



Resumen Bonos Corporativos Argentinos

Índice

Introducción

Desempeños de los bonos corporativos Argentinos

Monitor Corporativo

Curva de Rendimiento

Menú de Bonos

Ideas de Inversión

Oil & Gas

YPF S.A.

Pan American Energy S.L.

Vista Energy Argentina S.A.U.

Pluspetrol S.A.

Tecpetrol S.A.

Compañía General de Combustibles S.A.

1

1

2

3

4

6

7

8

9

10

11

12

13

Utilities

Pampa Energía S.A.

Capex S.A.

MSU Energy S.A.

YPF Energía Eléctrica S.A.

Genneia S.A.

Transportadora de Gas del Sur S.A.

EDENOR S.A.

Otros

Banco Macro S.A.

Banco Galicia y Buenos Aires S.A.U.

Raghsa S.A.

Inversiones y Representaciones S.A.

Aeropuertos Argentina 2000 S.A.

Telecom Argentina S.A.

Arcor S.A.I.C.

CLISA S.A.

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

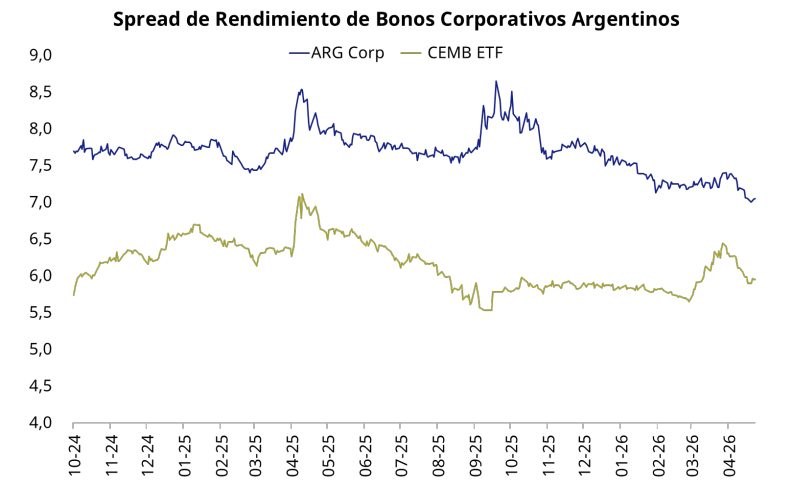
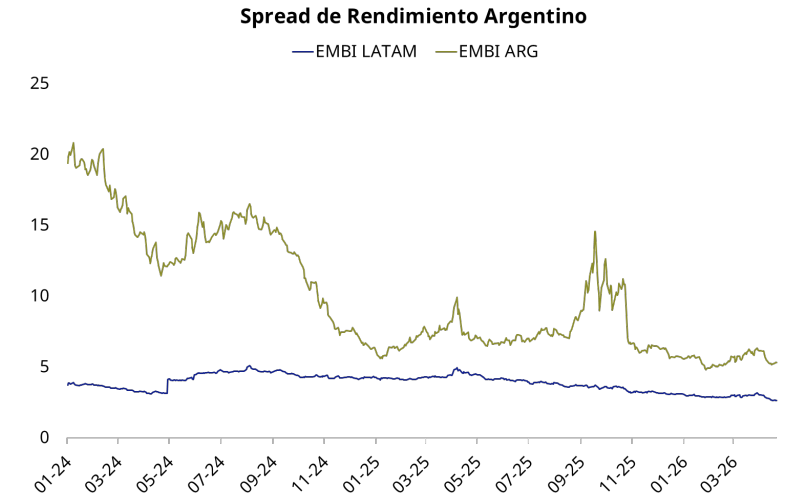
Desempeño Bonos Corporativos

La compresión del spread de Argentina desde niveles cercanos a 2000 puntos básicos hasta la zona de 500 refleja una marcada normalización en la percepción de riesgo soberano argentino desde el cambio de Gobierno. Esta convergencia implicó una reducción sustancial de la prima para mantener exposición al crédito argentino, acercando al país a parámetros más consistentes con el riesgo regional. En paralelo, el EMBI LATAM se mantuvo durante ese mismo lapso por debajo de los 500 puntos, la brecha relativa se redujo de manera significativa y comenzó a alinearse con los niveles observados en otros mercados emergentes de la región.

La compresión del riesgo en los bonos corporativos argentinos desde 2024 hasta la actualidad ha sido uno de los movimientos más relevantes dentro del crédito emergente en dólares. Los rendimientos promedio, que a comienzos de 2024 se ubicaban en un rango de entre 8% y 9%, convergieron gradualmente hacia niveles promedio entre 7% y 8%, reduciendo de manera significativa la prima respecto del universo de deuda corporativa emergente representado por el CEMB, cuyos rendimientos se mantuvieron en un rango entre 5,5% y 6,5%.

El punto de inflexión más marcado se observó a partir de octubre de 2025, una vez finalizado el proceso de elecciones legislativas en Argentina, cuando los créditos corporativos locales comprimieron cerca de 150 puntos básicos en pocos meses. Desde entonces, incluso en un contexto de mayor tensión internacional por el conflicto entre Irán y los Estados Unidos, los corporativos argentinos lograron sostener esos niveles sin una ampliación relevante de spreads, mientras que el CEMB mostró una reacción más sensible al riesgo global, expandiéndose cerca de 100 puntos básicos desde 5,5% hasta 6,5%.

Entre los principales fundamentos que explican esta resiliencia se destaca la fortaleza financiera de las compañías argentinas. Debido al entorno históricamente volátil en el que desarrollan sus operaciones, muchas empresas locales han construido estructuras de capital particularmente conservadoras, con ratios de cobertura muy sólidos y niveles de apalancamiento bajos. En numerosos casos, estos emisores combinan una deuda reducida con posiciones de caja significativas en moneda dura, generando métricas crediticias que resultan difíciles de encontrar incluso entre compañías comparables dentro del universo corporativo global. Durante muchos años, las restricciones cambiarias (CEPO) ayudaron a las empresas a comprar dólares baratos para pagar deuda. Los bonos argentinos corporativos han sido un extraordinario asset class a nivel global en los últimos años.



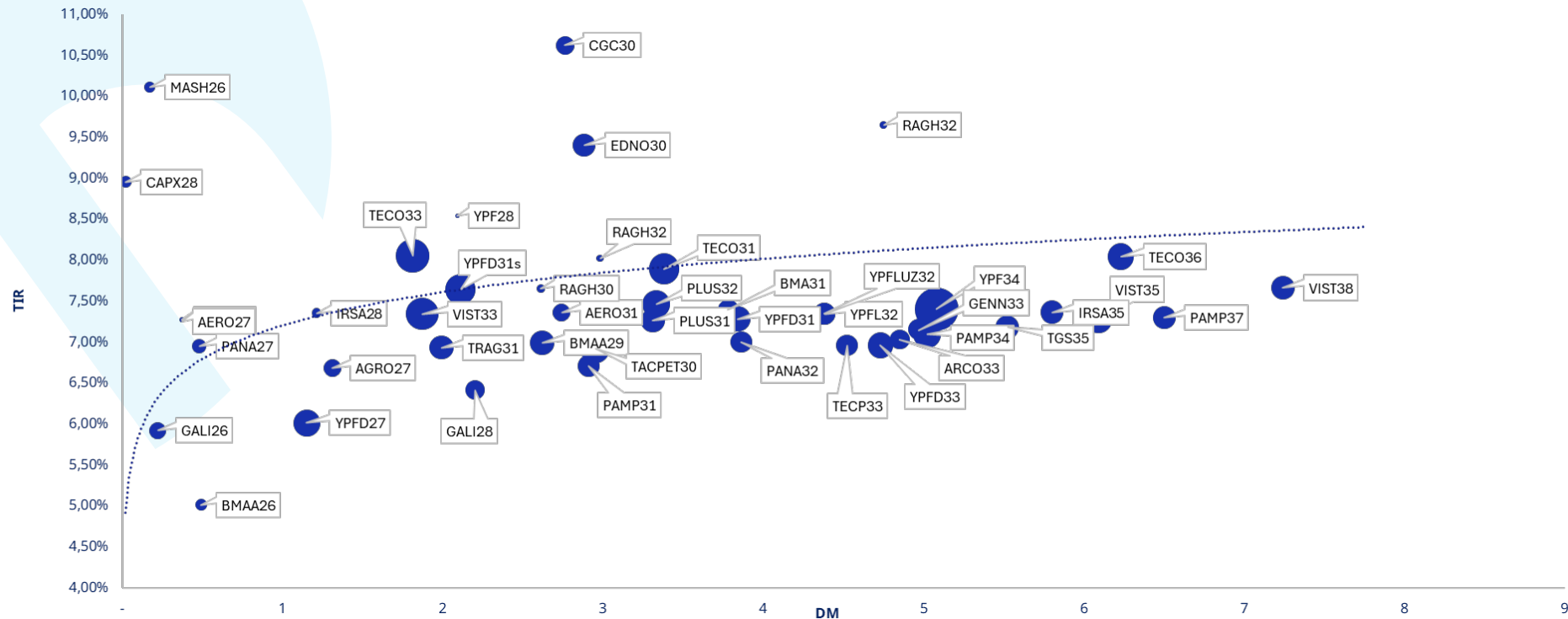
Monitor Corporativo

En el cuadro a continuación se resumen los principales ratios de los emisores corporativos locales. Salvo algunas excepciones, el reducido apalancamiento neto de los corporativos locales es difícil de encontrar a nivel global, con fuertes posiciones de caja, bajo endeudamiento y perfiles de vencimientos despejados, lo que denota una extraordinaria prudencia financiera. Argentina no se caracteriza por tener grandes políticos, pero sin dudas tiene muy buenos CFOs que aprendieron a convivir con la volatilidad macroeconómica.

USD MM	2025																		
	YPF	PAE	VIST	CGC	TECPET	PLUSPE	CAPEX	PAMPA	GENNEIA	YPF LUZ	MSU	TGS	EDENOR	CLISA	TECO	RAGHSA	IRSA	ARCOR	AA2000
EBITDA (LTM)	5.009	1.280	1.596	345	776	455	139	842	277	434	161	656	284	141	1.731	76	143	301	450
Deuda Total	10.581	3.849	3.154	1.473	1.879	2.669	498	1.892	1.166	998	655	1.172	798	401	3.725	357	675	942	532
Cash & Eq.	1.195	625	538	378	705	537	60	1.091	403	235	33	1.250	566	52	543	54	380	391	125
Deuda Neta	9.386	3.225	2.616	1.095	1.174	2.132	438	801	763	764	623	-78	232	349	3.182	304	295	551	407
Interest (LTM)	724	153	163	95	101	133	23	135	88	52	62	65	76	45	352	20	18	75	38
Mg EBITDA	27%	27%	65%	27%	58%	35%	50%	42%	73%	66%	84%	53%	12%	9%	30%	42%	36%	9%	41%
Apalancamiento Neto	1,9	2,5	1,6	3,2	1,5	4,7	3,2	1,0	2,8	1,8	3,9	-0,1	0,8	2,5	1,8	4,0	2,1	1,8	0,9
Cobertura de Intereses	6,9	8,4	9,8	3,6	7,7	3,4	6,1	6,2	3,1	8,4	2,6	10,2	3,7	3,2	4,9	3,8	7,7	4,0	11,7
DFN/PN	0,8	0,4	1,0	2,8	0,8	1,1	1,1	0,2	1,5	0,6	2,9	0,0	0,2	1,6	0,7	0,5	0,2	0,5	0,4
Liquidez Corriente	0,9	0,8	0,9	0,7	3,5	1,5	0,6	3,1	0,8	6,3	0,6	5,0	1,1	1,2	0,5	2,4	2,2	1,5	0,9
Deudas Financieras																			
Total USD MM	10.721	3.849	3.147	1.443	1.879	2.669	425	1.907	1.231	1.015	663	1.173	747	458	3.724	363	684	942	532
2026	2.097	538	329	337	120	305	102	32	200	224	130	146	190	124	516	6	72	145	92
2027	1.975	764	469	437	182	50	160	104	114	112	112	4	0	0	321	13	40	123	79
2028	1.343	595	306	300	0	275	92	211	190	146	91	33	240	0	443	3	47	116	96
Otros	5.306	1.952	2.043	369	1.578	2.039	71	1.560	727	533	330	990	317	334	2.444	341	525	559	265

Curva de Rendimiento

Como consecuencia de la compresión de spreads antes mencionada, la curva de rendimientos de los bonos corporativos argentinos en dólares presenta actualmente una estructura levemente positiva, con tasas comprendidas entre el 5% y el 11% para instrumentos con una duración modificada máxima de 8 años. En los tramos más cortos, emisores de mejor calidad crediticia operan con rendimientos en torno al 5%-7%, mientras que los vencimientos más largos se ubican en un rango del 8%-11%. En este escenario, a priori parte media de la curva se destaca como un segmento atractivo para capturar retornos interesantes sin asumir una sensibilidad excesiva a movimientos en las tasas de referencia. La curva mezcla una gran diversidad de emisores, el objetivo de este reporte es estudiar cada emisor de la curva. Muchas veces el emisor pesa más que el segmento de la curva.



Menú de Bonos

Ticker	Emisión	ISIN	Circulación (mill. USD)	Rating	Cupón	Vto.	Pr. Clean dólar cable	TIR dólar cable	Modified Duration	Mfn/Incr.
BYC2O	B GALICIA 26	USP0R66CAA64	250	CCC	7,962%	19/7/2026	100,25	6,7%	0,2	200000/1000
AER1O	AEROAR 27	USP0092MAF07	18	B-	6,875%	1/2/2027	100,13	6,6%	0,4	130000/1
BACAO	B MACRO 26	USP1047VAF42	121	CCC+	6,643%	4/11/2026	100,00	6,6%	0,5	150000/1000
PNDCO	PAE 27	USE7578BAB82	180	BB-	9,125%	30/4/2027	101,75	5,6%	0,5	1000/1000
YCAMO	YPF 27	USP989MJB47	643	B-	6,950%	21/7/2027	100,50	6,6%	1,1	10000/1000
CAC5O	CAPEX 28	USP20058AE63	118	B-	9,250%	25/8/2028	100,00	9,2%	1,2	1/1
IRCFO	IRSA 28	USP58809BH95	67	B	8,750%	22/6/2028	102,75	6,6%	1,2	1/1
AER4O	AEROAR 28	XS2405877007	48	B-	9,500%	11/1/2028	104,00	7,1%	1,5	150000/1
YMCIO	YPF 30JUN29	USP989MJB599	748	B-	9,000%	30/6/2029	103,50	6,6%	1,5	1/1
YPC4O	YPF 28	US984245AF78	15	B-	10,000%	2/11/2028	105,50	7,7%	2,1	1000/1000
YMCUO	YPF ENE31	USP989MJB46	800	B-	9,500%	17/1/2031	106,75	6,4%	2,1	1000/1000
BYCHO	B GALICIA 28	USP0R66CAB48	325	CCC	7,750%	10/10/2028	102,75	6,6%	2,2	2000/1
ARC1O	AEROAR 31	USP0092MAJ29	269	B-	8,500%	1/8/2031	105,00	6,8%	2,7	1000/1
BACGO	B MACRO 29	USP1047VAL10	530	CCC+	8,000%	23/6/2029	103,00	7,0%	2,7	1000/1000
YMC1O	YPF 27JUN29	USP989MJB50	399	B-	8,500%	27/6/2029	103,75	7,1%	2,7	10000/1000
DNC7O	EDENOR 30	USP3710FAU86	475	B-	9,750%	24/10/2030	101,50	9,4%	2,9	100/1
RUCDO	MSU 30	USP7000QAJ96	400	B-	9,750%	5/12/2030	100,50	9,8%	3,2	1/1
CP38O	CGC 30	USP3063DAC67	300	CCC+	11,875%	28/11/2030	104,00	11,0%	3,3	100/1
PLC4O	PLUSPETROL 32	USP7924AAA62	650	BB	8,500%	30/5/2032	105,00	7,1%	3,3	1000/1000
RAC5O	RAGHSA 30	USP79849AE89	57	B	8,250%	24/4/2030	102,00	7,7%	3,4	1000/1
TLCMO	TELECOM 31	USP9028NBT74	817	B	9,500%	18/7/2031	106,75	7,8%	3,4	1000/1000
TTCDO	TECPETROL 30	USP90187AT55	750	B+	7,625%	3/11/2030	102,75	6,9%	3,6	1000/1000
BACHO	B MACRO 31	USP1047VAN75	400	CCC+	8,000%	28/1/2031	102,50	7,4%	3,8	1000/1000
YMCXO	YPF SEP31	USP989MJBV29	1040	B-	8,750%	11/9/2031	106,00	7,2%	3,8	1/1

Menú de Bonos

Ticker	Emisión	ISIN	Circulación (mill. USD)	Rating	Cupón	Vto.	Pr. Clean dólar cable	TIR dólar cable	Modified Duration	Mfn/Incr.
PNXCO	PAE 32	USE7578BAC65	400	BB-	8,500%	30/4/2032	107,75	6,8%	3,9	1000/1000
PLC5O	PLUSPETROL 31	USP7924AAC29	500	BB	8,125%	18/5/2031	103,75	7,2%	4,0	1000/1000
CLSIO	CLISA 31	USP3063XAJ74	200	CCC+	3,500%	10/12/2031	64,50	17,6%	4,1	100/1
TSC3O	TGS 31	USP9308RBA07	490	B	8,500%	24/7/2031	106,70	7,1%	4,1	10000/1000
MGCMO	PAMPA 31	USP7464EAS56	410	B-	7,950%	10/9/2031	105,75	6,8%	4,3	10000/1000
YFCJO	YPF LUZ 32	USP9308RBB89	420	B-	787,500%	16/10/2032	102,75	7,4%	4,4	1000/1000
TTCAO	TECPETROL 33	USP90187AR99	400	B+	7,625%	22/1/2033	103,50	7,0%	4,5	1000/1000
VSCVO	VISTA 33	USP9659RAB44	900	BB-	8,500%	10/6/2033	106,25	7,3%	4,6	1000/1000
TLCPO	TELECOM 33	USP9028NCA74	1000	B	9,250%	28/5/2033	106,00	8,2%	4,7	1/1
YMCJO	YPF 33	USP989MJBT72	576	B-	7,000%	30/9/2033	99,75	7,1%	4,7	1/1
RC1CO	ARCOR 33	USP04559BE29	350	B+	7,600%	31/7/2033	103,00	7,1%	4,8	1000/1000
RAC7O	RAGHSA 32	US750645AH69	49	B	8,500%	11/12/2032	102,00	7,9%	4,9	1000/1
GN49O	GENNEIA 33	USP46756BQ76	400	B-	7,750%	2/12/2033	103,50	7,2%	5,0	1000/1000
YM34O	YPF 34	USP989MJBY67	1650	B-	8,250%	17/1/2034	104,25	7,6%	5,1	1/1
IRCPO	IRSA 35	USP58809BU07	480	B	8,000%	31/3/2035	104,50	7,3%	5,8	1/1
MGCOO	PAMPA 34	USP7464EAT30	700	B-	7,875%	16/12/2034	104,25	7,3%	6,1	10000/1000
VSCTO	VISTA 35	USP9659RAA60	600	BB-	7,625%	10/12/2035	102,50	7,4%	6,1	10000/1000
TLCTO	TELECOM 36	USP9028NCE96	600	B	8,500%	20/1/2036	103,00	8,2%	6,2	1/1
TSC4O	TGS 35	USP9308RBB89	500	B	7,750%	20/11/2035	103,25	7,3%	6,5	1000/1000
PN43O	PAE 37	USE7578BAD49	375	BB-	7,750%	15/1/2037	103,00	7,5%	6,6	1000/1000
VSCXO	VISTA 38	USP9659RAD00	500	BB-	7,875%	8/4/2038	101,75	7,6%	7,2	1000/1000
MGCRO	PAMPA 37	USP7464EAY25	450	B-	7,750%	14/11/2037	103,25	7,5%	7,4	10000/1000
CLI1O	CLISA 34	USP3063XAK48	75	CCC+	7,000%	10/12/2034	30,00	22,3%	7,7	1/1
YCANO	YPF 47	USP989MJBN03	537	B-	7,000%	15/12/2047	91,00	7,9%	10,3	10000/1000

Ideas de Inversión

Una canasta de bonos corporativos argentinos de alta calidad actualmente rinde alrededor de 7,5%, aproximadamente 100/230 puntos básicos por encima de la curva soberana, dependiendo la duration. En general, las empresas argentinas mantienen posiciones financieras sólidas y niveles de apalancamiento relativamente bajos. El rally en los bonos soberanos ha sido notable desde que asumió Javier Milei, sin embargo, romper la barrera del 9% de rendimiento sigue siendo difícil por las varias razones: reservas limitadas para afrontar vencimientos de corto plazo y el hecho de que el país aún no ha recuperado plenamente el acceso a los mercados internacionales de crédito.

