

Vistra Corp.

Energía nuclear y exposición al único mercado eléctrico no regulado de Estados Unidos

Cotización			Nuestra Lectura	
NYSE	VST	USD 153	Positiva	
BYMA	VST.BA	ARS 9.395	Neutra	
Ratio	26:1		Cautela	

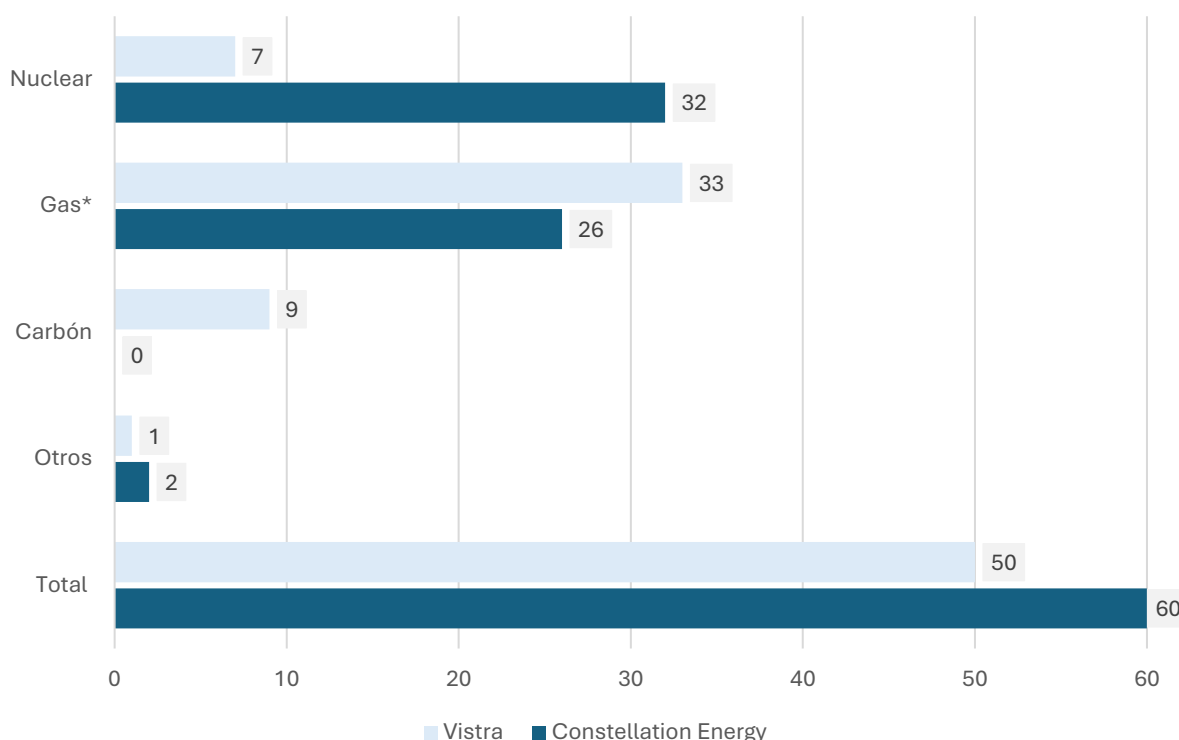
nota: ver matriz de convicción del mercado en el apéndice

Vistra Corp. (VST o la Compañía a lo largo de este reporte) es una de las mayores generadoras de electricidad de Estados Unidos, con sede en Irving, Texas, y cotización en la Bolsa de Nueva York. La Compañía opera un portafolio diversificado de aproximadamente 45 gigavatios de capacidad instalada, que alcanzaría los 50 GW tras el cierre de la adquisición de Cogentrix, que combina activos nucleares, de gas natural, solares, de almacenamiento en baterías y de carbón en transición), distribuidos principalmente entre dos mercados de características opuestas (ver Gráfico nro. 1).

