

CEG y VST: ajustando expectativas

Juan Pablo Iacarusso

Analista de Equity

jpi@gruposbs.com

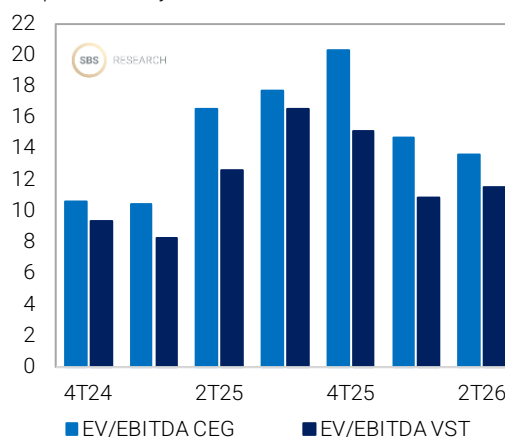
A lo largo del pasado mes Constellation Energy (CEG) y Vistra Corp. (VST) presentaron sus resultados correspondientes a 2T26. Antes, repasamos algunos desarrollos recientes del mercado energético de EEUU.

Durante el verano de 2026, la histórica ola de calor intensificada por el fenómeno de El Niño generó domos térmicos consecutivos con temperaturas superiores a los 38 °C e índices de calor de hasta 46 °C en el centro y este de Estados Unidos, lo que saturó los servicios públicos y provocó cortes de energía que dejaron temporalmente sin electricidad a cientos de miles de hogares. **Este estrés climático coincidió con un crecimiento estructural y acelerado de la demanda de energía que se proyecta que alcanzará un récord histórico de 4,268 mil millones de kilovatios-hora en 2026**, un incremento impulsado en gran medida por la proliferación de centros de datos destinados a cargas de inteligencia artificial (IA) que ya representa el 4,4% del consumo eléctrico nacional, copando hasta el 90% de los 474 gigavatios de nuevas solicitudes de interconexión en Texas.

La industria de los centros de datos en Estados Unidos enfrenta una severa distorsión en su planificación energética impulsada por la especulación corporativa en torno a la inteligencia artificial, manifestada de manera protagónica a través del fenómeno de los "proyectos fantasmas", mediante el cual los desarrolladores saturan las redes eléctricas presentando solicitudes de interconexión simultáneas y duplicadas para un mismo complejo tecnológico ante múltiples proveedores, con el fin exclusivo de asegurar las condiciones tarifarias y los tiempos de aprobación más ventajosos, generando una gigantesca demanda ilusoria donde más de dos tercios de los abrumadores 1.066 gigavatios solicitados a nivel nacional jamás llegarán a construirse. Para contrarrestar esta burbuja especulativa que amenaza con colapsar la logística de las empresas de energía y trasladar injustamente los costos de infraestructuras innecesarias a los consumidores regulares, las autoridades gubernamentales y los operadores de servicios públicos han orquestado un cambio de paradigma regulatorio radical, exigiendo ahora el pago de depósitos iniciales exorbitantes, la presentación de sólidas garantías financieras e historiales crediticios intachables, medidas que se complementan con auditorías estatales exhaustivas de emergencia.

EV/EBITDA

Múltiplos de VST y CEG



Fuente: SBS Research, Vistra, Constellation

Ratios

Múltiplos en base a últimos 12 meses

	CEG	VST
P/E	24,17	26,81
P/BV	2,76	9,79
EV/EBITDA	13,66	11,51
DN/EBITDA	2,86	3,02
Leverage (A/PN)	3,04	1,15
Endeudamiento (P/PN)	2,04	6,75

