



Resumen Bonos Corporativos Argentinos

Este reporte fue confeccionado con precios al cierre del 23/09/26

Índice

Introducción

Desempeño 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.
Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A.

1	Utilities	15
1	Pampa Energía S.A.	16
	Capex S.A.	17
2	MSU Energy S.A.	18
	YPF Energía Eléctrica S.A.	19
3	Genneia S.A.	20
	Transportadora de Gas del Sur S.A.	21
4	EDENOR S.A.	22
	MSU Green S.A.	23
6		
7	Otros	24
8	Banco Macro S.A.	25
9	Banco Galicia y Buenos Aires S.A.U.	26
10	Raghsa S.A.	27
11	Inversiones y Representaciones S.A.	28
12	Aeropuertos Argentina 2000 S.A.	29
13	Telecom Argentina S.A.	30
14	Arcor S.A.I.C.	31
	CLISA S.A.	32

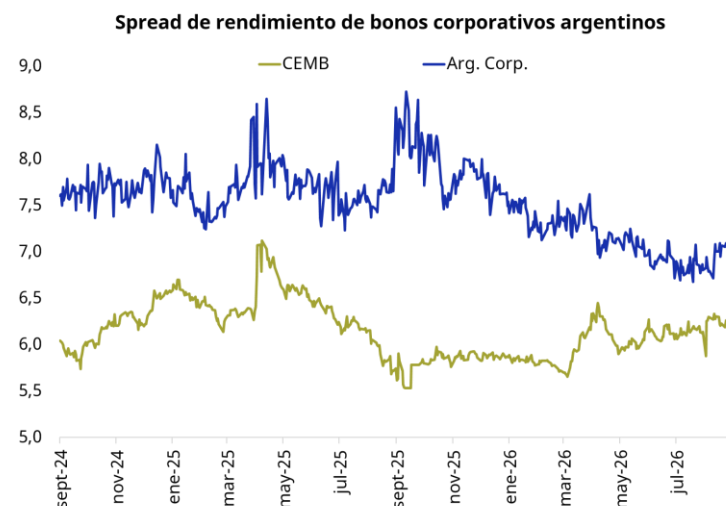
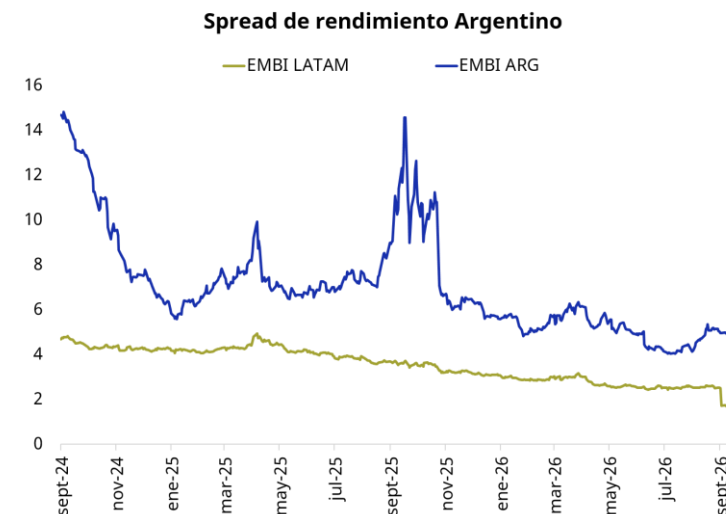
Desempeño Bonos Corporativos

La compresión del spread de Argentina desde niveles cercanos a 2.000 puntos básicos a inicios de 2024 hasta la zona de 560 refleja un marcado camino de normalización en la percepción de riesgo soberano argentino desde el cambio de Gobierno. Sin embargo, durante los últimos dos meses el EMBI Argentina subió más de 150 puntos básicos, luego de tocar un mínimo de casi 400 puntos durante el mes de julio. En paralelo, el EMBI LATAM también comprimió fuertemente desde 2024, partiendo de niveles de 370 puntos básicos hasta los 172 actuales. Vale destacar que, desde julio de este año, a diferencia del EMBI Argentina, el EMBI LATAM continuó su senda bajista. El mal desempeño de las últimas semanas está explicado en su totalidad por factores domésticos, por las encuestas e indicadores de imagen del Gobierno que muestran un deterioro frente a la desafiante coyuntura. El miedo electoral comenzó a jugar fuerte en el riesgo país. Sin lugar a dudas, el mal escenario global de tasas de interés perjudica a los países con riesgo más alto.

Los spreads de los bonos corporativos se han ampliado modestamente durante las últimas semanas. Si bien sintieron parte del shock del riesgo país y el incremento de las tasas globales, el efecto fue más contenido. De largo plazo, 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 7,5% y 8,5%, 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 5,8% y 7% desde 2024.

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 150/200 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.

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.

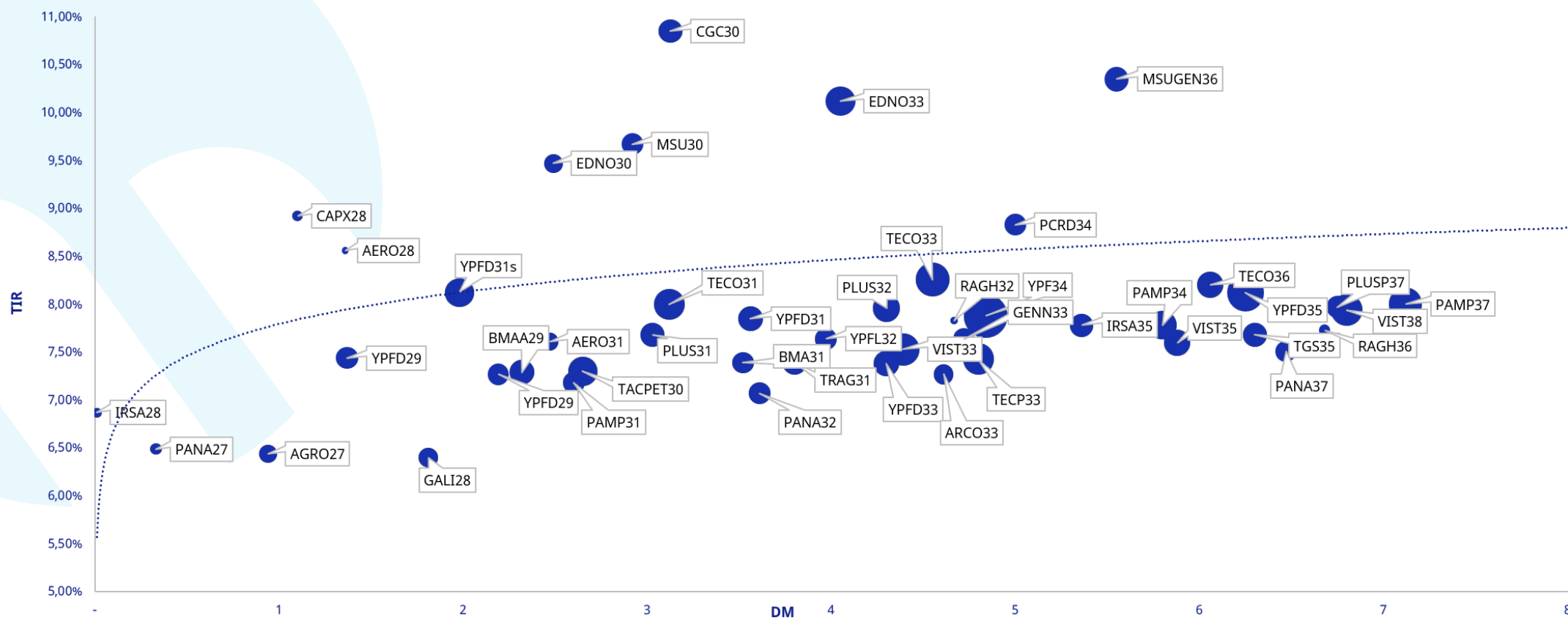


Monitor Corporativo

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.

6M26																					
USD MM	YPF	PAE	VIST	CGC	TECPET	CAPEX	PAMPA	PLUSPE	YPFLUZ	GENNEIA	MSU	MSUGEN	TGS	PCR	EDENOR	CLISA	TECO	RAGHSA	IRSA	ARCOR	AA2000
EBITDA (LTM)	7.038	1.829	2.172	482	853	164	1.290	703	479	299	160	43	831	306	400	133	2.308	44	206	343	396
Deuda Total	10.128	3.883	3.661	1.352	1.860	501	2.600	3.214	965	1.091	624	571	1.152	901	1.145	469	3.778	409	679	1.061	497
Cash & Eq.	2.474	1.155	605	198	289	102	1.281	886	226	240	23	192	1.488	252	857	70	645	54	406	497	160
Deuda Neta	7.654	2.728	3.057	1.154	1.571	399	1.319	2.328	740	851	601	379	-336	649	289	399	3.133	356	273	564	337
Intereses (LTM)	713	146	218	106	128	39	184	393	62	67	69	28	78	34	159	53	199	25	48	105	38
Mg EBITDA	38%	44%	60%	43%	55%	32%	56%	56%	47%	77%	81%	83%	58%	47%	17%	10%	36%	58%	44%	10%	40%
Apalancamiento Neto	1,1	1,5	1,4	2,4	1,8	2,4	1,0	3,3	1,5	2,8	3,8	8,7	-0,4	2,1	0,7	3,0	1,4	4,4	1,3	1,6	0,9
Cobertura de Intereses	9,9	12,6	9,9	4,6	6,8	4,2	7,0	1,8	7,8	4,4	2,3	1,6	10,6	8,9	2,5	2,5	11,6	1,8	4,3	3,3	10,5
DFN/PN	0,6	0,3	0,9	2,1	1,0	0,8	0,3	1,1	0,5	1,5	2,5	46,3	-0,1	1,2	0,2	1,5	0,5	0,6	0,2	0,4	0,2
Liquidez Corriente	0,9	1,1	0,7	0,9	1,7	0,7	3,6	1,7	1,0	0,6	0,6	3,8	3,7	1,3	1,5	1,2	0,6	2,1	1,8	1,5	1,0
Deudas Financieras																					
Total USD MM	10.128	3.851	3.645	1.306	1.862	498	2.607	2.539	975	1.091	624	570	1.172	902	1.172	316	3.727	379	621	1.061	506
2026	676	280	278	51	-	59	79	244	184	111	91	57	116	182	227	40	330	2	49	372	68
2027	1.890	681	469	347	267	170	79	240	112	108	112	13	-	158	24	25	347	11	47	225	94
2028	1.263	648	356	338	83	139	189	165	146	180	91	35	33	129	170	-	454	11	-	-	99
Otros	6.299	2.243	2.542	569	1.512	129	2.260	1.891	533	692	330	466	1.023	433	750	250	2.596	355	525	464	245