También es importante señalar que la alternativa política en Argentina continúa explicando una parte significativa de la prima de riesgo país. A diferencia de muchos países de la región, la experiencia de gobiernos de centroizquierda (el kirchnerismo) ha sido altamente perjudicial para la estabilidad macroeconómica y la calidad institucional desde múltiples perspectivas. Vemos razonable el spread actual entre los bonos corporativos y los bonos soberanos. Arriba de 300/350 puntos básicos como en algunos meses del año previo los bonos soberanos ganan atractivo. Los spreads actuales entre corporativos y soberanos de Argentina creemos que expresan correctamente la relación riesgo retorno de cada asset class.

Spread de Rendimiento Soberanos vs. Corporativos Argentinos



Oil & Gas

- 1 - YPF S.A.
- 2 - Pan American Energy S.L.
- 3 - Vista Energy Argentina S.A.U.
- 4 - Pluspetrol S.A.
- 5 - Tecpetrol S.A.
- 6 - Compañía General de Combustibles S.A.

Descripción de la compañía

YPF es la principal empresa energética de Argentina, responsable de la exploración, producción y refinación de petróleo y gas. En las últimas dos décadas, YPF ha centrado gran parte de su inversión en la formación de Vaca Muerta, uno de los mayores yacimientos de esquisto del mundo. La empresa participa también en formaciones a lo largo de todas las regiones de Argentina, desde la Cuenca Noroeste, hasta la Austral en el sur del país. El Estado nacional es el accionista controlador con el 51% del paquete accionario, mientras que el 49% restante flota en BYMA y NYSE.

Resultados

- **Las ventas cayeron un 4% interanual.** Dada la estructura vertical de YPF, todavía la mayoría de las ventas se canalizan a través del segmento downstream. El volumen de ventas de productos refinados aumentó un 4% en 2025, pero los precios cayeron entre 7% y 15%.
- **La empresa es el principal productor en el segmento upstream a nivel nacional, con un 30% de la producción.** En crudo le siguen PAE y VISTA, mientras que en gas natural le siguen Tecpetrol y PAE.
- **La estrategia actual de YPF es la venta de pozos maduros y la concentración de sus operaciones en el shale de Vaca Muerta.** El lifting cost total de la compañía se ubicó en 11,6 USD/boe (9,6 USD/boe en 4Q25), un descenso de casi 26% interanual. En no convencional, el lifting cost se mantiene relativamente estable a lo largo de los años, en el rango de 4,2-4,4 USD/boe, similar al de VISTA.
- **La empresa cuenta con 1.284 MMboe de reservas probadas (P1).** En el caso específico de Vaca Muerta, las reservas de Shale de la región cuentan con un índice de vida de 9 años y se perforaron 192 pozos durante el 2025, un 7% menos que en 2024. Vaca Muerta representa el 88% de las reservas de YPF.
- **El EBITDA ajustado aumentó un 8% interanual.** Los precios contrarrestaron gran parte de la mejora en eficiencia de costos y mayores volúmenes. El margen EBITDA mejoró 310 puntos básicos, ubicándose en 27,2%.
- **La deuda neta de YPF suma USD 9.386 millones con un apalancamiento de 1,9 veces el EBITDA.** La cobertura de intereses bajó levemente, dado un aumento de 24% en los intereses anuales que paga la compañía.

Conclusiones

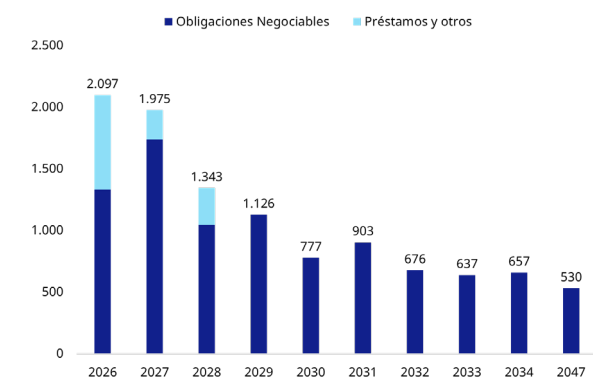
YPF es la empresa más grande y fuerte en Shale. Esto conllevó un gasto en CAPEX acumulado de USD 20.000 millones y un aumento de la deuda neta en los últimos 4 años, los ratios se mantienen dentro de niveles moderados. Es un emisor que nos gusta, especialmente YPF DAR 9 1/2 01/17/31, tiene la mejor garantía vía exportaciones, pero opera con rendimientos bajos. Probablemente la garantía lo hace el bono más seguro del mercado corporativo, Hoy opera con G-Spread de 250pp (TIR a partir de 6.3%), arriba de 300pp nos encanta.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
YPFDAR 8 ¼ 01/17/34	1.650	B-	104,25	7,6%	5,1	1
YPFDAR 8 ½ 06/27/29	399	B-	103,75	7,1%	2,7	10.000
YPFDAR 8 ¾ 09/11/31	1.040	B-	106	7,2%	3,8	1
YPFDAR 7 12/15/47	537	B-	91	7,9%	10,3	10.000
YPFDAR 6.95 07/21/27	643	B-	100,5	6,6%	1,1	10.000
YPFDAR 7 09/30/33	576	B-	99,75	7,1%	4,7	1
YPFDAR 9 ½ 01/17/31	800	B-	106,75	6,4%	2,1	1.000
YPFDAR 9 06/30/29	748	B-	103,5	6,6%	1,5	1
YPFDAR 10 11/02/28	15	B-	105,5	7,6%	2,1	1.000

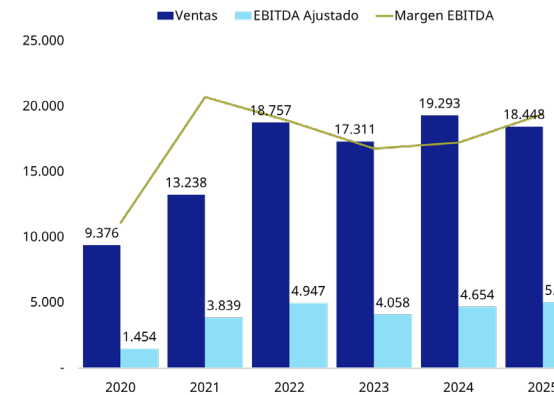
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	18.448	19.293	-4%
Costos	13.348	13.910	-4%
Resultado operativo	1.740	1.480	18%
EBITDA Aj. (LTM)	5.009	4.654	8%
Resultado neto	-799	2.393	-133%
Mg. Operativo	9,4%	7,7%	+ 170 pbs
Mg. EBITDA	27,2%	24,1%	+ 310 pbs
Deuda Financiera	10.581	8.942	18%
Caja y Activos Fin.	1.195	1.508	-21%
Deuda Neta	9.386	7.434	26%
Apalancamiento Neto	1,9	1,6	0,3
Intereses anuales	724	582	24%
Cobertura de Intereses	6,9	8,0	-1,1

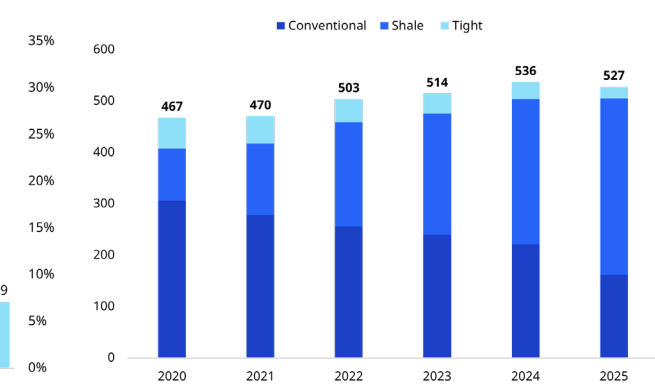
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Ventas, EBITDA (USD MM) y Mg EBITDA (%)



Producción medida en Kboe/d



Research Cucchiara

Descripción de la compañía

Pan American Energy S.L. Sucursal Argentina (PAE), se dedica a la exploración, desarrollo y producción de petróleo y gas "upstream" y la refinación y comercialización de hidrocarburos "downstream". Desde sus inicios en 1997, se convirtió en el principal productor local de capitales 100% privados de la industria. La compañía genera el 12% del crudo ubicándose como el segundo mayor productor solo detrás de YPF, y ocupa el tercer lugar en gas con una participación del 10%. A su vez, desde 2012 con la creación de Axion Energy, la empresa se encuentra totalmente integrada y se ubica tercera en refinación y distribución de combustibles a nivel nacional.

Resultados

- **Al cierre del balance de 2025, las ventas alcanzaron los USD 4.739 millones**, en línea con el promedio anual desde la incorporación de Axion Energy. El resultado operativo se vio parcialmente afectado por la incorporación del deterioro de activos, de este modo el EBITDA ajustado alcanzó los USD 1.280 millones, un 27% sobre el nivel de ventas.
- **Actualmente el 68% de los ingresos totales corresponden a ingresos por ventas en el mercado interno.** En este sentido, el 77% del crudo producido por PAE es utilizado para abastecer, casi en su totalidad, a su refinería, que produce combustible y derivados. Mientras tanto, el 96% del gas producido se destina al mercado interno. El 32% restante de los ingresos totales provienen de exportaciones: de los cuales, el 46% corresponde al segmento upstream (12% del crudo y 34% del gas) y el 54% a downstream. En este último punto, la compañía es una de las pocas a nivel nacional que cuenta con refinería propia.
- **Desde julio de 2024, mediante un consorcio de empresas encabezado por PAE con el 30% de las acciones**, la empresa participa en la construcción de uno de los proyectos más grandes de la industria instalando una terminal flotante de licuefacción (GNL) en la provincia de Río Negro. Esta se encontrará operativa a partir de 2027 y permitirá a las compañías asegurar un precio de venta de gas sin estacionalidad. **PAE es el mayor tenedor privado de reservas probadas** en Argentina con un total de 1,4 Bboe de las cuales el 62% es convencional y el resto no convencional. La vida útil de las reservas probadas es de 22 años consolidado: 26 para el crudo y 17 para el gas.
- **Debido a la fuerte inversión en CAPEX, la compañía incrementó su deuda total hasta los USD 3.849 millones**, como también consumió gran parte de su posición de caja, que al cierre del último balance alcanzó los USD 625 millones. Consecuentemente, el ratio de apalancamiento neto se expandió a 2,5x respecto al EBITDA de los últimos doce meses. Esto sin contemplar los inventarios por USD 586 millones.

Conclusiones

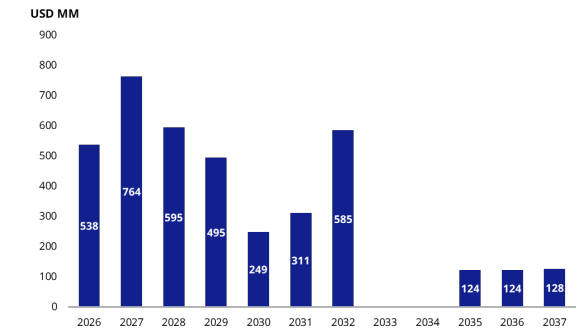
PAE Sucursal Argentina, opera como la filial local de la sociedad española Pan American Energy Group S.L controlada por British Petroleum y BC Energy Investments Corp - de la familia Bulgheroni - con una participación del 50% cada uno. En 2010, la petrolera estatal china CNOOC adquirió el 50% Bidas. PAE se ha posicionado desde hace tiempo entre las tres líderes de un segmento que tiene una barrera de entrada muy elevada. Asimismo, su larga tradición de sólidos ratios financieros y muy buenas garantías hizo que sea uno de los créditos que, históricamente, cotizan muy por encima de la mayoría de los corporativos argentinos. Dado el incremento en su apalancamiento y los bajos rendimientos, consideramos que los precios actuales no presentan un atractivo punto de entrada.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PANAME 7 ¾ 01/15/37	375	BB-	103	7,5%	6,6	1000
PANAME 8 ½ 04/30/32	400	BB-	107,75	6,8%	3,9	1.000
PANAME 9 ¼ 04/30/27	180	BB-	101,75	5,6%	0,5	1000

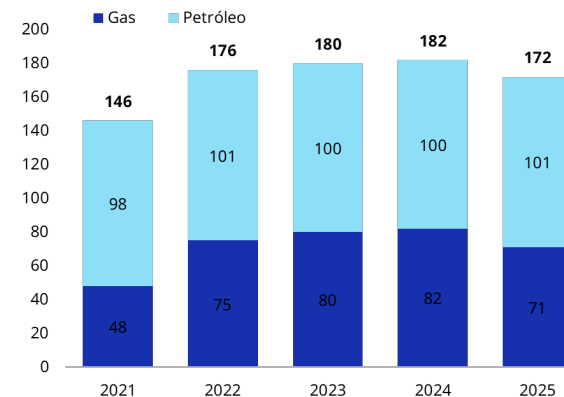
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	4.739	4.741	0%
Costos	3.603	3.527	2%
Resultado operativo	305	-1.189	-
EBITDA Aj. (LTM)	1.280	1.004	27%
Resultado neto	24	386	-94%
Mg. Operativo	6%	-	-
Mg. EBITDA	27%	21%	600pb
Deuda Financiera	3.849	2.794	38%
Caja y Activos Fin.	625	771	-19%
Deuda Neta	3.225	2.023	59%
Apalancamiento Neto	2,5	2,0	0,5
Intereses anuales	153	321	-52%
Cobertura de Intereses	8,4	3,1	5,2

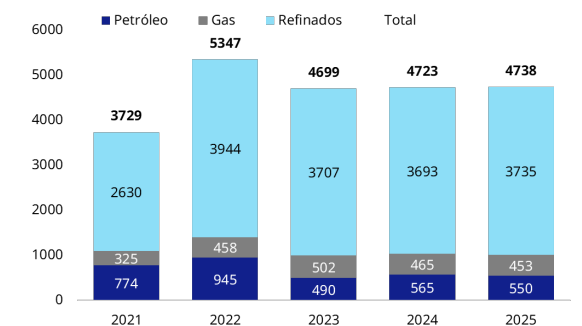
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Promedio diario de Producción Neta (Kboe/d)



Ingresos por Segmento



Descripción de la compañía

Vista Energy (anteriormente Vista Oil & Gas) es una empresa dedicada a la exploración y producción de petróleo y gas, constituida en México, pero cuyas operaciones se desarrollan en Argentina. Tiene fuerte presencia en Vaca Muerta, siendo el noveno productor de gas y el segundo productor de Shale Oil en Argentina, solo por detrás de YPF. Vista es el productor independiente local más importante y el mayor exportador de crudo. Posee activos en la Cuenca Neuquina con una superficie aproximada de 92.700 hectáreas y más de 1.400 locaciones de pozos identificadas. La empresa comenzó como un SPAC y luego utilizó los fondos recaudados para adquirir activos operativos en Argentina en 2018. Vista cuenta con el respaldo de inversores estratégicos. Por su parte, el fundador y CEO de Vista, Miguel Galuccio, también es accionista. Junto con el resto del equipo directivo, concentra una participación estimada del 10,6%. Creemos que Galuccio es una figura clave en el desarrollo de energía no convencional en la Argentina.

Resultados

- **Las ventas aumentaron un 50% interanual en 2025.** La producción de petróleo medida en boe/d aumentó un 65% interanualmente, con precios realizados que estuvieron un 9% por debajo de los del 2024. Respecto al gas natural, los precios fueron casi un 19% menores, pero se produjo un 66% por encima del 2024.
- **Los costos brutos aumentaron un 57% y los operativos un 46%, en línea con el fuerte crecimiento de la producción.** El margen operativo mejoró 1260 pb, llegando a 51%, con un resultado operativo que se duplicó.
- **El EBITDA anual aumentó un 46%, con un margen que se mantuvo relativamente estable.** La compra de La Amarga Chica fue fundamental: representa el 28,4% de la producción total, con un flujo de 32.859 boe/d
- **La empresa aumentó el apalancamiento neto, en el contexto de un proceso de crecimiento y CAPEX fuerte.** El apalancamiento neto se mantiene dentro de niveles razonables (1,6x), mientras que la cobertura de intereses se ubica en un nivel cómodo de 9,8x.
- **El desarrollo del shale, que hoy representa 95% de la producción de petróleo, redujo el lifting cost a 4,4 USD/boe, mínimo de los últimos 6 años.** La contraparte de esto es un fuerte crecimiento del CAPEX, que representó erogaciones por USD 1.330 millones, 2,6% por encima del 2024. Para tener referencia, el CAPEX de 2022 fue USD 540 millones y en 2023 USD 734 millones.
- **La empresa cuenta con 588,1 MMboe de reservas probadas, un 56,8% por encima del 2024, y un ratio de reemplazo de reservas de 605%.** El índice de vida de reservas de VISTA es 14 años.