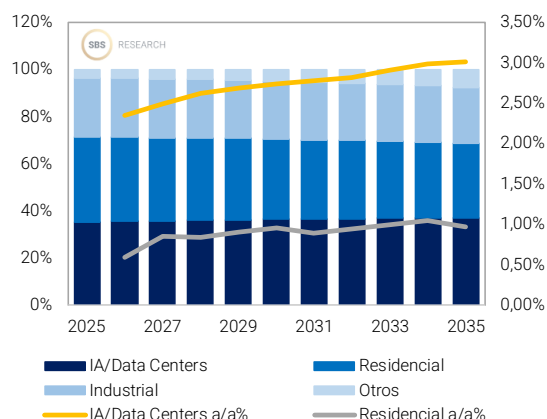
Fuente: SBS Research, Reuters

Demanda vs oferta de energía



Fuente: SBS Research, Reuters

Composición de la demanda esperada



Fuente: SBS Research, VST, CEG

Constellation Energy (CEG)

Durante el segundo trimestre de 2026, Constellation Energy reportó hitos financieros clave, destacándose el aumento **de su EBITDA, que paso de USD1,74bn en comparación con los USD1,61bn del mismo periodo en 2025**. Esta evolución positiva fue impulsada principalmente por la incorporación de las operaciones de Calpine, los mayores ingresos por precios de capacidad en PJM y una sólida ejecución comercial que permitió capturar mayores márgenes y optimizar el portafolio. A pesar de enfrentar factores atenuantes, como un mayor número de días de paradas nucleares programadas por recarga y un menor reconocimiento de ingresos por los Zero Emission Credits en Illinois, la solidez de los resultados trimestrales y la exitosa asignación de capital permitieron a **la empresa elevar su guía de ganancias operativas ajustadas para todo el año 2026 a un rango de USD11,50 a USD12,50 por acción**.

Constellation Energy (CEG) anticipa un crecimiento continuo y significativo en la demanda de energía, impulsado fuertemente por la expansión de la economía de datos y el desarrollo de centros de datos. Para contrarrestar esta subida, el foco estratégico de la compañía es aprovechar rápidamente la "capacidad varada" (stranded capacity) de la red y la infraestructura de generación existente, en lugar de depender exclusivamente de la lenta construcción de nuevas plantas. Esto incluye extender la vida útil de sus reactores actuales, reiniciar operaciones como el Crane Clean Energy Center y proponer soluciones híbridas que combinan plantas existentes con baterías o generación de respaldo para manejar los picos de consumo. En cuanto a las regulaciones regionales, PJM implementó un tope de precio en su mercado de capacidad de aproximadamente USD325/MW-día. Si bien esto establece un límite a las tarifas máximas, la fuerte demanda provocó que en la reciente subasta para 2028/2029 toda la oferta de CEG lograra compensar a ese precio tope, lo que le asegura a la empresa ingresos predecibles y muy sólidos a pesar de la restricción tarifaria.

El desarrollo de centros de datos avanza rápidamente, aunque con particularidades por región: en Texas (ERCOT), por ejemplo, la oferta de energía se percibe temporalmente holgada debido a que el almacenamiento en baterías se conectó a la red más rápido que los centros de datos (que aún están en

CEG vs SPY y XLE

Base 3-sep-2025 = 100



Fuente: SBS Research, Reuters

Ratios de valuación

Múltiplos en base a últimos 12 meses

	2T25	1T26	2T26
P/E	33,46	24,19	24,17
P/BV	7,29	2,91	2,76
EV/EBITDA	16,57	14,74	13,66
DN/EBITDA	0,97	2,62	2,86
Leverage (A/PN)	3,84	2,87	3,04
Endeudamiento (P/PN)	2,84	1,87	2,04

Fuente: SBS Research, Constellation

Estado de resultados consolidado

En USDmn

	2T26	2T25	% Variación
Estado de Resultados	USDmn	USDmn	% a/a
Ingresos	7.504	6.101	23,0%
Combustible y Produccion	4.023	3.132	28,4%
Otros gastos	2.901	2.018	43,8%
EBIT	580	951	-39,0%
EBITDA	1.746	1.611	8%
Margen EBITDA%	23%	26%	
Resultado Financiero	320	322	n.a.
IIIG	-398	-440	n.a.
Ganancia Neta	502	833	-40%
EPS	1,42	2,67	-46,8%