La curva de rendimientos de los bonos corporativos argentinos en dólares presenta actualmente una estructura levemente positiva. En los tramos más cortos, emisores de mejor calidad crediticia operan con rendimientos en torno al 7%–7,5%, mientras que los vencimientos más largos se ubican en un rango del 7,75%–11%, dependiendo de la compañía. La curva incorpora 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	Mín/Incr.
PNDKO	PAE 27	USE7S78BAB82	120	BB-	9,125%	30/4/2027	101,0	6,0%	0,3	1000/1000
CAC50	CAPEX 28	USP20058AE63	94	B-	9,250%	25/8/2028	100,2	9,1%	1,1	1/1
AER40	AEROAR 28	XS2405877007	42	B	9,500%	1/11/2028	101,5	8,5%	1,4	150000/1
YMCIO	YPF 30JUN29	USP989MJB599	429	B	9,000%	30/6/2029	103,6	6,4%	1,4	1/1
IRCFO	IRSA 28	USP58809BH95	81	B	8,750%	22/6/2028	102,5	7,2%	1,6	1/1
BYCHO	B GALICIA 28	USP0R66CAB48	325	B-	7,750%	10/10/2028	102,5	6,4%	1,8	2000/1
YMCUO	YPF ENE31	USP989MJB46	720	B	9,500%	17/1/2031	105,0	7,1%	2,0	1000/1000
YMC1O	YPF 27JUN29	USP989MJB50	399	B	8,500%	27/6/2029	103,0	7,3%	2,2	10000/1000
BACGO	B MACRO 29	USP1047VAL10	530	B-	8,000%	23/6/2029	101,7	7,3%	2,4	1000/1000
ARC1O	AEROAR 31	USP0092MAJ29	266	B	8,500%	1/8/2031	103,5	7,1%	2,5	1000/1
DNC7O	EDENOR 30	USP3710FAU86	300	B-	9,750%	24/10/2030	101,2	9,3%	2,5	100/1
MGCMO	PAMPA 31	USP7464EAS56	410	B	7,950%	10/9/2031	103,2	6,7%	2,6	10000/1000
RUCDO	MSU 30	USP7000QAJ96	400	B-	9,750%	5/12/2030	100,1	9,7%	2,9	1/1
TLCMO	TELECOM 31	USP9028NBT74	817	B	9,500%	18/7/2031	105,9	7,7%	3,1	1000/1000
CP38O	CGC 30	USP3063DAC67	500	B-	11,875%	28/11/2030	103,6	10,7%	3,2	100/1
TTCDO	TECPETROL 30	USP90187AT55	750	BB-	7,625%	3/11/2030	100,9	7,4%	3,4	1000/1000
YMCXO	YPF SEP31	USP989MJBV29	541	B	8,750%	11/9/2031	103,8	7,7%	3,6	1/1
BACHO	B MACRO 31	USP1047VAN75	400	B-	8,000%	28/1/2031	102,1	7,4%	3,6	1000/1000
PNXCO	PAE 32	USE7S78BAC65	400	BB-	8,500%	30/4/2032	106,6	6,8%	3,7	1000/1000
PLC5O	PLUSPETROL 31	USP7924AAC29	500	BB	8,125%	18/5/2031	101,5	7,7%	3,7	1000/1000
TSC3O	TGS 31	USP9308RBA07	490	B	8,500%	24/7/2031	104,6	7,4%	3,9	10000/1000
YFCJO	YPF LUZ 32	USP9897PAS31	420	B	7,875%	16/10/2032	101,0	7,6%	4,0	1000/1000
DNCAO	EDENOR 33	USP3710FBA14	750	B-	9,500%	28/4/2033	97,2	10,2%	4,1	100/1
CLSIO	CLISA 31	USP3063XAJ74	200	CCC+	3,500%	10/12/2031	73,7	15,4%	4,2	100/1

Menú de Bonos

Ticker	Emisión	ISIN	Circulación (mill. USD)	Rating	Cupón	Vto.	Pr. Clean dólar cable	TIR dólar cable	Modified Duration	Mín/Incr.
PLC4O	PLUSPETROL 32	USP7924AAA62	650	BB	8,500%	30/5/2032	102,7	7,9%	4,3	1000/1000
YMCJO	YPF 33	USP989MJB72	576	B	7,000%	30/9/2033	97,9	7,5%	4,4	1/1
VSCVO	VISTA 33	USP9659RAB44	900	BB-	8,500%	10/6/2033	104,9	7,4%	4,4	1000/1000
TLCPO	TELECOM 33	USP9028NCA74	1000	B	9,250%	28/5/2033	105,5	8,1%	4,6	1/1
RC1CO	ARCOR 33	USP04559BE29	350	B+	7,600%	31/7/2033	101,8	7,2%	4,6	1000/1000
RAC7O	RAGHSA 32	USP79849AF54	48	B+	8,500%	11/12/2032	102,8	7,9%	4,7	1000/1
GN49O	GENNEIA 33	USP46756BQ76	400	B	7,750%	2/12/2033	100,8	7,6%	4,7	1000/1000
YM34O	YPF 34	USP989MJB76	1650	B	8,250%	17/1/2034	102,0	7,8%	4,8	1/1
TTCAO	TECPETROL 33	USP90187AR99	850	BB-	7,625%	22/1/2033	100,7	7,5%	4,9	1000/1000
PCR34	PCR 34	USP7865PAA41	400	B	8,500%	28/7/2034	98,1	8,9%	5,0	1000/1000
IRCPO	IRSA 35	USP58809BU07	480	B	8,000%	31/3/2035	101,3	7,7%	5,4	1/1
EAC4O	MSU GREEN 36	USP7000TAA27	530	B-	9,750%	16/6/2036	96,8	10,3%	5,6	1/1
MGCOO	PAMPA 34	USP7464EAT30	700	B	7,875%	16/12/2034	101,1	7,7%	5,9	10000/1000
VSCTO	VISTA 35	USP9659RAA60	600	BB-	7,625%	10/12/2035	100,4	7,6%	5,9	10000/1000
TLCTO	TELECOM 36	USP9028NCE96	600	B	8,500%	20/1/2036	102,2	8,2%	6,1	1/1
YM44O	YPF 35	USP989MJCB55	1200	B	7,550%	18/6/2035	97,2	7,9%	6,3	1000/1
TSC4O	TGS 35	USP9308RBB89	500	B	7,750%	20/11/2035	100,5	7,7%	6,3	1000/1000
PN43O	PAE 37	USE7S78BAD49	375	BB-	7,750%	15/1/2037	101,8	7,5%	6,5	1000/1000
PLC7O	PLUSPETROL 37	USP7924AAD02	450	BB	7,550%	30/9/2037	97,0	8,0%	6,7	1000/1000
RAC8O	RAGHSA 36	XS3459990860	119	B+	7,950%	4/8/2036	101,0	7,8%	6,7	1000/1
VSCXO	VISTA 38	USP9659RAD00	500	BB-	7,875%	8/4/2038	99,6	7,9%	6,8	1000/1000
MGCRO	PAMPA 37	USP7464EAY25	950	B	7,750%	14/11/2037	98,5	7,9%	7,1	10000/1000
CLI1O	CLISA 34	USP3063XAK48	77	CCC+	7,000%	10/12/2034	31,6	22,3%	7,4	1/1
YCANO	YPF 47	USP989MJBNO3	537	B	7,000%	15/12/2047	88,5	8,2%	10,1	10000/1000

Ideas de Inversión

Una canasta de bonos corporativos argentinos de alta calidad actualmente rinde alrededor de 8%, aproximadamente 200/250 puntos básicos por debajo 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, en las últimas semanas mostraron un desempeño muy pobre.

Las reservas son limitadas para afrontar vencimientos de corto plazo, sobre todo en 2027/2028, y el país aún no ha recuperado plenamente el acceso a los mercados internacionales de crédito. Se perdió una gran oportunidad en febrero y a principios de julio de este año. Veremos si la ventana se vuelve a abrir y si el Gobierno decide esta vez aprovecharla.

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. Vemos razonable el spread actual entre los bonos corporativos y los bonos soberanos (estamos hablando de legislación extranjera en ambos casos).

Los spreads actuales entre corporativos y soberanos (ley extranjera) 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.
- 7 – Petroquímica Comodoro Rivadavia 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. 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

- Los ingresos de los 6M26 alcanzaron USD 11.520 millones, un 25% más que en 2025, impulsados por mayores precios y por niveles récord de procesamiento. El mercado local aportó USD 9.548 millones (+23%) y el externo USD 1.972 millones (+34%). Dada la estructura vertical de YPF, la mayoría de las ventas se canaliza por downstream: USD 9.939 millones frente a USD 4.762 millones del upstream. Los volúmenes de refinados a terceros subieron 7,5% y los precios netos locales 19,7% en nafta y 24,4% en gasoil.
- La estrategia sigue siendo la venta de activos maduros y la concentración en el shale. En el semestre completó la salida de Manantiales Behr y acordó la venta de Chachahuén y Mendoza Norte Operado por USD 405 millones. El costo de extracción cayó 38% interanual a 8,6 USD/boe, con el shale oil hub en 3,9 USD/boe, y los cash costs totales bajaron 22% a 18,5 USD/boe. Excluyendo activos en desinversión, el 95% de la producción de petróleo sería shale.
- La producción total promedió 534,8 kboe/d, un 3% menos que en 2025 por la salida de campos convencionales, cuya producción cayó 44%. En contrapartida, el shale creció 23% hasta 406,4 kboe/d y el shale oil 43% hasta 209,1 kbb/d. En el semestre se perforaron 102 pozos no convencionales con un récord mundial de 203 horas consecutivas de fractura en Bandurria Sur.
- Las inversiones totalizaron USD 2.321 millones, 2% menos que en 2025, con una reasignación hacia no convencional y menor Capex en downstream. El pipeline estratégico se apoya en tres frentes: el Proyecto LLL Oil bajo RIGI, con USD 25.000 millones en quince años y plateau de 240 kbb/d desde 2032; Argentina LNG, con Eni y XRG sumándose al upstream con 32% cada uno; y VMOS, con 80% de avance y primera exportación a comienzos de 2027.
- El EBITDA aj. alcanzó USD 4.398 millones, un 86% por encima de los 6M25. A diferencia de 2025, los precios potenciaron la mejora de eficiencia en costos en lugar de contrarrestarla: el crudo realizado promedió 79,7 USD/bbl, un 25% más. El margen EBITDA se expandió a 38% desde 26%, con el upstream en USD 2.873 millones (+83%) y downstream en USD 2.090 millones (+118%). La deuda neta cayó un 13% interanual, con un apalancamiento de 1,1x frente a 1,9x en 2025. Post balance, la compañía realizó una nueva emisión a 2035 por USD 1.200 millones y rescató los bonos con vencimiento en 2027 y 2029.

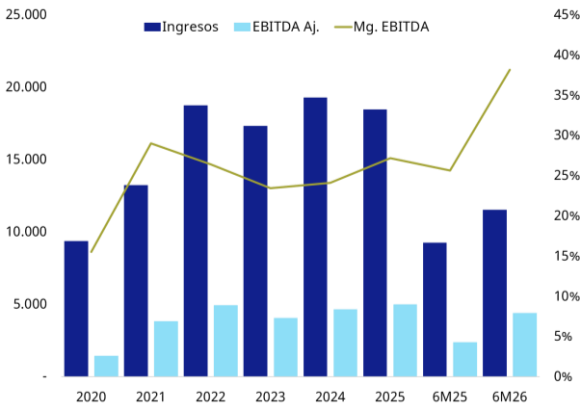
Conclusiones

Es un emisor que nos gusta, especialmente su bono YPF DAR 7.55 2035. La empresa redujo rotundamente su apalancamiento casi a mínimos históricos, la venta de activos no estratégicos como la mayor producción y exportaciones bajaron radicalmente el riesgo de los bonos. Hoy opera con G-Spread casi 300pp (TIR 8,1%), nos gusta mucho este bono 2035 recientemente emitido.

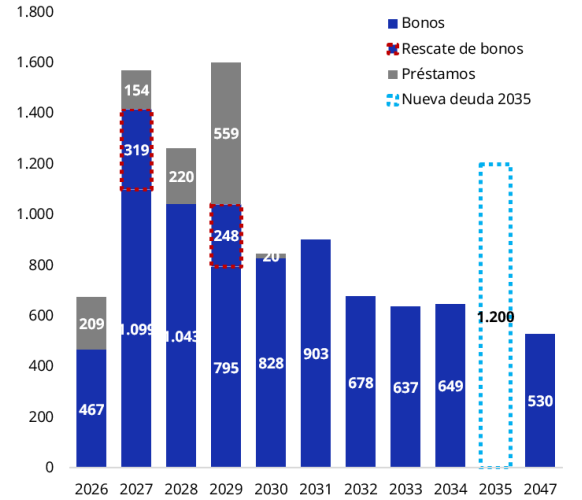
Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
YPF DAR 8 ¼ 01/17/34	1650	B	102,0	7,8%	4,8	1
YPF DAR 8 ½ 06/27/29	399	B	103,0	7,3%	2,2	10.000
YPF DAR 8 ¾ 09/11/31	541	B	103,8	7,7%	3,6	1
YPF DAR 7 12/15/47	537	B	88,5	8,2%	10,1	10.000
YPF DAR 7.55 06/18/35	1200	B	97,2	7,9%	6,3	1.000
YPF DAR 7 09/30/33	576	B	97,9	7,5%	4,4	1
YPF DAR 9 ½ 01/17/31	720	B	105,0	7,1%	2,0	1.000
YPF DAR 9 06/30/29	429	B	103,6	6,4%	1,4	1

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	11.520	9.249	25%
Costos	(8.829)	(8.645)	2%
Resultado operativo	2.691	604	346%
EBITDA	4.332	2.190	98%
EBITDA Ajustado (LTM)	7.038	4.574	54%
Resultado neto	1.614	48	3262%
Mg. Operativo	23,4%	6,5%	+ 1.683 pbs
Mg. EBITDA	37,6%	23,7%	+ 1.392 pbs
Deuda Financiera	10.128	9.844	3%
Caja + Activos Financieros	2.474	1.011	145%
Deuda Neta	7.654	8.833	-13%
Apalancamiento Neto	1,1	1,9	-0,8
Intereses anuales	713	645	11%
Cobertura de Intereses	9,9	7,1	2,8
Deuda Neta / PN	0,6	0,7	-0,1
Liquidez corriente	0,9	0,7	0,2

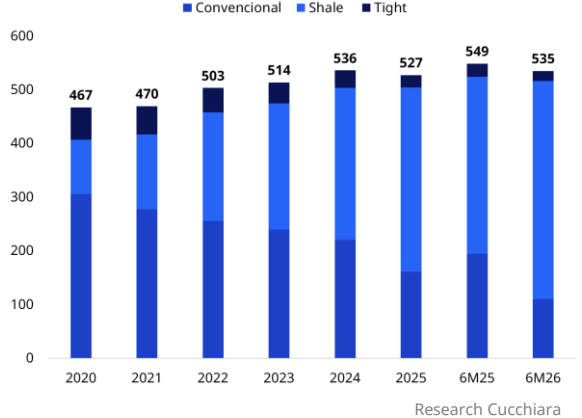
Ventas, EBITDA (USD MM) y Mg EBITDA (%)



Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



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”. 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 9%. 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.