Conclusiones

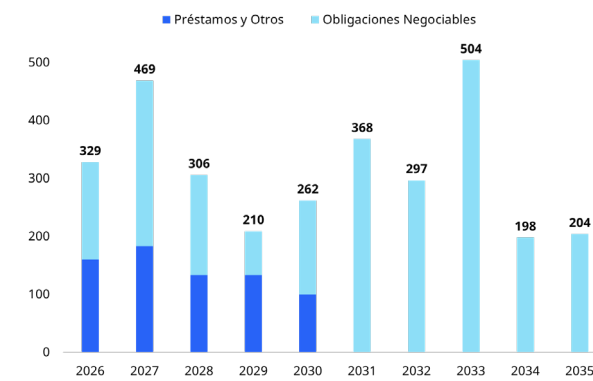
VISTA es una de nuestras empresas favoritas del Oil & Gas argentino y se destaca con un balance que crece de manera sostenida aún en contextos adversos de precios globales. VISTA exporta el 61,2% de su producción de petróleo, casi un 53% de su producción total de hidrocarburos. Esto le brinda versatilidad a la hora de decidir su mercado, y evitar distorsiones relevantes en el mercado local. Sus 3 emisiones corporativas ofrecen una relación riesgo-retorno muy atractiva dentro de la curva corporativa argentina. Nos gusta el premio por duration con el 2038 a un G-Spread de 340 (TIR a partir de 7.8%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
VISTAA 8 1/2 06/10/33	900	BB-	106,25	7,3%	4,6	1.000
VISTAA 7 5/8 12/10/35	600	BB-	102,5	7,4%	6,1	10.000
VISTAA 7 7/8 04/08/38	500	BB-	101,75	7,6%	7,2	1.000

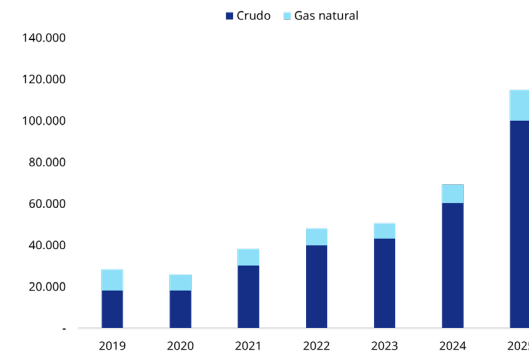
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	2.474	1.648	50%
Costos	1.299	830	57%
Resultado operativo	1.251	625	100%
EBITDA Aj. (LTM)	1.596	1.092	46%
Resultado neto	719	478	51%
Mg. Operativo	51%	38%	+ 1260 pbs
Mg. EBITDA	65%	66%	- 178 pbs
Deuda Financiera	3.154	1.449	118%
Caja y Activos Fin.	538	764	-30%
Deuda Neta	2.616	684	282%
Apalancamiento Neto	1,6	0,6	1,0
Intereses anuales	163	62	161%
Cobertura de Intereses	9,8	17,5	-7,7

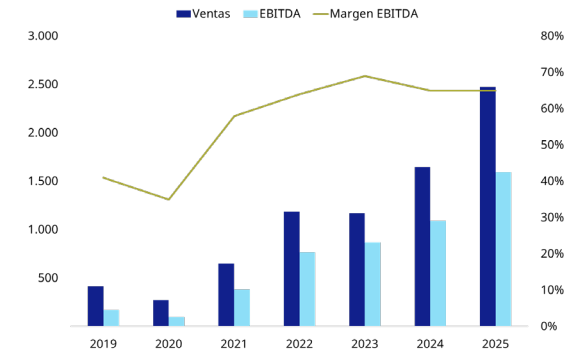
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Producción de Hidrocarburos (boe/d)



Ventas Anuales (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Descripción de la compañía

Pluspetrol es una compañía energética internacional, fundada en Argentina en 1977, enfocada en la exploración, desarrollo y producción de hidrocarburos. A través de su holding, el grupo tiene una relevante presencia en la región, siendo Argentina, donde opera mediante Pluspetrol S.A., uno de sus mercados clave. Su estrategia actual se centra en el desarrollo no convencional en Vaca Muerta. A su vez, Pluspetrol mantiene activos convencionales en La Pampa y Mendoza. Pluspetrol Resources Corporation B.V. (Países Bajos) posee el 95% de la compañía, mientras que el 5% restante es controlado indirectamente a través de Pluspetrol Resources Corporation S.A. (Uruguay). El grupo cuenta con operaciones en Perú (en Camisea, el principal yacimiento de gas natural del país) y Ecuador. En los últimos años, Pluspetrol ha avanzado en la diversificación de su portafolio hacia otras fuentes de energía, con su ingreso al negocio del litio en Argentina desde 2019 y la adquisición de parques eólicos en 2024 en Uruguay.

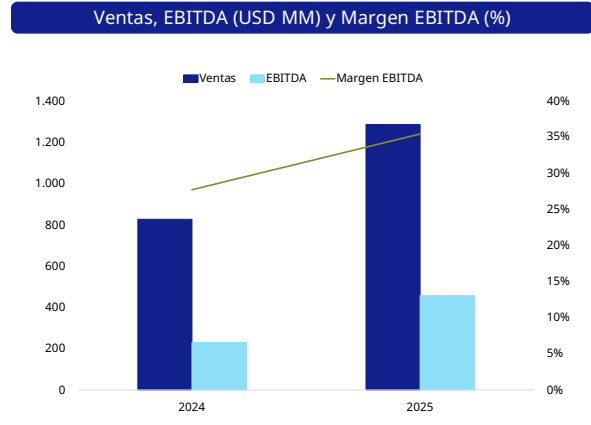
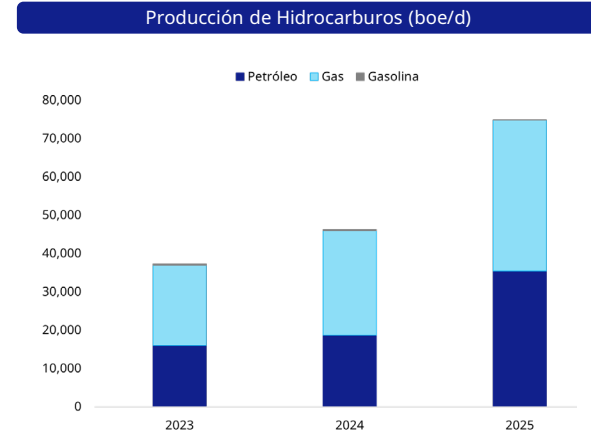
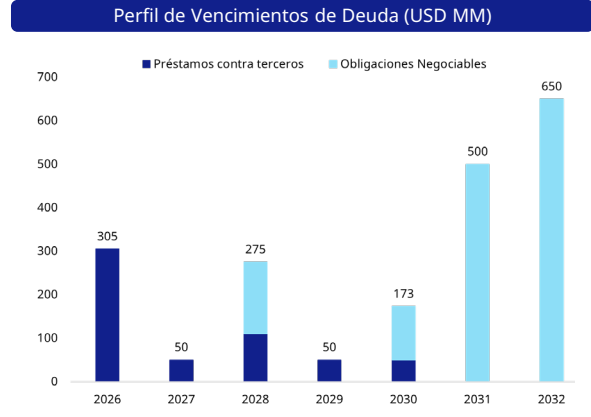
Resultados

- Las ventas en 2025 alcanzaron USD 1.285 millones (+56% i.a.), impulsadas por mayores volúmenes y un fuerte crecimiento de las exportaciones de crudo (+146% i.a.), que representaron el 38% de los ingresos, en un contexto de precios internacionales más débiles (Brent promedio USD 68, -15% i.a.).
- La producción total de hidrocarburos creció 61% i.a. (petróleo +89% y gas +44%), reflejando la incorporación de los activos adquiridos a ExxonMobil en Vaca Muerta y consolidando un perfil cada vez más exportador.
- El EBITDA alcanzó USD 455 millones (+99% i.a.), con un margen del 35%, evidenciando mejoras de productividad en no convencionales y mayor escala operativa.
- El CAPEX totalizó aproximadamente USD 880 millones (98% destinado a no convencional), en línea con la estrategia de crecimiento en Vaca Muerta.
- La deuda financiera total ascendió a USD 2.669 millones, con deuda neta de USD 2.132 millones (+55% i.a.), llevando el ratio Deuda Neta/EBITDA a 4,7x, aunque mejora a 3,2x ajustando por su deuda intercompany subordinada.
- La compañía mantiene una sólida posición de liquidez (USD 537 millones con activos financieros) y reservas probadas por 388 MMboe, con un 74% no desarrollado, destacándose Bajo del Choique-La Invernada como principal motor de crecimiento futuro.

Conclusiones

Pluspetrol atraviesa un punto de inflexión tras la adquisición de los activos de ExxonMobil en Vaca Muerta, con un fuerte crecimiento en escala y un perfil cada vez más exportador. Si bien el apalancamiento aumentó en el marco de esta expansión, la compañía cuenta con margen para una normalización gradual, apoyada en la generación de caja, su buena liquidez, desinversiones en convencionales y el fuerte respaldo de su holding. Estimamos que a nivel Holding el apalancamiento es ínfimo. Emisor de calidad, muchas veces el mercado no mira el Holding. Por ello nos gustan sus dos bonos en G-Spread de 350pp (TIR a partir de 7,5%).

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.285	826	56%
Costos	932	637	46%
Resultado operativo	164	35	369%
EBITDA Aj. (LTM)	455	229	99%
Resultado neto	622	266	134%
Mg. Operativo	13%	4%	854 pbs
Mg. EBITDA	35%	28%	774 pbs
Deuda Financiera	2.669	1.436	86%
Caja y Activos Fin.	537	63	751%
Deuda Neta	2.132	1.373	55%
Apalancamiento Neto	4,7	6,0	-1,3
Intereses anuales	133	40	230%
Cobertura de Intereses	3,4	5,7	-2,3



Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PLUSPE 8 ½ 05/18/31	500	BB	103,75	7,2%	4,0	1.000
PLUSPE 8 ½ 05/30/32	650	BB	105	7,1%	3,3	1.000

Descripción de la compañía

Tecpetrol S.A., la subsidiaria local de Tecpetrol Internacional S.L.U, es uno de los principales productores de gas de la República Argentina. Fortín de Piedra, ubicado en Vaca Muerta, es el activo principal de Tecpetrol, representando el 15% de los despachos de gas a nivel nacional y una producción record de 24,4 millones de metros cúbicos diarios. En la cuenca neuquina, Tecpetrol es productora de crudo Medanito y gas natural, controlando más de 80.000 hectáreas netas y ubicándose en segundo lugar después de YPF.

Resultados

- **Las ventas cayeron un 3,9% interanual en 2025, si bien se registró una mayor producción de crudo Medanito y gas, no fue suficiente para compensar menores precios promedios de venta.** Para el 2025, la producción de crudo aumentó un 24,2% interanualmente, mientras que la producción de gas se mantuvo estable.
- **El EBITDA del 2025 fue USD 776 millones, estable respecto al año previo.** Los costos se redujeron un 3,5%, en línea con la variación de las ventas. Con esto, el margen EBITDA aumentó 280 puntos básicos a 57,8%.
- **El resultado neto tuvo una caída importante por efectos contables.** Como otras empresas del sector, Tecpetrol sufrió una pérdida relevante debido a diferencias de cambio. Para el 2025, la compañía registró una pérdida de USD 88 millones asociada a este concepto.
- **El apalancamiento de la empresa subió a 1,5x desde 0,7x del año anterior, con una cobertura de intereses de 7,7 veces el EBITDA.** La empresa hoy tiene 5 emisiones de Obligaciones Negociables (dos son Ley NY), además de algunos préstamos sindicados y/o prefinanciación de exportaciones.
- **Los Toldos II Este es la nueva apuesta de Tecpetrol para diversificar la cartera y meterse en el mercado de crudo.** El objetivo es 70.000 boe/d para 2027, y el proyecto demanda cerca de USD 2.500 millones en CAPEX.
- **Tecpetrol participa en el consorcio de Vaca Muerta Sur junto a YPF, PAE, Pluspetrol, Pampa y Vista.** A partir de junio 2025 forma parte del Proyecto con una contribución de USD 30,4 millones, la cual representa un interés de 8,16%.
- **Las reservas probadas totales al cierre del 2025 fueron 650 MMboe.** Cerca del 13% son crudo, y el resto gas. Esto representa un índice de vida de aproximadamente 14 años, en línea con empresas como Vista o PAE.

Conclusiones

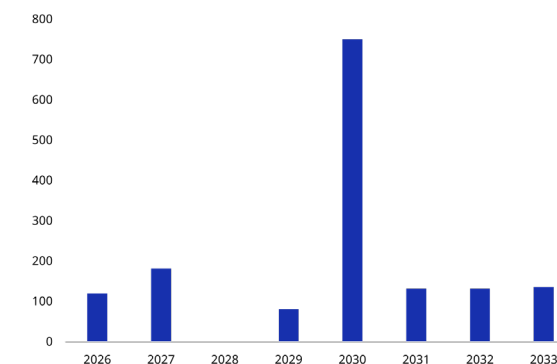
Es esperable que el apalancamiento de la empresa aumente dado que entra en un proceso de inversión fuerte, pero Tecpetrol es una empresa con una larga historia en Argentina y con un respaldo internacional importante a través de Techint. La filial internacional brinda tranquilidad, garantizando las emisiones de deuda. Nos sentimos cómodos con ambos bonos, TECPET 7 5/8 11/03/30 y TECPET 7 5/8 01/22/33. Nos atrevemos a decir que Tecpetrol y TGS deberían ser los pisos de tasas en el segmento corporativo argentino. Ambos bonos marcan el piso para el resto de la curva. Calidad máxima y spread más que decente.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TECPET 7 5/8 11/03/30	750	B+	102,75	6,9%	3,6	1.000
TECPET 7 5/8 01/22/33	400	B+	103,5	7,0%	4,5	1.000

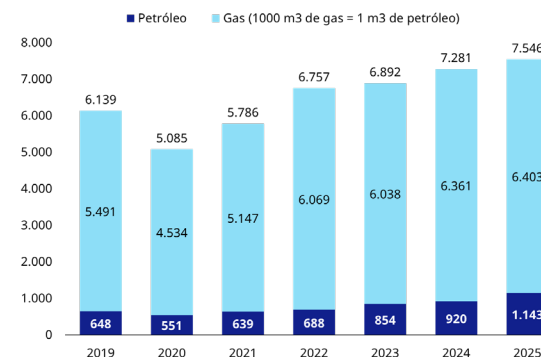
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.343	1.398	-4%
Costos	-952	-986	-3%
Resultado operativo	173	195	-11%
EBITDA Aj. (LTM)	776	769	1%
Resultado neto	-26	351	-107%
Mg. Operativo	13%	14%	- 110 pbs
Mg. EBITDA	58%	55%	+ 280 pbs
Deuda Financiera	1.879	587	220%
Caja y Activos Fin.	705	64	1007%
Deuda Neta	1.174	523	124%
Apalancamiento Neto	1,5	0,7	0,8
Intereses anuales	100,7	95,7	5%
Cobertura de Intereses	7,7	8,0	-0,3

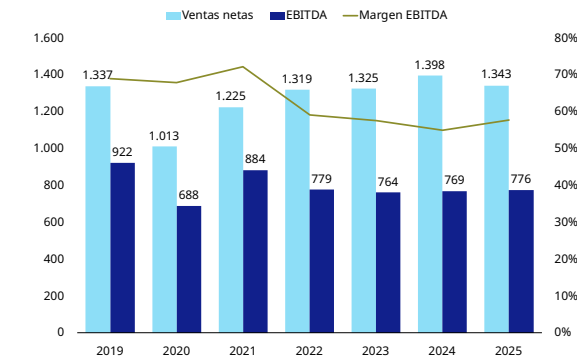
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Producción en miles de m³ equivalentes



Ventas, EBITDA (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Descripción de la compañía

CGC S.A. es una empresa dedicada a la exploración y explotación de hidrocarburos, con actividades en 5 cuencas y 160 yacimientos de petróleo y gas. El accionista controlador es Latin Exploration S.L.U, holding controlado en un 70% por Corporación América de Eduardo Eurnekián y un 30% por Sociedad Comercial del Plata.

El grueso de la actividad se concentra en 12 áreas de la Cuenca Austral y representa cerca de dos tercios de la producción total de la empresa. Las 15 áreas que opera en el Golfo San Jorge representan un poco menos de un tercio de la producción total y la mitad de las reservas probadas de la compañía. Sumado a esto, en la Cuenca Cuyana opera 2 áreas y participa en otras 3 áreas a cargo de terceros. Finalmente, en la Cuenca Noroeste la empresa participa con un 5% en Aguarañe, a cargo de Tecpetrol.

Resultados

- **Las ventas aumentaron un 5% interanual, gracias a una mayor producción de petróleo.** Para el 2025, la producción de crudo aumentó un 18,1% interanualmente, mientras que la producción de gas se redujo un 6,6%.
- **El EBITDA fue USD 345 millones, más del doble que en el 2024.** El plan de eficiencia operativa redujo un 10% los costos de la empresa. El resultado operativo fue negativo a causa del cargo por gastos de exploración relacionado con Palermo Aike. El margen EBITDA mejoró a 27%.
- **El resultado neto tuvo una caída importante por efectos contables relacionados al tipo de cambio.** El resultado por diferencias de cambio representó una pérdida de contable de USD 140 millones.
- **El apalancamiento de la empresa se redujo considerablemente a 3,2x, con una cobertura de intereses de 3,6 veces el EBITDA.** La empresa hoy tiene USD 868 millones en emisiones de Obligaciones Negociables, una de ellas es la Clase 38 ley NY con vencimiento en 2030.
- **Con la adquisición de Aguada del Chañar, el EBITDA proforma del 2025 sería de USD 470 millones.** El apalancamiento se reduciría a 2,3x y la cobertura de intereses subiría a 5x.
- **Las reservas 1P (incluyendo AdC) del 2025 fueron 182,6 MMboe.** Esto representa un aumento de 2,5% respecto a 2024. La empresa también informó un ratio de reemplazo de reservas de 102% para el gas natural y 228% para el crudo.