Fuente: SBS Research, Constellation

Resultado por segmento

En MW

	2T26	2T25	% Variación
Produccion por Region			% a/a
Mid-Atlantic	16.350	16.823	-2,8%
Midwest	23.779	24.493	-2,9%
New York	6.336	6.632	-4,5%
ERCOT (Texas)	6.418	6.558	-2,1%
Otras Regiones	36.932	11.135	231,7%
Por Generacion			% a/a
Nuclear	44.160	45.170	-2,2%
Gas, Petróleo y Renovables	30.649	5.560	451,2%
Energía Comprada	15.006	14.911	0,6%
Total	89.815	65.641	37%

Fuente: SBS Research, Constellation

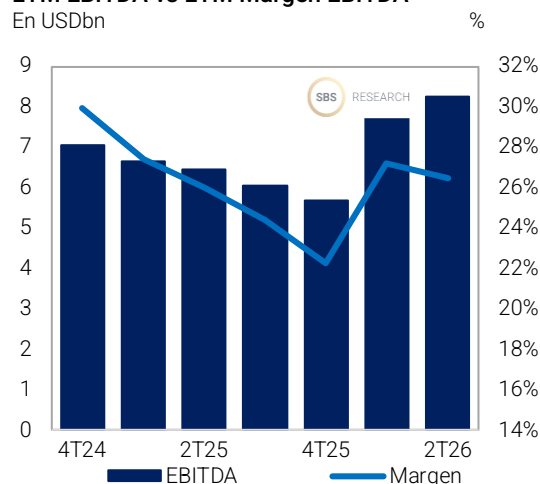
fase de construcción), mientras el estado implementa revisiones temporales como el proceso "batch zero" para evaluar el uso responsable de agua y energía de estas nuevas instalaciones. En el frente comercial, CEG logró avances notables al asegurar 920 MW en nuevos acuerdos nucleares de compra de energía (PPA) a largo plazo. Entre estos nuevos compromisos destaca un acuerdo de 176 MW con Walmart, el cual permitirá financiar una expansión de 30 MW en la capacidad del Dresden Clean Energy Center en Illinois. Adicionalmente, en el sector de gas natural, CEG firmó un nuevo contrato de 380 MW con CyrusOne para alimentar un centro de datos adyacente al Freestone Energy Center en Texas, con exclusividad para una segunda fase por otros 380 MW. Estos se suman a los acuerdos preexistentes por 400 MW con CyrusOne en el Thad Hill Energy Center, heredados a través de la reciente adquisición de Calpine.

La performance de CEG presentó dinámicas diferenciadas entre las distintas regiones de Estados Unidos donde opera: en el Mid-Atlantic, los ingresos operativos aumentaron a USD1,5bn (frente a USD1,44bn en el 2T25) impulsados por mayores precios contratados en la carga minorista. En el Midwest, los ingresos crecieron a USD1,5bn favorecidos por un incremento en los precios de capacidad y de venta minorista, aunque amortiguados por un menor reconocimiento de ingresos del programa ZEC de Illinois. En New York, los ingresos se mantuvieron estables en USD564mn mientras la empresa avanzaba en las solicitudes de renovación de licencias para las plantas Ginna y Nine Mile Point 1 hasta 2049. En ERCOT (Texas), los ingresos cayeron ligeramente a USD446mn en un entorno de mercado de precios más bajos por la rápida entrada de almacenamiento en baterías y clima suave, si bien la región destacó por el inicio de operaciones comerciales del proyecto a gas Pin Oak Creek (460 MW) y la firma de nuevos acuerdos de infraestructura para centros de datos.

Para el futuro, Constellation Energy mantiene una perspectiva sumamente optimista respaldada por un fuerte crecimiento continuo y un marco regulatorio cada vez más claro para el suministro de energía a la creciente economía de centros de datos. **En el corto plazo, la compañía elevó su guía de Ganancias Operativas Ajustadas para el año 2026 a un rango de USD11,50 a USD12,50 por acción, reflejando su sólido desempeño comercial y los beneficios de su programa de recompra de acciones.** A mediano y largo plazo, CEG proyecta una tasa de crecimiento anual compuesto en sus ganancias base de aproximadamente el 20% desde 2026 hasta el 2029, estableciendo como objetivo a largo plazo un crecimiento móvil a tres años del beneficio por acción base superior al 10%. **Para consolidar esta visión, CEG espera continuar ejecutando de forma disciplinada los USD2,8bn restantes en su programa de recompra de acciones, desplegar USD3,9bn en capital** de crecimiento con altos retornos, concretar el reinicio del Crane Clean Energy Center en la segunda mitad de 2027 e incorporar alrededor de 1,100 MW adicionales a través de mejoras de capacidad en su flota nuclear existente, mientras se beneficia de los ajustes anuales por inflación en los Créditos Fiscales a la Producción (PTC) que blindarán e impulsarán sus ingresos base en la próxima década.

