

Una de cal y otra de arena

14 de noviembre de 2025

En el ámbito local continúa el optimismo y la espera de novedades en lo que respecta a una potencial recompra de deuda soberana. El gobierno sigue marcando la agenda, aprestándose a avanzar fuertemente en ella una vez conformado el nuevo congreso. **La Argentina y Estados Unidos anunciaron ayer un acuerdo de comercio e inversión, baja de aranceles, eliminación de barreras para-arancelarias, entre otros puntos. Se trata de un anuncio cuyo impacto será de largo plazo y que no hace más que reforzar nuestra tesis de inversión: “long Argentina”.**

En el frente externo, el panorama se ha puesto un poco más complejo. La finalización del cierre del gobierno en EE. UU. ha puesto la mira en datos sobre la economía que se conocerán en breve. Por otro lado, el consenso ya se vuelca marcadamente a un escenario en el que no habría un recorte de tasas en diciembre (potencialmente sería en enero). Esto ha impactado negativamente en los activos de riesgo y Argentina no ha sido la excepción.

Por todo lo mencionado, somos muy constructivos con los activos argentinos, el único factor que nos parece que puede arruinar temporalmente la fiesta de nuestro “long Argentina”, son los sucesos que vienen ocurriendo en el norte.

Economía

Dado que el Tesoro cuenta con superávit fiscal y el balance del BCRA no supone déficit cuasifiscal, la cantidad de dinero está controlada por el Gobierno. La cuestión monetaria recae entonces enteramente en el comportamiento de la demanda de dinero. Como hemos visto, la respuesta de política monetaria a su deterioro implicó “forzar” esa demanda de diversas maneras, ya sea (i) mediante aumento del requerimiento de efectivo mínimo, (ii) mediante la venta de dólares por parte del Tesoro o del BCRA cuando el dólar llegaba a la banda superior o (iii) convalidando tasas de interés altas en

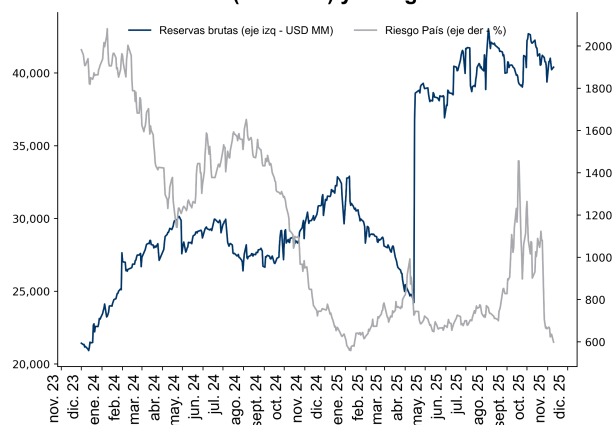
las licitaciones de títulos públicos. En otras palabras, los pesos que no eran demandados por el público lo fueron demandados por los bancos o por el Tesoro, ambos pagando un costo por ello. Esto trajo consigo tasas de interés altas y volátiles, así como presión sobre el tipo de cambio.

En la medida que la demanda de dinero se recupere, se daría el caso opuesto, es decir, la adopción de una política monetaria más laxa que relaje la tasa de interés y alivie la presión sobre el tipo de cambio.

La recuperación de la demanda de dinero depende de la actividad –se necesita más dinero para más transacciones– y de las expectativas –si se cree que el dinero sea menos escaso en el futuro, éste se vuelve menos atractivo en el presente–. Despejadas las elecciones y dado el buen resultado del oficialismo, vemos expectativas optimistas que redundarán en un mayor nivel de actividad. En consecuencia, proyectamos una demanda de dinero creciente en ese contexto.

Con los últimos datos disponibles, la demanda de dinero representa el 6,3% del PIB. Se encuentra muy distante al 10,5% promedio observado entre 2007-2025 y más aún del máximo de 14,0%. Concluimos que la demanda de dinero se encuentra en un bajo nivel en términos históricos, por lo que proyectamos su recomposición en el mediano plazo.