Uno de los mercados donde opera VST es ERCOT, la red eléctrica del estado de Texas. Se trata de un mercado desregulado y aislado de la red nacional, donde los precios responden libremente a la oferta y la demanda, sin supervisión del regulador federal. El otro, llamado PJM, es el mayor mercado eléctrico organizado del país y abarca el noreste y el medio oeste de Estados Unidos. En PJM los precios también surgen de subastas competitivas de energía y capacidad, pero bajo reglas que define y supervisa la Comisión Federal Reguladora de Energía (FERC, por sus siglas en inglés), que puede intervenir en el diseño del mercado, por ejemplo fijando topes a los precios de las subastas de capacidad, como veremos en la sección de riesgos. Ese contraste entre un mercado enteramente libre (ERCOT) y uno competitivo pero supervisado por el regulador federal (PJM) es clave para entender tanto las oportunidades como los riesgos de la Compañía. A su negocio de generación de electricidad mayorista se suma una operación minorista de comercialización de energía eléctrica a través

de su controlada TXU Energy. Esta unidad de negocio actúa como estabilizador natural de los resultados operativos de la Compañía, como veremos más adelante.

Gráfico nro. 1. Fuentes de energía de la capacidad instalada de Vistra y Constellation Energy expresada en Gigawatts (GW)



Fuente: Presentación de resultados de las compañías. *Este número para Vistra ya supone 5,5 GW de Cogentrix a sumarse en la segunda mitad del 2026.

La empresa en contexto

En los últimos doce meses al cierre del primer trimestre del 2026, la Compañía facturó USD 19.445 millones (+7,4% año a año), con una ganancia por acción de USD 5,29 (+16,7% año a año). Vistra construyó el segundo mayor parque nuclear de generación de Estados Unidos luego de adquirir a Energy Harbor en marzo 2024, con unos 6,4 GW de capacidad. Estos últimos activos son prácticamente irreproducibles dado el costo, los plazos y la complejidad regulatoria de licenciar nueva capacidad nuclear en el país.

La Compañía ya firmó contratos de compraventa de energía (PPA, por sus siglas en inglés) a 20 años con hiperescaladores de primer nivel (Meta y Amazon Web Services), y a través del acuerdo con la plataforma respaldada por KKR, se posicionó como proveedor de energía

preferente de la próxima ola de centros de datos. A ello se suma la adquisición anunciada de Cogentrix Energy (unos 5,5 GW de generación a gas), cuyo cierre está previsto para la segunda mitad de 2026 y que, una vez completada, llevará la capacidad instalada del portafolio a los aproximadamente 50 GW mencionados. Cabe destacar que la guía de resultados 2026 de la Compañía no incluye el aporte de estos activos, por lo que su incorporación representa potencial adicional sobre los números presentados en este informe.

Modelo de Negocio

Una parte del modelo de VST consta de vender el acceso a la energía que los hiperescaladores necesitan. La energía nuclear posee potencia disponible 24/7 sin interrupciones. La electricidad que consumen los centros de datos de inteligencia artificial no tolera cortes ni intermitencias, requieren energía firme y constante. La energía eólica y solar, pese a su menor costo y su perfil limpio, no son compatibles con esa exigencia porque dependen del clima y no están disponibles de forma ininterrumpida. La energía nuclear, en cambio, es la única fuente que ofrece simultáneamente contaminación cero, suministro permanente y un precio razonable. La generación a gas aporta firmeza y flexibilidad, aunque emite dióxido de carbono, de modo que no resuelve la ecuación de descarbonización por sí sola. En este contexto, los activos de Vistra adquieren un valor estratégico difícil de replicar.

Otro de los pilares del negocio es el posicionamiento de la Compañía como uno de los principales actores del mercado minorista, abasteciendo a alrededor de 5 millones de clientes en una veintena de estados, con un aporte promedio de USD 1.000 millones anuales de EBITDA ajustado. Conviene detenerse en cómo interactúa esta pata con la de generación, porque es la clave de la estabilidad del modelo. Vistra participa en las dos puntas del negocio eléctrico: por un lado, genera energía con sus propias plantas y la inyecta al mercado mayorista, cobrándola al precio de mercado del momento. Por el otro, su brazo minorista, a través de TXU Energy, retira del mercado la energía que consumen sus clientes finales (hogares y comercios), a los que les vende a un precio relativamente fijo. Aunque se trate de la misma compañía, no es una simple transferencia interna que se cancela sino que ERCOT funciona como un mercado centralizado donde la pata de generación liquida su producción y la minorista paga por su consumo, ambas a precio de mercado.