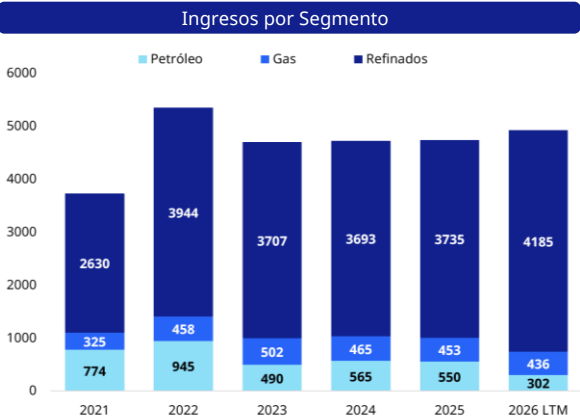
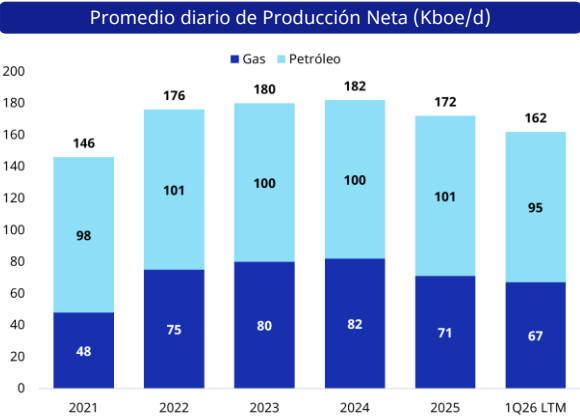
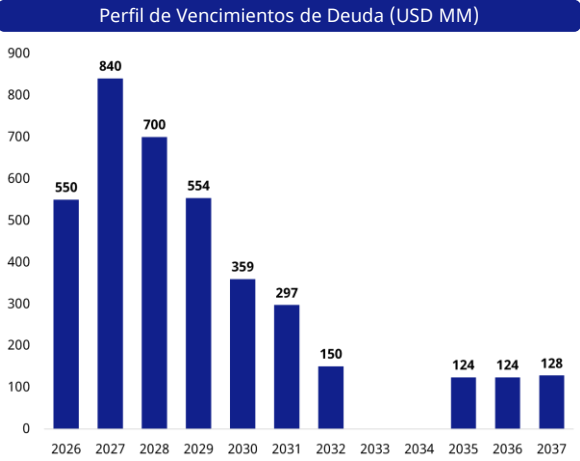
Resultados

- En los primeros 6M26 los ingresos subieron 10% y los costos cayeron 20%, esto se debe principalmente a tres factores: **Primero**, el precio: el Brent promedió 86 dólares en el primer semestre de 2026 contra 66 dólares en igual semestre de 2025, tras el escalamiento del conflicto entre Estados Unidos e Israel con Irán a fines de febrero, y los precios promedio en dólares de los principales refinados subieron 21% interanual. **Segundo**, el volumen vendido de refinados creció 5,8%. **Tercero**, el resultado por la venta de participaciones a Continental Resources Argentina —20% de las áreas Coirón Amargo Sur Este, Aguada Cânepa, Bandurria Centro y Loma Guadaluza, cerrada el 14 de mayo de 2026 con un pago remanente de USD 230 millones sobre un total cercano a USD 252 millones— que aportó unos USD 94 millones en otros ingresos del segundo trimestre. Depurado ese resultado extraordinario, el EBITDA del semestre ronda los USD 1.022 millones, aún un 40% sobre ventas. **En contraposición**, la producción sigue en declive: 162 mboe/d en lo que va de 2026 contra 172 mboe/d en 2025 y 182 mboe/d en 2024.
- Actualmente el 71% de los ingresos totales corresponden a ventas en el mercado interno.** En este sentido, el 83% del crudo producido por PAE se destina al mercado local, abasteciendo casi en su totalidad a su refinería de Campana —que se alimenta en un 96% con crudo propio y opera al 88% de su capacidad de 95 mbbbl/d—, mientras que el 92% del gas producido se coloca en el mercado interno. El 29% restante de los ingresos proviene de exportaciones, de las cuales más de tres cuartas partes corresponden al segmento downstream. En este último punto, la compañía es una de las pocas a nivel nacional que cuenta con refinería propia.
- En materia de proyectos**, PAE participa con el 30% en Southern Energy, junto a YPF, Pampa, Harbour Energy y Golar, para el desarrollo de una terminal flotante de licuefacción en el Golfo San Matías, Río Negro, bajo el marco del RIGI. Con la incorporación del segundo buque (Esperanza, acordada en mayo de 2025), el volumen comprometido de PAE pasa de 3,80 a 8,86 millones de m³/día, a un precio de 3,10 US/MMBtu. Si se construye el gasoducto dedicado San Matías (fecha estimada para 2028) la compañía se aseguraría un precio de venta sin estacionalidad. A su vez, **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.
- La deuda neta** representa apenas 0,3x el patrimonio neto y la liquidez corriente volvió a terreno superior a uno (1,1x). Esto sin contemplar los inventarios por USD 569 millones. El perfil de vencimientos quedó despejado tras la emisión en enero de 2026 de la ON Clase 43 por USD 375 millones a 2037 al 7,75% —la más larga de la curva y garantizada por la casa matriz.

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% de Bidas. Su larga tradición de sólidos ratios financieros y muy buenas garantías hizo que sea uno de los créditos que, históricamente, cotiza muy por encima de la mayoría de los corporativos argentinos. Preferimos otros nombres dados los bajos rendimientos a los que operan los bonos de PANAME.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	2.549	2.319	10%
Costos	-1.555	-1.941	-20%
Resultado operativo	692	1	-
EBITDA Ajustado	1.116	461	142%
EBITDA Ajustado (LTM)	1.829	898	104%
Resultado neto	605	-36	-
Mg. Operativo	27%	0%	-
Mg. EBITDA	44%	20%	2400pb
Deuda Financiera	3.883	4.173	-7%
Caja y Activos Fin.	1.155	503	130%
Deuda Neta	2.728	3.670	-26%
Apalancamiento Neto	1,5	4,1	-2,6
Intereses anuales	146	154	-6%
Cobertura de Intereses	12,6	3,0	9,6
Deuda Neta / PN	0,3	0,5	-0,1
Liquidez corriente	1,1	0,9	0,2



Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PANAME 7 ¾ 01/15/37	375	BB-	101,8	7,5%	6,5	1.000
PANAME 8 ½ 04/30/32	400	BB-	106,6	6,8%	3,7	1.000
PANAME 9 ½ 04/30/27	120	BB-	101,0	6,0%	0,3	1.000

Descripción de la compañía

Vista Energy 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 el país.

Resultados

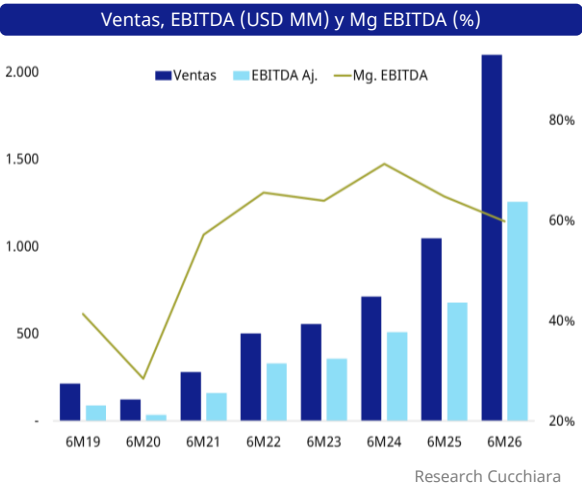
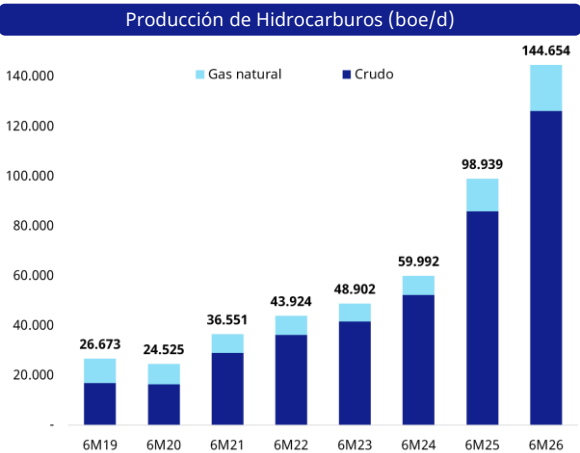
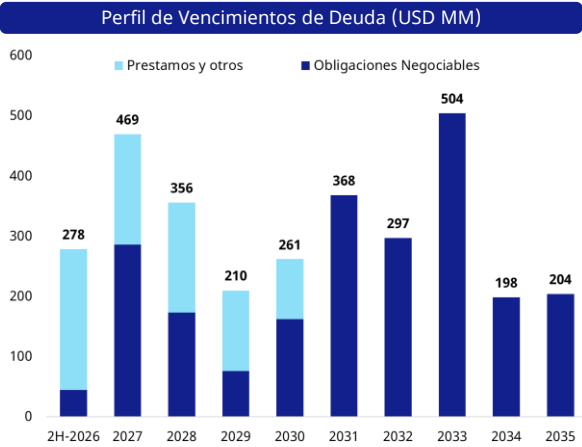
- **Para los 6M26 las ventas se duplicaron de forma interanual, alcanzando los USD 2.100 millones.** La producción de petróleo medida en boe/d aumentó un 47% interanualmente, con precios realizados promedio un 14% mayores a los de los 6M25, principalmente por el aumento en el precio del Brent. Respecto al gas natural, los precios promedio fueron un 6% menores, pero se produjo un 43% por encima de los 6M25.
- **La producción de shale creció un 35% interanual a 134.189 boe/d** y representa el 92% de la producción de petróleo total.
- **Los costos brutos aumentaron un 67% y los operativos un 39%, en línea con el fuerte crecimiento de la producción.** El resultado operativo mejoró un 51%, mientras que el margen operativo se contrajo 1.167 pb, llegando a 36%.
- **El EBITDA anual aumentó un 72%, alcanzando los USD 2.172 millones para los últimos 12 meses,** con un margen que se ubicó en 60% para los 6M26 (-500 pbs i.a.).
- **La empresa redujo el apalancamiento neto de 1,9x en los 6M25 a 1,4x actualmente.** Si bien la deuda neta aumentó un 25%, la caja y equivalentes registraron una suba del 293%. Por su parte, la cobertura de intereses se ubica en un nivel cómodo de 9,9x.
- **El lifting cost bajó a valores mínimos de los últimos años: 4,4 USD/boe, para los 6M26, vs. 4,7 USD/boe en promedio para los 6M25.** La contraparte de esto es un fuerte crecimiento del CAPEX, que se ubicó un 37% por encima de los valores de los 6M25, llegando a USD 858 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 sector Oil & Gas argentino y se destaca por un balance que crece de manera sostenida aún en contextos adversos de precios globales gracias a su fuerte perfil exportador. Nos gusta el premio por duration que ofrece su bono a 2028 a un G-Spread de 280 (TIR de 8%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
VISTAA 8 1/2 06/10/33	900	BB-	104,9	7,4%	4,4	1.000
VISTAA 7 5/8 12/10/35	600	BB-	100,4	7,6%	5,9	10.000
VISTAA 7 7/8 04/08/38	500	BB-	99,6	7,9%	6,8	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	2.100	1.049	100%
Costos	919	552	67%
Resultado operativo	761	503	51%
EBITDA Ajustado	1.256	680	85%
EBITDA Ajustado (LTM)	2.172	1.263	72%
Resultado neto	441	318	39%
Mg. Operativo	36%	48%	-1.167 pbs
Mg. EBITDA	60%	65%	-500 pbs
Deuda Financiera	3.661	2.599	41%
Caja y Activos Fin.	605	154	293%
Deuda Neta	3.057	2.445	25%
Apalancamiento Neto	1,4	1,9	-0,5
Intereses anuales	218	111	97%
Cobertura de Intereses	9,9	11,4	-1,5
Deuda Neta / PN	0,9	1,2	-0,3
Liquidez corriente	0,7	0,4	0,3