Conclusiones

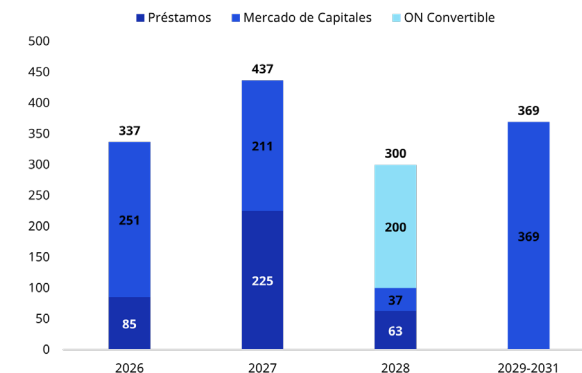
Altos ratios de apalancamiento. Sin embargo, confiamos en la solidez del accionista y en la gerencia. La adquisición de Aguada del Chañar no solo brinda un buen EBITDA que mejora los ratios, sino que aporta el know-how para operar en otros sectores de Shale en el futuro. Para carteras con apetito de riesgo, CGCSA 11 7/8 11/28/30 nos parece una opción muy atractiva desde su emisión y el bono viene operando muy firme.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CGCSA 11 7/8 11/28/30	300	CCC+	104	11,0%	3,3	100

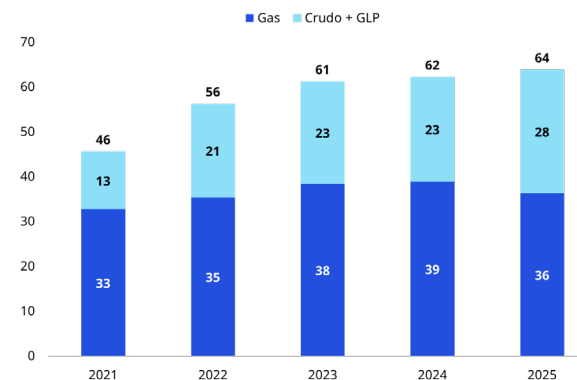
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	999	954	5%
Costos	-811	-897	-10%
Resultado operativo	24	-334	-107%
EBITDA Aj. (LTM)	345	161	115%
Resultado neto	-129	158	-182%
Mg. Operativo	2%	-35%	+ 3750 pbs
Mg. EBITDA	27%	13%	+ 1400 pbs
Deuda Financiera	1.473	1.324	11%
Caja y Activos Fin.	378	137	175%
Deuda Neta	1.095	1.186	-8%
Apalancamiento Neto	3,2	7,4	-4,2
Intereses anuales	95	46	106%
Cobertura de Intereses	3,6	3,5	0,1

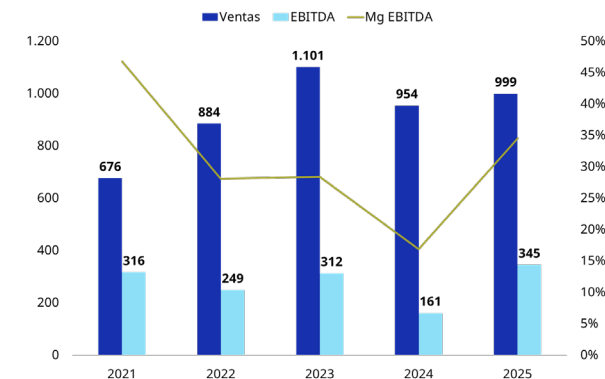
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Producción en Kboe/d



Ventas, EBITDA (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Utilities

- 1 - Pampa Energía S.A.
- 2 - Capex S.A.
- 3 - MSU Energy S.A.
- 4 - YPF Energía Eléctrica S.A.
- 5 - Genneia S.A.
- 6 - Transportadora de Gas del Sur S.A.
- 7 - EDENOR S.A.

Descripción de la compañía

Pampa es un líder del sector energético. Totalmente integrada, de manera directa y a través de sus subsidiarias y afiliadas, cubre casi toda la cadena de valor del gas y la electricidad del país. Divide sus segmentos en: Generación Eléctrica, Producción de gas y petróleo (O&G), Petroquímica (PTQM), y Holding, con participación societaria en empresas de transporte de energía eléctrica (26,3% de Transener) y de gas (26,9% de Transportadora de Gas del Sur).

Resultados

- Las ventas aumentaron un 7% interanual impulsadas por la producción de Shale Oil en Rincón de Aranda, mejores precios spot tras los nuevos lineamientos en el MEM en las unidades térmicas y mayores ventas de gas a Chile, compensados por menores ingresos en productos estirénicos y en las unidades bajo PPA.
- El EBITDA de 2025 fue de USD 842 millones, un 11% más que en 2024, mejorando el margen de EBITDA en 200 puntos básicos (pb) hasta el 42% sobre el nivel de ventas.
- Las ventas del segmento energía se vieron impulsadas por el aumento en los precios de energía spot medida en dólares y el incremento de las ventas a término en el segmento industrial. Sumado a la incorporación del nuevo parque eólico PEPE 6, con una capacidad de 140 MW y cuya energía se comercializa en MATER. A su vez, se registró un mayor reconocimiento de combustible por autoabastecimiento durante el pico invernal, como también mejores tarifas de transporte de gas y electricidad.
- Las ventas del segmento hidrocarburos estuvieron impulsadas principalmente por el fuerte incremento en la producción de crudo en Rincón de Aranda y mayores volúmenes exportados (8% de las ventas de gas y 47% de las de crudo).
- La deuda se contrajo un 9% interanual, la gran exigencia de CAPEX que requirió Rincón de Aranda fue cubierta en parte con flujo operativo, pero también con la caja de la compañía que se redujo en un 34% i.a. aumentando su apalancamiento neto a 1x y una cobertura de intereses de 6x.
- El perfil de vencimientos luce despejado, con una vida promedio de 5,6 años y una tasa de interés promedio del 7,06%

Conclusiones

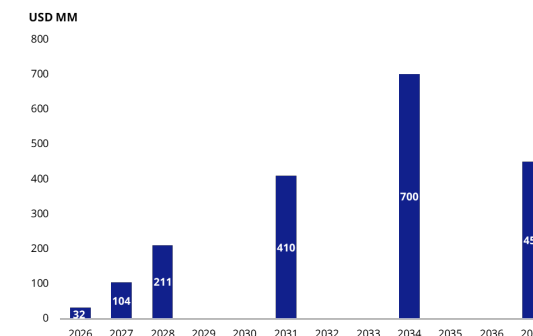
Cotizando por encima de la mayoría de los corporativos argentinos gracias a sus sólidos ratios financieros, sus estratégicas inversiones en Vaca Muerta y su alta competitividad en el mercado energético, en un contexto de normalización regulatoria. Bonos de mayor calidad, muy cerca de Tecpetrol o TGS, sin dudas de los mejores emisores. El 2034 nos gusta con un G-Spread de 300pb (TIR a partir de 7,3%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PAMPAR 7.95 09/10/31	410	B-	105,75	6,8%	4,3	10.000
PAMPAR 7 ½ 12/16/34	700	B	104,25	7,3%	6,1	10.000
PAMPAR 7 ¾ 11/14/37	450	B-	103,25	7,5%	7,4	10.000

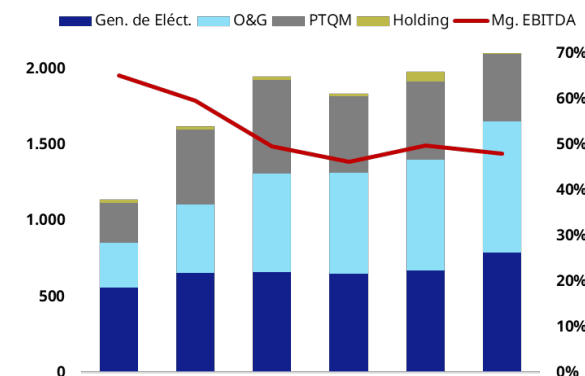
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.998	1.876	7%
Costos operativos	613	515	19%
Resultado operativo	91	69	32%
EBITDA Aj. (LTM)	842	759	11%
Resultado neto	-55	-5	1000%
Mg. Operativo	5%	4%	100pb
Mg. EBITDA	42%	40%	200pb
Deuda Financiera	1.892	2.079	-9%
Caja y Activos Fin.	1.091	1.662	-34%
Deuda Neta	801	417	92%
Apalancamiento Neto	1,0	0,5	0,4
Intereses anuales	135	127	7%
Cobertura de Intereses	6,2	6,0	0,2

Perfil de Vencimientos de Deuda



Ventas (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Producción

Generación Eléctrica	2025	2024	Var (%)	2023	Var (%)
Ventas (GWh)	21.625	22.557	-4,1%	22.029	-1,8%
Precio prom (USD/MWh)	43	36	20,9%	35	23,5%
Mg. bruto pr. (USD/MWh)	26	23	14,7%	22	18,3%

Oil & Gas	2025	2024	Var (%)	2023	Var (%)
Prod. Petróleo (Mboe/d)	11,7	4,8	-59%	4,8	142%
Prod. Gas (Mboe/d)	72,8	73,4	1%	60,6	20%
Prod. Total (Mboe/d)	84,4	78,2	-7%	65,4	29%
Vts. Petróleo (Mboe/d)	11,8	5,0	-58%	5,0	137%
Vts. Gas (Mboe/d)	72,9	73,4	1%	60,5	21%
Vts. Total (Mboe/d)	84,8	78,3	-8%	65,5	29%
Pr. prom. Petróleo (USD/bbl)	61,5	70,2	14%	66,2	-7%
Pr. prom. Gas (USD/MBTU)	3,7	3,7	1%	4,2	-13%

Research Cucchiara

Descripción de la compañía

Inició sus operaciones en 1988 en el segmento de exploración y producción de petróleo y gas para luego expandirse e integrarse verticalmente mediante la construcción de la central de energía térmica de ciclo combinado y una planta de GLP. Luego, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, el Grupo busca insertarse fuertemente en el segmento energías renovables incluyendo la construcción de dos parques de energía eólica, solar y producción de hidrógeno y oxígeno.

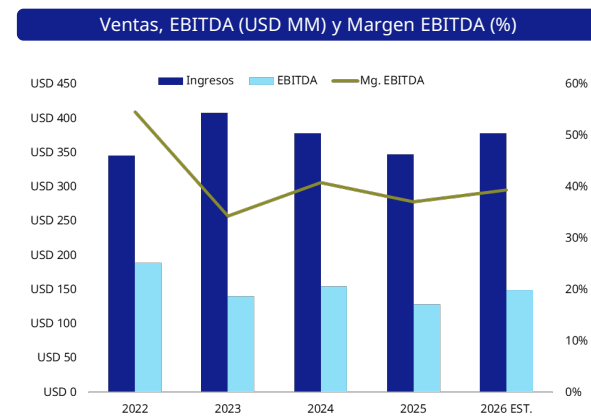
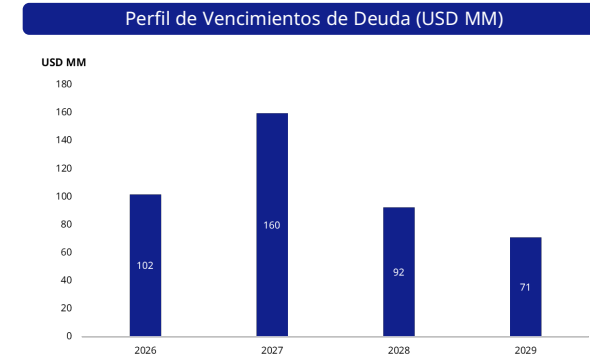
Resultados

- **La empresa cierra balance en abril de cada año.** De este modo para los nueve meses de 2026, los ingresos de Capex se mantuvieron estables alcanzando los USD 276 millones. El 78% de los ingresos correspondieron a O&G y el 22% a la venta de energía.
- **Los ingresos por energía se expandieron un 60% hasta los USD 83 millones**, esta variación se vio influenciada por el cambio de normativa por parte de la secretaria de energía. Este nuevo esquema implica el reconocimiento del costo del gas adquirido a terceros para la generación térmica en el rubro "Costo de ventas - Adquisición de gas", mientras que con la normativa anterior (vigente hasta octubre de 2025) el gas provisto por CAMMESA para la generación no era incluido en la tarifa y por lo tanto tampoco en el costo de ventas. Adicionalmente, la Secretaría de Energía otorgó en forma periódica una serie de incrementos tarifarios.
- **Por su parte, los ingresos del segmento de Petróleo y Gas tuvieron una fuerte contracción del 17% hasta los USD 181 millones**, principalmente debido a que en el mercado local las ventas disminuyeron un 34,5% y el precio medido en dólares cayó un 17,3%, en parte compensado por un aumento de los ingresos por exportaciones del 19%. Por su parte, las ventas de gas aumentaron un 447% impulsadas por la celebración de contratos privados y de la no adhesión al plan gas 2025-2028.
- **El Resultado Operativo ascendió a USD 6 millones en comparación con una pérdida de USD 17 millones del mismo período del ejercicio anterior** que fue afectado por el registro de la desvalorización relacionada con las áreas convencionales Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste. Por su parte, **el Resultado Neto** presentó una pérdida de USD 20 millones como consecuencia del incremento en los costos financieros, originados en mayores diferencias de cambio e intereses.
- **De esta manera, el EBITDA ajustado se mantiene estable en USD 139 millones con un margen EBITDA del 50%.** Capex presentó una deuda financiera total de USD 498 millones (+16% interanual). A su vez, incrementó la caja un 135% reportando una deuda neta de USD 438 millones. De este modo, sube su apalancamiento neto a 3,2x.

Conclusiones

El reacomodamiento tarifario, la dolarización de la energía base y las buenas perspectivas de sus fuertes inversiones en Vaca Muerta, le deberían permitir sobrellevar el incremento del apalancamiento observado en los últimos trimestres. Destacamos su matriz de producción diversificada y la reputación de los accionistas. Si bien el apalancamiento supera los 3 EBITDA, algo alto para los corporativos argentinos, la amortización parcial permite reducir el riesgo de roleo para la empresa. Bono corto, pero dado el apalancamiento, sólo nos resulta atractivo por sobre 520pp de G-Spread (TIR a partir de 8,95%).

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	9M26	9M25	Var (%)
Ingresos	276	279	-1%
Costos	203	192	6%
Resultado operativo	6	-17	-
EBITDA Aj. (LTM)	139	149	-7%
Resultado neto	-20	41	-150%
Mg. Operativo	2%	-6%	-
Mg. EBITDA	50%	53%	-300pb
Deuda Financiera	498	431	16%
Caja y Activos Fin.	60	26	135%
Deuda Neta	438	405	8%
Apalancamiento Neto	3,2	2,7	0,4
Intereses anuales	23	28	-20%
Cobertura de Intereses	6,1	5,2	0,9



Reservas Oil & Gas				
Área / Negocio	% part.	Año de vto. concesión	Reservas	Comprobadas Total 31.01.26
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1) 3.473
			Petróleo	Mbbl 37.998 Mm3 6.041
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mbbl 6.528 Mm3 1.038
			Gas	MMm3 (1) 1.117
Loma Negra	37,5%	2034	Petróleo	Mbbl 4.211 Mm3 669
			Gas	MMm3 (1) 255
La Yesera	37,50%	2037	Petróleo	Mbbl 2.160 Mm3 344
			Gas	MMm3 (1) 0
Pampa del Castillo	95%	2046	Petróleo	Mbbl 2.416 Mm3 3.882
			Gas	MMm3 (1) 930
Puesto Zúñiga	90%	2047	Petróleo	Mbbl 851 Mm3 136
			Gas	MMm3 (1) 5.775
Total	100%	-	Gas	MMm3 (1) 5.775
			Petróleo	Mbbl 54.164 Mm3 12.110

Research Cucchiara

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CAPXAR 9 ¼ 08/25/28	118	B-	100	9,2%	1,2	1

Descripción de la compañía

MSU es una empresa dedicada a la generación de energía mediante centrales termoeléctricas con una capacidad de ciclo combinado de 750 MW. Las mismas utilizan turbinas de gas y de vapor en forma conjunta, generando una mayor cantidad de electricidad que una central de ciclo simple tradicional. La empresa opera tres centrales: "General Rojo", "Barker", y "Villa María". De la capacidad instalada total, 450MW operan bajo PPAs de Ciclo Simple, con plazo de 10 años. Por otro lado, los 300MW restantes operan bajo Nuevos PPAs de Ciclo Combinado, con vigencia de 15 años a partir de 2020. Los accionistas controladores son la familia Uribelarrea.

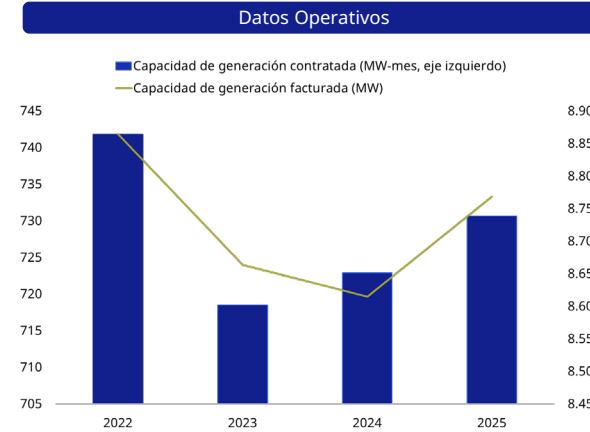
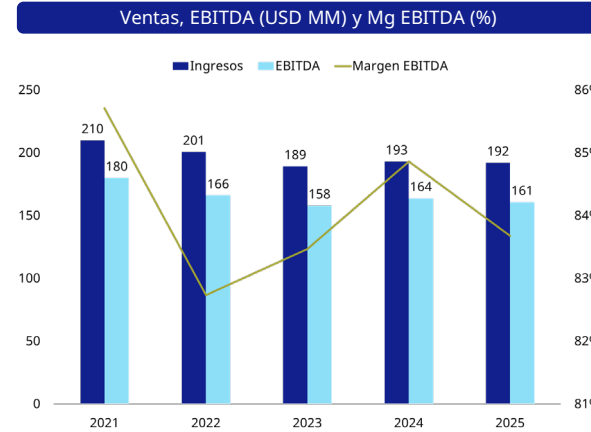
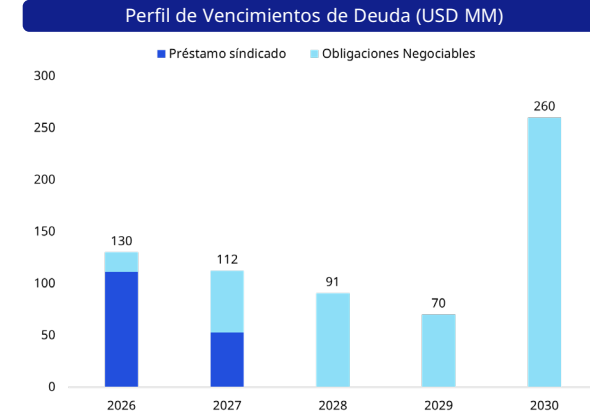
Resultados

- **Las ventas cayeron un 1% interanual.** La capacidad de generación facturada aumentó un 2% durante el trimestre, mientras que los costos aumentaron un 5% en dólares. De esta forma, el resultado operativo se redujo un 2%, a USD 131 millones.
- **Los márgenes de la empresa son eficientes.** El margen operativo en promedio se ubica alrededor de 70%, con un margen EBITDA de 84%. Para el 2025, los márgenes comprimieron entre 100 y 120 puntos básicos por el aumento de costos.
- **El EBITDA anual de la empresa sumó USD 161 millones.** El promedio de los últimos 5 años es de USD 166 millones, la empresa cuenta con un balance sólido y estable.
- **La deuda se redujo un 8% en el año.** El apalancamiento neto se redujo un 6%, a 3,9x. Posterior al cierre, del balance la compañía emitió una obligación negociable por USD 59,7 millones a una tasa del 7,5%, con el objetivo de precancelar parte del préstamo sindicado.
- **La cobertura de intereses aumentó debido al descenso de la carga de intereses y gastos de financiamiento.** En 2024, la carga financiera fue particularmente elevada, pero la empresa continúa con la tendencia de reducirla. En 2023 y 2022 la carga de intereses representó USD 75,7 millones y USD 85 millones, respectivamente.