LTM EBITDA vs LTM Margen EBITDA

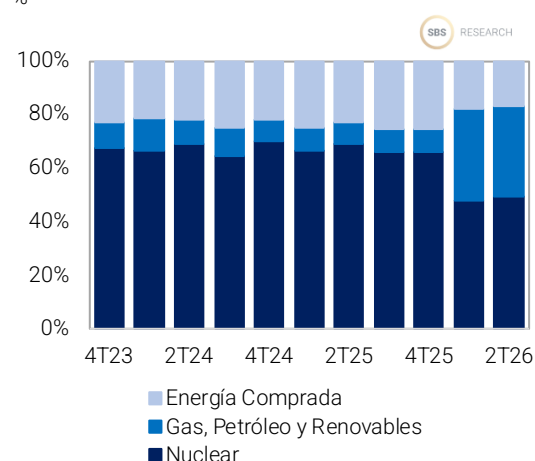
En USDbn



Fuente: SBS Research, Constellation

Generación de energía

%



Fuente: SBS Research, Constellation

Vistra Energy (VST)

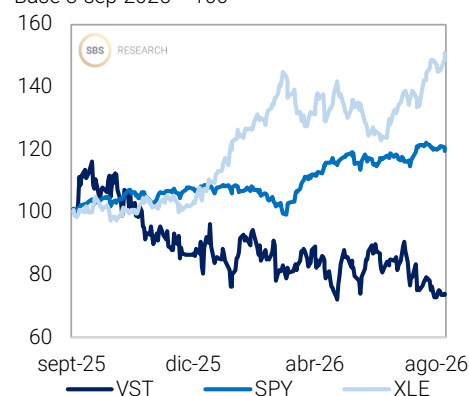
Durante el 2T26, Vistra logró un destacado desempeño financiero impulsado por un crecimiento superior al 30% interanual en su EBITDA Ajustado de operaciones continuas, alcanzando los USD1,7bn frente a los USD1,3bn reportados en el 2T25, con una utilidad neta de USD305mn. Este incremento significativo en el EBITDA se debió principalmente a mayores ingresos por capacidad en la red PJM, precios promedio realizados aproximadamente un 5% más altos por MWh gracias a su programa de coberturas, la optimización en el despacho de su flota flexible de gas natural para capturar oportunidades de margen, el reinicio de la Unidad 1 de Martin Lake, la aportación incremental de los activos adquiridos de Lotus y el sólido margen del segmento minorista.

Vistra prevé un crecimiento estructural y sostenido en la demanda de energía de 4% a 6% anual en ERCOT y de 2% a 3% en PJM hasta 2030, impulsado no solo por la aceleración de los centros de datos hacia 2028, sino también por la relocalización industrial, la electrificación generalizada y el crecimiento demográfico. Para abastecer esta mayor demanda y garantizar la confiabilidad de la red, el foco de VST está puesto en la excelencia operativa de su flota, la adición de nueva capacidad gestionable (como unidades a gas peaker en Permian, proyectos de almacenamiento/solares y la repotenciación nuclear) y la firma de contratos comerciales bilaterales a largo plazo. Respecto a los topes tarifarios o límites de precio en los mercados de capacidad (como el tope de USD555/MW-día discutido para las subastas de PJM), la compañía señala que, debido al fuerte incremento en los costos de equipamiento y construcción (los cuales se han duplicado o triplicado), dichos límites dificultan la rentabilidad de las nuevas obras, aumentando el atractivo y la brecha de valor de los activos de generación existentes de VST para cerrar acuerdos bilaterales con primas sobre el mercado mayorista.