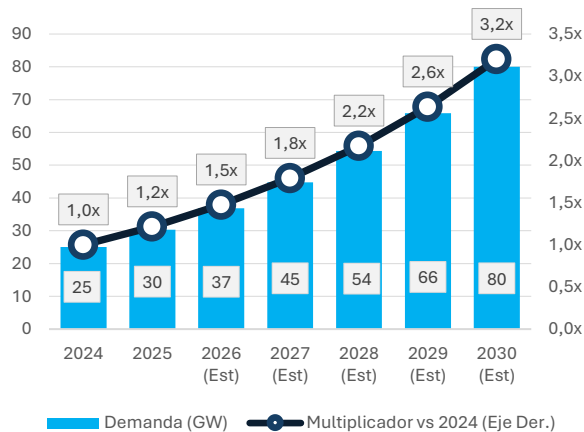
Esa estructura convierte al minorista en una cobertura natural de la generación. El segmento de generación es vendedor neto de energía y gana cuando los precios mayoristas suben, mientras que el minorista actúa como comprador neto y comprime su margen en ese mismo escenario, de manera que un segmento amortigua al otro y suaviza la volatilidad del resultado consolidado. En el contexto actual, con la demanda de inteligencia artificial empujando los precios al alza, el motor de la facturación es la generación, mientras que el minorista queda como estabilizador para cuando el ciclo vire en la otra dirección.

Ventajas competitivas

Las ventajas competitivas de Vistra se sostienen sobre cuatro puntos que configuran un perfil difícil de replicar.

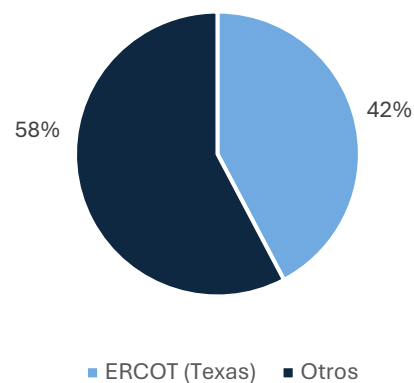
Primero, su parque nuclear. Este se beneficia por los créditos fiscales a la producción nuclear que estabilizan sus márgenes en el largo plazo. Segundo, contratos de muy largo plazo con contrapartes de máxima calidad crediticia. Se trata de contratos a 20 años con Meta (más de 2,6 GW de capacidad nuclear en PJM, incluyendo el mayor proyecto de ampliación de potencia nuclear respaldado por un cliente corporativo en Estados Unidos) y con Amazon Web Services (hasta 1,2 GW desde la central nuclear de Comanche Peak, en ERCOT) que en conjunto superan los 3,8 GW comprometidos a dos décadas (ver Gráfico nro. 2). Tercero, su exposición a ERCOT, que le permite facturar más en los picos de demanda y conectar nueva capacidad con mayor rapidez que la competencia (ver Gráfico nro. 3). Como ERCOT no se encuentra regulado por la FERC, las conexiones son aprobadas sin tanta burocracia. Se estima que en la actualidad existe una demora de 4 a 7 años para conectarse por red regulada en Estados Unidos. Cuarto, una estrategia activa de crecimiento de capacidad instalada, materializada en la adquisición de Cogentrix y en su rol de inversor y proveedor de energía preferente de la plataforma de infraestructura digital Helix para inteligencia artificial respaldada por KKR, Nvidia y la Autoridad de Inversión de Kuwait.

Gráfico nro. 2. Proyecciones de Demanda de electricidad de Centros de Datos al 2030.



Fuente: Proyecciones McKinsey.

Gráfico nro. 3. Participación del resultado bruto (EBIT) de Texas y otros. Promedio últimos 3 años.



Fuente: Balances de la Compañía.

Oportunidades y crecimiento

Esta tendencia secular de largo plazo ya se puede percibir en los últimos números presentados. En el primer trimestre del 2026, Vistra facturó USD 5.640 millones (+43% año a año), por encima de las estimaciones del consenso, y reportó una ganancia por acción de USD 1,16 (+133% año a año). El EBITDA ajustado alcanzó USD 1.494 millones, representando un margen del 26% y el flujo de caja operativo trepó a USD 1.200 millones, el doble de los USD 600 millones de hace un año atrás.

Sobre esa base, la Compañía reiteró una guía sólida para 2026: EBITDA ajustado de USD 6.800 a 7.600 millones y flujo de caja libre ajustado de USD 3.925 a 4.725 millones. El promedio de ese rango de flujo de caja libre se sitúa en un 8% de rendimiento sobre la capitalización bursátil actual de USD 51.000 millones.