Conclusiones

La empresa tiene resultados consistentes y estables, con un negocio simple de generación. Su talón de Aquiles son las tarifas, que pueden llegar a depender del gobierno de turno. Dicho esto, la empresa pudo sobrellevar la segunda mitad de la gestión Fernández con tranquilidad, sosteniendo un EBITDA de USD 168 millones en promedio. Apalancamiento relativamente elevado respecto al resto de la curva. No nos sentimos cómodos con los bajos niveles de liquidez que suele operar la empresa. MSUNRG 9 ¾ 12/05/30, rinde cerca de 9,7%. Vemos un poco más de valor en otras emisiones como CGC con ratios un poco mejores y rendimientos mayores.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	192	193	-1%
Costos	-51	-48	5%
Resultado operativo	131	133	-2%
EBITDA Aj. (LTM)	161	164	-2%
Resultado neto	66	-24	-372%
Mg. Operativo	68,0%	69,0%	-100 pbs
Mg. EBITDA	83,7%	84,9%	-120 pbs
Deuda Financiera	655	688	-5%
Caja y Activos Fin.	33	14	131%
Deuda Neta	623	674	-8%
Apalancamiento Neto	3,9	4,1	-0,2
Intereses anuales	62	102	-39%
Cobertura de Intereses	2,6	1,6	1,0



Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
MSUNRG 9 ¾ 12/05/30	400	B-	100,5	9,8%	3,2	1

Descripción de la compañía

YPF Luz fue fundada originalmente por YPF SA, la compañía incorporó posteriormente al gigante General Electric que controla el 24.9% del capital, mientras que YPF SA mantiene el 72.7% y OPESSA el 2.3% restante. Actualmente es líder local en generación de energía eléctrica mediante la operación de 18 activos basados en gas natural y fuentes renovables en 8 provincias. Cuenta con una capacidad instalada total de 3,5 GW y abastece el 10% de la demanda eléctrica. Lidera el Mercado MATER, con una cartera de más de 90 clientes industriales, y se posiciona como el segundo generador de energía renovable y el tercer mayor generador de energía eléctrica del país.

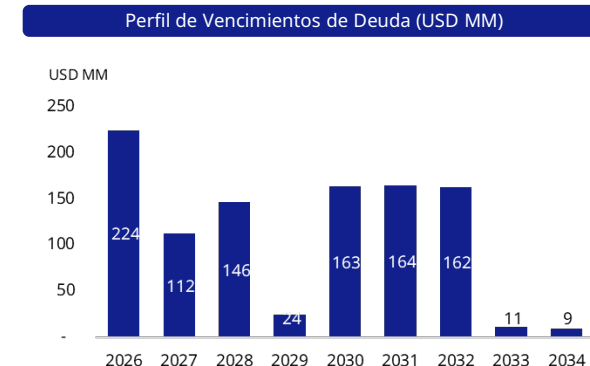
Resultados

- **La capacidad instalada creció 3% interanual hasta 3.497 MW en 2025**, principalmente por la habilitación comercial parcial de hasta 100 MW del parque solar El Quemado en diciembre 2025.
- **La generación de energía aumentó 8% interanual en 2025**, impulsada principalmente por la contribución de todo el año del parque eólico General Levalle, el retorno a operación de la central térmica Loma Campana I y un mayor despacho de energía en las centrales térmicas CDS y El Bracho. Esto fue parcialmente compensado por un menor despacho en la central térmica Loma Campana II, debido a una menor demanda, y en la planta de Cogeneración La Plata I ("LPC I"), como consecuencia de una menor disponibilidad.
- **De este modo, los ingresos totales alcanzaron los USD 654 millones en 2025 un 23% más que en 2024**. Por su parte, los costos operativos aumentaron un 23%, impulsados por la operación durante todo el año del parque eólico General Levalle. Así, los resultados operativos registraron un fuerte avance en 2025, los que a su vez tuvieron la contribución de reintegros de seguros vinculados al parque eólico Los Teros y de intereses comerciales de CAMMESA.
- **El EBITDA creció 19% interanual hasta USD 434 millones en 2025**, impulsado principalmente por la mayor generación de energía y por mayores precios de la energía para los activos térmicos en el mercado spot y un margen adicional derivado del nuevo régimen regulatorio de autoabastecimiento de combustible. Así, el **Margen de EBITDA** alcanzó el 66%.
- **En tanto, el resultado neto** se vio afectado por el pago de impuesto a las ganancias.

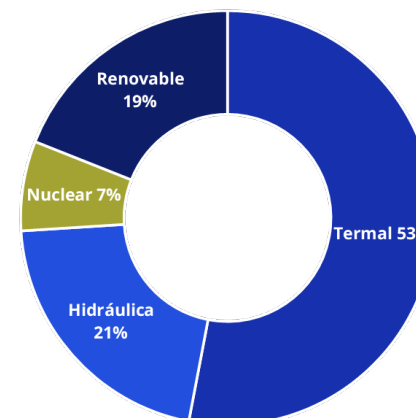
Conclusiones

La compañía se encuentra en constante búsqueda de diversificar su matriz productiva aumentando la composición renovable, como también, en la búsqueda de nuevos clientes privados que aporten más proporción de contratos de largo plazo. Las ventas vienen creciendo consistentemente a lo largo de los años y con un margen EBITDA alto y estable, lo que demuestra un enfoque equilibrado entre crecimiento y sostenibilidad financiera. Nos gusta el 2032, su única emisión NY, aunque esperaríamos un punto de entrada algo más cerca de los 340pb de G-Spread (TIR a partir de 7,5%).

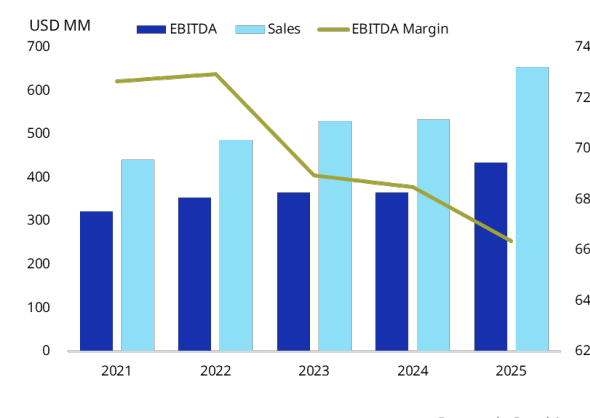
Principales Indicadores Financieros			
USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	654	533	23%
Costos	352	286	23%
Resultado operativo	272	119	127%
EBITDA	434	365	19%
Resultado neto	5	276	-98%
Mg. Operativo	42%	22%	1900pb
Mg. EBITDA	66%	68%	-200pb
Deuda Financiera	998	1.014	-2%
Caja y Activos Fin.	235	305	-23%
Deuda Neta	764	709	8%
Apalancamiento Neto	1,8	1,9	-0,2
Intereses anuales	52	50	4%
Cobertura de Intereses	8,4	7,3	1,1



Tráfico Total de Pasajeros y Comparación vs. 2024



Ventas, EBITDA (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Research Cucchiara

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
YPFLUZ 7 % 10/16/32	420	B-	102,75	7,4%	4,4	1.000

Descripción de la compañía

Genneia es la principal compañía de generación de energía renovable de Argentina. Suministra energía mediante la prospección, el desarrollo, la construcción y la operación de parques eólicos y solares. Comenzó sus operaciones en 2007 comercializando energía de fuente térmica y en 2012 inició su desarrollo sustentable como la primera empresa local en ofrecer energía eólica. A la fecha, posee el 20% de la capacidad instalada de generación renovable del país. Los accionistas de Genneia incluyen: Argentum Investments I LLC con el 44% (fondo de Darío Lizzano de TGLT y Caputo), Fintech Energy LLC con el 25% (de David Martínez de Cablevisión y Telecom), Familias Brito y Carballo (de Banco Macro) con el 25% y LAIG Eolia con el 6%.

Resultados

- En 2025 la generación de energía creció 21% i.a. hasta 5.018 GWh, marcando un récord histórico para la compañía, explicada por la fuerte expansión de capacidad instalada (+412 MW en el año). La compañía alcanzó una capacidad instalada total de 1.941 MW al cierre de 2025, tras la puesta en marcha de los parques solares Malargüe, Anchoris y San Rafael, consolidando un 81% de su capacidad instalada total en energía renovable.
- En el ejercicio 2025, los ingresos alcanzaron USD 381 millones (+15% i.a.), mientras que el EBITDA fue de USD 277 millones (+12% i.a.), impulsados principalmente por la entrada en operación de nuevos parques.
- Los ingresos presentan alta previsibilidad, con el 97% denominados en dólares y respaldados por contratos de largo plazo (PPA), diversificados entre FODER, MATER y CAMMESA.
- El CAPEX continúa enfocado en expansión renovable, con USD 205 millones pendientes de ejecución, incluyendo proyectos como San Juan Sur, Lincoln-Junín y el sistema de baterías BESS Maschwitz.
- La deuda financiera ascendió a USD 1.166 millones (+33% i.a.), con deuda neta de USD 763 millones y un apalancamiento estable en 2,8x EBITDA. En 2025 Genneia reforzó su perfil financiero con la emisión de un nuevo bono internacional (Clase XLIX) por USD 400 millones extendiendo los plazos de vida promedio a 4,5 años.
- La cobertura de intereses bajó a 3,1x, reflejando un mayor costo financiero, aunque con una estructura de deuda diversificada entre mercado internacional, local y organismos multilaterales.

Conclusiones

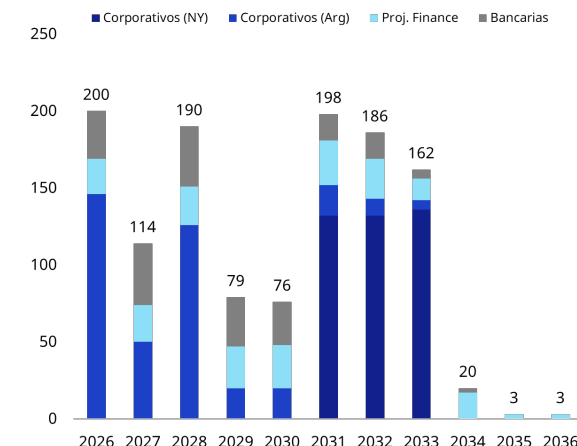
Genneia presenta un perfil sólido dentro del sector energético, con flujos estables y dolarizados respaldados por contratos de largo plazo bajo esquemas de garantías como FODER y privados como el MATER. Su plan de expansión sostiene el crecimiento, si bien con niveles de apalancamiento elevados pero controlados, además de contar con demanda adicional por bono verde. La reciente emisión internacional permitió reducir el riesgo de refinanciación. Si bien la TIR ya no resulta tan atractiva como al momento de emisión (fue emitido al 8%), continúa siendo una alternativa interesante para diversificar carteras, apoyada en la previsibilidad de ingresos y su posicionamiento en renovables. Esperaríamos spread algo más altos, por encima de 320pb como punto de entrada (TIR a partir de 7,3%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
GNNEIA 7 ¼ 12/02/33	400	B-	103,5	7,2%	5,0	1.000

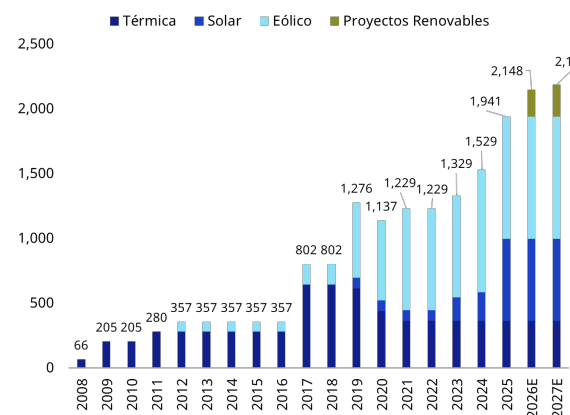
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	381	332	15%
Costos	148	122	21%
Resultado operativo	195	171	14%
EBITDA (LTM)	277	247	12%
Resultado neto	101	53	91%
Mg. Operativo	51%	51%	-29 pbs
Mg. EBITDA	73%	74%	-197 pbs
Deuda Financiera	1.166	874	33%
Caja y Activos Fin.	403	211	91%
Deuda Neta	763	663	15%
Apalancamiento Neto	2,8	2,7	0,1
Intereses anuales	88	52	70%
Cobertura de Intereses	3,1	4,7	-1,6

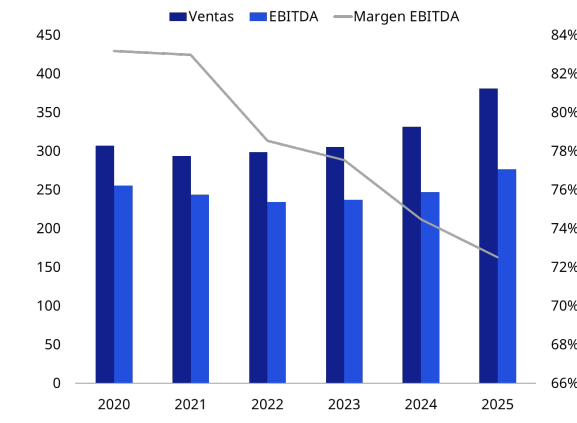
Perfil de Vtos. de Deuda Consolidada + Subs. (USD MM)



Capacidad Instalada (MW)



Ventas, EBITDA (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Research Cucchiera

Descripción de la compañía

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es una compañía argentina del sector energético que brinda servicios integrados para la industria del gas. Con una red de casi 9.300 km de gasoductos, es la principal transportista de gas del país. La compañía también es el segundo procesador de líquidos. A través de sus instalaciones en Bahía Blanca, con una capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d, produce y comercializa propano, butano, gasolina natural y etano. Asimismo, es el principal operador midstream en Vaca Muerta, con gasoductos y plantas de tratamiento, procesamiento y compresión de gas.

Su controlante es CIESA con el 53,8%. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño Safra con el 23%. De esta manera, indirectamente, Pampa posee el 26,9% de TGS. El resto del capital se distribuye entre ANSES, con el 25,3%, y un 20,8% flota en el mercado local y en NYSE como ADR.

Resultado

- **Las ventas aumentaron un 12% interanual, principalmente gracias a mayores despachos de gas.** Las ventas del segmento aumentaron un 25% interanualmente, representando el 41% de los ingresos totales.
- **La comercialización de líquidos mostró una caída interanual de 4%, por la inundación de Bahía Blanca.** Los precios de venta promedio cayeron un 10% en el año, con un volumen estable interanualmente de casi 1,08 millones de toneladas. Esto trajo una caída de 21% en el EBITDA hasta USD 157 millones. El segmento exporta el 44% de las ventas.
- **En el segmento de midstream las ventas alcanzaron USD 247 millones, un 29% del total.** El EBITDA del segmento tuvo un crecimiento de 24%, representando un cuarto del EBITDA total y con un margen sólido de 67%.
- **Con un buen desempeño en todos sus segmentos, el EBITDA del 2025 aumentó un 12%.** El margen se ubica en 52,7%, 410 puntos básicos por debajo del 2024, gracias a los costos que tuvieron un descenso de 3% interanualmente.
- **La empresa mantiene el apalancamiento neto negativo, a pesar de haber duplicado su deuda bruta en el año.** La empresa hoy tiene USD 1.172 millones de deuda bruta, con dos emisiones ley NY que representan el 85% de la deuda total de la empresa.
- **La compañía planea desarrollar un sistema de procesamiento y exportación de líquidos vinculado a Vaca Muerta.** La inversión esperada es de alrededor de USD 3.000 millones, lo que implicaría un aumento del apalancamiento.

Conclusiones

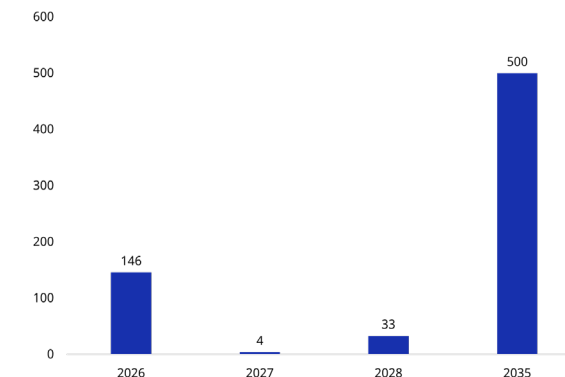
Desde el punto de vista crediticio, TGS continúa destacándose por la fortaleza de su balance. Al cierre de 2025 mantiene deuda neta negativa, elevados niveles de liquidez y un perfil de vencimientos cómodo, con una vida promedio cercana a 7 años. En este marco, sus bonos corporativos continúan ofreciendo una relación riesgo-retorno muy atractiva dentro del crédito corporativo argentino. Instrumentos como el TRAGAS 8.5% 2031 y el TRAGAS 7.75% 2035 operan con rendimientos arriba del 7%, niveles que consideramos interesantes dada la fortaleza del perfil crediticio de la compañía. Crédito top argentino.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TRAGAS 8 ½ 07/24/31	490	B	106,7	7,1%	4,1	10.000
TRAGAS 7 ¾ 11/20/35	500	B	103,25	7,3%	6,5	1.000

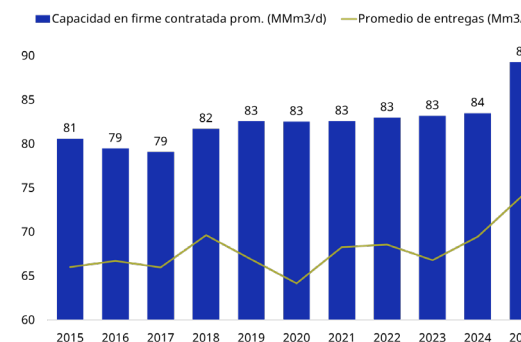
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.225	1.090	12%
Costos	539	557	-3%
Resultado operativo	637	577	10%
EBITDA Aj. (LTM)	656	586	12%
Resultado neto	288	358	-20%
Mg. Operativo	40,9%	45,9%	-500 pbs
Mg. EBITDA	52,7%	56,6%	-410 pbs
Deuda Financiera	1.172	562	109%
Caja y Activos Fin.	1.250	774	62%
Deuda Neta	-78	-212	-63%
Apalancamiento Neto	-0,1	-0,4	0,2
Intereses anuales	64,5	52	24%
Cobertura de Intereses	10,2	11,3	-1,1

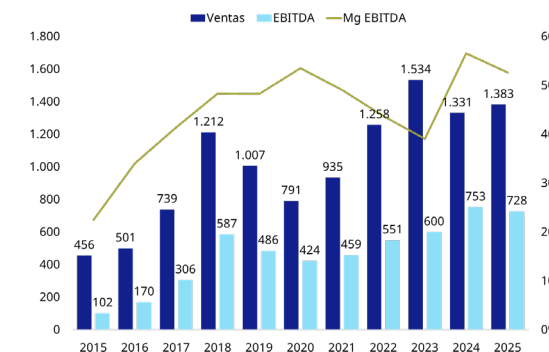
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Capacidad y Entrega de Transporte de gas Natural



Ventas, EBITDA (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Descripción de la compañía

Edenor (Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.) es la mayor compañía de distribución de energía eléctrica de Argentina, con una concesión que abarca la zona norte de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y del Gran Buenos Aires, abarcando 4.637 km², un total de clientes de 3,39 millones, 42.916 km de redes eléctricas, significando el 20% de la participación del mercado eléctrico nacional.