Research Cucchiera

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. 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

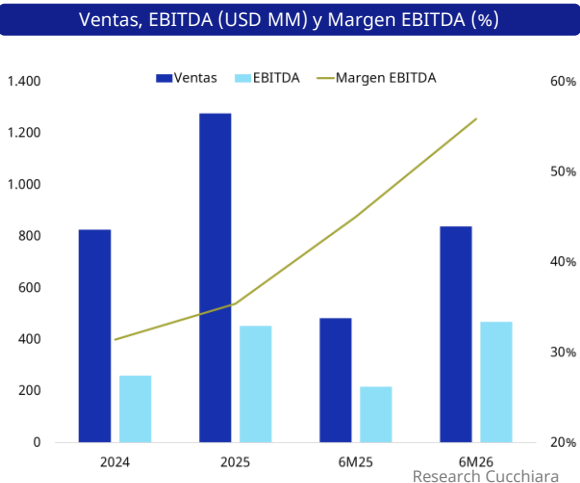
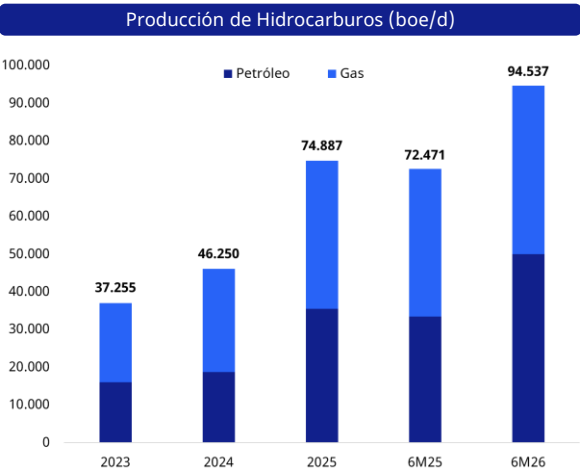
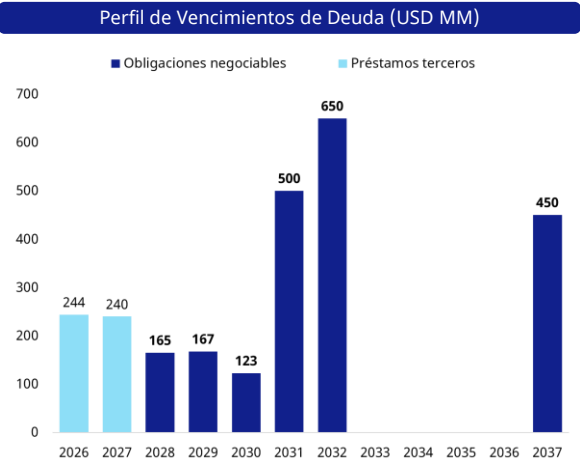
- Las ventas de los 6M26 alcanzaron USD 838 millones (+74% i.a.), impulsadas por mayores volúmenes en un contexto de precios internacionales aún débiles, revirtiendo fuertemente los márgenes.
- La producción total creció 30% i.a. hasta 94.537 boe/d (petróleo +50% y gas +14%), consolidando la maduración de los activos adquiridos a ExxonMobil en Vaca Muerta. El mix se vuelca hacia el líquido: el gas baja de 54% a 47% del total, mejorando la realización promedio por barril. A su vez, las reservas probadas alcanzan 388 MMboe con un 74% no desarrollado, destacándose Bajo del Choique-La Invernada como principal motor de crecimiento futuro. El financiamiento de corto plazo se renueva vía prefinanciación de exportaciones, con tomas y repagos posteriores al cierre por un total de USD 180 millones entre julio y agosto de 2026, lo que evidencia un rollover activo y cierta dependencia de esa ventana.
- El EBITDA Ajustado alcanzó USD 468 millones (+116% i.a.), con un margen de 55,8% (+1.085 pbs i.a.), el más alto de la serie. La mejora es genuinamente operativa.
- La deuda financiera total ascendió a USD 3.214 millones (+46% i.a.), con deuda neta de USD 2.328 millones (+38% i.a.). El apalancamiento bajó a 3,3x, aunque se reduce hacia 2,3x ajustando por la deuda intraempresa. La compañía mantiene una sólida posición de liquidez que cubre 2,3x la deuda corriente, con una liquidez corriente de 1,70x (desde 1,27x). El perfil de vencimientos está bien escalonado: 2026 y 2027 suman USD 484 millones exclusivamente de préstamos bancarios, holgadamente cubiertos por caja, y no hay vencimientos de obligaciones negociables hasta 2028. Los picos recién aparecen en 2031 (USD 500 millones) y 2032 (USD 650 millones), tras las emisiones del semestre por USD 650 millones (Clase 4 adicional y Clase 7, esta última con vencimiento en 2037).

Conclusiones

Pluspetrol atraviesa un punto de inflexión tras la adquisición de los activos de ExxonMobil en Vaca Muerta. En el semestre la producción creció un 30% interanual, impulsada por el petróleo, que ya representa el 53% del mix y consolida un perfil cada vez más exportador. Si bien la deuda de la empresa local es alta en términos comparativos, la compañía tiene el fuerte respaldo de su holding con apalancamiento ínfimo a nivel global. Por eso nos gusta su bono 2037, con un G-Spread de 285 pb y TIR 8%.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PLUSPE 8 ½ 05/18/31	500	BB	101,5	7,7%	3,7	1.000
PLUSPE 8 ½ 05/30/32	650	BB	102,7	7,9%	4,3	1.000
PLUSPE 7.55 09/30/37	450	BB	97,0	8,0%	6,7	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	838	481	74%
Costos	(505)	(384)	32%
Resultado operativo	207	(47)	-540%
EBITDA Ajustado	468	217	116%
EBITDA Aj. (LTM)	703	382	84%
Resultado neto	181	(40)	-553%
Mg. Operativo	25%	-10%	+ 3.452 pbs
Mg. EBITDA	56%	45%	+ 1.085 pbs
Deuda Financiera	3.214	2.201	46%
Caja y Activos Fin.	886	512	73%
Deuda Neta	2.328	1.689	38%
Apalancamiento Neto	3,31	4,42	-1,1
Intereses anuales	393	167	136%
Cobertura de Intereses	1,8	2,3	-0,5
Deuda Neta / PN	1,1	0,9	0,2
Liquidez corriente	1,7	1,3	0,4



Research Cucchiera

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 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 récord de 24,4 millones de metros cúbicos diarios. En la cuenca neuquina, Tecpetrol es productora de crudo Medanita y gas natural, controlando más de 80.000 hectáreas netas y ubicándose en segundo lugar después de YPF.

Resultados

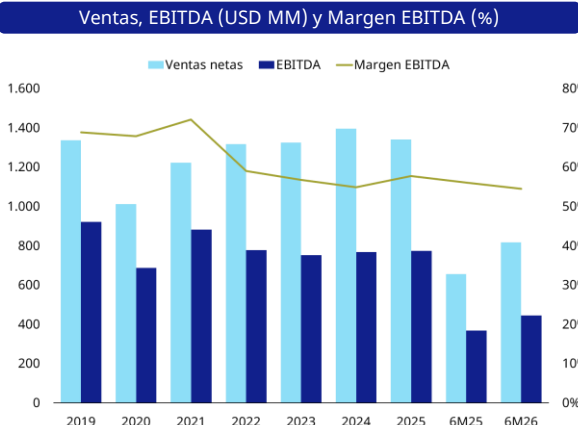
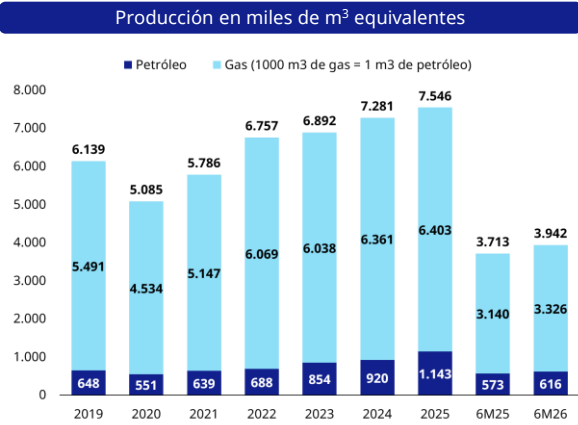
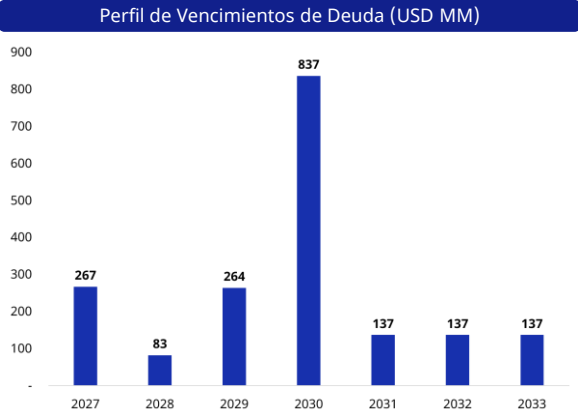
- Las ventas aumentaron un 25% interanual, con una producción 6,1% mayor. Para los 6M26, la producción de crudo aumentó un 7,5% interanualmente, mientras que la producción de gas subió un 5,9%.
- El EBITDA del semestre fue USD 446 millones, una mejora de 21% interanualmente. Los costos aumentaron solamente un 5%, lo que mejoró considerablemente el resultado operativo. El margen EBITDA se mantuvo estable cerca de 55%, por menores gastos en D&A durante el semestre comparado con el 6M25.
- El resultado neto revirtió la caída del semestre pasado causada por efectos contables. Como otras empresas del sector, Tecpetrol sufrió una pérdida relevante debido a diferencias de cambio en el 2025. Sumado a la mejora en ventas y un cargo positivo por impuesto a las ganancias, la empresa ganó USD 148 millones en lo que va del año.
- El apalancamiento de la empresa subió a 1,8x desde 1,1x del año anterior, con una cobertura de intereses de 6,8 veces el EBITDA. La empresa hoy tiene 6 emisiones de Obligaciones Negociables (dos son Ley NY), además de algunos préstamos sindicados y prefinanciación de exportaciones.
- Los Toldos II Este es la apuesta de Tecpetrol para diversificar la cartera y meterse en el mercado de crudo, con un 90% de participación. 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

Como esperábamos, el apalancamiento de Tecpetrol subió por el fuerte plan de inversión en Vaca Muerta. El FCF fue negativo por USD 600 millones durante el 2025 y por USD 481 millones durante el semestre. En los 6M26 la compañía invirtió unos USD 687 MM, un 31% más interanual (USD 526 MM) y alrededor de 1,5x el EBITDA del semestre. Esto se financió con las emisiones 2030 y 2033 que se fueron ampliando durante 2025 y 2026. Nos sentimos cómodos con ambos bonos, TECPET 7 5/8 11/03/30 y TECPET 7 5/8 01/22/33 dada la calidad mayúscula del accionista, pero a estos niveles de tasas preferimos otros emisores.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TECPET 7 5/8 11/03/30	750	BB-	100,9	7,4%	3,4	1.000
TECPET 7 5/8 01/22/33	850	BB-	100,7	7,5%	4,9	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	818	656	25%
Costos	502	479	5%
Resultado operativo	202	65	209%
EBITDA Ajustado	446	368	21%
EBITDA Aj. (LTM)	853	768	11%
Resultado neto	148	10	1459%
Mg. Operativo	25%	10%	+ 1.476 pbs
Mg. EBITDA	55%	56%	-155 pbs
Deuda Financiera	1.860	899	107%
Caja y Activos Fin.	289	48	502%
Deuda Neta	1.571	850	85%
Apalancamiento Neto	1,8	1,1	0,7
Intereses anuales	128	63	103%
Cobertura de Intereses	6,8	12,2	-5,4
Deuda Neta / PN	1,0	0,6	0,4
Liquidez corriente	1,7	0,9	0,8



Research Cucchiara

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 junto con la Cuenca Noroeste en donde participa con un 5% en Aguara Güe, a cargo de Tecpetrol. Finalmente, a través de un acuerdo con YPF, opera el área Shale de Aguada del Chañar en Vaca Muerta.

