,6%
Transferencias a universidades	185.266	226.267	58.391	-18,1%
Otros Gastos Corrientes	74.557	121.183	31.273	-38,5%
<b>Gastos de capital</b>	<b>87.849</b>	<b>653.522</b>	<b>168.649</b>	<b>-86,6%</b>
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>625.034</b>	<b>-999.199</b>	<b>-257.856</b>	
<b>Intereses Netos</b>	<b>348.396</b>	<b>504.337</b>	<b>130.150</b>	
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>276.638</b>	<b>-1.503.535</b>	<b>-388.006</b>	

Fuente: IEB en base a Mecon

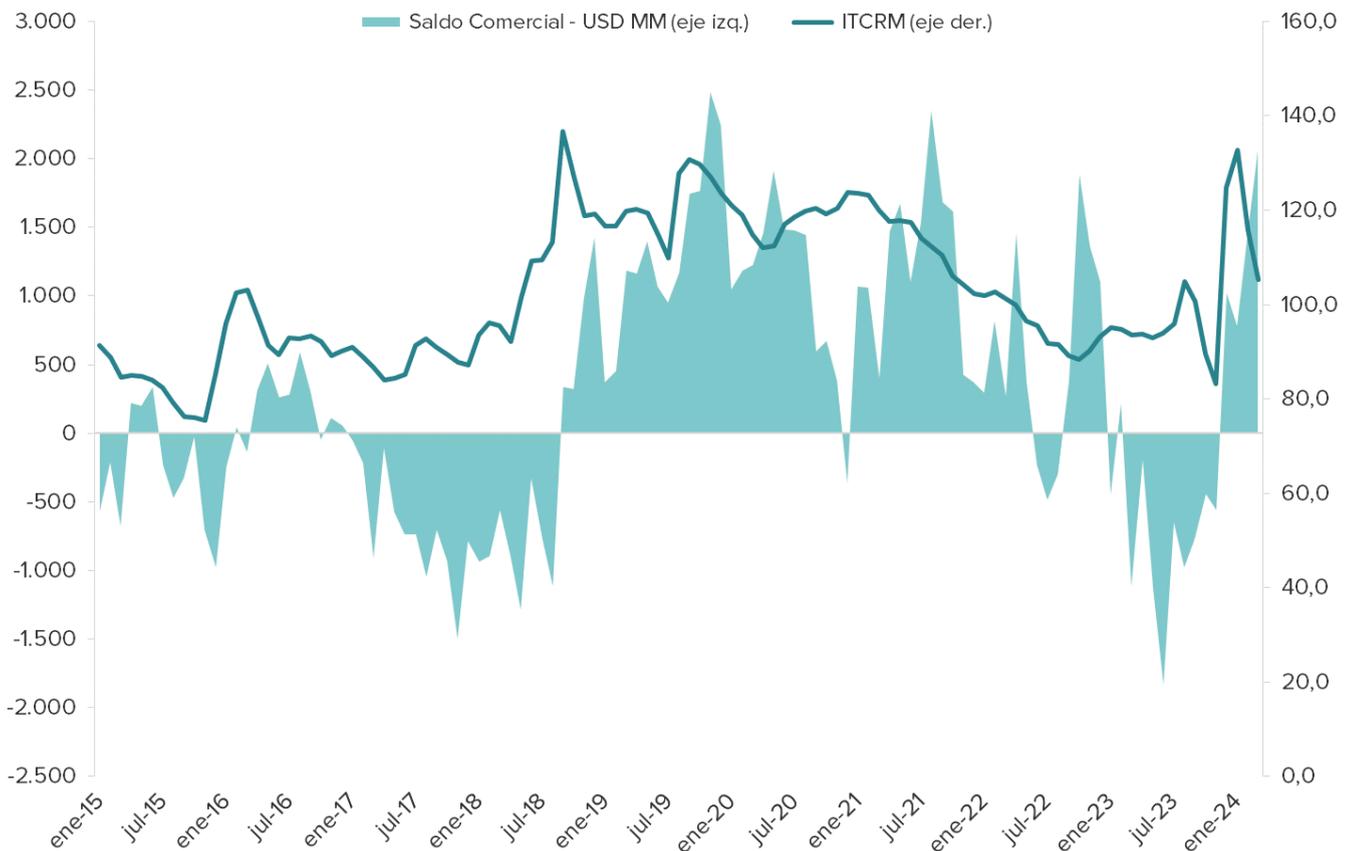
Al mismo tiempo que desde el Ministerio de Economía se viene llevando a cabo un fuerte ajuste para atacar el déficit fiscal, llevándolo desde 6,1% del PBI acumulado en 2023 hasta un superávit financiero de 0,2% del PBI según cálculos del gobierno, **el sector externo acompañó la dinámica superavitaria y acumuló un saldo comercial positivo en marzo de USD 2.059 MM vs. USD -1.111 MM** el mismo mes del año anterior.

Dicho balance positivo llega en parte como resultado de un incremento del 11,5% interanual en el valor de las exportaciones, alcanzado mediante una caída del 8,0% en los precios y un aumento del 21,3% en las cantidades, apoyado a su vez en un tipo de cambio más atractivo para la exportación en simultáneo con mejores condiciones climáticas que en 2023. Se destaca dentro de los sectores, un incremento del 27,4% en las exportaciones de productos primarios al mismo tiempo que las exportaciones de origen industrial sufrieron un descenso del 8,1%.

**No obstante, la obtención de un saldo comercial tan favorable no llega únicamente a raíz de buenas noticias por el lado de las exportaciones. Las importaciones, por su parte, sufrieron un duro golpe el mes pasado como resultado de la contracción en el nivel de actividad y el consumo**, cayendo un 36,7% interanual resultante de una caída en precios del 6,9% y en cantidades del 32,1%. Únicamente las importaciones de vehículos automotores se incrementaron en marzo mientras que las del resto de rubros, tanto de bienes destinados al consumo como a la producción, se contrajeron más de un 30,0% en todos los casos.

Al igual que en el caso del resultado fiscal, con el dato de marzo el primer trimestre cerró con saldo comercial superavitario en USD 4.281, alcanzando así por primera vez en más de una década un primer trimestre con superávits gemelos.

Saldo Comercial y Tipo de Cambio Real



Fuente: IEB en base a Indec y BCRA

## BONUS TRACK:

Con el ingreso del paquete fiscal al Congreso, el debate de éste y la nueva versión de la Ley de Bases, más reducida, se instalan como los actuales temas claves a tener en cuenta, con el mercado posando su mirada directamente sobre el Congreso. El sostenimiento del superávit fiscal requerirá de una mayor asistencia por parte de los ingresos a medida que las posibilidades de recortes en el gasto se agoten sin poner en juego la sostenibilidad social, política y fiscal, y ese fortalecimiento de la recaudación difícilmente llegue como resultado de un rebote en el nivel de actividad, al menos en el cortísimo plazo. Es allí donde entra en juego el paquete fiscal como medida fundamental para sostener el ancla fiscal.