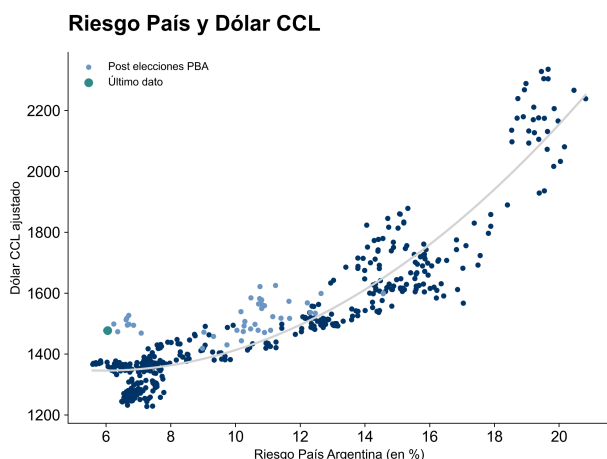
Reservas brutas (USD MM) y Riesgo País



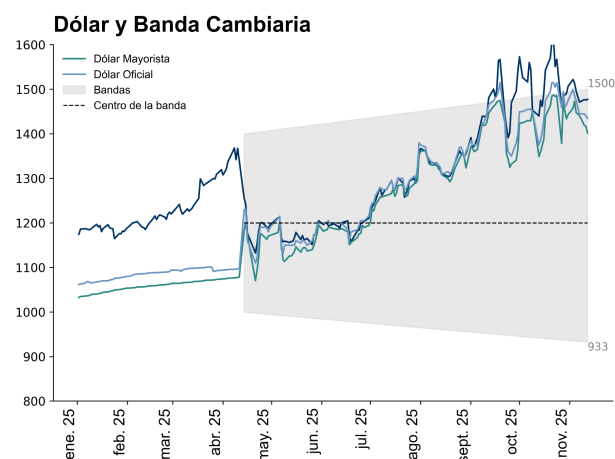
Fuente: IEB en base a BCRA, JP Morgan

Observando la oferta de dinero, notamos que ésta se mantuvo prácticamente constante en niveles cercanos a los ARS 51 BB. En la medida que la demanda de dinero se recupere y supere a la oferta, el BCRA podría remonetizar la economía (aumento de pasivos) con la compra no esterilizada de reservas (aumento de activos).

Tras el resultado electoral, el cambio de expectativas fue rotundo. Observamos una baja abrupta del riesgo país, pero no así del tipo de cambio. Al comparar las observaciones entre riesgo país y CCL –a modo de métrica de la desconfianza de los activos argentinos, es decir, el “rechazo” a la moneda y los bonos–, notamos que la combinación de riesgo país y CCL actual dista de la tendencia general de los datos.