Resultados

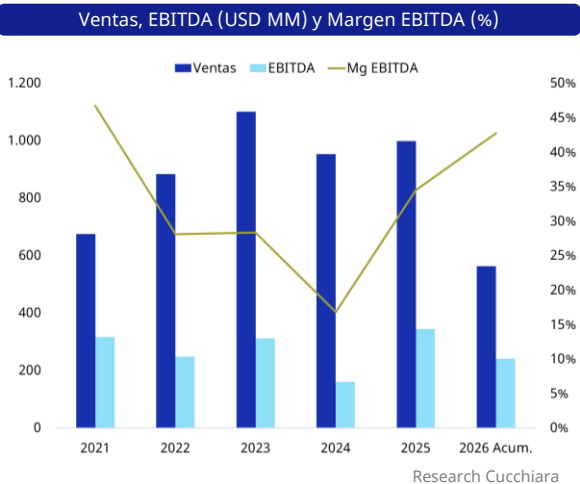
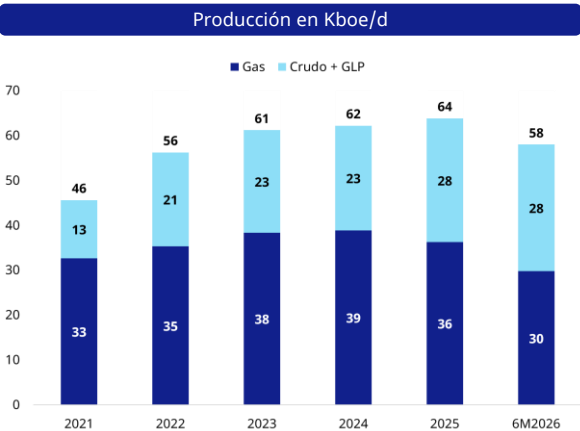
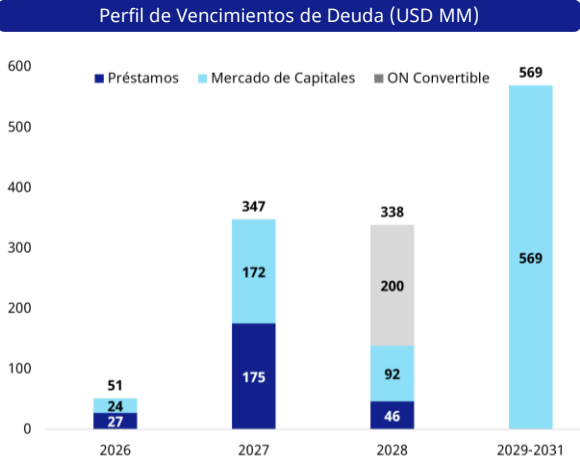
- Las ventas aumentaron un 13% interanual, gracias a una mayor producción de petróleo. Los primeros seis meses de 2026, vinieron aparejados de un aumento de 13,45% en la producción de petróleo. El gas tuvo una caída de 20%, lo que redujo un 6,6% la producción promedio total medida en mboe/d.
- El EBITDA semestral fue USD 241 millones, un aumento de 38% respecto a los 6M25. El plan de eficiencia operativa de CGC continuó la reducción de costos un 7%, con un resultado operativo que mejoró considerablemente. El margen EBITDA mejoró a 43%, un aumento de 785 puntos básicos.
- El resultado neto tuvo una mejora importante principalmente por menos efectos contables y una menor carga impositiva. Los efectos contables se redujeron un 50%, mientras que los resultados financieros aumentaron por USD 20 millones y la carga por impuesto a las ganancias fue positiva por USD 10 millones.
- El apalancamiento de la empresa se redujo considerablemente a 2,4x, con una cobertura de intereses de 4,6 veces el EBITDA. La empresa hoy tiene USD 857 millones en emisiones de Obligaciones Negociables, una de ellas es la ley NY con vencimiento en 2030.
- La adquisición de Aguada del Chañar afectó el balance a partir de este año y el EBITDA ajustado con dividendos mejoró considerablemente. Para un análisis más comprehensivo, anualizamos el EBITDA de la primera mitad de 2026, lo que arroja USD 482 millones.
- Las reservas 1P (incluyendo AdC) a diciembre de 2025 fueron 177,4 MMboe. Esto representa un aumento de 10,1% 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 en relación al sector. Sin embargo, confiamos en la solidez del accionista y en la gerencia. La adquisición de Aguada del Chañar no sólo brinda un buen EBITDA que mejora los ratios, sino que aporta el know-how para operar en otros sectores de Shale en el futuro. Los dividendos de sus participaciones en TGN y Andes dan otro gran atractivo. 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 las últimas semanas. A G-Spread actual arriba de 570 nos resulta muy interesante.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CGCSA 11 7/8 11/28/30	500	B-	103,6	10,7%	3,2	100

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	563	498	13%
Costos	-388	-419	-7%
Resultado operativo	143	24	490%
EBITDA Aj. (Anualizado)	482	348	38%
Resultado neto	110	-55	-
Mg. Operativo	25%	5%	+ 2052 pbs
Mg. EBITDA	43%	35%	+ 785 pbs
Deuda Financiera	1.352	1.324	2%
Caja y Activos Fin.	198	137	44%
Deuda Neta	1.154	1.186	-3%
Apalancamiento Neto	2,4	3,4	-30%
Intereses anuales	106	95	11%
Cobertura de Intereses	3,6	3,6	-2%
Deuda Neta / PN	2,1	2,2	-0,2
Liquidez Corriente	0,9	0,5	0,4



Descripción de la compañía

Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A. (PCR) es una compañía energética e industrial argentina con más de 100 años de trayectoria, controlada por las familias Brandi (55,6%) y Cavallo (44,4%). La empresa posee un modelo de negocios integrado que combina: Petróleo y Gas (O&G), Energías Renovables y Cemento. En el segmento de O&G, PCR está diversificada geográficamente, operando activos en Argentina, Ecuador (donde se posiciona como el tercer productor privado de petróleo) y Estados Unidos. Por otro lado, la compañía continúa ampliando su capacidad instalada de energías renovables: actualmente opera 545 MW, distribuidos en cinco parques eólicos y uno híbrido (eólico-solar). En cuanto al cemento, constituye el negocio más defensivo con más de 70 años de trayectoria: posee dos plantas con una capacidad anual de molienda cercana a 825 mil toneladas, abasteciendo tanto al mercado local como a Chile.

Resultados

- Los ingresos por ventas alcanzaron los USD 287 millones para los primeros 6 meses de 2026, una suba del 15% interanual. La composición de ingresos refleja la diversificación del grupo, con O&G aportando el 66% de las ventas, seguido por Energías Renovables con el 22% y Cemento, que genera el 12% restante.
- El EBITDA ajustado se ubicó en USD 134 millones para los 6M26, una suba del 21% interanual, con un margen del 47%, que se expandió 228 puntos básicos. Por su parte, el resultado operativo mejoró un 80% desde los 6M25, alcanzando los USD 59 millones, equivalente a un margen del 20% que creció 736 puntos básicos de forma interanual.
- Actualmente el negocio de O&G constituye el principal generador de EBITDA del grupo, registrando USD 190 millones en los últimos 12 meses (LTM), equivalentes al 62% del EBITDA consolidado. Recientemente, la expansión productiva del segmento de Energías Renovables incrementó significativamente su contribución a los resultados del grupo, alcanzando un EBITDA de USD 110 millones (36% del total). Por su parte, el negocio de Cemento registra aproximadamente USD 12 millones de EBITDA.
- La deuda financiera escaló un 48%, alcanzando los USD 901 millones para los 6M26. Este monto no tiene en cuenta la emisión de deuda que tuvo lugar al cierre del período: PCR emitió por primera vez en el mercado internacional sus ONs Clase 1, con vencimiento en 2034 por USD 400 millones.
- Adicionalmente, para la primera mitad del año la caja y equivalentes se ubicaron en USD 252 millones (+89% interanual), significando una deuda neta de USD 649 millones. De esta manera, el apalancamiento neto se ubica en 2,1 veces el EBITDA, una suba frente al 1,9x de los 6M25.

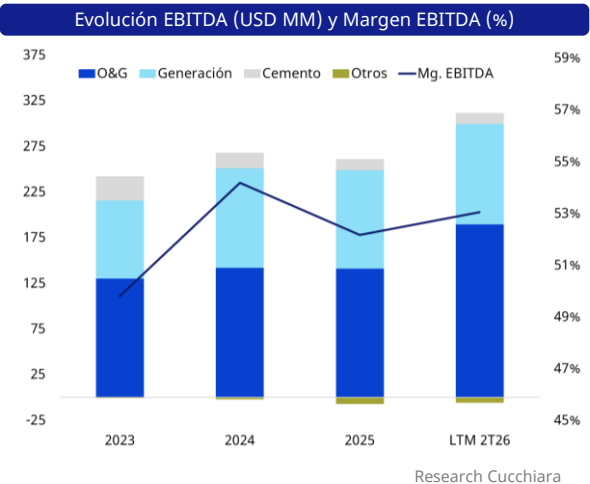
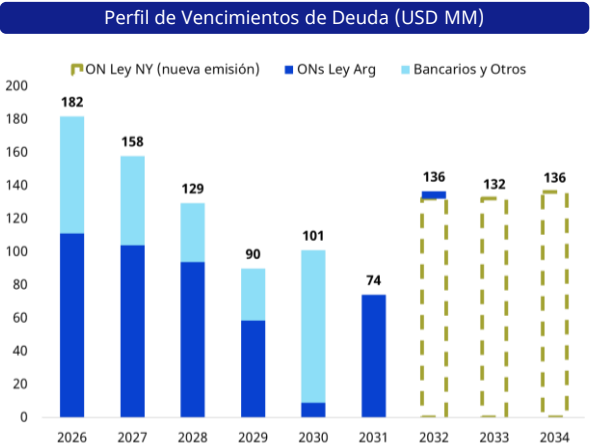
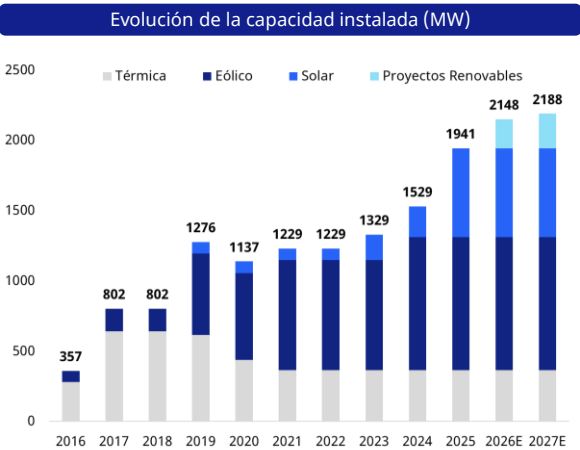
Conclusiones

PCR tuvo un buen primer semestre de 2026. El motor principal fue Petróleo y Gas en Ecuador: el WTI promedió USD 82,7/bbl y la producción de Pindo subió 18,2%, además, en julio se extendió el contrato hasta 2037. A pesar de que expandió su apalancamiento este sigue siendo razonable, la emisión de la ON internacional por USD 400 millones al 8,5% (julio 2026) le permite precancelar deuda y alargar los vencimientos. Nos gusta el bono, a 9% de TIR o 390 de G-Spread luce razonable en este contexto.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PCRD 8 ½ 07/28/34	400	B	98,1	8,9%	5,0	1.000

Precios indicativos al 23-9.