Según trascendidos periodísticos, el proyecto tendría apoyo en la cámara baja, aunque la suerte en el Senado sería más compleja. Será clave para su aprobación en ambas cámaras la contundencia con la que el proyecto pase por Diputados, presionando a los senadores para no ser considerados nuevamente “ratas”, en palabras del

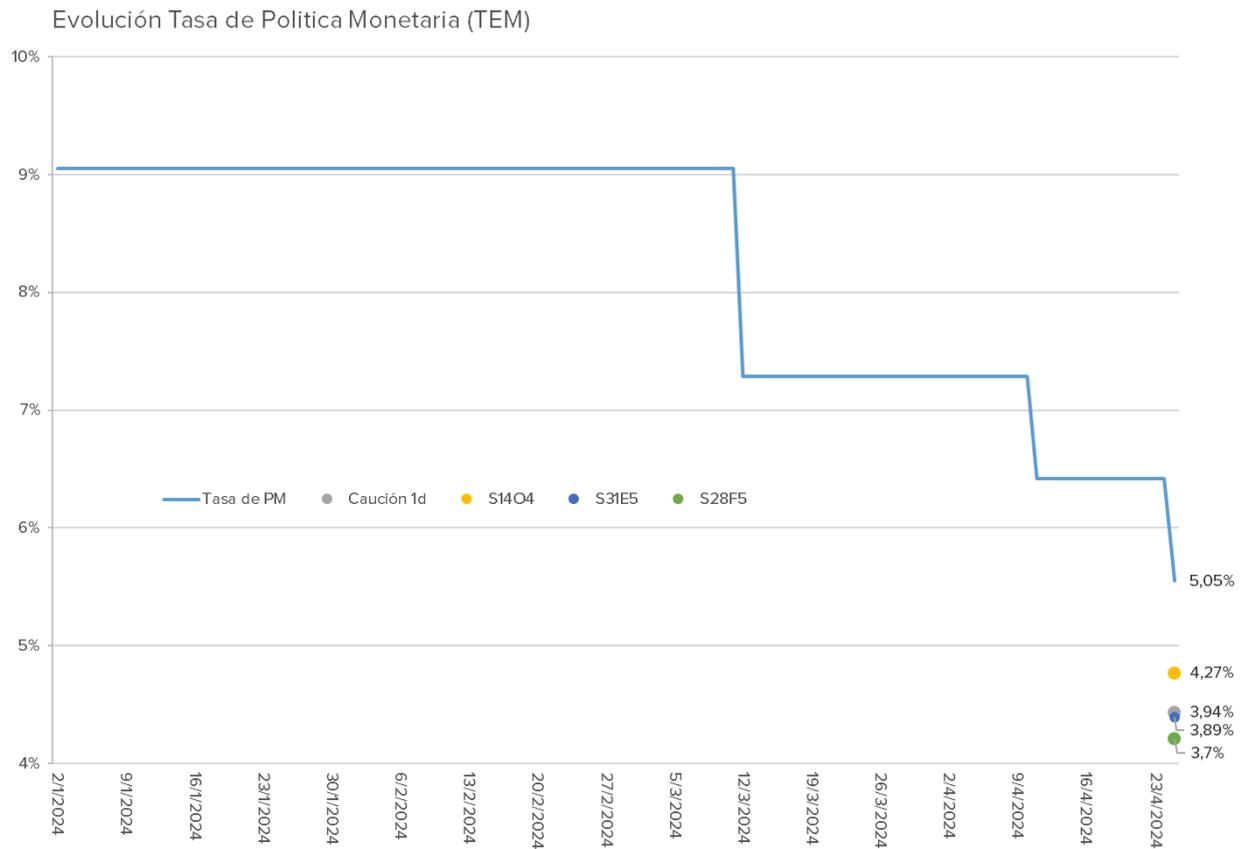
Presidente, y ser acusados de condicionar al gobierno de forma maliciosa. Mientras tanto, el oficialismo sólo tiene 7 votos asegurados de 37 necesarios para aprobar el paquete, con lo cual requerirá del apoyo de 30 “ratas”.

## DEUDA EN PESOS

**Los bonos CER tuvieron una corrección importante durante la última semana y las primeras ruedas de la semana actual disparada por expectativas de una desaceleración de la inflación mucho más pronunciada de lo que se creía a comienzos del mes, convalidadas en parte por los datos de alta frecuencia.** Algunos datos que circularon muestran deflación en la inflación núcleo durante la última semana, al igual que en el rubro alimentos. A pesar del impacto que tuvo regulados en el mes, la inflación de abril podría perforar la estimación del BCRA de 9%. Los bonos CER del tramo medio y largo cerraron la semana pasada con una caída de 5% en promedio. Al mismo tiempo, en línea con esta visión las lecaps, que continuaron comprimiendo tasas cerrando la semana en 4,6% TEM la S14O4 y en torno a 4,2% TEM la S31E5.

**El día miércoles los bonos CER largos rebotaron fuerte en medio de rumores de bajas de tasas que finalmente se conoció en el día de ayer, con el BCRA comunicando que baja las tasas de pases de 70% a 60% TNA lo que arroja una tasa efectiva mensual de 5,05%.**

**Los bonos cortos no reaccionaron el miércoles, lo que también muestra que se mantienen las expectativas de un desplome en el nivel de precios.** En última instancia, al conocerse la noticia del recorte de tasa de política monetaria los bonos CER medios y largos operaron a la baja casi en toda la curva, a excepción del TZXD5 (por ejemplo dónde está el bid del central), lo que evidencia que ya tenían en gran parte incorporado en precios la decisión de la autoridad monetaria. Las Lecaps suben 5% en promedio durante la semana y ya operan con TEMs entre 4,25% y 3,70% las más largas.



Fuente: IEB en base a BCRA y BymaData

**Este optimismo con respecto al sendero de inflación se refleja en la inflación implícita que pricea el T2X5, bono CER con vencimiento en febrero de 2025, para quedar breakeven con la lecap enero S31E5.** Al momento, muestra un inflación mensual promedio para el resto de 2024 de 4,7% cuando a penas dos semanas atrás mostraba una inflación mensual promedio de 5,89%: más de un punto porcentual promedio por mes de diferencia que te permite ver la inflación en los últimos dos meses del año en 2%.

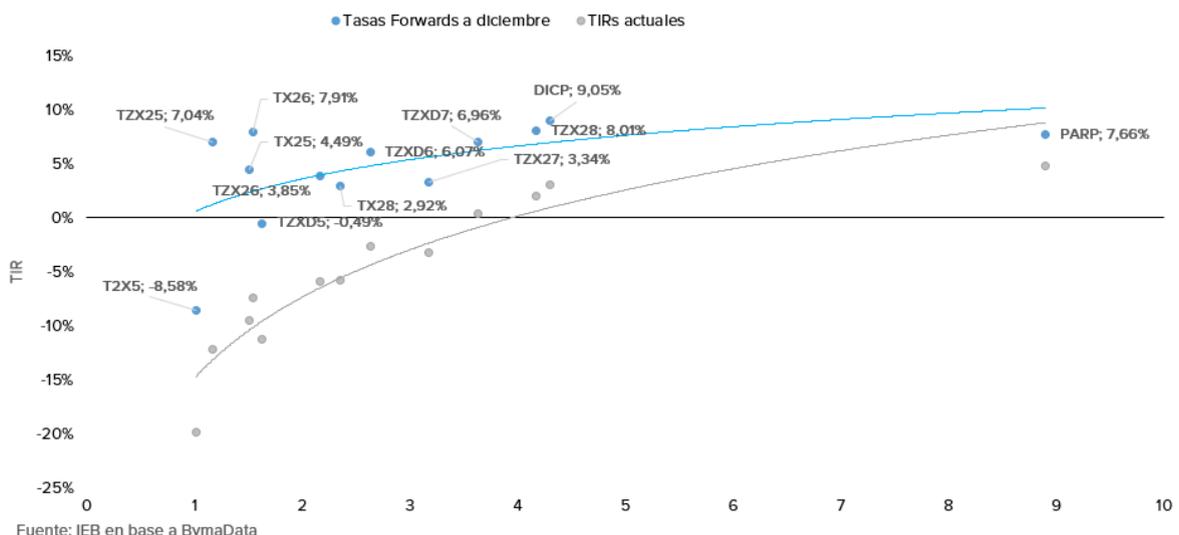
**Este sendero de inflación priceado por los bonos permitiría seguir recortando las tasas con la Badlar que aún no sabemos en dónde se ubicará después del recorte de tasas de pases, pudiendo llegar a final de año a 40% TNA.** Una caída en el rendimiento de los plazos fijos también terminará repercutiendo en la tasa de las cuentas remuneradas y los fondos Money Market.