Comparables y Valuación

Vistra cotiza en torno a 10 veces el EV/EBITDA futuro y 16 veces las ganancias estimadas de los próximos doce meses. Su comparable directo, Constellation Energy (CEG), opera a múltiplos sensiblemente superiores (del orden de 13 veces EV/EBITDA y 23 veces las ganancias), pese a que ambas compañías se benefician de la demanda de energía creciente por parte de los centros de datos. La diferencia de valuación refleja perfiles de riesgo distintos

(CEG exhibe mayor capacidad ya contratada con hiperescaladores y un perfil nuclear mucho más marcado) aunque también deja a Vistra como la segunda alternativa de valor con la opcionalidad de los precios variables del mercado de ERCOT.

El balance acompaña esa lectura. La Compañía opera con una estructura de capital de grado de inversión. Su calificación crediticia fue elevada a investment grade tanto por S&P como por Fitch entre diciembre 2025 y marzo 2026 y apunta a una relación Deuda Neta sobre EBITDA ajustado cercana a 2,3 veces hacia fin de 2027, un nivel conservador para un generador de esta escala que deja margen para sostener el plan de inversiones sin comprometer el reparto de capital. Sin embargo, el apalancamiento más relevante es operativo y no financiero. Gracias a que los costos fijos de la flota nuclear ya se encuentran absorbidos, cada dólar adicional de precio capturado en ERCOT durante los picos de demanda se transforma casi en su totalidad en margen. Por eso una mejora sostenida de los precios mayoristas se traduce de manera casi directa en una expansión del retorno sobre el capital invertido (ROIC).

Catalizadores

Los catalizadores más relevantes de mediano plazo son tres.

Primero, la firma de un nuevo contrato de gran escala con un hiperescalador, que ampliaría la visibilidad contractual y habilitaría financiamiento adicional con respaldo de activos. Segundo, la evolución de los precios en ERCOT. Una mejora sostenida de los precios de la energía expandiría los márgenes de generación de forma directa. Por último, el cierre de la adquisición de Cogentrix en la segunda mitad del año, que sumará EBITDA y ganancia por acción.

Riesgos

La inversión en Vistra implica riesgos concretos que conviene monitorear.

El primero es regulatorio. En abril de 2026 la FERC aprobó un esquema que limita los precios de las subastas de capacidad, es decir, le pone un techo a los precios que pueden cobrar las empresas por cada MW vendido. Dado que una porción sustancial de los ingresos de Vistra

proviene de PJM (Ver Gráfico nro. 3), ese techo acota el potencial alcista del segmento y es un factor para seguir de cerca.

El segundo es el clima extremo en ERCOT. El aislamiento de la red texana es una ventaja en los picos de demanda, pero también una espada de doble filo. Durante la tormenta invernal Uri del 2021, el frío extremo congeló pozos de gas, líneas de recolección y equipos de compresión no diseñados para esas temperaturas. El resultado fue una caída simultánea de la producción de gas disponible y la capacidad de la propia flota de Vistra. Al mismo tiempo, contrapartes con contratos firmes de suministro de gas no pudieron entregarlo, lo que obligó a Vistra a salir a comprar gas de reemplazo en el mercado spot a precios récord, justo en el peor momento de escasez. El resultado neto fue un golpe de aproximadamente USD 1.600 millones al EBITDA ajustado en 2021, muy por encima de la estimación inicial de la Compañía.

El tercero, es operativo. Las centrales nucleares son extraordinariamente rentables cuando operan, aunque un paro no programado por mantenimiento o a alguna falla resulta muy costosa. Como buena parte del valor de la Compañía se concentra en la flota nuclear y, en particular, en Comanche Peak¹, ese riesgo de concentración operativa merece atención.

Por último, destacamos los riesgos habituales del sector, como la intensidad de capital, la complejidad de ejecución en la construcción y conexión de nuevos activos, la concentración de contrapartes y la posibilidad de que la demanda de inteligencia artificial (excepcional hoy) se modere si la rentabilidad de los modelos a gran escala no acompaña lo proyectado. Como mitigante estructural de este conjunto de riesgos, cabe recordar el rol estabilizador del negocio minorista descrito en la sección de Modelo de Negocio.

¹ Comanche Peak es la planta nuclear de Vistra ubicada en ERCOT, con una capacidad total de 2,4 GW. Es la planta que firmó el acuerdo con Amazon Web Services, un contrato de compra de energía a 20 años por hasta 1,2 GW, con entrega prevista a partir del cuarto trimestre de 2027 y un escalamiento gradual hasta capacidad plena en 2032. Además del PPA, Amazon está evaluando construir junto a la planta un campus de data centers llamado Project Spectrum, con una inversión estimada de USD 5.000 millones y hasta 18 edificios, con inicio de construcción posible en 2027.