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	287	250	15%
Costos	-192	-184	4%
Resultado operativo	59	33	80%
EBITDA Ajustado	134	111	21%
EBITDA Aj. (LTM)	306	247	24%
Resultado neto	49	-1	-
Mg. Operativo	20%	13%	+ 736 pbs
Mg. EBITDA	47%	44%	+ 228 pbs
Deuda Financiera	901	609	48%
Caja y Activos Fin.	252	134	89%
Deuda Neta	649	475	37%
Apalancamiento Neto	2,1	1,9	0,2
Intereses anuales	34	18	90%
Cobertura de Intereses	8,9	13,8	-4,8
Deuda Neta / PN	1,2	1,1	0,1
Liquidez corriente	1,3	1,2	0,1



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.
- 8 – MSU Green Energy S.A.

Descripción de la compañía

Pampa Energía es la principal compañía energética en el país. Está totalmente integrada: 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). La adquisición de Rincón de Aranda refuerza su perfil como productora de shale oil y amplía su potencial de crecimiento en Vaca Muerta.

Resultados

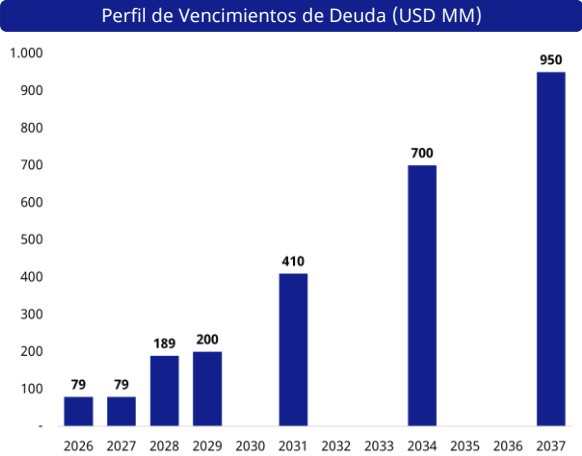
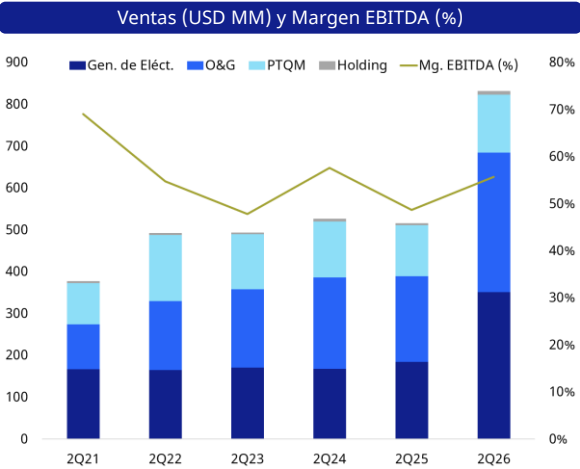
- **Para los primeros 6 meses del año, las ventas aumentaron un 47% interanual**, destacándose la expansión de Rincón de Aranda (RdA), mejores precios spot tras los nuevos lineamientos en el MEM, mayores ventas al MAT y mayor producción de crudo, volúmenes de productos petroquímicos y ventas bajo el Plan Gas.
- **El EBITDA ajustado de los 6M26 fue de USD 740 millones, un 61% más que en los 6M25**, mejorando el margen de EBITDA en 510 puntos básicos hasta el 56% sobre el nivel de ventas.
- **Las ventas del segmento energía alcanzaron los USD 630 millones (+66% i.a.)**, aunque gran parte de este crecimiento responde a la gestión propia del combustible, que se registra simultáneamente como ingreso y como costo. El crecimiento operativo (55% i.a.) provino del mayor margen de despacho de CTGEBa y CTLL, favorecido por mayores ventas en el MAT.
- **Por su parte, las ventas del segmento hidrocarburos estuvieron impulsadas principalmente por el fuerte incremento en la producción de shale oil en RdA y mayores ventas de gas.** Los ingresos alcanzaron los USD 581 millones para el semestre (+66% i.a.) con las exportaciones creciendo un 218% interanual.
- **La deuda financiera alcanzó los USD 2.600 millones (+63% i.a.)**, mientras que la caja y equivalentes escalaron un 46%, tal que la deuda neta fue de USD 1.319 millones (+85% i.a.). El crecimiento de la deuda neta se relaciona principalmente con mayores desembolsos para el desarrollo de RdA. De esta forma, el apalancamiento neto se ubica en 1x.
- **El perfil de vencimientos luce despejado**, con una vida promedio de 7,7 años y una tasa de interés promedio del 7,3%. El 97% de la deuda de la compañía corresponde a obligaciones negociables y el 3% restante a préstamos bancarios. En el período, la compañía emitió la ON Clase 27, Ley Argentina por USD 200 millones.
- Tras el cierre del período, **se aprobó la inversión de USD 2.700 millones para construir una planta de producción de urea** en Bahía Blanca, así Pampa ingresaría al negocio de fertilizantes. El complejo tendrá una capacidad de producción de 2,1 millones de toneladas anuales de urea granulada, convirtiéndose en la planta de mayor escala en LATAM.

Conclusiones

Históricamente cotizó por encima de la mayoría de la curva corporativa, por la solidez de su balance y diversificación del negocio. La futura planta de Urea representa mayor diversificación y un prospecto positivo, dado que la demanda local está cubierta solamente por Profertil y el excedente puede ser exportado. Bonos de mayor calidad, muy cerca de Tecpetrol o TGS, sin dudas de los mejores emisores. El bono PAMPAR 7 ¾ 11/14/37 nos gusta con un G-Spread de 285pb (TIR 8%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
PAMPAR 7.95 09/10/31	410	B	103,2	6,7%	2,6	10.000
PAMPAR 7 ¾ 12/16/34	700	B	101,1	7,7%	5,9	10.000
PAMPAR 7 ¾ 11/14/37	950	B	98,5	7,9%	7,1	10.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	1.319	900	47%
Costos	862	625	38%
Resultado operativo	449	234	92%
EBITDA Ajustado	740	459	61%
EBITDA Aj. (LTM)	1.290	921	40%
Resultado neto	390	193	102%
Mg. Operativo	34%	26%	+ 804 pbs
Mg. EBITDA	56%	51%	+ 510 pbs
Deuda Financiera	2.600	1.591	63%
Caja y Activos Fin.	1.281	879	46%
Deuda Neta	1.319	712	85%
Apalancamiento Neto	1,0	0,8	0,2
Intereses anuales	184	190	-3%
Cobertura de Intereses	7,0	4,8	2,2
Deuda Neta / PN	0,3	0,2	0,1
Liquidez corriente	3,6	2,7	0,9



Producción			
Generación Eléctrica	6M26	6M25	Var (%)
Ventas (GWh)	5.601	5.536	1,2%
Precio prom (USD/MWh)	71	40	77,5%
Mg. bruto pr. (USD/MWh)	31	25	24,0%
Oil & Gas	6M26	6M25	Var (%)
Prod. Petróleo (Kboe/d)	21,5	5,6	284%
Prod. Gas (Kboe/d)	82,6	72,8	13%
Prod. Total (Kboe/d)	104,1	78,4	33%
Vts. Petróleo (Kboe/d)	20,8	5,1	308%
Vts. Gas (Kboe/d)	82,9	73,2	13%
Vts. Total (Kboe/d)	103,7	78,3	32%
Pr. prom. Petróleo (USD/bbl)	58,5	65,0	-10%
Pr. prom. Gas (USD/MBTU)	3,8	3,5	9%

Research Cucchiara

Descripción de la compañía

Capex empezó a operar en 1988 en exploración y producción de petróleo y gas. Luego se integró verticalmente con la construcción de la central térmica de ciclo combinado Agua del Cajón y una planta de GLP. Más tarde, a través de sus subsidiarias Hychico, EG WIND y 4SOLAR, entró con fuerza en energías renovables: tiene dos parques eólicos (Diadema I y II), el parque solar La Salvación (20 MW) y una planta de hidrógeno y oxígeno.

Resultados

- La empresa cierra su ejercicio en abril. En el 1Q27 (mayo-julio 2026), los ingresos de Capex subieron un 97% interanual, hasta USD 163 millones. El 52% correspondió a la venta de energía y el 44% a O&G. Así, la generación térmica pasó a ser la principal fuente de ingresos.
- Los ingresos por energía se multiplicaron por casi cuatro (+289%), hasta USD 85 millones. El salto se explica por la Res. SE 400/2025, vigente desde noviembre de 2025. Con el nuevo esquema, CAMMESA remunera también el costo variable del gas usado para generar, y el gas comprado a terceros se registra en "Costo de ventas - Adquisición de gas" (unos USD 49 millones en el trimestre). Con la normativa anterior, el gas lo aportaba CAMMESA y no era contemplado ni en la tarifa ni en el costo de ventas.
- Los ingresos de Petróleo y Gas crecieron un 30%, hasta USD 72 millones. Las ventas locales de crudo subieron un 46%, el precio en dólares aumentó un 43,2% y compensó una caída del 5,1% en el volumen. A su vez, las exportaciones crecieron un 16%: el precio de exportación en dólares subió un 28,6%, con un 10,6% menos de volumen. Por su parte, las ventas de gas aumentaron un 64% por mayores precios (+40,9% en pesos), con volúmenes un 4,2% menores.
- La producción de petróleo bajó 12,8% interanual (de 130.400 a 113.695 m³) y la de gas en la cuenca neuquina un 13,1%, debido a la declinación natural de pozos convencionales y no convencionales. Así, el trimestre revierte el crecimiento de 3,8% del ejercicio 2026. En este punto, Capex adquirió el 15% de IFC en Loma Negra y La Yesera (de 37,5% a 52,5%) y del 10% de EDHIPSA en Puesto Zúñiga (de 90% a 100%) y sigue analizando la compra de nuevos pozos.
- El EBITDA de los últimos doce meses alcanza los USD 164 millones. La deuda financiera total es de USD 501 millones (+2% interanual). La caja y los activos financieros crecieron un 164%, hasta USD 102 millones, y la deuda neta queda en USD 399 millones. Así, el apalancamiento neto baja a 2,4x (3,3x en el 1Q26).

Conclusiones

El nuevo esquema de remuneración térmica, la mejora del precio internacional del crudo y las inversiones en Vaca Muerta (Agua del Cajón y Cinco Saltos Norte) deberían seguir fortaleciendo la generación de caja. A eso se suma la ampliación de participación en Loma Negra, La Yesera y Puesto Zúñiga, y en Agua del Cajón. Su caída de producción natural exige mayor rendimiento. Además, los vencimientos de corto plazo pesan. La amortización parcial del CAPXAR 2028, ya amortizado en un 50% tras la cuota de agosto, sigue reduciendo el riesgo de refinanciación. Bono corto; dada la mejora del apalancamiento, nos resulta atractivo por encima de 430 pb de G-Spread y TIR 9%. Recordar que puede ser llamado a 100 (call).

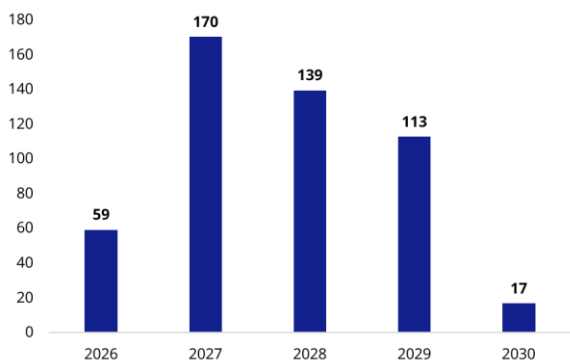
Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CAPXAR 9 ¼ 08/25/28	94	B-	100,2	9,1%	1,1	1

Precios indicativos al 23-9.