Inflación implícita y Badlar breakeven contra Lecap (S31E5)			
Mes	BADLAR Breakeven con Lecap	Inflación Breakeven Lecap - T2X5	Diferencia Badlar vs infla implícita (TEA)
Abril	51,00%	9,0%	-54,2%
Mayo	51,00%	6,0%	-18,1%
Junio	45,00%	5,0%	-13,4%
Julio	45,00%	5,0%	-13,4%
Agosto	45,00%	4,5%	-8,3%
Septiembre	45,00%	4,0%	-2,8%
Octubre	45,00%	3,5%	2,9%
Noviembre	45,00%	3,0%	9,1%
Diciembre	40,00%	2,0%	16,9%
Enero	40,00%		

Promedio inflación mensual	4,7%
Promedio inflación mensual - 15 días atrás	5,9%

Por otra parte, si miramos la curva CER implícita para final del año construida a partir de las tasas forwards de los bonos CER con vencimientos del 2025 en adelante respecto al T5X4 (diciembre 2024), observamos que los bonos descuentan tasas positivas casi en todos los casos. Estas tasas que se encuentran en el rango de 3%-9% se condicen con un escenario de unificación cambiaria donde el rendimientos de los bonos en pesos convergen en alguna medida a los bonos hard dollar.

Curva CER Implícita a Diciembre 2024 vs Actual (Tasas Forwards con T5X4)



Finalmente, en el día de ayer se llevó a cabo la licitación del Tesoro donde debía renovar vencimientos por **\$2,8 BB correspondientes al TDA24 y TV24**. Se asume que la totalidad está en manos de privados luego del último canje, lo que representaba un monto relativamente desafiante. Asimismo, el BCRA compró en las primeras tres ruedas de la semana \$1,1 BB de TZXD5 en el secundario luego de que tocara la TIR donde el BCRA garantiza el bid. Sólo en estas tres ruedas, se emitió lo correspondiente al superávit financiero del primer trimestre.

El Tesoro ofrecía cuatro instrumentos: dos lecaps nuevas, una a noviembre 2024 S29N4 y otra a marzo 2025 S31M5, un nuevo boncer a marzo 2026 TZXM6 y la reapertura del bono dólar linked TZV25. Las lecaps cortaron con TEMs de 4,4% y 4,1% respectivamente, que lucen atractivas considerando las TEMs de la curva de lecaps en el mercado secundario. El Tesoro adjudicó un total de \$2,73 BB renovando casi toda la totalidad del vencimiento. El 41% de lo adjudicado fue a la lecap más corta seguida, seguida casi en partes iguales por la lecap marzo 2025 y el TZXM6 ambos con 22%.

El BCRA licita puts sobre la lecap S31M5 y el Boncer TZXM6 que al igual que la última vez serán ejercibles sólo 30 días antes del vencimiento del subyacente, pero permite que estos títulos no le computen a los bancos para el límite de exposición al sector público.

Resultado Licitación del Tesoro 25/4/24 (cifras en Millones)						
Instrumento	Vencimiento	VNO Ofertado	VNO Adjudicado	Valor Efectivo adjudicado	Tasa de corte (TEM/TNA)	% del total adjudicado
S29N4	29/11/2024	\$ 1.124.502	\$ 1.121.502	\$ 1.121.471	4,40% TEM	41,02%
S31M5	31/3/2025	\$ 633.304	\$ 611.614	\$ 611.614	4,10% TEM	22,37%
TZV25	30/6/2025	USD 486	USD 445	\$ 393.081	DL -1,02%	14,38%
TZXM6	31/3/2026	\$ 628.691	\$ 573.191	\$ 607.583	CER -2,95%	22,23%
Total		\$ 2.810.808	\$ 2.694.697	\$ 2.733.749		

## DEUDA EN DÓLARES

La última semana con la noticia del ingreso nuevamente a Diputados del paquete fiscal y en parte por las declaraciones de Caputo en Washington ratificando el compromiso con el ajuste fiscal, los bonos hard dollar volaron 8% en promedio a partir del miércoles cerrando la semana 3,77% arriba. Este rally se extendió el lunes a la espera de la comunicación del presidente de la Nación del superávit financiero en el primer trimestre del año, donde los bonos avanzaron 3% más.

A partir de ahí se inició un proceso de corrección en el cuál los bonos cayeron 5% en promedio afectados por el contexto internacional por un lado, donde las tasas del tesoro americano a 10 años tocó los 4,70% con el EMB ETF cayendo 1% en las últimas dos ruedas. También jugaron aquí los factores idiosincráticos, empezando por la movilización en apoyo a la educación pública donde el gobierno reconoció que tuvo algún impacto político, luego se encuentra el ingresos de la Ley de Bases que, si bien logró sacar el dictamen, tuvo que hacer nuevas concesiones a la oposición en lo que se refiere a la reforma laboral y en el número de empresas a privatizar. Por otra parte, el comunicado del presidente no tuvo nuevas señales sobre el programa económico.

EMB vs. Globales vs Tasa Treasury 10yr (Base 100 = 31.12.21)



Fuente: IEB en base LSEG.

**A pesar de esta última corrección los bonos hard dollar acumulan un retorno promedio en el año de 39% con los bonos cortos subiendo en mayor proporción, acumulando estos un rendimiento de 50% aproximadamente.** En el mes también están arriba en 4,8% en promedio, con los bonos de menor duration liderando las subas. Si nos retrotraemos un año el retorno acumulado asciende a 120% en promedio, con los bonares subiendo 140% en promedio y los globales 100%, reduciendo de este modo el spread de jurisdicciones. Además, la suba durante todo este tiempo se concentró en el tramo corto haciendo que la curva se aplane considerablemente.

**Por otra parte, en los últimos dos días el BCRA estuvo llevando a cabo una nueva licitación del Bopreal Serie 3 (BPY26)** donde colocó USD 113 VN en lo que vuelve a ser un resultado muy magro explicado en parte por un tipo de cambio implícito muy poco competitivo que se ubica en torno a \$1.300 ubicándose un 20% por arriba del CCL de mercado. De esta forma aún resta colocar USD 1.804 MM para alcanzar el máximo de USD 3.000 MM. Adicionalmente, la autoridad monetaria comunicó que se encuentra evaluando la posibilidad de abrir la suscripción para el pago de utilidades y dividendos a no residentes.

Los bonos 2030 se encuentran en niveles de USD 60 donde mostraron cierta resistencia, específicamente el AL30 se encuentra en USD 57,5 y el GD30 en USD 60,5. **Creemos que para que sigan avanzando se deberá probar que el ajuste fiscal sea sostenible ya que se logró en parte gracias a la licuación del gasto y en parte a pisar gastos.** De la misma forma será fundamental la sostenibilidad de este régimen cambiario. En este sentido también será importante la aprobación del paquete fiscal en el Congreso.