En cuanto al desarrollo de centros de datos, la actividad se mantiene muy activa tanto en PJM como en ERCOT. En PJM la regulación ha ganado claridad tras la orden de la FERC favorable a la ubicación, mientras que en ERCOT las auditorías y filtros de la cola de interconexión (Batch Zero) buscan depurar proyectos especulativos para dar paso a desarrollos realistas. Respecto al avance de acuerdos existentes, la empresa continúa ejecutando sus

VST vs SPY y XLE

Base 3-sep-2025 = 100



Fuente: SBS Research, Reuters

Ratios de valuación

Múltiplos en base a últimos 12 meses

	2T25	1T26	2T26
P/E	30,84	25,16	26,81
P/BV	13,77	9,15	9,79
EV/EBITDA	12,60	10,88	11,51
DN/EBITDA	2,46	2,89	3,02
Leverage (A/PN)	1,15	1,16	1,15
Endeudamiento (P/PN)	6,89	6,36	6,75
FCF Yield	7,30%	9,44%	4,28%

Fuente: SBS Research, Vistra

Estado de resultados consolidado

En USDmn

	2T26	2T25	% Variación
Estado de Resultados	USDmn	USDmn	% a/a
Ingresos	4.017	4.250	-5,5%
Combustible y Produccion	2.627	2.707	-3,0%
Gastos de Administración	392	419	-6,4%
Amortizacion	445	541	-17,7%
Otros gastos	0	68	n.a.
EBIT	553	515	n.a.
EBITDA	1.198	1.277	-6%
Margen EBITDA%	30%	30%	
Resultado Financiero	-126	-112	n.a.
IIGG	305	327	n.a.
Ganancia Neta	732	730	n.a.
EPS	0,76	0,81	n.a.

Fuente: SBS Research, Vistra

Resultado por segmento

En MW

	2T26	2T25	% Variación
Produccion por Region			% a/a
ERCOT (Texas)	19.987	19.031	5,0%
Mid-Atlantic	15.044	13.257	13,5%
North - Atlantic	3.871	3.361	15,2%
New York	1.423	1.212	17,4%
Midwest	1.970	1.916	2,8%
California	1.529	1.580	-3,2%
Por Generacion			
Gas	27.118	24.120	12,4%
Carbón	8.743	8.428	3,7%
Nuclear	6.448	6.448	0,0%
Renovable + Bio	1.328	1.174	13,1%
Total	43.824	40.357	9%

Fuente: SBS Research, Vistra

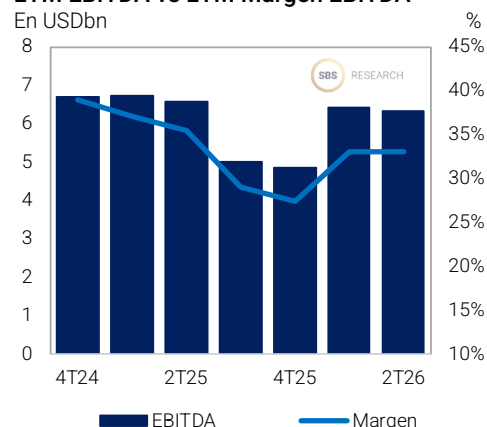
PPAs a 20 años con Meta para suministrar 2,609MW de energía limpia y capacidad desde sus centrales nucleares en PJM (iniciando entregas a finales de 2026), así como su PPA de 1,200MW con Amazon Web Services (AWS) en la central nuclear Comanche Peak a partir de 2027. Como principales novedades y nuevos acuerdos, VST anunció su incorporación como inversor fundador de la plataforma Helix Digital Infrastructure junto a KKR, NVIDIA y la Autoridad de Inversión de Kuwait (donde aportará hasta USD1,0bn y será el socio energético preferente para soluciones rack-to-grid), la firma del PPA para el proyecto solar Oak Hill 2 con una contraparte de grado de inversión, y los avances para cerrar la adquisición del portafolio de generación a gas de Cogentrix a finales de 2026.