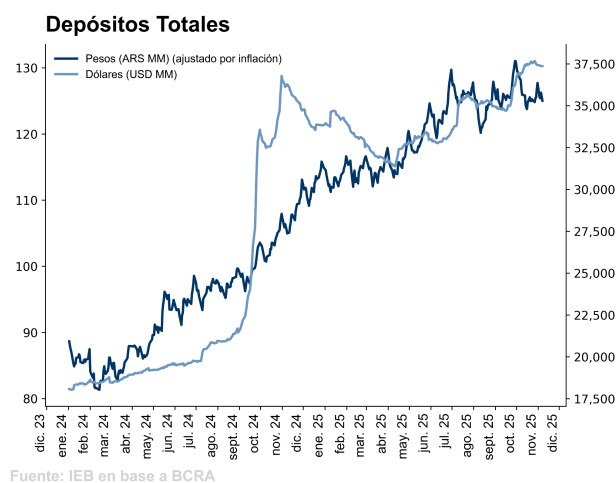


Fuente: IEB en base a BCRA y JP Morgan



Fuente: IEB en base a Reuters

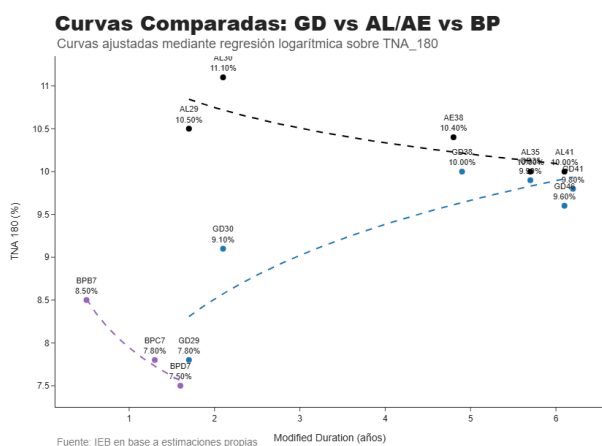
El ministro de Economía, Luis Caputo habló sobre el tipo de cambio. Sostuvo que el esquema de bandas se mantendrá, debido a la alta volatilidad de la demanda de dinero, la escasa profundidad del mercado cambiario y la inestabilidad política, factores que pueden hacer riesgosa una flotación libre. En efecto, la demanda de dólares venía siendo impulsada en gran medida por la cobertura, notamos como los depósitos en dólares aumentaron mucho más que los depósitos en pesos en términos reales.



El mercado, aunque notoriamente más optimista, parece aún estar a la espera de anuncios o eventos concretos, una suerte de “show me the money”. Entre ellos se encuentra la recompra de deuda, la consolidación del nuevo congreso y las leyes que vendrían consigo. En esa línea, ayer **los gobiernos de Estados Unidos y Argentina anunciaron un acuerdo de comercio e inversión recíproco, orientado a bajar aranceles, eliminar barreras y converger estándares, entre otras cuestiones. Si bien es prematuro poder analizar los impactos sectoriales sobre el comercio exterior y nivel de actividad, el interés estratégico de Estados Unidos sobre los minerales y alimentos de Argentina, refuerzan decisiones de inversión sobre todo en el sector de minería.**

Renta Fija en Dólares

Tras los rumores sobre la recompra de la parte corta de los globales, en la semana treparon 2%, en promedio. Aunque, al día jueves ya no continuaron con la compresión. Esto mismo tendría sentido debido a que los bajos cupones de los bonos, en comparación con otros países “High Yield”, vuelve a la curva de bonos del Tesoro poco atractiva.



Asimismo, los rumores provocaron que la curva se inclinara fuertemente, con lo cual la parte corta dejó de ser atractiva. La parte larga también se ubicó por debajo del umbral de 10% de rendimiento, dejando entrever que el potencial “upside” en precio cada vez se acota más.

En este sentido, creemos que podrían continuar las subas aunque de forma muy gradual, con lo que preferimos devengar cupones elevados con menor volatilidad. Por eso, recomendamos rotar hacia ONs como DNC5D - EDENOR 28 -, TLCPD - TECO 33, o PNDGD - PAE 27, que cuentan con “current yields” de 9,5%, 8,7% y 8,6%, respectivamente.

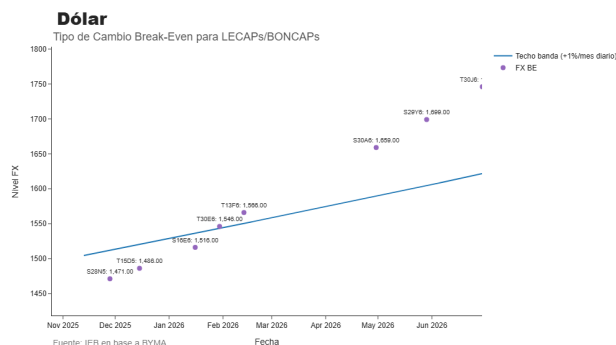
Por último, los spreads soberanos han alcanzado mínimos en lo que va del año, mientras que los corporativos aún continúan 100 pbs por encima del mínimo alcanzado en enero. Así es como ONs con

duración mayor a 4 años, podrían dar un rendimiento directo del 4%.