Principales Indicadores Financieros

USD MM	1T27	1T26	Var (%)
Ingresos	163	83	97%
Costos	137	73	88%
Resultado operativo	26	10	156%
EBITDA Ajustado	52	38	35%
EBITDA Aj. (LTM)	164	137	20%
Resultado neto	13	-16	-185%
Mg. Operativo	16%	12%	+370 pbs
Mg. EBITDA	32%	46%	-1.462 pbs
Deuda Financiera	501	494	2%
Caja y Activos Fin.	102	39	164%
Deuda Neta	399	455	-12%
Apalancamiento Neto	2,4	3,3	-0,9
Intereses anuales	39	31	28%
Cobertura de Intereses	4,2	4,5	-0,3
Deuda Neta / PN	0,8	1,1	-0,4
Liquidez corriente	0,7	0,6	0,2

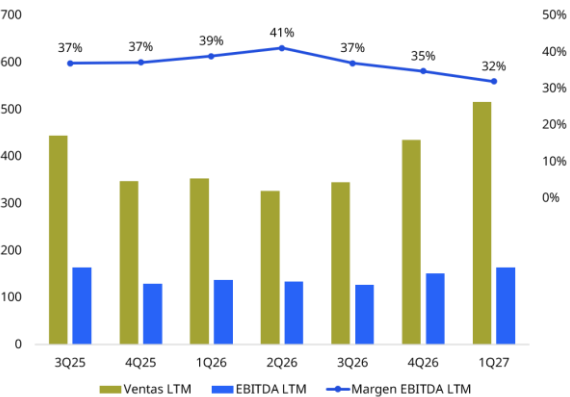
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Reservas Oil & Gas

Área	% part.	Vto. concesión	Reservas	Probadas (P1)			
				Total	Total	Total	
				30.04.26	30.04.25	30.04.24	
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1)	3.344	3.473	3.372
			GLP	Mton	228	0	0
			Petróleo	Mbbl	45.867	37.998	22.842
				Mm3	7.292	6.041	3.632
Pampa del Castillo	95%	2046	Petróleo	Mbbl	24.059	24.416	25.716
			Mm3	3.825	3.882	4.089	
Loma Negra	37,5%	2034	Gas	MMm3 (1)	1.144	1.117	1.564
			Petróleo	Mbbl	4.850	4.211	3.395
				Mm3	771	669	540
La Yesera	37,50%	2037	Gas	MMm3 (1)	250	255	228
			Petróleo	Mbbl	2.083	2.160	2.389
				Mm3	331	344	380
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mbbl	6.713	6.528	8.087
			Mm3	1.067	1.038	1.286	
Puesto Zúñiga	90%	2047	Gas	MMm3 (1)	1.024	930	902
			Petróleo	Mbbl	816	851	1.233
				Mm3	130	136	196
Total	100%	-	Gas	MMm3 (1)	5.762	5.775	6.066
			GLP	Mton	228	-	-
			Petróleo	Mbbl	84.388	76.164	63.662
				Mm3	13.416	12.110	10.123

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



Research Cucchiara

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 Uribebarrea, fuertes también en Agro y Energía verde.

Resultados

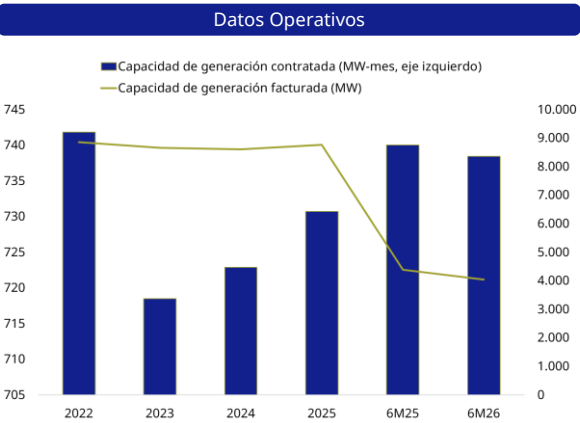
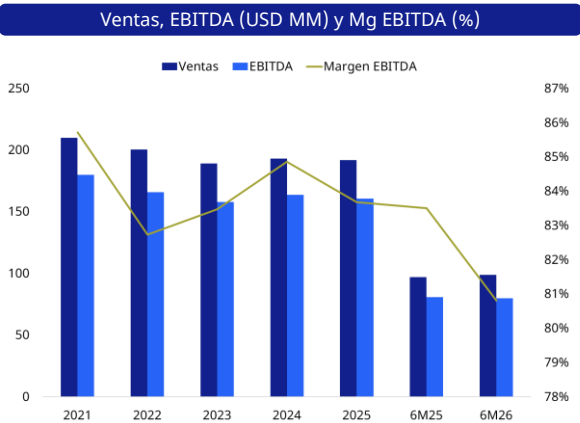
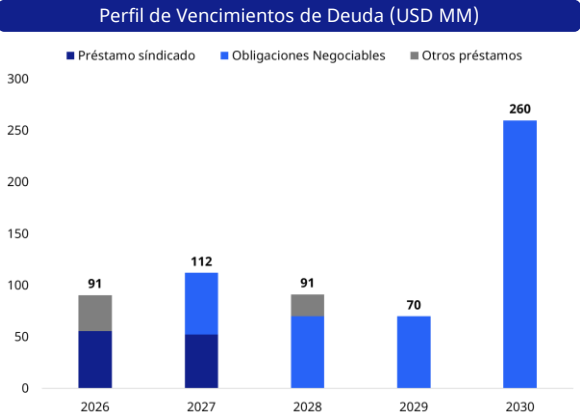
- Las ventas aumentaron un 2% interanual. La capacidad de generación facturada se redujo un 7,8% durante la primera mitad del año, mientras que los costos aumentaron un 10% en dólares. De esta forma, el resultado operativo se redujo un 2%, a USD 64 millones.
- Los márgenes de la empresa comprimieron levemente por la suba de los costos. El margen operativo se redujo casi 300 puntos básicos con un margen EBITDA de 81%. Los márgenes son históricamente altos y estables.
- El EBITDA semestral de la empresa sumó USD 80 millones. El promedio de los últimos 5 años es de USD 166 millones, la empresa cuenta con un balance sólido y estable. Los flujos de pagos de los bonos están bien calzados con los flujos de fondos de la compañía.
- La deuda se redujo un 7% en el año. El apalancamiento neto se redujo levemente a 3,8x. La empresa tiene una emisión internacional por USD 400 millones con cupón de 9,75% y vencimiento en 2030, junto con una emisión local clase XIII por USD 59,7 millones.
- La cobertura de intereses se mantuvo constante. 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. El apalancamiento es relativamente elevado respecto al resto de la curva argentina. No nos sentimos cómodos con los bajos niveles de liquidez con los que suele operar la empresa, una decisión estratégica de su Tesorería. MSUNRG 9 ¾ 12/05/30, rinde cerca de 9,8% con un G-Spread de 480pb. Vemos un poco más de valor en otras emisiones como CGC con ratios un poco mejores, crecimiento potencial de su EBITDA y rendimientos mayores.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
MSUNRG 9 ¾ 12/05/30	400	B-	100,1	9,7%	2,9	1

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	99	97	2%
Costos	34	31	10%
Resultado operativo	64	66	-2%
EBITDA Ajustado	80	81	-1%
EBITDA Aj. (LTM)	160	162	-2%
Resultado neto	22	18	27%
Mg. Operativo	65%	68%	-261 pbs
Mg. EBITDA	81%	83%	-219 pbs
Deuda Financiera	624	671	-7%
Caja y Activos Fin.	23	16	43%
Deuda Neta	601	655	-8%
Apalancamiento Neto	3,8	4,0	-0,3
Intereses anuales	69	70	-2%
Cobertura de Intereses	2,3	2,3	0%
Deuda Neta / PN	2,5	3,9	-1,4
Liquidez corriente	0,6	0,7	-0,1



Research Cucchiara

Descripción de la compañía

YPF Luz fue fundada originalmente por YPF SA, posteriormente incorporó 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 3,8 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

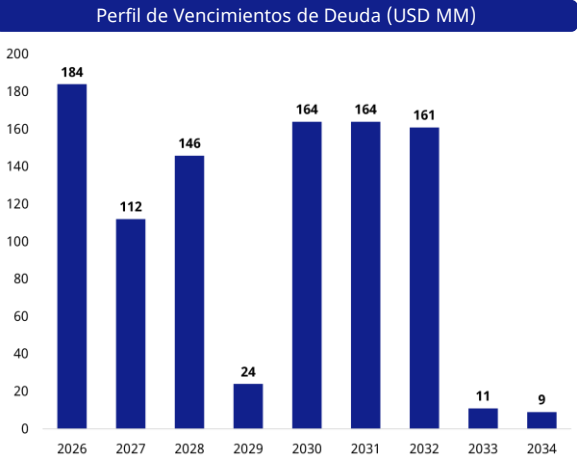
- La capacidad instalada creció 10,8% interanual hasta 3.764 MW para los 6M26, impulsada por los nuevos proyectos renovables puestos en marcha. El parque solar El Quemado, habilitado en diciembre de 2025, alcanzó una capacidad instalada de 305 MW, mientras que el parque eólico CASA alcanzó la operación plena en el semestre, con 63 MW.
- La generación de energía alcanzó los 73.075 GWh, se mantuvo prácticamente estable vs. los 6M25. Para el 2T26, la generación térmica e hidroeléctrica fueron las principales fuentes de energía para satisfacer demanda, con participaciones del 54,6% y 21,4% respectivamente.
- De este modo, los ingresos totales alcanzaron los USD 545 millones en los 6M26 un 82% más de forma interanual. Los ingresos crecieron por mayor generación renovable, mayores despachos de energía y precios spot. La internalización de los costos de combustible en la tarifa hizo crecer los ingresos, aunque también los costos aumentaron un 139% interanual.
- Para el semestre, el EBITDA ajustado creció un 25% interanual hasta USD 256 millones, impulsado por los activos térmicos (+31%) gracias al mayor despacho en el spot y a precios superiores. El segmento renovable creció 6,8% por la entrada en operación de nuevos parques. No obstante, el margen EBITDA se comprimió 21 puntos porcentuales, ubicándose en 47% del nivel de ventas.
- La deuda neta se ubica en USD 740 millones, un 1% por debajo de los 6M25. De esta manera, el apalancamiento neto se ubica en valores mínimos, en 1,5x y la cobertura de intereses en 7,8x. La deuda posee una vida promedio de 3,3 años y una tasa promedio de 6,4%.

Conclusiones

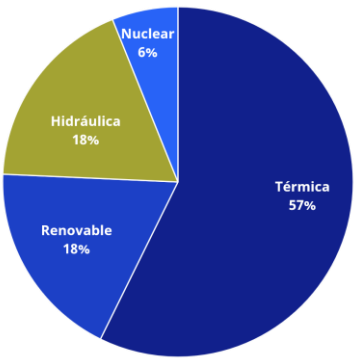
La compañía se encuentra en constante búsqueda de diversificar su matriz productiva aumentando la composición renovable, como también, en la búsqueda de nuevos clientes privados que aporten más proporción de contratos de largo plazo. Las ventas vienen creciendo consistentemente a lo largo de los años 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 en este contexto internacional nos gusta como una potencial entrada en algo más cerca de los 300pb de G-Spread (TIR a partir de 8%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
YPFLUZ 7 ¾ 10/16/32	420	B	101,0	7,6%	4,0	1.000

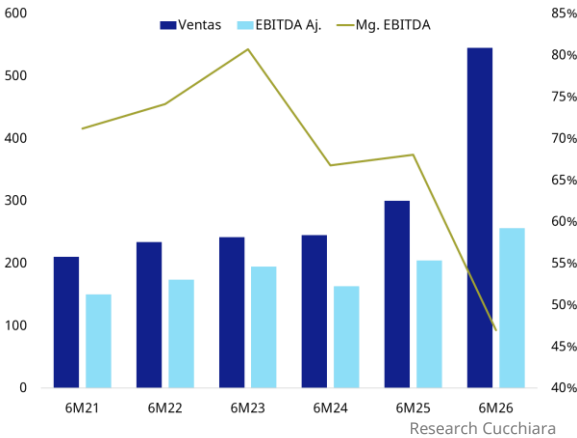
Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	545	300	82%
Costos	-347	-145	139%
Resultado operativo	175	129	36%
EBITDA Ajustado	256	204	25%
EBITDA Aj. (LTM)	479	401	19%
Resultado neto	134	54	149%
Mg. Operativo	32%	43%	-1.080 pbs
Mg. EBITDA	47%	68%	-2.111 pbs
Deuda Financiera	965	1.001	-4%
Caja y Activos Fin.	226	254	-11%
Deuda Neta	740	748	-1%
Apalancamiento Neto	1,5	1,9	-0,3
Intereses anuales	62	55	12%
Cobertura de Intereses	7,8	7,3	0,5
Deuda neta / PN	0,5	0,5	0,0
Liquidez corriente	1,0	1,1	-0,1



Mix de Generación (GWh)



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



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 24% 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