Resultados

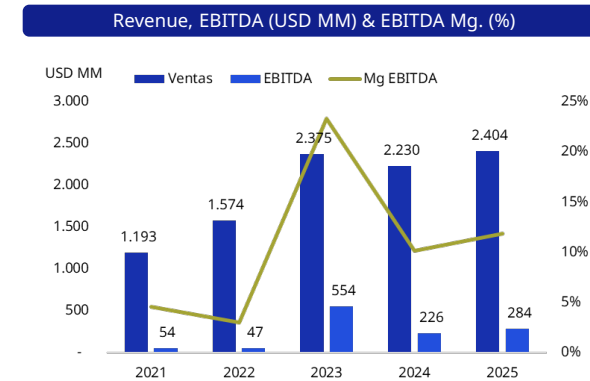
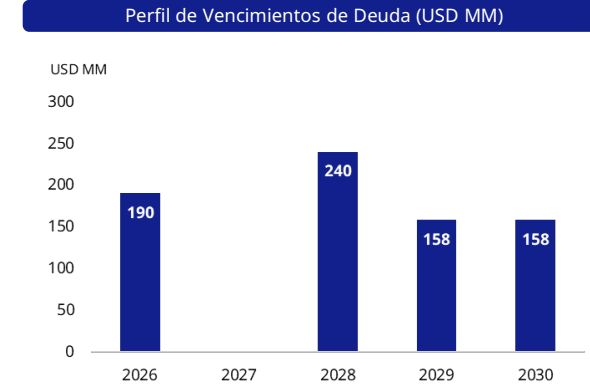
- En 2025, el volumen de ventas de energía totalizó 22.952 GWh (+1,6% vs 2024), que fue liderado principalmente por el efecto de la mayor demanda en los clientes residenciales y pequeños comercios. La base de clientes de Edenor alcanzó 3,39 millones (+1% vs 4T24) fundamentalmente debido al aumento de clientes residenciales y comercios medianos. Por su parte, el porcentaje de pérdidas de energía se encuentra en 15,69%, valores mínimos de los últimos 8 años.
- De este modo, para 2025 los ingresos por servicios alcanzaron los USD 2.404 millones un 8% más que en 2024, debido principalmente al impacto del ajuste de las tarifas, incluyendo febrero 2024 (319,2%) y los ajustes mensuales desde agosto 2024 (3,1% en promedio). A fines de diciembre de 2025, el índice de cobranza fue del 95,75%, siendo el saldo moroso a dicha fecha de USD 65 millones.
- En contrario, el costo (compras de energía) se incrementó un 10% hasta USD 1.397 millones en igual comparación. La variación se explica principalmente por el aumento en la demanda, mayores precios de generación y reducción de subsidios.
- De esta manera, el EBITDA alcanza los USD 284 millones (un 26% más que en 2024), un margen EBITDA de 12% (+ 200pb vs 2024). Esto sin contemplar los USD 149 millones pagaderos en 72 cuotas, de la deuda reconocida por CAMMESA que surge de las compras de energía desde noviembre 2023 hasta marzo 2024 vencidos.
- Al cierre del balance 2025, la empresa totalizó una deuda financiera total de USD 798 millones, un aumento del 104% i.a. El 79% de la deuda total corresponde a bonos, mientras que el restante 21% son préstamos y descubiertos bancarios.
- Por su parte, la compañía tiene activos financieros valuados a valor razonable por USD 44 millones, mientras que en efectivos y equivalentes posee otros USD 142 millones, lo cual le deja como deuda neta un total de USD 232 millones o un apalancamiento neto de 0,8 veces.

Conclusiones

La empresa opera hace muchos años con un bajo nivel de apalancamiento. En los últimos trimestres, gracias a la recomposición tarifaria mencionada, la deuda neta sobre EBITDA se ubica en niveles más que confortables. Nos gusta el crédito por encima de 9,50%; su premio por sobre la curva corporativa argentina solo se explica por el riesgo de un eventual retorno a prácticas de atraso tarifario por parte del Ejecutivo. Los nuevos accionistas no cuentan con la excelente reputación del accionista previo, Marcelo Mindlin.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	2.404	2.230	8%
Costos	1.397	1.273	10%
Resultado operativo	115	46	151%
EBITDA	284	226	26%
Resultado neto	192	297	-35%
Mg. Operativo	5%	2%	132%
Mg. EBITDA	12%	10%	200pb
Deuda Financiera	798	392	104%
Activos Financieros	424	352	21%
Efectivo y Eq.	142	23	513%
Deuda Neta	232	17	1291%
Apalancamiento Neto	0,8	0,1	0,7
Intereses anuales	76	34	126%
Cobertura de Intereses	3,8	6,8	-3,0

Ventas por Volumen vs 2024			
Ventas por Volumen	2025		Var i.a. %
	GWh	Part. %	GWh
Residenciales	10621	46,30%	1,60%
Comerciales pequeños	2050	8,90%	0,10%
Comerciales medianos	1527	6,70%	0,80%
Industriales	3409	14,90%	-2,70%
Sistema de peaje	3886	16,90%	2,00%
Alumbrado público	599	2,60%	2,30%
Asent. y barrios carenciados	859	3,70%	5,70%



Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
EDNAR 9 ¾ 10/24/30	475	B-	101,5	9,4%	2,9	100

Otros

- 1 - Banco Macro S.A.
- 2 - Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U.
- 3 - Raghsa S.A.
- 4 - Inversiones y Representaciones S.A.
- 5 - Aeropuertos Argentina 2000 S.A.
- 6 - Telecom Argentina S.A.
- 7 - Arcor S.A.I.C.
- 8 - CLISA S.A.

Descripción de la compañía

Fundado en 1981 por las familias Brito y Carballo es actualmente uno de los tres bancos cotizantes más grandes del país y, tras la fusión con banco Itaú en 2023, es el líder del sector minorista. El 76% del fondeo del banco proviene principalmente de la cartera de depósitos, 26% de institucionales y 7% del mercado de capitales. Dichos fondos se encuentran en un 52% colocados en plazos fijos y un 48% en depósitos a la vista. Por el lado de los activos, el 46% corresponde a préstamos, 23% sector público, 31% en depósito en bancos y otros.

Resultados

- **El Resultado Neto para 2025 fue de ARS 290.704 millones, un 32% menor que en 2024.** Aun así, en el 4T25 se incluyen ARS 82.950 MM por gastos no recurrentes. Sin considerar estos gastos el resultado del trimestre hubiera sido de ARS 183.029 MM, y el resultado del ejercicio 2025 de ARS 393.707 MM, lo que equivale a una caída del 8% en términos constantes. De este modo, el ROE acumulado fue de 5,1% (-200 pb) y mientras que el ROA acumulado alcanzó el 1,4% (-100 pb).
- **En el 4T25 el Cargo por Incobrabilidad fue de ARS 169.320 millones,** 1% inferior al trimestre anterior. En todo el ejercicio 2025 se observa un Cargo por Incobrabilidad de ARS 538.121 millones, un 274% superior al observado en todo 2024. El ingreso operativo se contrajo a 1.564 billones un -54% interanual.
- **El total de préstamos disminuyó 2% vs. el trimestre anterior, pero aumentó 40% i.a.** En el 4T25 el financiamiento al sector privado creció 2% en pesos y disminuyó 20% en dólares. **Los depósitos** mostraron un aumento de 8% respecto al 3T25 y de 24% en relación con el 4T24. En el trimestre los depósitos en pesos crecieron 3% y los depósitos en moneda extranjera subieron 10%.
- **Por su parte, en mayor o menor medida, todos los indicadores sobre la calidad de la cartera empeoraron,** el banco registró un exceso de capital de ARS 3,614 billones o 275%, con un ratio de capital regulatorio (Basilea III) de 30,6% y TIER 1 de 30,6%. A su vez, el ratio de calidad de cartera (medido como cartera irregular sobre cartera total) fue de 3,87% (+300pb), mientras que el ratio de cobertura alcanzó el 119,86% (-3,900 pb). En esta línea, el banco se cubre manteniendo un alto nivel de liquidez mostrando un ratio de cobertura de activos líquidos sobre el total de depósitos de 73%.

Conclusiones

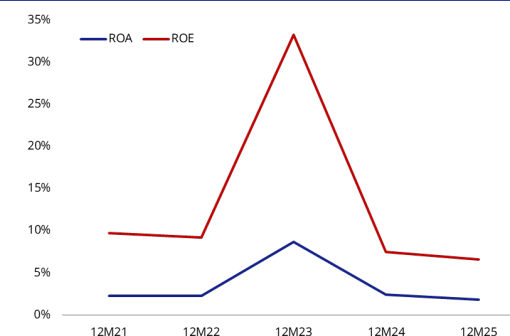
Los bancos argentinos en general están muy bien capitalizados, y Macro es el mejor ejemplo de ello. Mantiene una excesiva cautela y una gran posición de cobertura, que nos da tranquilidad frente a los desafíos macroeconómicos que se puedan presentar. Los 2029 y 2031 nos parecen buenos bonos, con duration corta de 2,8 y 3,9, respectivamente, con rendimiento cercano al 7,5%, dando un G-Spread en torno a 350 pb sobre la curva norteamericana lucen como una alternativa conservadora.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
BMAAR 8 01/28/31	400	CCC+	102,5	7,4%	3,8	1.000
BMAAR 8 06/23/29	530	CCC+	103	7,0%	2,7	1.000
BMAAR 6.643 11/04/26	121	CCC+	100	6,6%	0,5	150.000

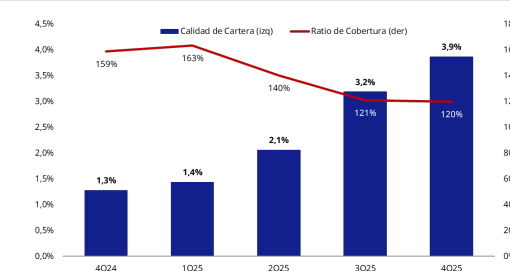
Principales Indicadores Financieros

Balance 2025 (Mill. Ps.)	BMA	Var i.a.
Activo	23.245.902	22%
Pasivo	18.010.660	31%
Patrimonio Neto	5.235.242	-2%
Apalancamiento (A/PN)	4,4	0,86
Ingresos Financ. Netos	4.069.380	-33%
Ingresos por Int y Comis	3.842.344	39%
Mg Neto interm. (NIM)	27%	-200pb
Resultado Operativo	1.564.894	-56%
Resultado Neto	290.704	-32%
ROA Anualizado	1,4%	-100pb
ROE Anualizado	5,1%	-200pb
Cartera de Depósitos	13.033.157	28%
Plazo Fijo	6.716.972	149%
Cuentas a la Vista	6.165.767	-6%
Dep. en USD/ Dep. Total	36%	300pb
Financi. Sec. Privado	10.362.246	39%
Financi. Sec. Público	5.612.018	9%
Ratio de Calidad de Cartera	3,9%	300pb
Ratio de Cobertura	120%	-3900pb
Ratio de Capital Reg. - Basilea III	30,6%	-200pb
TIER 1	30,6%	-100pb
Ptmos como % del Total dep	82%	700pb
Activos Líq. como % del Total dep	73%	-600pb

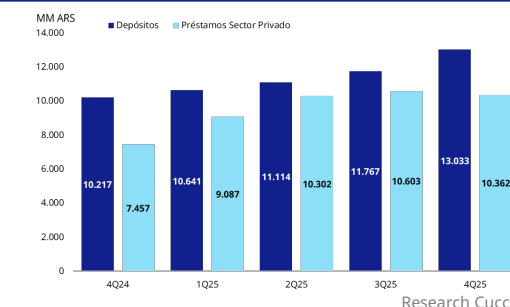
Rendimiento



Calidad de Cartera



Préstamos y Depósitos (Mill. Ps.)



Research Cucchiara

Descripción de la compañía

Fundado en 1905 por la familia Escasany, es una de las principales entidades financieras privadas de capitales nacionales en Argentina. El ecosistema del grupo está compuesto, no solo por el banco, que tras la adquisición en 2025 de HSBC Argentina es el segundo más grande a nivel nacional, sino también por los fondos de inversión FIMA, tarjeta Naranja y Galicia Seguros. El 83% del fondeo del banco proviene principalmente de la cartera de depósitos, 11% de institucionales y 6% del mercado de capitales. Por el lado de los activos, el 50% corresponde a préstamos, 18% sector público, 32% en depósito en bancos y otros.

Resultados

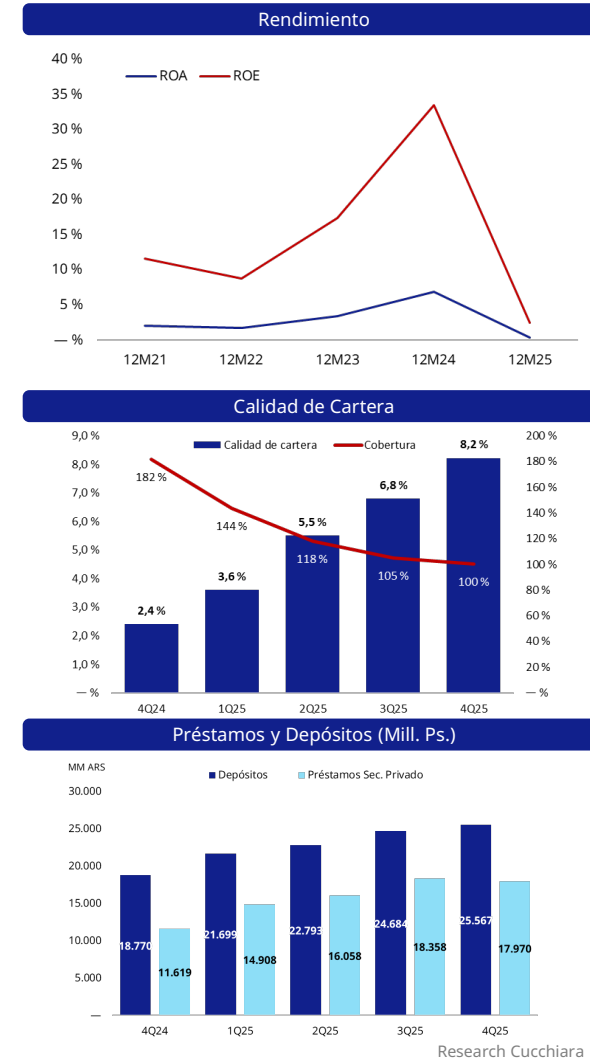
- **El Resultado Neto de Galicia termina un mal año con pérdida de ARS 83.544 millones en el 4T25.** Es el segundo trimestre consecutivo con pérdida, lo que baja el resultado anual a una ganancia de ARS 196.134 millones, un 10% de la de 2024. De este modo, el ROE se ubicó en apenas 2,5% y el ROA en 0,4%. La consolidación con HSBC implicó algunos costos de reestructuración.
- **La cartera de préstamos y otras financiaciones netos de provisiones totalizó ARS 18.347.925 millones,** registrando una disminución de ARS 433.582 millones (2%) con respecto al tercer trimestre de 2025. La baja se encuentra explicada principalmente por un menor volumen de prefinanciamientos a exportaciones, disminuyendo \$328.835 millones.
- **Los depósitos totalizaron ARS 25.566.662 millones,** un aumento del 36% i.a. Se registraron aumentos de 71% en plazos fijos y 23% en cuentas a la vista.
- **Los cargos por incobrabilidad en el período 2025 registraron un incremento significativo del 221%.** Este comportamiento se reflejó también en otros indicadores de riesgo, en particular, en el ratio de calidad de cartera que se expandió a 8,2% (+600 pb), luego de haber sacado del balance 3% que están provisionados al 100%. Entre los principales factores que contribuyeron a este deterioro se destacan el abrupto cambio en el signo de las tasas de interés reales y la pérdida del poder adquisitivo de los clientes, en un contexto de reacomodamiento de la actividad económica.

Conclusiones

A pesar del aumento en la morosidad, el banco mantiene una excesiva liquidez y una gran posición de cobertura, que nos da tranquilidad frente a los desafíos macroeconómicos que se puedan presentar. Dicho esto, a los precios actuales vemos más atractivos Macro 2029 y 2031.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
GALIAR 7 ¾ 10/10/28	325	B-	102,75	6,6%	2,2	2.000
GALIAR 7.962 07/19/26	250	CCC	100,25	6,7%	0,2	200.000

Principales Indicadores Financieros		
Balance 2025 (Mill. Ps.)	GGAL	Var i.a.
Activo	45.779.144	7%
Pasivo	38.012.313	9%
Patrimonio Neto	7.766.831	-3%
Apalancamiento (A/PN)	5,9	0,51
Íngresos Financ. Netos	1.506.688	-4%
Íngresos por Int y Comis	2.008.124	34%
Mg Neto interm. (NIM)	16%	-700pb
Resultado Operativo	295.214	62%
Resultado Neto	-83.547	-111%
ROA Anualizado	0,4%	-300pb
ROE Anualizado	2,5%	-1500pb
Cartera de Depósitos	25.566.662	36%
Plazo Fijo	8.983.023	71%
Cuentas a la Vista	12.111.711	23%
Dep. en USD/ Dep. Total	48%	200pb
Financi. Sec. Privado	17.970.339	55%
Financi. Sec. Público	6.693.902	9%
Ratio de Calidad de Cartera	8,2%	600pb
Ratio de Cobertura	100%	-8200pb
Ratio de Capital Reg. - Basilea III	25,2%	700pb
TIER 1	25,1%	700pb
Ptmos como % del Total dep	76%	1200pb
Activos Líq. como % del Total dep	59%	-1100pb



Descripción de la compañía

Raghsa es una compañía enfocada en el desarrollo, construcción, alquiler y venta de oficinas y residencias premium. Es líder en Argentina en el segmento de oficinas corporativas clase "AAA" y cuenta con presencia internacional a través de activos propios en la ciudad de Nueva York. La empresa ha desarrollado más de 1.000.000 m² de propiedades residenciales y corporativas en Argentina y Uruguay. Actualmente administra cuatro edificios de oficinas premium en Buenos Aires: Madero Office, Belgrano Office, Centro Empresarial Libertador (CEL) y Centro Empresarial Núñez (CEN). Además, posee dos terrenos sobre Av. Libertador destinados a futuros desarrollos de oficinas. En EEUU, Raghsa es propietaria desde 2020 del edificio residencial One Union Square South. En 2025 incorporó un edificio premium de oficinas, 512W, ubicado en West Chelsea junto al High Line, con una superficie rentable de 16.030 m². Asimismo, cuenta con dos terrenos contiguos en el West Side de Manhattan destinados al desarrollo futuro de un centro logístico de última milla, aún sin fecha de inicio de obra.