Conclusión

Vistra Corp. es uno de los principales nombres del mercado de energía nuclear de Estados Unidos y uno de los mejor posicionados frente a la creciente demanda eléctrica que los centros de datos necesitan. Su exposición a ERCOT se combina con un portafolio diversificado de alrededor de 50 GW entre nuclear, gas, solar y carbón en transición. La Compañía cotiza cerca de 10 veces el EV/EBITDA futuro y 16 veces las ganancias de los próximos doce meses, frente a las 13 y 23 veces de su comparable Constellation Energy (CEG), con una relación Deuda Neta sobre EBITDA objetivo cercana a 2,3 veces hacia 2027 y grado de inversión confirmado por S&P y Fitch.

Resaltamos como oportunidades sus PPA a 20 años ya firmados con hiperescaladores de primer nivel, un parque nuclear irreplicable que captura créditos fiscales a la producción, la continuidad de su estrategia de crecimiento por adquisiciones y un rendimiento de flujo de caja libre del orden del 8% sobre la capitalización de mercado actual.

Por el lado de los riesgos, observamos la regulación de precios en PJM, el clima extremo en ERCOT y los paros nucleares no programados como las variables a vigilar con mayor atención, junto con la intensidad de capital propia del sector.

En síntesis, Vistra está expuesta a uno de los principales vientos de cola de los próximos diez a veinte años: el déficit de energía firme y limpia en Estados Unidos es real y va en aumento, y la Compañía está aprovechando esa oportunidad mejor que la mayoría.

Matriz de Convicción de Mercado

Sell Side

Analistas	22	Precio Objetivo	Mínimo	Promedio	Máximo
			USD 99	USD 228	USD 320
		Recomendación	Cautela	Neutral	Positivo
			1	2	19

Buy Side

	Último	1 año	2 años
Tenencias de Institucionales (como % del capital flotante)	100%	85%	98%
Mayores tenedores institucionales ¹	Último	1 año	2 años
Vangurad	41 (-1%)	41 (-3,7%)	43
Blackrock	28 (1%)	28 (4%)	27
Qatar Investment Authority	18 (0%)	18 (-18%)	22

1. En millones de acciones (variación vs año anterior)

Mercado de Opciones

Put-Call ratio promedio ²	1,00
--------------------------------------	------

2. Históricamente, niveles por debajo de 0,70 sugieren que los inversores tienen una expectativa positiva sobre el precio de la acción, apostando a que subirá o, al menos, no ven la necesidad de cubrirse masivamente frente a una caída.

Métricas

Empresa	Vistra	Constellation Energy
Ticker	VST	CEG
Métricas claves del sector		
# de Reactores Nucleares	6	21
Capacidad Instalada Nuclear (GW)	6,4	22
Capacidad Instalada Total (GW)	50	60
EBIT/MW Instalado (2025 en USD) ¹	143.805	104.989
Facturación y márgenes		
Crec. Facturación proyectada 2026	30%	38%
Crec. Ganancias ajustadas proyectadas 2026	70%	25%
Rentabilidad		
Margen de EBIT (en %)	18%	17%
Margen Neto (en %)	6%	13%
ROIC	3%	3%
ROE	13%	12%
Solvencia		
Deuda/Patrimonio Neto	3,3	0,7
EBIT / Intereses	3,1	8
Valuación		
P/E (P12M)	16,9	23
EV/EBITDA (P12M)	10	13,3
Retorno		
PEG (P/E a crecimiento proyectado en ganancias) ²	0,4	1,2
Crecimiento estimado de ganancias a dos años (prom. anual)	126%	36%
Mercado		
Capitalización de Mercado (en millones de USD)	51.000	85.500
Valor Empresa (en millones de USD)	73.000	107.600
Rendimiento al accionista excluyendo deuda	2,8%	0,9%

¹ Para el cálculo de CEG, se tuvo en cuenta el 50% de la capacidad adquirida con la compra de Capline a mediados del 2025.

² Un número menor a 1 podría indicar que el crecimiento futuro, en caso de llegar, podría no estar del todo incorporado en los precios actuales.

CRITERIA Research

Gustavo Araujo

Head de Research

Guadalupe Birón

Estratega de Renta Fija

Federico Sibilía

Estratega de Renta Fija

Alan Feldman

Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 2 de julio de 2026

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA© 2026. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.