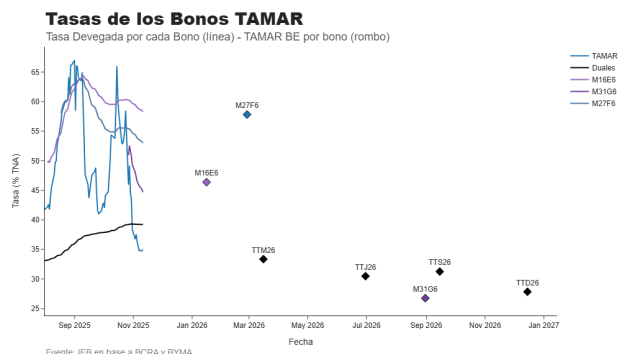


Renta Fija en Pesos

Toda la deuda en moneda local continuó comprimiendo, aunque pareciera haber alcanzado un punto de quiebre dado que el esquema de bandas se mantendría en el corto plazo. Es por eso que la curva de pesos debería encontrar un nuevo equilibrio entre tasa y dólar.



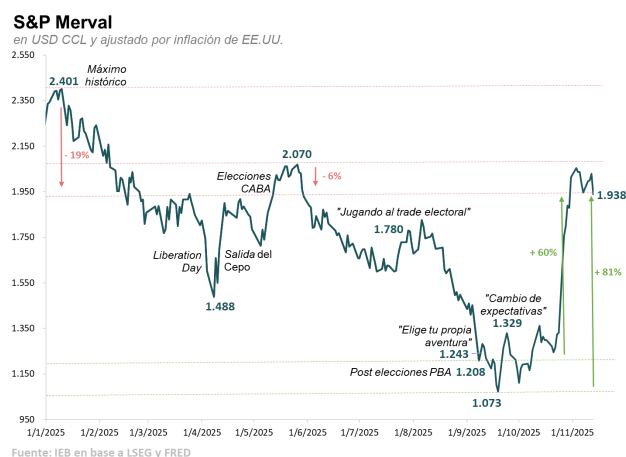
Como podemos ver, a partir de la T30E6 se encuentra en precios un cambio de régimen, el cual podría ser un incremento en el “crawling”. Aún así, el carry con letras parece altamente redituable, aunque creemos que hay instrumentos que devengan una mayor tasa, como lo es el M16E6 (58% de tasa con la actual TAMAR). De todas maneras, preferimos los instrumentos TAMAR debido a que la tasa devengada suele ser más inelástica a la baja que las letras cortas. De este modo, podría mantener un interés elevado durante más tiempo.



Por otro lado, la deuda CER fue la de mayor compresión relativa en todas las partes de la curva. Y no solo eso, sino que la parte larga rinde aproximadamente 2,5% menos que la curva soberana ley local. Esto mismo nos hace plantearnos si el CER largo puede continuar la compresión sin una caída del riesgo país.

Para finalizar, concluimos que el carry de corto plazo tiene altos fundamentos para continuar - al menos hasta enero debido a la elevada demanda de dinero -, y que los instrumentos con mayor capitalización de esta estrategia los encontramos en la curva TAMAR.

Renta Variable



La renta variable argentina continuó marcada por el optimismo de los inversores tras los anuncios antes mencionados sobre la recompra de deuda soberana y los resultados favorables de las compañías argentinas, principalmente en el sector regulado de servicios públicos. En sintonía con la dinámica del riesgo país, el S&P Merval logró una

buena semana rompiendo nuevamente la barrera de los USD 2.000 antes de retroceder cerca de un 5% en dólares durante la rueda del jueves.

A pesar de las expectativas positivas hacia adelante, no se debe perder de vista la temporada de resultados del 3T25 donde aún resta presentar el sector bancario, sector donde estimamos repercutirá notablemente la inestabilidad que experimentaron las tasas de interés durante los últimos meses, así como también el incremento en la morosidad, lo que estimamos estará impactando negativamente tanto en los márgenes de interés neto (NIM) como en la rentabilidad (ROE). Situación que podría desencadenar una corrección de corto plazo producto de la alta ponderación del sector (50%) en el volumen operado de acciones argentinas. **Aún así, resta una semana para dicho evento, donde estará presentando A3 Mercados (A3):**

Calendario de Resultados 3T25

IEB

Lunes 17/11	Martes 18/11	Miércoles 19/11	Jueves 20/11	Viernes 21/11
			A3 Mercados	
Lunes 24/11	Martes 25/11	Miércoles 26/11	Jueves 27/11	Viernes 28/11
	Grupo Galicia BBVA SUPERVUELLE	Macro Credito Argentino		