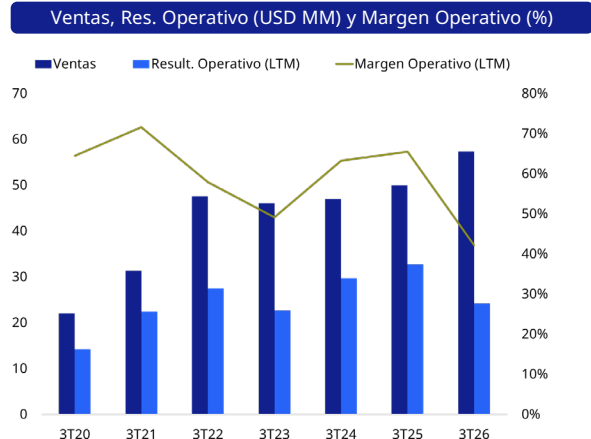
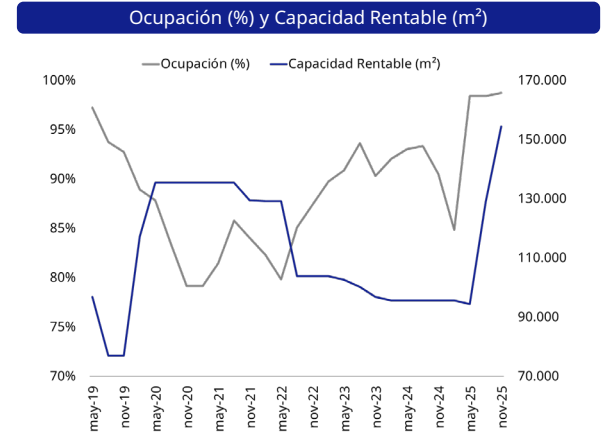
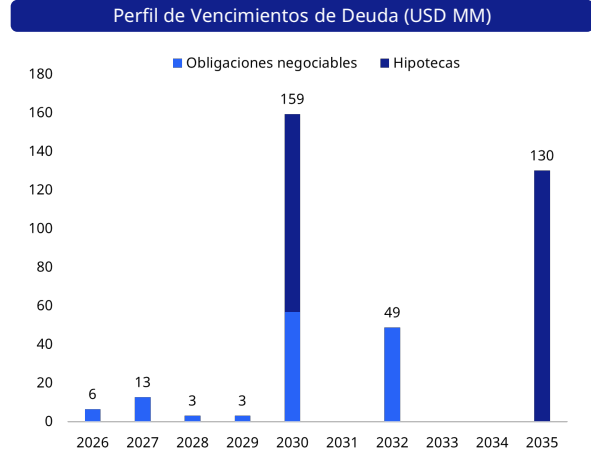
Resultados

- **Los ingresos por alquileres alcanzaron USD 44,8 millones en los 9M26 (+21% i.a.),** impulsados por la incorporación del Centro Empresarial Núñez y el activo 512 West 22nd Street en Nueva York, manteniendo un perfil estable y previsible basado en contratos de largo plazo. Con la nueva composición se proyectan USD 75,6 millones en alquileres anuales.
- **La expansión del portafolio elevó los m² rentables a 119.973 en Argentina (+25% i.a.),** con niveles de ocupación prácticamente totales (98,7%), consolidando el posicionamiento en oficinas premium clase AAA en el corredor norte.
- **El crecimiento reciente estuvo explicado por nuevas incorporaciones,** mientras que el portafolio existente mostró estabilidad, evidenciando la resiliencia del negocio core; los márgenes operativos se ubicaron en 42% en los últimos 12M, afectados por costos extraordinarios.
- **La compañía profundizó su diversificación geográfica,** con un mix de ingresos proyectados de 48% Argentina y 52% Estados Unidos, reduciendo la exposición al riesgo local.
- **La deuda financiera ascendió a USD 357,2 millones (+46% i.a.),** con deuda neta de USD 303,6 millones y un ratio Deuda Neta/Ingresos por alquileres anuales proyectados de 4x, en un contexto de expansión del portafolio.
- **La estructura de deuda es mayormente hipotecaria y de largo plazo,** con vencimientos concentrados a partir de 2030, respaldada por un portafolio valuado en USD 583 millones en Argentina, lo que brinda sólida cobertura y flexibilidad vía venta de activos. La empresa aún puede desprenderse de unidades en Madero Office para obtener liquidez.

Conclusiones

Raghsa presenta un perfil defensivo dentro del crédito corporativo, con flujos estables con contratos de largo plazo y activos premium con ocupación casi total. La creciente diversificación hacia EEUU reduce el riesgo local y mejora la calidad de ingresos. Si bien el apalancamiento aumentó por nuevas adquisiciones, la estructura de deuda es de largo plazo y mayormente hipotecaria. Los nuevos desarrollos podrán financiarse con la propia generación del negocio. Bonos al 2030 y 2032 no tienen mucha liquidez, desde 360pb de G-Spread nos gustan mucho los bonos, cerca de 7,5% para cuponear tranquilos.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	3T26	3T25	Var (%)
Ingresos (LTM)	57,3	50,0	15%
Costos (LTM)	7,9	3,0	164%
Res. operativo (LTM)	24,2	32,7	369%
Mg. Operativo (LTM)	42%	65%	-2324 pbs
Ingresos Proy. Arg.	36,6	37,7	-3%
Ingresos Proy. EEUU	39,0	16,5	136%
Ing. Proy. Totales	75,6	54,2	40%
Deuda Financiera	357,2	245,5	46%
Caja y Activos Fin.	53,7	110,1	-51%
Deuda Neta	303,6	135,4	124%
D. Neta/Ing. Proy.	4,0	2,5	-1,3
Intereses anuales	19,7	13,2	230%
Ing. Proy/Intereses	3,8	4,1	-2,3



Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
RAGHSA 8 ¼ 04/24/30	57	B	102	7,7%	3,4	1.000
RAGHSA 8 ½ 12/11/32	49	B	102	7,9%	4,9	1.000

Descripción de la compañía

La empresa es operadora de una cartera de quince centros comerciales en Argentina, seis de los cuales están ubicados en CABA, tres en el GBA y el resto en diferentes provincias. Asimismo, IRSA administra una cartera de 5 edificios de oficinas, y posee participaciones mayoritarias en 3 hoteles, incluidos: el Libertador, el Intercontinental y el Llao Llao de Bariloche. A su vez, la empresa participa en el desarrollo de propiedades residenciales para la venta, siendo en la actualidad Ramblas del Plata en Puerto Madero el más relevante de sus proyectos. Por otro lado, IRSA tiene una participación del 29.1% del Banco Hipotecario.

Resultados

- Las ventas consolidadas crecieron principalmente por la recuperación de últimos trimestres alcanzando los USD 401 millones, (+9% i.a.), mientras que el margen de EBITDA se contrajo 1.100 pb, principalmente debido al segmento correspondiente a centros comerciales.
- El segmento más importante para la compañía son Centros Comerciales. En la actualidad cuenta con 373 mil m² alquilables y mantiene una ocupación estable del 97.7%, similares a los niveles históricos. Este segmento es el de mayor flujo de ingresos y EBITDA. Al cierre de los 6M26, los ingresos alcanzan los USD 120 millones, contrayéndose 4% i.a., aunque el margen de EBITDA se mantuvo estable en 77%. Por su parte, las ventas de los locatarios de los centros comerciales alcanzaron los USD 1.275 millones, un 15% menos que en igual periodo de los 6M25.
- En el segmento Oficinas IRSA totalizó una superficie alquilable de 58.074 m², de los cuales 50.134 m² se correspondieron a oficinas clase AAA y A, y el resto a oficinas clase B. La ocupación promedio del portafolio premium fue del 100%, mientras que la del portafolio total alcanzó el 98,9%. El precio promedio del portafolio fue de 26,7 USD por m². Al cierre de los 6M26, los ingresos fueron USD 9,6 millones, un crecimiento i.a. del 7%. El EBITDA creció un 7% manteniéndose en torno al 80%.
- Por último, en el segmento de Adquisiciones y Nuevos desarrollos, IRSA agrupa los proyectos que tiene en cartera. Si bien la empresa posee numerosos proyectos ambiciosos, destacamos entre ellos a Ramblas del Plata con 587 mil m² comercializables en Puerto Madero. El área tiene actualmente un precio de 6.550 USD por m², muy superior a comparables de la región y 150% por encima de la media del resto de CABA.
- La deuda financiera total es de USD 675 millones, un aumento del 54% i.a. como consecuencia de la emisión de las ON clase XXIII y clase XXIV suscriptas parcialmente por las ON clase XV y XIV respectivamente. Los canjes lograron extender el perfil de vencimiento promedio a 2032, bajando los costos de financiamiento al 7,68% anual.

Conclusiones

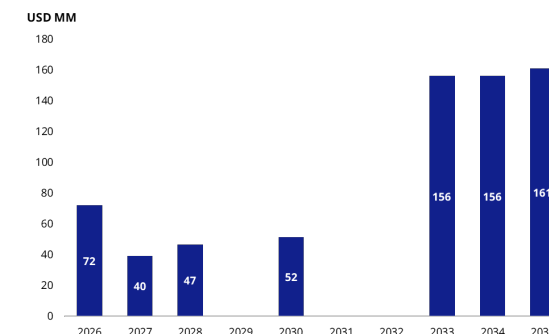
La compañía presenta un balance sólido con buen flujo operativo, bajo nivel de apalancamiento y perfil de deuda despejado. Desde el punto de vista operativo continúa desarrollando proyectos que integran lo comercial y lo residencial, fortaleciendo su portafolio de centros comerciales. Dada la gran preponderancia del sector energético en la curva corporativa local, los bonos de IRSA como Raghsa ofrecen una buena alternativa de diversificación. A mismo spread nos gustan más los bonos de Raghsa.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
IRSAAR 8 03/31/35	480	B	104,5	7,3%	5,8	1
IRSAAR 8 ¾ 06/22/28	67	B	102,75	6,6%	1,2	1

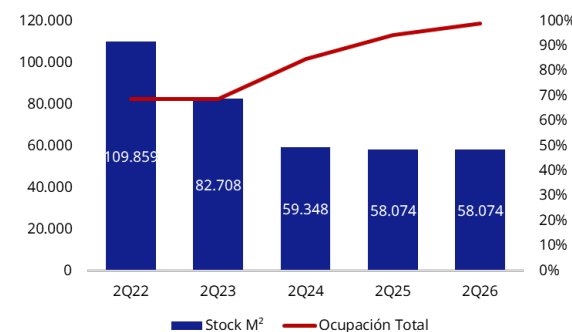
Principales Indicadores Financieros

LTM (USD MM)	2Q26	2Q25	Var (%)
Ingresos	401	367	9%
Costos	157	135	17%
Resultado operativo	528	-675	-178%
EBITDA Aj.	143	169	-16%
Resultado neto	386	-316	-222%
Mg. Operativo	132%	-184%	31500pb
Mg. EBITDA	36%	46%	-1100pb
Deuda Financiera	675	437	54%
Caja y Activos Fin.	380	187	103%
Deuda Neta	295	250	18%
Apalancamiento Neto	2,1	1,5	0,6
Intereses anuales	18	23	-21%
Cobertura de Intereses	7,7	7,2	0,5

Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Indicadores Oficinas



Indicadores Centros Comerciales

Centros Comerciales	Ubicación	M ² Alquilables	Ocupación	Particip	Vtas Locatarios (USD MM)	Var (i.a)
Alto Palermo	CABA	20.715	100%	100%	149	-18%
Abasto Shopping	CABA	37.133	97,7%	100%	149	-25%
Alto Avellaneda	PBA	42.334	99,1%	100%	137	-19%
Alcorta Shopping	CABA	16.048	100%	100%	91	-14%
Patio Bullrich	CABA	11.472	90,4%	100%	44	-19%
Dot Baires Shopping	CABA	47.339	98,9%	80%	129	-4%
Soleil Premium Outlet	PBA	15.477	100%	100%	73	-25%
Distrito Arcos	CABA	14.194	100%	90%	88	-18%
Terrazas de Mayo	PBA	33.714	89,4%	100%	45	454%
Alto Noa Shopping	Salta	19.417	99,3%	100%	41	-25%
Alto Rosario Shopping	Santa Fé	35.016	99,6%	100%	139	-15%
Mendoza Plaza Shopping	Mendoza	41.637	97,6%	100%	74	-19%
Córdoba Shopping	Córdoba	15.424	98,4%	100%	40	-22%
La Ribera Shopping	Santa Fé	11.166	96,8%	50%	24	1%
Alto Comahue	Neuquén	11.934	98,1%	100%	53	-10%
Total		373.020	97,7%		1.275	-15%

Descripción de la compañía

La compañía posee los derechos de explotación del 90% del tráfico aéreo argentino, mediante la operatoria de los 35 aeropuertos más importantes. La concesión fue otorgada en 1998 por 30 años y renovada en 2020 por 10 años adicionales, extendiéndose hasta 2038. AA2000 clasifica sus ingresos en dos segmentos: aeronáuticos (tasas por pasajero, estacionamiento aeronáutico y aterrizaje) que representan el 60% del total. El resto corresponde al segmento comerciales (transporte de cargas, los comercios dentro y fuera de las zonas libres de impuestos y estacionamientos). El 85% de los ingresos totales están ajustados por tipo de cambio.

Resultados

- Durante el 2025, el tráfico de pasajeros aumentó un 12,3% alcanzando el récord de 45,8 millones de pasajeros. El tráfico internacional de pasajeros fue de 13,5 millones, lo que supone un sólido aumento del 16,9% respecto de 2024. El tráfico nacional también mostró una mejora, con un aumento del 10%. El tráfico de pasajeros nacional representó el 65,4% del tráfico total, mientras que el tráfico de pasajeros internacional representó el 34,6%.
- Los ingresos aumentaron un 10% interanual, alcanzando los USD 1.095 millones. Los ingresos aeronáuticos ascendieron a USD 630 millones, lo que supone un aumento del 10%, impulsados por el aumento del tráfico de pasajeros. Por su parte, los correspondientes al segmento comercial ascendieron a USD 465 millones, un aumento del 10%, impulsados principalmente por los centros comerciales.
- Los costos administrativos aumentaron un 24% hasta los USD 114 millones debido principalmente al incremento de la actividad general.
- El EBITDA ajustado ascendió a USD 450 millones, lo que supone un aumento del 19%, mientras que el margen de EBITDA se incrementó en 300 puntos básicos hasta el 41%.
- AA2000 reportó una deuda financiera total de USD 532 millones, un 17% menos que el año anterior. A su vez cuenta, entre efectivo e inversiones financieras, con una caja de USD 125 millones. De este modo, su apalancamiento neto es de sólo 0,9 veces y su cobertura de intereses alcanza las 11,7 veces.

Conclusiones

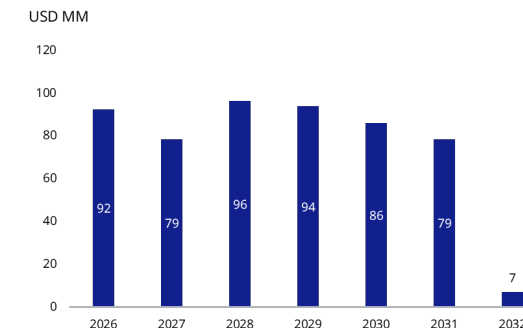
AA2000 tiene una sólida posición financiera con una generación de efectivo consistente y predecible. Es el único operador aeroportuario del país y tiene amplio respaldo internacional. Vale remarcar que el emisor de su deuda no es Corporación América, dueña de otros aeropuertos extranjeros, con lo cual el riesgo del negocio es local. Dicho esto, el negocio internacional del grupo le brinda un atractivo extra. El flujo de caja es su principal fortaleza. El bono 2031 es su bono emblema líquido, cotiza 340bp de G-Spread (TIR a partir de 7,3%) quizás muy comprimido, pero recordar que su duration es corta dado que paga capital trimestral.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
AEROAR 8 ½ 08/01/31	269	B-	105	6,8%	2,7	1.000
AEROAR 6 ¾ 02/01/27	18	B-	100,125	6,6%	0,4	130.000
AEROAR 9 ½ 11/01/28	48	-	104	7,1%	1,5	150.000

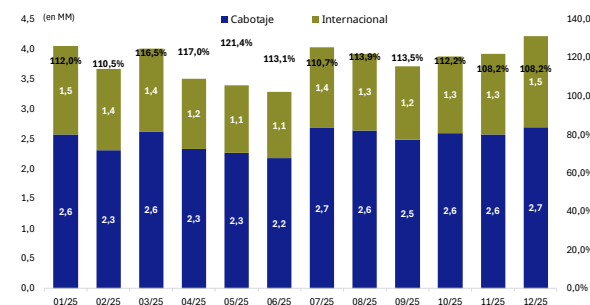
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.095	995	10%
Costos	114	92	24%
Resultado operativo	296	256	16%
EBITDA	450	378	19%
Resultado neto	169	319	-47%
Mg. Operativo	27%	26%	5%
Mg. EBITDA	41%	38%	300pb
Deuda Financiera	532	639	-17%
Caja y Activos Fin.	125	125	1%
Deuda Neta	407	514	-21%
Apalancamiento Neto	0,9	1,4	-0,5
Intereses anuales	38	43	-10%
Cobertura de Intereses	11,7	8,8	2,9

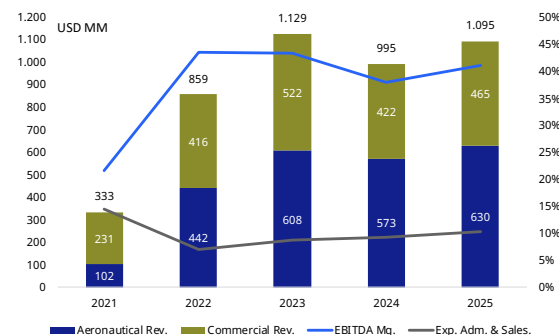
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Tráfico Total de Pasajeros y comparación vs. 2024



Ingreso Total y por Segmento, Mg EBITDA y Costos



Descripción de la compañía

Telecom se convirtió en el jugador cuádruple play más grande del país (TV por cable, internet, telefonía móvil y fija) mediante la fusión con la subsidiaria local de Cablevisión Holding SA. A su vez, en febrero de 2025, TEO compró el 100% de Telefónica Móviles Argentina (TMA) por USD 1.245 millones controlando así aproximadamente el 60% del mercado de telecomunicaciones argentino.