Durante el segundo trimestre de 2026, el desempeño de Vistra varió según la región geográfica: en Texas (ERCOT), el EBITDA Ajustado se elevó a USD311mn (frente a USD142mn en el 2T25) gracias al retorno operativo de la Unidad 1 de Martin Lake y a la optimización del despacho de sus plantas de gas, aunque la utilidad neta regional cayó a USD592mn debido a menores ganancias no realizadas por valoración a mercado de derivados. En la región Este (PJM, MISO, ISO-NE, NYISO), el EBITDA Ajustado aumentó a USD642mn (frente a USD418mn en el 2T25) impulsado por precios de capacidad más altos en PJM, mejores precios de venta realizados y la incorporación de los activos adquiridos de Lotus, aunque reportó una pérdida neta regional de USD166mn afectada por pérdidas contables no realizadas en derivados de commodities. Por su parte, en el Oeste (CAISO), el EBITDA Ajustado alcanzó los USD68mn (frente a USD49mn en el 2T25) con una utilidad neta de USD28mn, favorecida por mayores ingresos de capacidad realizados y menores pérdidas no realizadas en sus posiciones de coberturas.

De cara al futuro, Vistra (VST) anticipa un entorno de demanda eléctrica estructuralmente fortalecido, estimando un crecimiento anual de la carga del 4% al 6% en ERCOT y del 2% al 3% en PJM hasta 2030, impulsado por el auge de los centros de datos, la electrificación masiva, la relocalización industrial y el crecimiento demográfico. **En el plano operativo y financiero, la compañía reafirmó sus guías para todo el año 2026, proyectando un EBITDA Ajustado de sus operaciones continuas de entre USD6,8bn y USD7,6bn (con la confianza de situarse en o por encima del punto medio).**

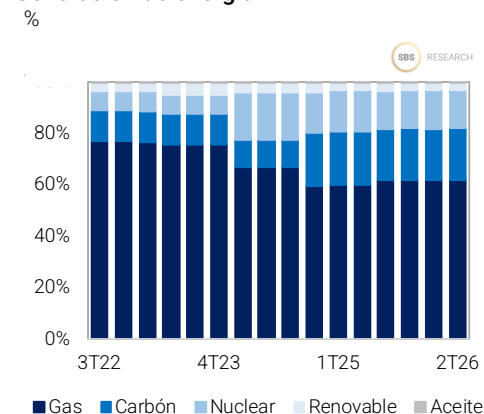
Asimismo, mantuvo su rango de oportunidad para el punto medio del EBITDA Ajustado de 2027 entre USD7,4bn y USD7,8bn, destacando que dicha cifra no contempla aún los USD700mn adicionales estimados que aportarían la adquisición pendiente de Cogentrix y la prima por encima de mercado de los contratos PPA nucleares con Meta. Este panorama se encuentra respaldado por una proyección de generación de más de USD10,0bn en efectivo disponible acumulado para el ciclo 2026-2027, del cual prevén destinar entre USD4,5bn y USD5,0bn a proyectos de crecimiento (incluyendo Cogentrix, unidades a gas en Permian, repotenciaciones nucleares y su compromiso en la plataforma Helix), USD3,0bn a retornos para accionistas (dividendos y recompras de acciones), manteniendo un excedente de USD2,0bn a USD2,5bn para asignación disciplinada y fortalecimiento del balance con miras a alcanzar calificaciones crediticias de grado de inversión de nivel medio.

LTM EBITDA vs LTM Margen EBITDA



Fuente: SBS Research, Vistra

Generación de energía



Fuente: SBS Research, Vistra

¿Dónde enfocarnos hacia adelante?