## Upside bonos hard dollar a un año (cobrando cupones y amortización de julio 24 y enero 25)

Bono	Precio al 25-4-25	TIR 15%		TIR 13%		TIR 11%	
		Cupón + Amortización (Julio y enero)	Retorno al 25-4-25	Precio al 25-4-25	Retorno al 25-4-25	Precio al 25-4-25	Retorno al 25-4-25
AL29	68,6	\$ 11,00	31,2%	71,3	35,6%	73,9	39,9%
GD29	68,6	\$ 11,00	29,4%	71,3	33,8%	73,9	38,0%
AL30	63,6	\$ 12,74	32,7%	66,4	37,5%	69,4	42,8%
GD30	63,6	\$ 12,74	26,2%	66,4	30,8%	69,4	35,8%
AL35	55,8	\$ 3,88	22,8%	61,9	35,3%	69,5	51,0%
GD35	55,8	\$ 3,88	22,0%	61,9	34,5%	69,5	50,1%
AE38	61,3	\$ 4,63	26,4%	66,9	37,2%	73,8	50,4%
GD38	61,3	\$ 4,63	20,8%	66,9	31,0%	73,8	43,6%
AL41	51	\$ 3,50	18,5%	57	31,5%	64	46,7%
GD41	51	\$ 3,50	19,3%	57	32,4%	64	47,7%
GD46	52,3	\$ 5,59	15,9%	57,8	26,9%	64,5	40,3%

**Seguimos siendo optimistas con los resultados en el corto plazo, el gobierno reafirma la voluntad de pago de los bonos y ratifica el compromiso con el ajuste fiscal.** En caso de continuar normalizando la curva hard dollar, el upside potencial sigue siendo muy atractivo. Como venimos mencionando en caso de que la curva comprima a niveles de 11% en todos los vencimientos, similar a lo que sucedió con El Salvador, que pasó de tener una curva invertida a una curva plana en esos niveles, toma sentido estirar la duration de nuestra cartera incorporando bonos 2035 y 2038 que ofrecen rendimientos mayores en este escenario.

## EQUITY ARGENTINO

Esta semana comenzó la temporada de reporte de resultados de las compañías argentinas. Hasta el momento han reportado Ternium Argentina (TXAR) y Vista Energy (VIST). En esta edición del semanal vamos a hacer foco en las compañías que van presentando.

Calendario de presentación de Resultados					IEB
A definir	Martes 23/04	Miércoles 24/04	Jueves 25/04	Viernes 26/04	
					
Lunes 29/04	Martes 30/04	Miércoles 01/05	Jueves 02/05	Viernes 03/05	
Lunes 06/05	Martes 07/05	Miércoles 08/05	Jueves 09/05	Viernes 10/05	
					
Lunes 13/05	Martes 14/05	Miércoles 15/05	Jueves 16/05	Viernes 17/05	
					
Lunes 20/05	Martes 21/05	Miércoles 22/05	Jueves 23/05	A definir 20/05 - 24/05	
					

Fechas tentativas que pueden sufrir modificaciones. Calendario que iremos actualizando a medida que surja más información.

 **Ternium Argentina (TXAR):** Los datos de caída en los niveles de actividad (construcción, despachos de cemento, producción de acero) y las mismas declaraciones de la compañía sobre las perspectivas para el 1T no hacían pensar en un resultado muy poco alentador.

El impacto de la caída en los niveles de actividad se sintió, claramente. **Los despachos de acero de TXAR se desplomaron un 38% comparado con el 1T23.** Precios realizados que se mantuvieron con baja variación se tradujeron en un volumen de ventas de US\$523 MM; una caída de 39% con respecto al 1T23. Una menor elasticidad en los costos a la caída en las ventas redundó en márgenes bruto y operativo menores (27% y 17% respectivamente, comparados con 35% y 26% en el 1T23).

Los resultados provenientes de la participación en Ternium México (29%) y Usiminas (4,8%) aportaron US\$101 MM al cuadro de resultados. Finalmente, producto de utilizar el US\$ como moneda funcional, a efectos fiscales y dada la disparidad entre el movimiento de este y el índice de precios, TXAR logró una ganancia en el impuesto diferido a las ganancias por US\$72 MM.

Esto le permitió cerrar el primer trimestre con un resultado neto de US\$260 MM tan solo 1% por debajo del 1T23 disparando el margen neto a 50% (frente al 30% en el 1T23). La generación de EBITDA fue de US\$115 MM, representando una caída de 55% frente al 1T23 e implicando un margen de 22%.

	1T22	1T23	1T24	% 1T24 / 1T23
<b>Despachos (TN)</b>	<b>569.600</b>	<b>560.700</b>	<b>346.400</b>	-38%
<i>FX Oficial (promedio)</i>	\$106,57	\$192,45	\$833,73	\$873,25
<b>US\$ MM (FX Oficial - Promedio)</b>				
<b>Ventas</b>	<b>\$872</b>	<b>\$860</b>	<b>\$523</b>	-39%
<b>Resultado bruto</b>	<b>\$252</b>	<b>\$299</b>	<b>\$142</b>	-52%
<i>-Márgen bruto</i>	29%	35%	27%	
<b>Resultado operativo</b>	<b>\$178</b>	<b>\$226</b>	<b>\$90</b>	-60%
<i>-Márgen operativo</i>	20%	26%	17%	
Resultado financiero neto	<b>(\$34)</b>	<b>\$30</b>	<b>(\$3)</b>	
Resultado en asociadas	<b>\$140</b>	<b>\$82</b>	<b>\$101</b>	
Impuesto a las ganancias	<b>(\$16)</b>	<b>(\$77)</b>	<b>\$72</b>	
<b>Resultado neto</b>	<b>\$268</b>	<b>\$262</b>	<b>\$260</b>	-1%
<i>-Márgen neto</i>	31%	30%	50%	
<b>EBITDA</b>	<b>\$208</b>	<b>\$254</b>	<b>\$115</b>	-55%
<i>-Márgen EBITDA</i>	24%	29%	22%	
<b>EPS (US\$)</b>	<b>\$0,0593</b>	<b>\$0,0579</b>	<b>\$0,0575</b>	-1%

Es interesante que la posición líquida de caja y equivalentes de la compañía representa cerca del 29% de la capitalización bursátil de TXAR. Al cierre de ayer, TXAR cotiza a un P/BV de 0,88x lo cual nos continúa resultando atractivo -son contadas las empresas que cotizan por debajo de valor libros. Más aún si se tiene en cuenta que TXAR tiene una participación de 29% en Ternium México y de 4,8% en Usiminas el valor de mercado que resulta del negocio y sus activos físicos es muy bajo.

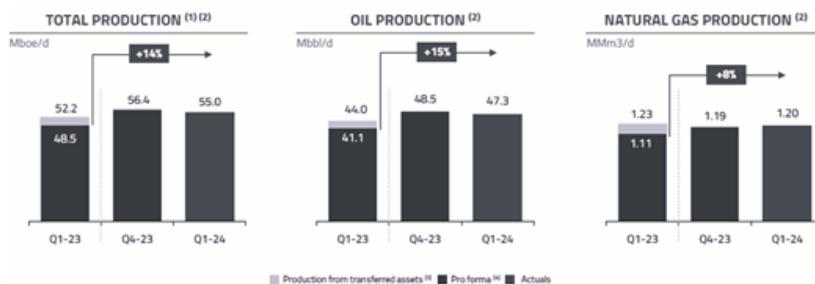
	1T22	1T23	1T24	Actual
<b>Precio (fin del período)</b>	<b>\$108,33</b>	<b>\$238,02</b>	<b>\$895,00</b>	<b>\$814,50</b>
<b>Market Cap (US\$ BB)</b>	<b>\$4.592</b>	<b>\$5.587</b>	<b>\$4.849</b>	<b>\$4.213</b>
<b>Caja &amp; Inversiones</b>	<b>\$2.166</b>	<b>\$1.581</b>	<b>\$1.258</b>	<b>\$1.201</b>
<i>-% Market Cap</i>	47%	28%	26%	29%
<b>P/BV</b>	<b>0,97</b>	<b>1,03</b>	<b>0,97</b>	<b>0,88</b>

De esta forma, continuamos con nuestra visión positiva sobre las acciones de TXAR. Es claro que el momentum no es el mejor dada la coyuntura macroeconómica. Pero también es claro que es en estos momentos donde surgen las oportunidades de compra, pensando en una recuperación hacia adelante.