Resultados

- **Las ventas del periodo 2025 tienen la contribución de los resultados de 10 meses de TMA**, los cuales no estaban presentes en el periodo comparativo de 2024. De este modo, los ingresos consolidados alcanzaron los USD 5.707 millones un 42% más que en igual período de 2024.
- **El EBITDA consolidado alcanzó el 30%**, una mejora de 400 pb respecto de 2024 (excluyendo TMA, el EBITDA margen alcanza el 32%).
- **Las operaciones de Telecom (sin incluir TMA) fueron las siguientes:** los accesos móviles totales se redujeron en un 7,8%, registrando 19,9 millones. Esta reducción está explicada en su mayor parte por desconexiones de líneas en el segmento prepago que no registran tráfico, sin efecto sobre las ventas de servicios móviles. Por su parte, el segmento fijó registró incrementos en la cantidad de accesos: los accesos de televisión totalizaron 3,3 millones en el mismo período (+46 mil o +1,4% vs. 2024), mientras el segmento de internet fijo registró un incremento del 3,2%, totalizando 4,2 millones de accesos (+130 mil vs. 2024). **Por su parte, las operaciones de TMA fueron las siguientes:** Los accesos móviles totales (incluyendo M2M) ascendieron a 19,1 millones (+308 mil o +1,6% vs. 2024), Mientras tanto, el segmento de internet fijo totalizó 1,6 millones de accesos (+89 mil o +5,8% vs. 2024). Por último, los abonados de televisión totalizaron 0,4 millones en el mismo período (-33 mil o -7,9% vs. 2024).
- **La empresa totalizó una deuda financiera de USD 3.725 millones**, un 34% más que en 2024, un 90% en moneda extranjera. A su vez, dado que TMA tenía deuda financiera neta positiva con una posición de caja por USD 355 millones, la compañía incrementó de manera consolidada su posición de caja un 39%. A estos niveles el endeudamiento representa 2,1 veces el EBITDA de los últimos 12 meses y 5 veces el pago de intereses anuales. De este modo, la operación con Telefónica le generó una mejor posición de EBITDA en relación al aumento de deuda mejorando su apalancamiento.

Conclusiones

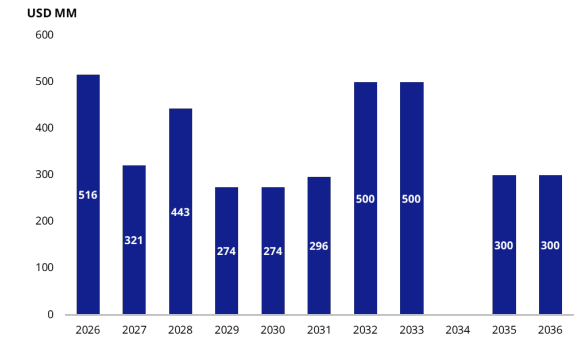
La empresa tiene una excelente reputación crediticia y mantiene abierto el crédito en el mercado local e internacional. Si bien se desenvuelve en un mercado altamente competitivo, ha conseguido tomar una posición dominante sin incrementar su apalancamiento, TMA le mejoró sus ratios de deuda. Sumado a esto, la empresa tiene un manejo prudente de sus finanzas y la administración de las colocaciones y préstamos de los últimos años han estirado sustancialmente los plazos de vencimiento. A casi 400pb de G-Spread sus tres bonos nos parecen atractivos (TIR a partir de 8,1%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TECOAR 9.5 07/18/31	817	B	106,75	7,8%	3,4	1.000
TECOAR 9.25 05/28/33	1.000	B	106	8,2%	4,7	1
TECOAR 8 ½ 01/20/36	600	B	103	8,2%	6,2	1

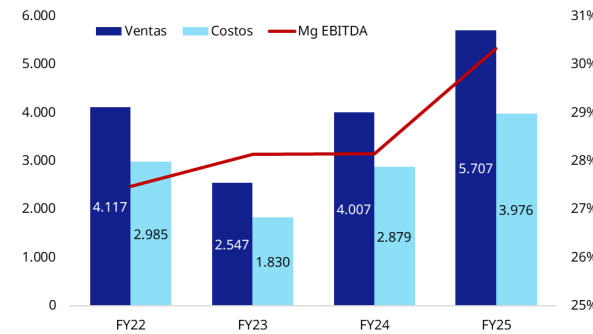
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	5.707	4.007	42%
Costos	3.973	2.879	38%
Resultado operativo	1.731	1.128	53%
EBITDA Aj. (LTM)	1.731	1.058	64%
Resultado neto	-100	1.001	-110%
Mg. Operativo	30%	28%	200pb
Mg. EBITDA	30%	26%	400pb
Deuda Financiera	3.725	2.787	34%
Caja y Activos Fin.	543	341	59%
Deuda Neta	3.182	2.447	30%
Apalancamiento Neto	1,8	2,3	-0,5
Intereses anuales	352	315	12%
Cobertura de Intereses	4,9	3,4	1,6

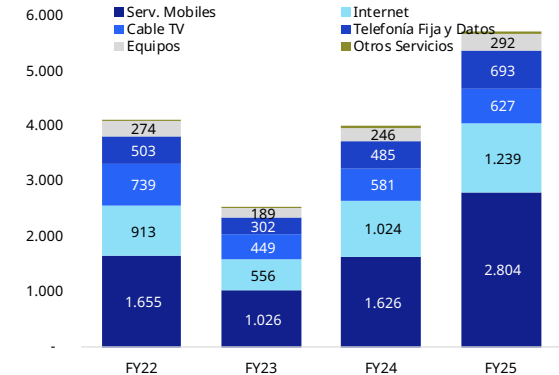
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Ventas anuales (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Ingresos por Segmento



Research Cucchiara

Descripción de la compañía

Arcor es una multinacional argentina fundada en 1951 en la provincia de Córdoba. Sus operaciones se estructuran en tres grandes segmentos: consumo masivo (golosinas, chocolates, galletas, entre otros), agronegocios (producción de azúcar y materias primas agrícolas) y packaging (envases flexibles y cartón corrugado). Con una fuerte presencia internacional, cuenta con plantas industriales en diversos países de América Latina y también en África, además de exportar a más de 100 mercados. La compañía está controlada casi totalmente por la familia Pagani a través de Grupo Arcor S.A.

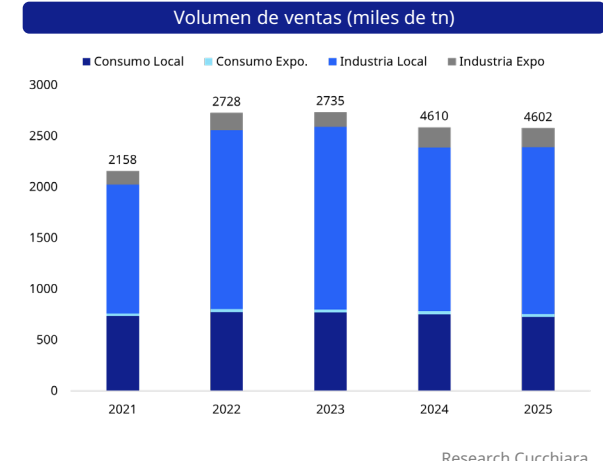
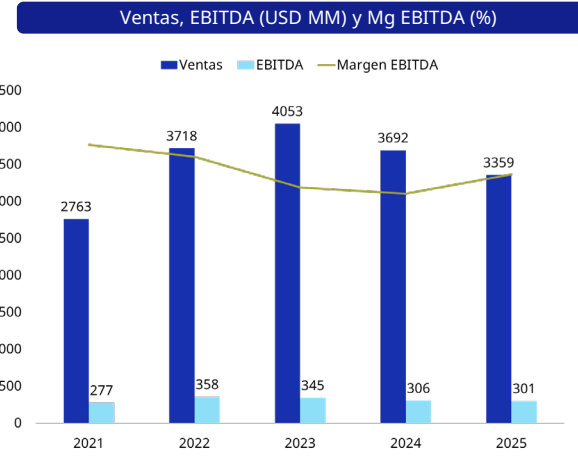
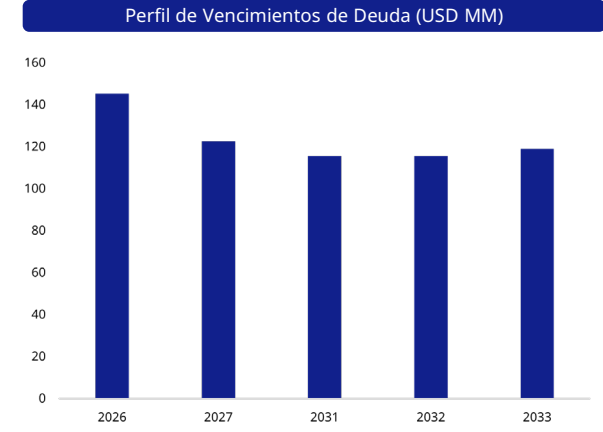
Resultados

- **Las ventas cayeron un 9% interanual.** El margen bruto se ubicó sin grandes variaciones en 26,8%. Los volúmenes se mantuvieron estables a lo largo del año. El resultado operativo mejoró 4%, con un margen que aumentó 800 pb.
- **El EBITDA anual de la empresa sumó USD 301 millones.** El margen aumentó 700 puntos básicos interanualmente, pero sigue por debajo de los valores de 2021.
- **La deuda neta aumentó un 9% en el año, con un aumento de 10% en el apalancamiento neto.** Posterior al cierre del ejercicio, Arcor emitió una nueva ON Clase 4 denominada en pesos por 79.070 millones de pesos.
- **Para el ejercicio 2025 Arcor reorganizó la presentación de sus segmentos.** La actividad principal de la empresa se divide en 3: Consumo Masivo, Packaging y Agronegocios. El segmento de Consumo Masivo representa el 66,5% de las ventas, por USD 2.383 millones. Por otro lado, el segmento de Packaging representa un 19,2% con USD 689 millones y finalmente el segmento de agronegocios con USD 506 millones.
- **El resultado operativo del segmento de Consumo Masivo alcanzó los USD 116 millones durante el 2025.** Esto representa un margen de 4,9%. Respecto a los otros negocios, este es el más ajustado, mientras que Packaging tiene un margen operativo de 6,8% y el segmento de Agronegocios opera con un margen superior de 7,5% sobre las ventas.
- **Aproximadamente dos tercios de sus ventas son en Argentina, y el resto alrededor del mundo.** Comercializa sus productos no solo como líder en Argentina, Brasil, Chile y Perú, sino que también tiene presencia en mercados de Asia y África.
- **El resultado neto de la empresa fue de USD 79 millones para el 2025, una caída de 72% respecto al 2024.** El resultado del 2024 venía inflado por ganancias por diferencia de cambio.

Conclusiones

Desde el pico de ventas en 2023, la empresa se fue adaptando a un contexto volátil que vio sus ventas caer un 17%. Sin embargo, el manejo de costos fue prudente, por lo cual se pudo sostener el margen EBITDA. El perfil de deuda de la empresa se encuentra balanceado y no enfrenta vencimientos particularmente significativos. Además, el buen historial crediticio de la empresa y el acceso a divisas que le representa el tercio de ventas que se exportan. Un gran emisor, da tranquilidad, pero cotiza por debajo de 300pb de G-Spread (TIR equivalente a 7%), con lo cual pierde atractivo.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	3.359	3.692	-9%
Costos	-2.455	-2.705	-9%
Resultado operativo	201	194	4%
EBITDA Aj. (LTM)	301	306	-1%
Resultado neto	79	278	-72%
Mg. Operativo	6,0%	5,2%	+ 800 pbs
Mg. EBITDA	9,0%	8,3%	+ 700 pbs
Deuda Financiera	942	848	11%
Caja y Activos Fin.	391	343	14%
Deuda Neta	551	505	9%
Apalancamiento Neto	1,8	1,7	0,2
Intereses anuales	184	201	-8%
Cobertura de Intereses	1,6	1,5	0,1



Research Cucchiara

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
ARCOR 7.6 07/31/33	350	B+	103	7,1%	4,8	1.000

Descripción de la compañía

CLISA es la principal subsidiaria de Grupo Roggio, conglomerado de empresas líderes en gestión y desarrollo de infraestructura con más de 118 años de experiencia. La empresa está presente en Argentina, Perú, Brasil, Uruguay, Paraguay, Chile, Panamá, Bolivia, Ecuador y México. En la actualidad, posee cuatro segmentos principales: Construcción, Ingeniería Ambiental, Transporte y Servicios de Agua Potable.

Resultados

- **Los ingresos medidos en dólares crecieron un 4% hasta los USD 1.546 millones**, principalmente impulsados por las ventas en construcción que crecieron 14% hasta los USD 454 millones, debido principalmente a obras privadas en Argentina y por nuevos proyectos públicos en el extranjero, así como a la reanudación gradual de los proyectos en Argentina que se habían paralizado en 2024. En los últimos dos años, el segmento construcción de la compañía tuvo un notable incremento de la cantidad de obras alcanzando los USD 845 millones, un 11% más que en 2024 y un 71% más que en 2023.
- **Las ventas en servicios de suministro de agua potable se expandieron un 30% hasta USD 118 millones como consecuencia de la recomposición tarifaria.** En cuanto al segmento de **ingeniería ambiental**, las ventas se mantuvieron constantes en los USD 539 millones, debido a un incremento en el volumen de residuos depositados en Norte III, compensado en parte por una disminución de las tarifas en términos reales. En tanto, los ingresos por generados por el segmento transporte se contrajeron un 4% hasta los USD 436 millones.
- **El EBITDA aumentó un 40% interanual hasta alcanzar los USD 141 millones**, mientras que el costo de las ventas aumentó un 1% interanual, por debajo del crecimiento de los ingresos. Ante el aumento en los ingresos totales, pero en especial del segmento de la construcción, la participación de EBITDA de cada segmento se modificó en favor de éste que paso de representar el 10% al 21% del total. De este modo, el Margen de EBITDA se fortaleció 200 puntos básicos hasta el 9% sobre el nivel de ventas.
- **La deuda neta como figura en el balance se redujo un 5%.** Sin embargo, como parte de la reestructuración de su deuda en bonos, la empresa valoró la deuda en bonos a precios de mercado en lugar de a su valor nominal, lo que dio lugar al reconocimiento de 135 millones de dólares de deuda en lugar de los 270 millones de dólares pendientes. De este modo, si consideramos el valor nominal de los bonos, la deuda neta se situó en USD 349 millones, mientras que la posición de caja se expande 19% generando una mejora del apalancamiento neto a 2,5x desde 4,0x en 2024.

Conclusiones

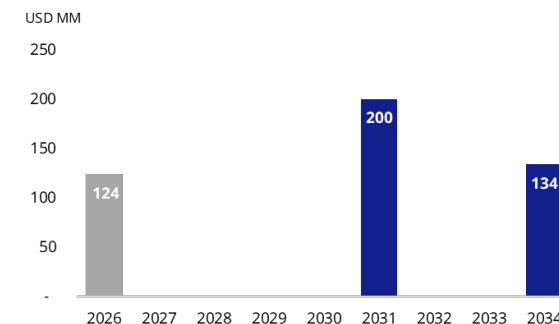
CLISA es una empresa tradicional y es una de las constructoras de ingeniería civil con mayor peso a nivel nacional, aunque su pilar fundamental está en el complejo negocio ambiental. Sumado a esto, sus ingresos se encuentran algo diversificados por segmento y ubicación geográfica, lo que le genera capacidad de resistir coyunturas adversas. Luego de la reestructuración y la recuperación parcial del segmento de construcción, la compañía pudo despejar notablemente sus compromisos. El bono 2031 tuvo un gran desempeño post canje, lo vemos firme y atractivo en estos niveles.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CLISA 3 ½ 12/10/31	200	CCC+	64,5	17,6%	4,1	100
CLISA 7 12/10/34	75	-	30	22,3%	7,7	1

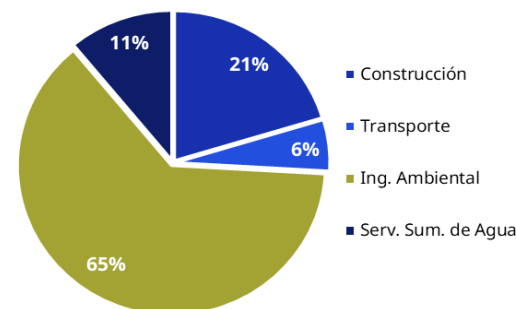
Principales Indicadores Financieros

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	1.546	1.484	4%
Costos	1.130	1.123	1%
Resultado operativo	67	12	456%
EBITDA	141	101	40%
Resultado neto	-13	416	-103%
Mg. Operativo	4%	1%	434%
Mg. EBITDA	9%	7%	200pb
Deuda Fin. (balance)	277	291	-5%
Deuda Fin. (bonos valor nominal)	401	450	-11%
Efectivo y Eq.	52	44	19%
Deuda Neta	349	406	-14%
Apalancamiento Neto	2,5	4,0	-1,6
Intereses anuales	45	11	289%
Cobertura de Intereses	3,2	8,8	-5,6

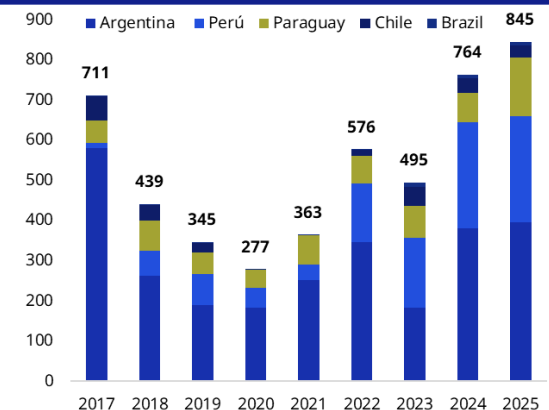
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



EBITDA por Segmento



Cartera de Pedidos de Construcción por País (USD MM)



Research Cucchiara



Trading Desk

Research

Juan José Battaglia
Ian Weber
Manuel Carvalho Ochoa
Tomás Mangino
Jonathan Rung
Julieta Marchione

juan@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
tomasmangino@cucchiara.com.ar
jonathan@cucchiara.com.ar
julietamarchione@cucchiara.com.ar

Mariano Battaglia
Ignacio Juri
Juan Ortiz de Guinea
Lucas Puccio
Santiago Kohama
Félix Lafiandra
Gustavo Chiarino
Tomás Ramos
Felipe Laborda Moreno
Marco Cucchiara
Matías Pini Hunter
Emilio Figueredo
Felipe Portela
Agustin Callao

mariano@cucchiara.com.ar
Ignacio@cucchiara.com.ar
juanortizdeguinea@cucchiara.com.ar
lucas@cucchiara.com.ar
santiago@cucchiara.com.ar
felix@cucchiara.com.ar
gustavochiarino@sekoia.com.uy
tomas@cucchiara.com.ar
felipe@cucchiara.com.ar
marco@cucchiara.com.ar
matiashunter@cucchiara.com.ar
emilio@sekoia.com.uy
felipeportela@cucchiara.com.ar
agustin@cucchiara.com.ar