La demanda eléctrica de EEUU viene de 15 años prácticamente plana y ahora entra en una fase de crecimiento sostenido: la EIA (U.S. Energy Information Administration) proyecta un aumento de 0,9% a 1,6% anual hasta 2050, impulsado principalmente por centros de datos, cuyo consumo de servidores podría multiplicarse por más de 16 veces respecto a 2020 (hasta 818.000 millones de kWh en el escenario de alta demanda). **Para 2026-2027 puntual, la EIA ya viene ajustando esas proyecciones a la baja (por ejemplo, redujo el crecimiento de generación 2026 de 3% a 2,4%, y el de carga en Texas de 14% a 6% para 2027)** tras confirmar que buena parte de las solicitudes de capacidad de centros de datos no se materializa como estaba previsto. A nivel de infraestructura, la capacidad instalada debería crecer entre 50% y 90% hacia 2050 para sostener ese ritmo, con gas natural, solar y eólica pasando de ~60% a ~80% del mix de generación; mientras tanto, NERC proyecta que la demanda pico podría subir 224 GW en verano y 245 GW en invierno hacia 2035 (las tasas más altas desde 1995), dejando a 13 de 23 zonas de Norteamérica (incluyendo PJM, MISO y ERCOT) en riesgo elevado o alto de faltante de recursos en los próximos cinco a diez años, aunque consultoras como Grid Strategies advierten que ese riesgo podría estar sobreestimado por partir de proyecciones de demanda de IA infladas.

En lo que llevamos del 2026 las acciones de CEG y VST caen un 21,4% y un 14,2% respectivamente, contracción que se explica en parte por los ajustes en las proyecciones de por parte de la EIA para la demanda de energía. Durante el segundo trimestre de 2026 se combinaron dos fuerzas contrapuestas para las generadoras independientes: por un lado, la confirmación oficial del crecimiento estructural de demanda, con el AEO2026 de la EIA (abril) proyectando una expansión sostenida impulsada por centros de datos, y los precios de capacidad y mayoristas de PJM alcanzando máximos históricos (capacidad tocando el tope regulatorio de USD329,17/MW-día y precios spot hasta 76% más altos interanual en el primer trimestre, reportado en mayo), siguió consolidando ingresos extraordinarios y el atractivo de los PPAs de largo plazo firmados con hyperscalers. Por otro lado, hacia fines del trimestre se puso en evidencia públicamente la magnitud de la "brecha" entre demanda solicitada y real (con un 19% de solicitudes que nunca se materializan), lo cual empezó a introducir dudas sobre cuánta de esa demanda que sostiene los precios actuales es genuina y cuánta es especulativa. El resultado neto para las compañías como CEG y VST en el trimestre fue ambivalente: capturaron el máximo beneficio de precios y contratos derivados de proyecciones de demanda aún no cuestionadas formalmente por los reguladores, pero quedaron más expuestas a que esas mismas proyecciones (base de sus valuaciones y de los compromisos de expansión anunciados) resulten sobreestimadas, sentando las condiciones para las correcciones de pronóstico que la EIA y otros reguladores comenzaron a aplicar recién en los trimestres siguientes (como el ajuste de Texas en agosto).



Para mayor información llámanos al **(011) 4894-1800**, a los siguientes contactos:

COMERCIAL

INSTITUCIONALES Y CORPORATIVOS

Gastón Donnadio

Int. 196 / gd@gruposbs.com

María Victoria Acuña

mva@gruposbs.com

Felipe Sanguinetti

fms@gruposbs.com

FINANZAS PERSONALES

Juan Ignacio Bialet

Int. 170 / jib@gruposbs.com

Julián Sznajderhaus

Int. 405/127 / jsz@gruposbs.com

Fernando Rama

frr@gruposbs.com

Ignacio Murua

im@gruposbs.com

Bautista De La Canal

bc@gruposbs.com

Lucas Gabriel Eiras

lge@gruposbs.com

SALES & TRADING

Francisco Bordo Villanueva

Int. 403 / fbv@gruposbs.com

Carlos Carafi

Int. 408 / cc@gruposbs.com

Jorge de Vera, CIIA

jdv@gruposbs.com

Lucas Dalmau

ld@gruposbs.com

Juan Matías Brandi

jmb@gruposbs.com

DISCLAIMER

La información incorporada en este documento proviene 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. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor. No se garantiza la genuinidad o veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Se encuentra prohibida la distribución o reproducción –total o parcial– de la información contenida en el documento.