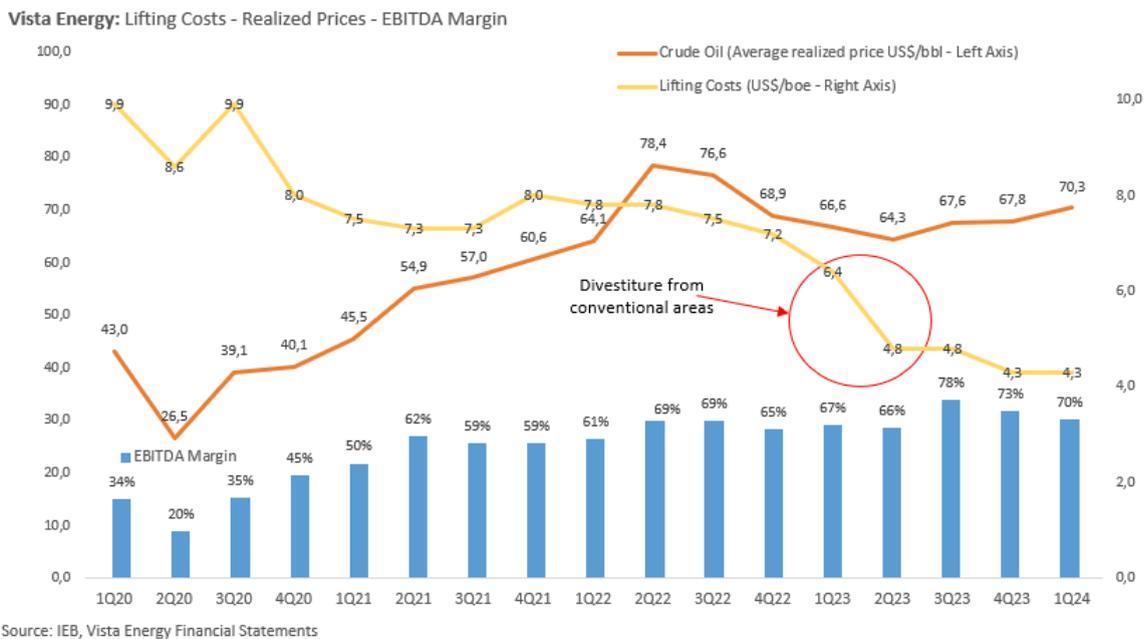
 **Vista Energy (VIST):** Por su parte, Vista Energy (VIST) anunció ayer resultados del 1T que inicialmente fueron interpretados por el mercado como negativos (la acción llegó a operar más de 10% abajo luego de la rueda). A nuestro entender, dicha reacción fue exagerada. Los resultados del trimestre tal vez luzcan algo deslucidos frente

a otros trimestres pero lo importante -lo que viene hacia adelante- consideramos que es muy positivo. Vista anunció que ha contratado un tercer equipo de perforación (rig) y se ha completado la perforación de ocho pozos adicionales en Bajada del Palo Oeste. Así mismo, fueron conectados once pozos: tres pozos en febrero y ocho pozos durante marzo. Esto permitirá un incremento en la producción ya en el 2T24.

Con el nuevo equipo de perforación operativo el plan de alcanzar los 85 Mboe/d a fin de año parece una meta cómoda de alcanzar. Adicionalmente, da pie a realizar una revisión al alza para la producción de 2025. La producción total durante el 1T24 se ubicó 14% por encima del 1T23 (pro-forma) alcanzando los 55 Mboe /d. Crudo se incrementó un 15% mientras que gas lo hizo un 8% (siempre medido pro-forma).



Los precios realizados tuvieron una evolución positiva en el trimestre, alcanzando los US\$70,3 x bbl. De manera inversa los precios realizados de gas natural sufrieron una caída de 40% a/a (aunque tuvieron una parcial recuperación frente al 4T23). Los costos de extracción (lifting cost) se mantuvieron estables frente al 4T23 en US\$4,3 x boe, pero registraron una caída de 33% frente al 1T23 (por la focalización en shale oil y salida de áreas convencionales). El EBITDA ajustado se incrementó un 8% a/a alcanzando un margen de 70% y totalizando US\$220,6 MM para el trimestre.



Con un nivel de producción estimado de 85 Mboe x día hacia fines de 2024, estimamos la proyección de EBITDA brindada por la compañía (US\$1,1 BB) como conservadora. Si los precios internacionales de crudo continúan en niveles sostenidos, dicho incremento en la producción podría traducirse en niveles más elevados de EBITDA.

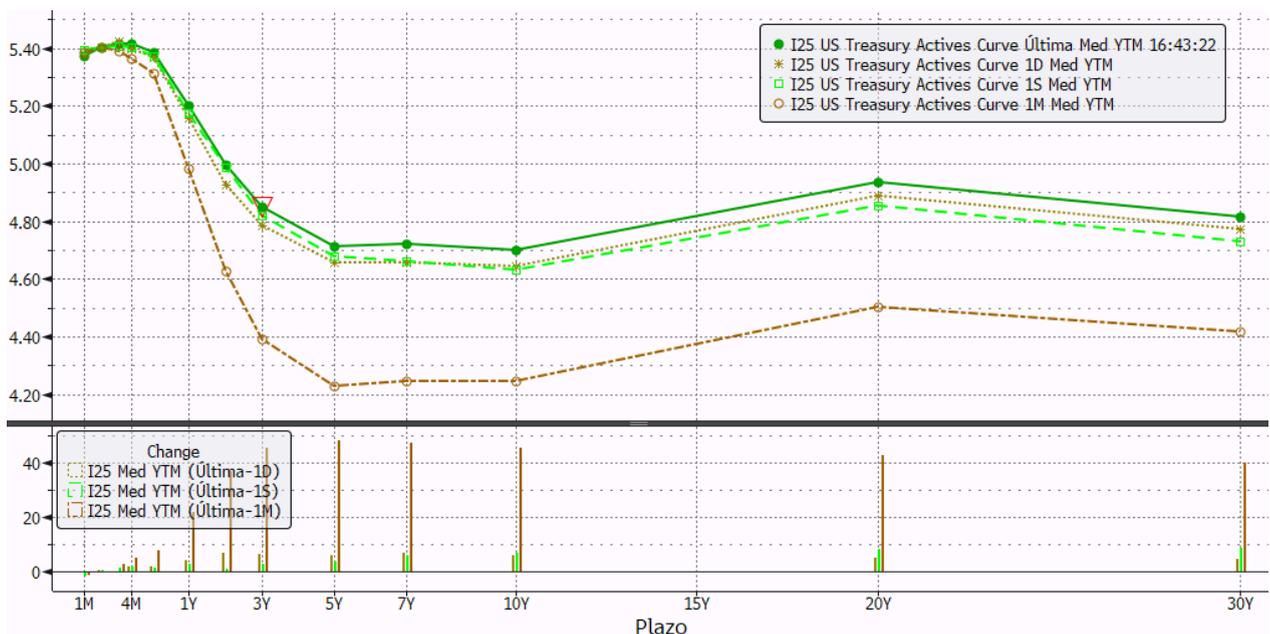
Creemos que la primera reacción del mercado a los resultados de la compañía fue exagerada. No vemos ningún cambio significativo en nuestra visión de la estrategia de la empresa, su ejecución, la propuesta de valor, los drivers y fundamentals y perspectivas de crecimiento. Esta baja la vemos más como oportunidad de compra puesta en el contexto de una toma de ganancias tras el fuerte rally que tuvo el precio de la acción en los últimos meses. Cotizando a un 4,2x EV/EBITDA 2024 en un escenario con un EBITDA de US\$1,1 BB nos continúa resultando atractiva.