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

En la última semana tuvimos la presentación de resultados de YPF sobre los cuales compartimos un análisis detallado en el siguiente [informe](#). En líneas generales fue un buen trimestre, con los márgenes sufriendo el impacto del menor precio del Brent durante el trimestre, compensado por la reducción de costos ante la fuerte desinversión en áreas maduras. Esto se traduce en una caída del 12% interanual en los ingresos totales y un margen de EBITDA del 29,2% vs. 24% en el 2T25 y 25% en el 3T24. El FCF profundizó el negativo durante el trimestre llegando a valores de USD -760 MM explicado por la compra de áreas en Vaca Muerta por USD 523 MM, lo cual elevó el ratio de apalancamiento a 2,1x.

Transportadora de Gas del Norte (TGNO4), por su parte, mantuvo un trimestre en línea con lo que estimamos para el sector, con Cash flows sólidos y estables gracias a un cuadro tarifario actualizado. En cuanto a los márgenes, se mantuvieron constantes y en línea con el 3T24 con un margen de EBITDA que alcanzó el 57%. Si bien su cotización ha logrado un gran retorno después del castigo pre-elecciones, lo cual posiciona su P/BV en 2x, continúa siendo una acción que seguimos recomendando junto a otras del sector dada su defensividad.

Distribuidoras de Gas							
Estado de resultados 3T25 (AR\$ MM)							
Ventas	\$ 100.206	\$ 115.304	\$ 219.869	\$ 366.315	\$ 289.672	\$ 243.233	
Costo de Ventas	-\$ 67.274	-\$ 76.258	-\$ 143.612	-\$ 232.830	-\$ 191.363	-\$ 167.850	
-Margen Bruto	33%	34%	35%	36%	34%	31%	
Resultado Operativo	\$ 21.079	\$ 22.676	\$ 47.567	\$ 80.046	\$ 41.139	\$ 47.954	
-Margen Operativo	21%	20%	22%	22%	14%	20%	
Resultado Neto (atribuible a controlante)	\$ 13.041	\$ 15.288	\$ 26.447	\$ 47.953	\$ 22.780	\$ 32.950	
-Margen Neto	13%	13%	12%	13%	8%	14%	
EPS	\$ 64,45	\$ 95,28	\$ 115,37	\$ 84,28	\$ 68,35	\$ 101,22	
EBITDA	\$ 25.099	\$ 26.590	\$ 55.511	\$ 94.312	\$ 48.727	\$ 51.215	
-Margen EBITDA	25%	23%	25%	26%	17%	21%	
FFO	\$ 18.922	\$ 29.655	\$ 50.225	\$ 36.194	\$ 82.718	\$ 79.676	
-Capex	-\$ 2.522	-\$ 3.760	-\$ 6.282	-\$ 10.419	-\$ 4.998	-\$ 12.907	
FCF	\$ 16.399	\$ 25.895	\$ 43.943	\$ 25.775	\$ 77.720	\$ 66.768	
Estado de Situación Financiera (AR\$ MM)							
Deuda Financiera	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 90.362	\$ 127.547	\$ -	
Caja & Equivalentes	\$ 49.465	\$ 56.982	\$ 146.503	\$ 110.562	\$ 67.781	\$ 100.609	
- T-Bills (FX oficial)	\$ 10.733	\$ 12.987	\$ 39.157	\$ -	\$ 30.980	\$ -	
- USD (FX oficial)	\$ 172	\$ 164	\$ 559	\$ -	\$ -	\$ -	
- Títulos Públicos HD (FX oficial)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- FCI y otros inst. en AR\$	\$ 36.586	\$ 37.530	\$ 96.986	\$ 89.016	\$ 21	\$ 91.024	
- Caja y bancos AR\$	\$ 1.420	\$ 5.634	\$ 7.783	\$ 21.546	\$ 35.207	\$ 9.584	
Caja Neta de Deuda Financiera	\$ 49.465	\$ 56.982	\$ 146.503	\$ 20.200	\$ 59.765	\$ 100.609	
-Caja Neta / % Mkt Cap	11,6%	14,3%	18,7%	1,4%	na	12,4%	
Patrimonio Neto	\$ 223.465	\$ 207.030	\$ 471.957	\$ 874.928	\$ 235.986	\$ 425.798	
CCL 11/11/25	\$ 1.478,25						
FX Oficial 30/09/25	\$ 1.406,79						
Valuación (Cierre 10/11/25)							
# Acciones (MM)	202	160	229	569	333	326	
Precio	\$ 2.080	\$ 2.475	\$ 3.415	\$ 2.503	\$ 2.745	\$ 2.485	
Market Cap (AR\$ MM)	\$ 420.891	\$ 397.132	\$ 782.822	\$ 1.423.923	\$ 914.856	\$ 808.967	
Market Cap (US\$ MM)	\$ 285	\$ 269	\$ 530	\$ 963	\$ 619	\$ 547	
DY 2025	11,5%	14,0%	10,1%	0,0%	0,0%	8,3%	
BVPS	\$ 1.104	\$ 1.290	\$ 2.059	\$ 1.538	\$ 708	\$ 1.308	
P/BV	1,88	1,92	1,66	1,63	3,88	1,90	