	2022	2023	1Q24	2024 E
Price (US\$)	\$ 15,66	\$ 29,51	41,38	\$ 42,60
Market Cap (US\$ MM)	\$ 1.375,93	\$ 2.764,49	\$ 3.971,49	\$ 4.088,58
EV (US\$ MM)	\$ 1.680,87	\$ 3.167,30	\$ 4.485,89	\$ 4.602,98
Net Debt (US\$ MM)	\$ 304,95	\$ 402,80	\$ 514,40	\$ 514,40
EBITDA (US\$ MM)	\$ 764,49	\$ 870,64	\$ 887,10	\$ 1.100,00
Net Income (US\$ MM)	\$ 269,48	\$ 396,97	\$ 78,65	
Adjusted Net Income (US\$ MM)	\$ 371,80	\$ 491,40	\$ 47,36	
Proved Reserves P1 (Mmboe)	251,60	318,64		
Production (boe/d)	48.560	51.149	55.046	
EPS	3,07	4,24	0,82	
Adjusted EPS	4,23	5,25	0,49	
P/E	5,11	6,96	8,50	
EV/EBITDA	2,20	3,64	5,06	4,18
EV/P1	6,68	9,94		

## S&P Merval

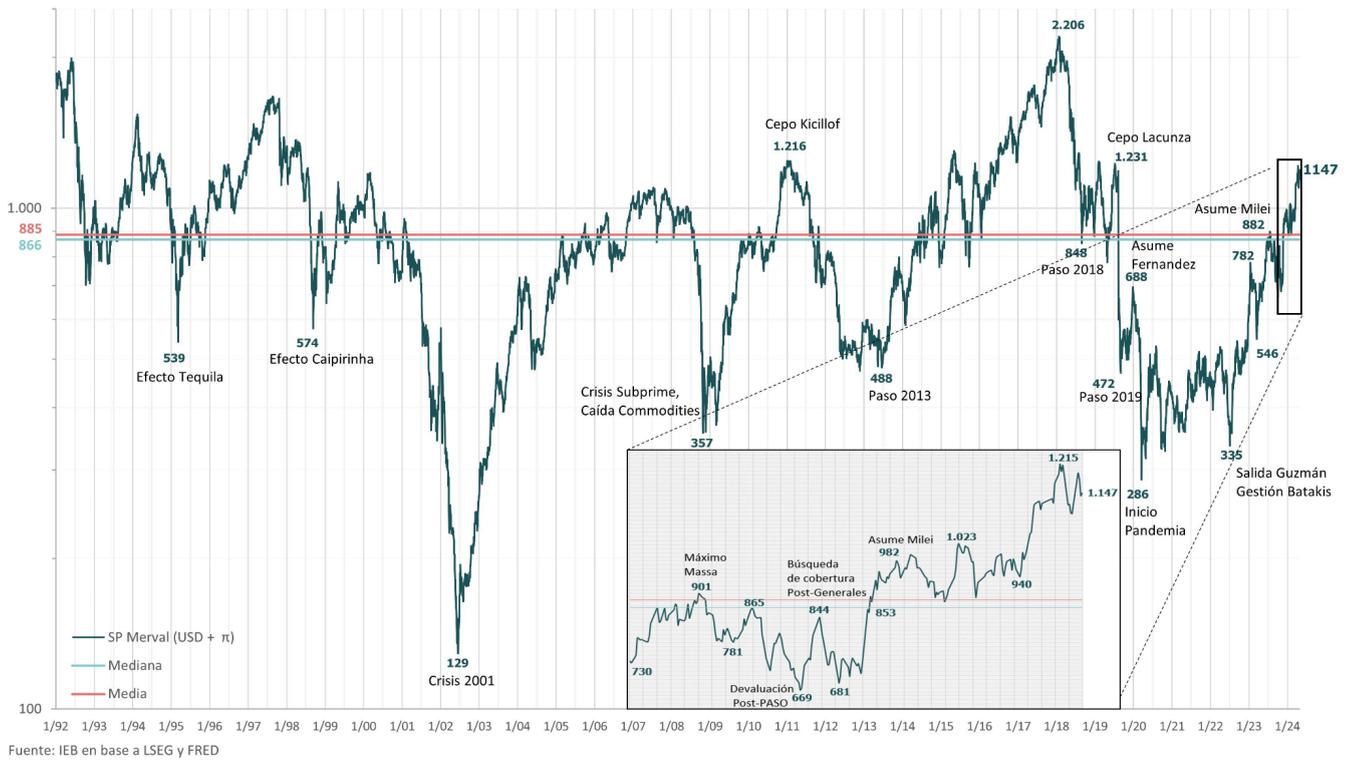
En la última semana, el índice ha venido evidenciando una alta volatilidad; con días de fuertes subas y otros de fuertes bajas. Como mencionamos en el semanal anterior hay componentes internacionales y locales que se conjugan para dicho efecto.

Por el lado internacional continúa la presión en los mercados de renta variable por el desplazamiento ascendente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. Una semana atrás la tasa a 10 años se encontraba en niveles de 4,2%, ubicándose en niveles de 4,7% al cierre de este semanal.



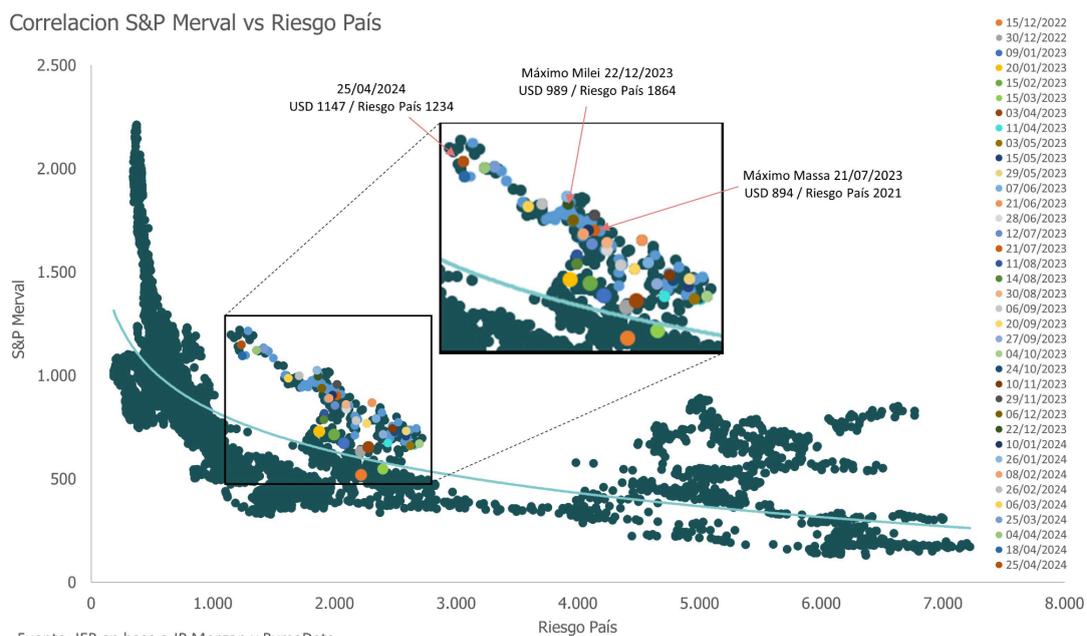
Este factor claramente presiona a todos los mercados de renta variable globales y el argentino no es excepción. Los factores locales tienen que ver con el comportamiento de la deuda soberana, y la lectura que se hace del “pulso” de la calle.

S&P Merval (Ajustado por USD CCL e Inflación)



En este sentido resulta muy interesante analizar el comportamiento del índice contra el riesgo país. Hay una correlación histórica significativa entre el valor del S&P Merval y el nivel de riesgo país. Como se observa en el gráfico inferior.

Correlación S&P Merval vs Riesgo País



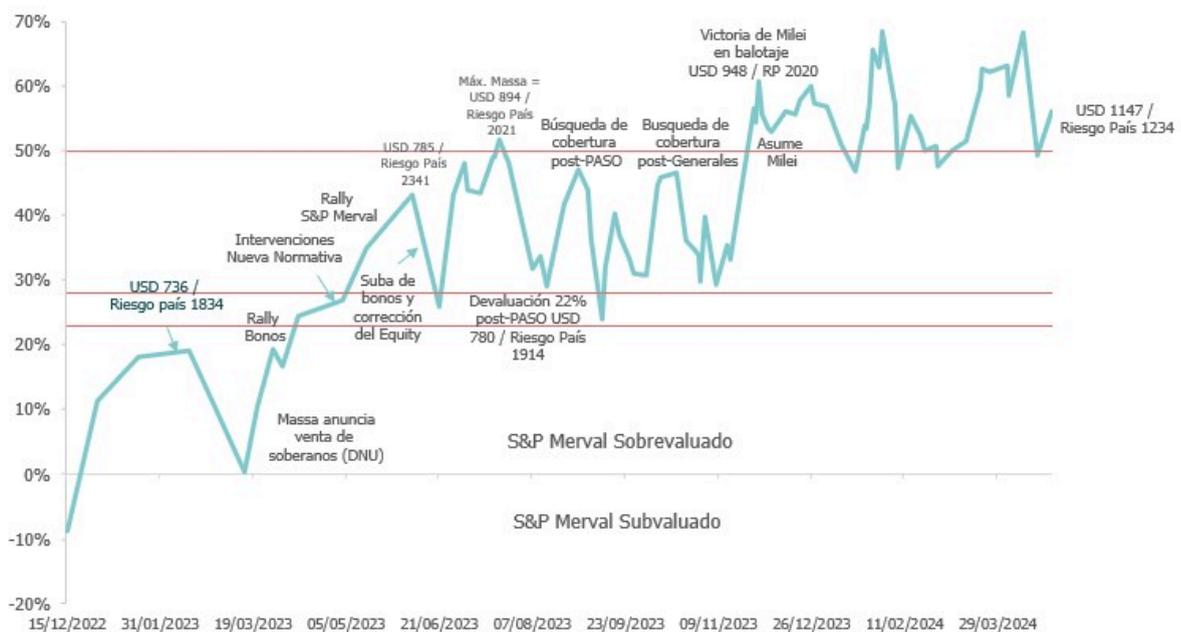
Aún más interesante resulta ver el grado de desvío que presentan los valores del S&P Merval frente a los niveles de riesgo país asociados (esto es, los que se determinan por la curva de correlación). Durante 2022 el S&P Merval operaba en una zona de “subvaluación”; es decir, los valores del S&P Merval se encontraban por debajo de los que la curva teórica indicaba.

A partir de marzo de 2023 el comportamiento comenzó a cambiar. Los inversores claramente comenzaron a preferir riesgo privado (y de renta variable) por sobre deuda soberana, convalidando sobrevaluaciones que se movían en un amplio rango de +20% a +40%.

La victoria de Javier Milei llevó al índice a niveles que implican valores superiores al +50% de sobrevaluación y los inversores comenzaron a convalidar un nuevo rango de +50% a +70%. En nuestra visión, semejante sobrevaluación siempre fue (y consideramos que lo es) exagerada.

Si los inversores asignan un éxito al programa económico, no parece que le asignen el mismo al repago de la deuda soberana; a pesar de que la misma ha tenido un desempeño notable. **En esta última semana, la corrección del S&P Merval y una deuda soberana que se mantuvo bastante firme ha llevado nuevamente dichos niveles a valores cercanos al +50% (+49% para ser exactos).**

Desvío S&P Merval contra Correlación



Fuente: IEB en base a JP Morgan y BymaData

## CARTERA DE CEDEARs

La economía estadounidense se comienza a desacelerar, mostrando un crecimiento anualizado de 1,6% para el Producto Interno Bruto (PIB) versus una estimación de 2,5% por parte de los analistas, lo que encendió las alarmas para los inversores, dada la persistencia de la inflación durante los primeros meses del año. Los datos parecen indicar que la economía se aleja cada vez más de un “soft-landing”, por lo que el mercado estará muy atento al siguiente dato económico, el índice de precios del PCE, que se dará a conocer el viernes.

La tasa de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años retomó su sendero alcista hacia el techo del canal que viene transitando desde 2024, como expresó nuestra estrategia internacional en su informe semanal. Así, al cierre de hoy dicha tasa se ubica en el 4,7%, mientras que la tasa de los bonos a dos años hizo lo propio hasta 4,9%.

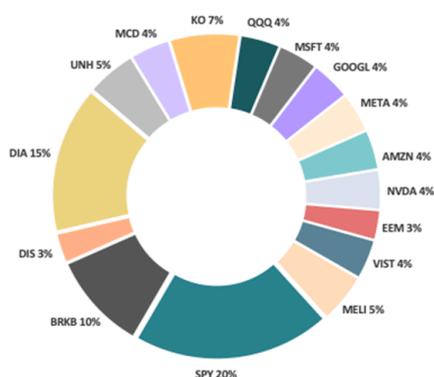
Tras superar los USD 5.000, el S&P 500 retomó su sendero a la baja impulsado por los datos económicos y la presentación de balances de una de las compañías con mayor ponderación en el índice - Meta Platforms Inc (META) - cuyos resultados se encontraron por encima de las estimaciones de analistas, informando ingresos por USD 36,46 BB y un beneficio de USD 4,71 por acción. No obstante, la preocupación de los inversores se centró en que la compañía mencionó haber gastado más de lo anticipado en sus esfuerzos por impulsar la inteligencia artificial.

Nuestro benchmark - el SPY (S&P 500) - obtuvo una pérdida del 4,82% desde comenzado el mes de abril, mientras que nuestra cartera de CEDEARs retrocedió un 5,22% durante el mismo periodo. Para el DIA (Dow Jones Industrial Average) la caída se ubicó en un 5,38%, mientras que el Nasdaq 100 (QQQ) obtuvo un 5,75% dada la mayor ponderación con la que cuenta Meta Platforms Inc en dicho índice.