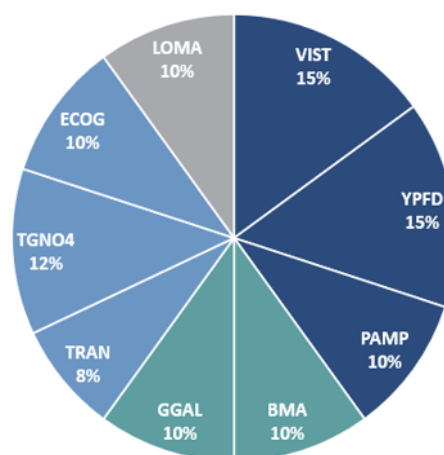
Fuente: IEB en base a EE.FF de las compañías y BymaData

Las distribuidoras de gas también presentaron resultados satisfactorios. Se puede ver una robusta generación de caja con resultados operativos y márgenes sólidos. Las valuaciones, a pesar del rally continúan siendo atractivas para empresas como METR y ECOG que cuentan con P/BV alrededor de 1,6x, con ECOG realizando el pago de un dividendo que representó un Dividend Yield de casi 10%. Sin dudas la normalización tarifaria ha devuelto a las compañías su característica defensiva, con flujos de caja estables y previsibles. Lo que debe ser una “utility”.

Por último, Central Puerto presentó sus balances del 3T25 (ver informe completo en el siguiente

[link](#)). Al igual que el resto de compañías del sector, se vió favorecida por la normalización de tarifas que junto con una mayor eficiencia en costos y la expansión de su matriz hacia fuentes renovables y almacenamiento energético, continuó mostrando un sólido crecimiento en ingresos, lo que junto con la eficiencia en la gestión de costos le permitieron sostener los márgenes. Al mismo tiempo que mantuvo una sólida posición financiera con bajo nivel de apalancamiento (0,5x EBITDA)

Finalmente, mantenemos la cartera de equity sin modificaciones dado que ha demostrado un buen desempeño. Desde que introducimos los nuevos cambios, el S&P Merval obtuvo un retorno del 6,4%, mientras que nuestra cartera alcanzó un rendimiento de 9,5% durante el mismo periodo. Esto principalmente por el buen desempeño del sector regulado, particularmente ECOG y TRAN que aportaron un 2.2% y 2.4% respectivamente al rendimiento integral de la cartera. De esta manera, consideramos conveniente continuar priorizando tanto al sector de Oil & Gas como de reguladas, con menor exposición al sector bancario:



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

NORBERTO SOSA

Director

nsosa@grupoieb.com.ar

IGNACIO SNIECHOWSKI

Head of Research

isniechowski@grupoieb.com.ar

VALENTIN VEDDA

Analista - Macro

vvedda@grupoieb.com.ar

GABRIEL PRORUK

Analista - Equity

gproruk@grupoieb.com.ar

MATEO MARZANO

Analista - Renta Fija

mmarzano@grupoieb.com.ar

IGNACIO HERNANDEZ MORAN

Research Assistant

ihmoran@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.