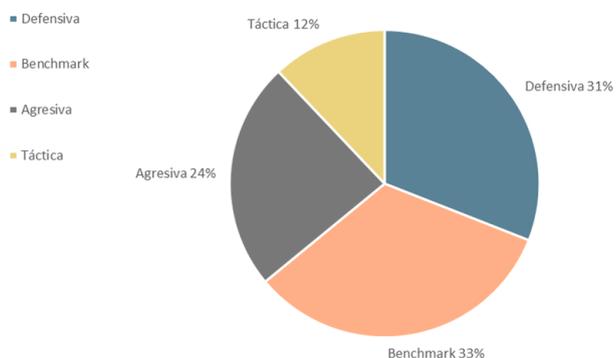
	2024												Rto. Anualizado	Volatilidad (40d)
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic		
<b>Cartera</b>	35,69%	-7,71%	5,93%	-5,22%	-	-	-	-	-	-	-	-	54,53%	11,49%
<b>SPY</b>	31,06%	-10,26%	4,21%	-4,82%	-	-	-	-	-	-	-	-	35,26%	11,63%
<b>DIA</b>	29,96%	-12,67%	3,69%	-5,38%	-	-	-	-	-	-	-	-	24,03%	10,45%
<b>QQQ</b>	30,96%	-10,30%	2,95%	-5,75%	-	-	-	-	-	-	-	-	29,62%	16,14%
<b>CCL</b>	29,98%	-16,47%	2,63%	-1,22%	-	-	-	-	-	-	-	-	21,31%	-
<b>Cartera en USD</b>	4,39%	10,49%	3,22%	-4,04%	-	-	-	-	-	-	-	-	30,18%	-

Finalmente, el dólar CCL se contrajo hasta los \$1072 (medido con ADRs) desde comienzo de mes, lo que deja a nuestra cartera con un rendimiento de -4.04% en dólares durante el mismo periodo.

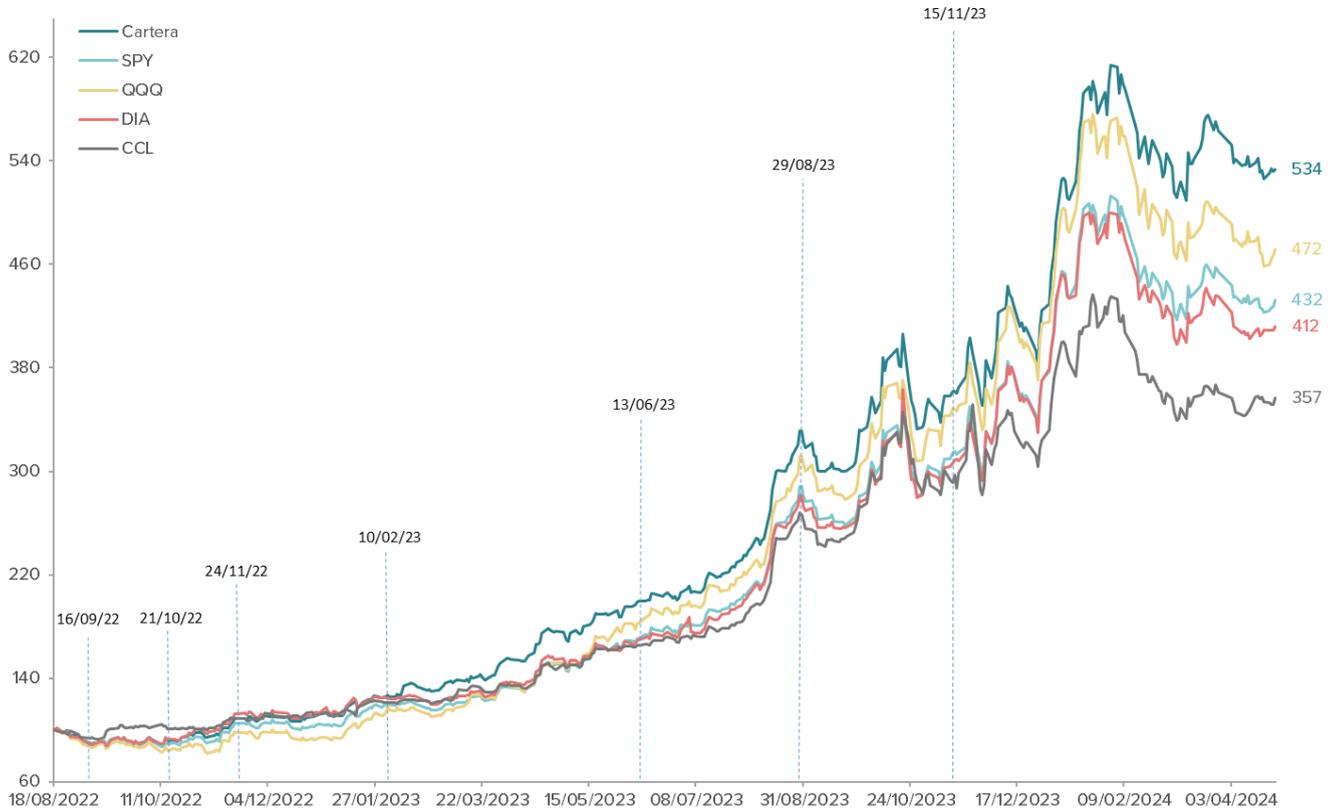
Cartera CEDEARs



Cartera por Estrategia



Performance de la cartera CEDEARs vs Benchmark (SPY, QQQ, DIA y CCL)



Fuente: IEB en base a BymaData y LSEG.

## GRUPO IEB

Av. del Libertador 498 Piso 10 - Torre Prourban (1001) C.A.B.A.

Tel: (+54 11) 5353-5500

<https://www.grupoieb.com.ar>

---

### IEB RESEARCH

#### **ANDRÉS NÓBILE**

*Director*

[anobile@grupoieb.com.ar](mailto:anobile@grupoieb.com.ar)

#### **LUCAS DECOUD**

*Analista - Renta Fija*

[ldecoud@grupoieb.com.ar](mailto:ldecoud@grupoieb.com.ar)

#### **IGNACIO SNIÉCHOWSKI**

*Head of Equity Research*

[isniechowski@grupoieb.com.ar](mailto:isniechowski@grupoieb.com.ar)

#### **GABRIEL PRORUK**

*Analista - Equity*

[gproruk@grupoieb.com.ar](mailto:gproruk@grupoieb.com.ar)

#### **NORBERTO SOSA**

*Director*

[nsosa@grupoieb.com.ar](mailto:nsosa@grupoieb.com.ar)

#### **FACUNDO HERRERA ARANA**

*Analista - Macro*

[fherrera@grupoieb.com.ar](mailto:fherrera@grupoieb.com.ar)

#### **PALOMA MINOR**

*Analista Jr.*

[pminor@grupoieb.com.ar](mailto:pminor@grupoieb.com.ar)

## DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

Este documento es distribuido al sólo efecto informativo, siendo propiedad de Invertir en Bolsa S.A. ("IEB"). No podrá ser distribuido ni reproducido sin autorización previa de IEB. La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas, siendo que IEB no ha sometido a las mismas a un proceso de auditoría, no otorga garantía de veracidad y/o exactitud sobre la misma, ni asume obligación alguna de actualizar la misma. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir de dichas estimaciones. Además, todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, promesas de rendimientos futuros. IEB, sus ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquellas expresadas en el presente documento. El contenido de este documento no podrá ser considerado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables y otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión, con el debido y previo asesoramiento legal e impositivo. IEB es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 246, y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 59, en ambos casos de la CNV. Además, IEB es miembro de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) n° 203, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX S.A) n° 313, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) n° 1695, y Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV) n° 546.