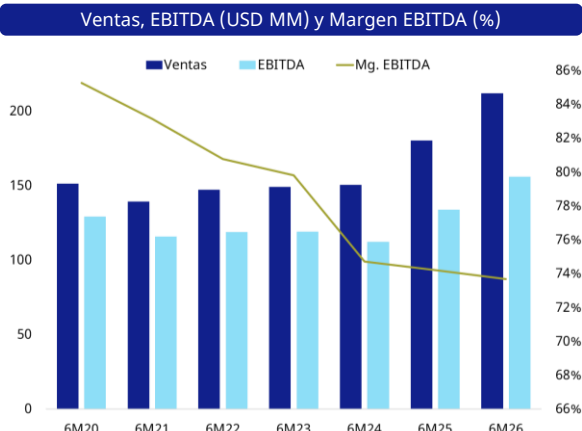
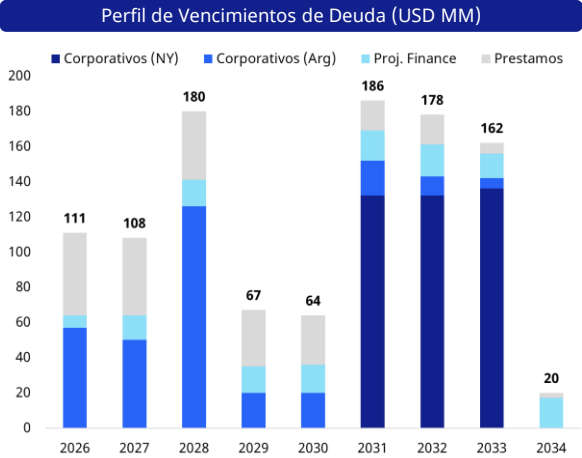
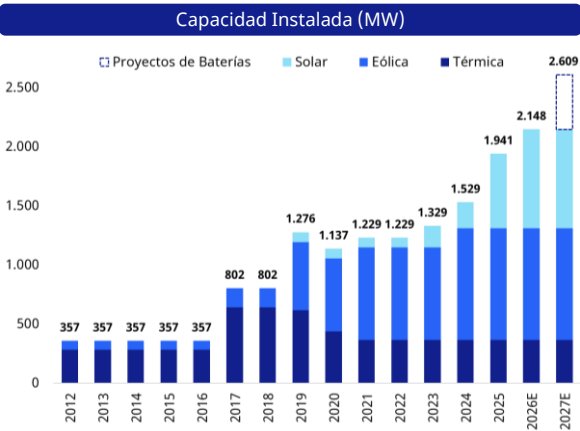
- En los 6M26 la generación de energía renovable neta creció 21% i.a. hasta 2.454 GWh, explicada por la expansión de capacidad instalada, que llega a los 1.697 MW. Aproximadamente el 83% de su capacidad instalada total corresponde a energías renovables. Del total generado, 1.714 GWh fueron eólica y 740 GWh solar. Por su parte, la generación de energía térmica se ubicó en 90 GWh con una capacidad instalada de 363 MW.
- En la primera mitad del año, los ingresos alcanzaron USD 212 millones (+17% i.a.), mientras que el EBITDA fue de USD 156 millones (+17% i.a.). Los resultados fueron principalmente impulsados por la puesta en operación de nuevos parques solares en la región de Cuyo.
- Los ingresos presentan alta previsibilidad, para los últimos 12 meses, el 99% fueron denominados en dólares y 90% respaldados por contratos de largo plazo (PPA), principalmente bajo los programas RenovAr y MATER.
- FCF para el segundo trimestre fue negativo en USD 30 millones, teniendo en cuenta el plan de expansión de energías renovables y mejoras de la red. El Capex del 2T26 ascendió a USD 59 millones, cuyos principales destinos fueron San Rafael (USD 33 millones) y San Juan Sur (USD 13 millones).
- La deuda financiera ascendió a USD 1.091 millones (un crecimiento del 18% i.a.), con deuda neta de USD 851 millones y un apalancamiento estable en 2,8x EBITDA. La estructura de su deuda se encuentra diversificada entre mercado internacional, local y organismos multilaterales. Además, está denominada mayormente en dólares o instrumentos USD-linked (95%). Por su parte, la cobertura de intereses subió a 4,4x.
- Tras el cierre del semestre, junto con Grupo Edison adquirieron 50% de las acciones de Citelec (controlante de Transener), de manera tal que Genneia obtuvo una participación indirecta del 13,2% en Transener.

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. Esperaríamos spreads algo más altos, por encima de 280pb como punto de entrada (TIR a partir de 7,85%).

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
GNNEIA 7 ¾ 12/02/33	400	B	100,8	7,6%	4,7	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	212	180	17%
Costos	-80	-63	28%
Resultado operativo	104	89	18%
EBITDA Ajustado	156	134	17%
EBITDA Aj. (LTM)	299	269	11%
Resultado neto	28	49	-43%
Mg. Operativo	51%	53%	-129 pbs
Mg. EBITDA	74%	74%	-52 pbs
Deuda Financiera	1.091	923	18%
Caja y Activos Fin.	240	155	55%
Deuda Neta	851	768	11%
Apalancamiento Neto	2,8	2,9	0,0
Intereses anuales	68	67	1%
Cobertura de Intereses	4,4	4,0	0,4
Deuda Neta / PN	1,5	1,6	-0,1
Liquidez corriente	0,6	0,8	-0,2



Research Cucchiara

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%, cuyos accionistas son: Pampa Energía con el 50%, Grupo Inversor Petroquímica (Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño Safrá 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.

Resultados

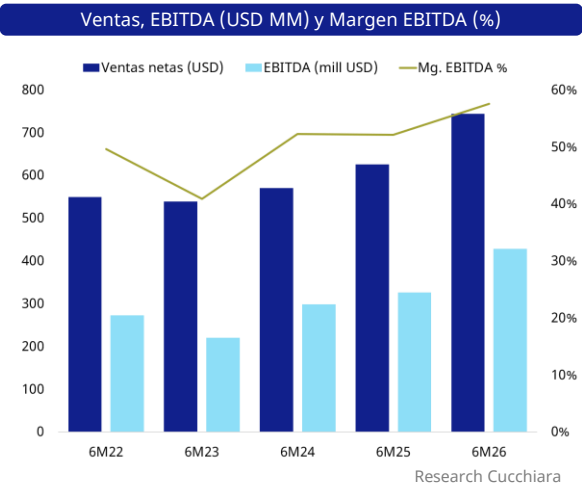
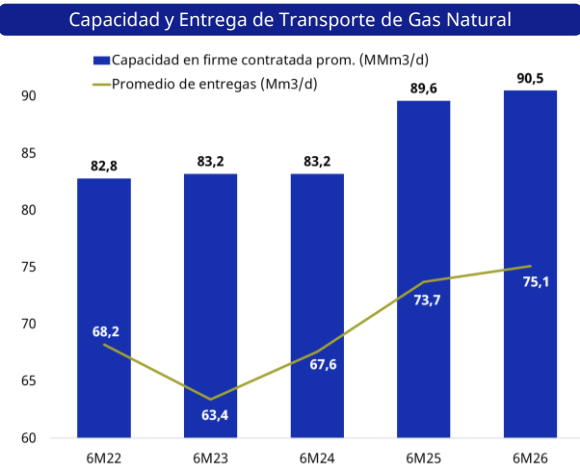
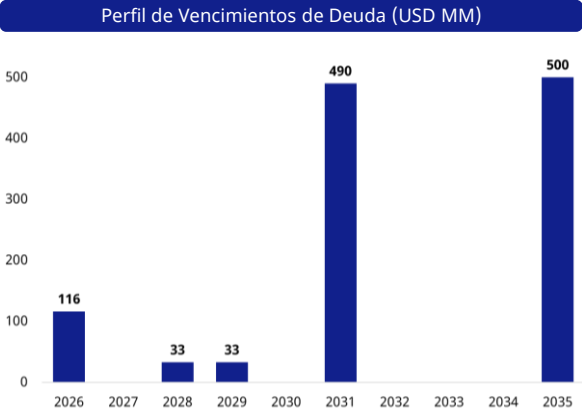
- **Para los primeros 6 meses del año, las ventas aumentaron un 19% en términos interanuales.** Este resultado fue impulsado por mayores ventas en el segmento de Producción y Comercialización de Líquidos, con los ingresos escalando un 46% i.a. Este sector además registró una reducción en los costos, que junto a la mejora en las ventas, mejoró la utilidad operativa un 96% comparado con los 6M25. El sector de líquidos representa el 45% de los ingresos totales.
- **Los ingresos por transporte de gas natural se mantuvieron estables respecto a los 6M25.** En términos operativos, las entregas promedio diarias aumentaron de 73,70 MMm3 a 75,05 MMm3 en comparación a los 6M25, mientras que la capacidad contratada en firme promedio se mantuvo estable en torno a los 89,95 MMm3.
- **En el segmento de midstream las ventas aumentaron un 15% contra los 6M25, a USD 142 millones, representando un 19% del total.** El segmento aportó USD 98 millones al EBITDA, un 23% del total y mostrando un sólido margen del 69%.
- **Para el período de 6 meses, el EBITDA aumentó un 29%, a USD 429 millones.** El margen se ubica en 58%, 435 puntos básicos por encima de los 6M25.
- **La empresa mantiene el apalancamiento neto negativo, a pesar de haber duplicado su deuda bruta.** La empresa hoy tiene USD 1.152 millones de deuda bruta, con dos emisiones ley NY que representan el 85% de la deuda total de la empresa.
- **Durante el segundo trimestre del año, TGS anunció la decisión de inversión del Proyecto Integral NGLs,** con una inversión estimada en USD 3.000 millones y la previsión de generar exportaciones cercanas a USD 1.200 millones anuales. El desarrollo incluye infraestructura de transporte, procesamiento, almacenamiento y exportación, con un gasoducto de 100 km, un poliducto a Bahía Blanca y una terminal marítima. Se espera que el proyecto comience operaciones en 2030.

Conclusiones

TGS se destaca por ser una de las compañías con balances más fuertes. Probablemente el mejor emisor en calidad crediticia. Al cierre de 6M26 mantiene deuda neta negativa, elevados niveles de liquidez y un perfil de vencimientos muy holgado, con una vida promedio cercana a 7 años. Sus bonos reflejan esta calidad, bien valuados creemos. Durante muchos años cotizaron con un gran atractivo. Hoy el mercado ya incorpora su calidad en los precios. Para perfiles ultra conservadores, sus dos bonos son garantía de tranquilidad.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TRAGAS 8 ½ 07/24/31	490	B	104,6	7,4%	3,9	10.000
TRAGAS 7 ¾ 11/20/35	500	B	100,5	7,7%	6,3	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	745	626	19%
Costos	410	350	17%
Resultado operativo	341	247	38%
EBITDA Ajustado	429	333	29%
EBITDA Aj. (LTM)	831	788	5%
Resultado neto	215	140	54%
Mg. Operativo	46%	39%	+ 637 pbs
Mg. EBITDA	58%	53%	+ 435 pbs
Deuda Financiera	1.152	564	104%
Caja y Activos Fin.	1.488	566	163%
Deuda Neta	-336	-2	-
Apalancamiento Neto	-0,4	0,0	-0,4
Intereses anuales	78	40	96%
Cobertura de Intereses	10,6	19,7	-9,1
Deuda Neta / PN	-0,1	0,0	-0,1
Liquidez corriente	3,7	3,4	0,3



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 3,41 millones, 42.916 km de redes eléctricas, significando el 20% de la participación del mercado eléctrico nacional. En agosto anunció la adquisición del 70% de Metrogas por un total de USD 780 millones.

Resultados

- En el segundo trimestre de 2026, el volumen de ventas de energía ascendió a 5.776 GWh (+1,9% interanualmente), impulsado por mayor demanda de clientes residenciales y comercios medianos. La base de clientes de Edenor alcanzó 3,41 millones (+1,3% vs 2Q25), impulsada por el aumento de clientes residenciales y comercios. Dentro de este grupo, tanto los usuarios industriales como los del sistema de peaje aumentaron su base. Por su parte, el porcentaje de pérdidas de energía se encuentra en 15,8%, (+30 bps interanualmente).
- Para la primera mitad del año, los ingresos por servicios alcanzaron los USD 1.288 millones, registrando un aumento interanual del 9%. La suba se explica principalmente por el ajuste tarifario, con el VAD subiendo un 20%, por encima de la inflación acumulada además de los ajustes mensuales implementados desde agosto 2024 (3% en promedio). Además, a fines de junio de 2026, el índice de cobranza fue del 96,27%.
- Por su parte, en este período las compras de energía (el costo) escalaron un 7,8% en términos interanuales hasta USD 760 millones. La variación se explica principalmente por el aumento en la demanda por menores temperaturas y reducción de subsidios.
- De esta manera, el EBITDA ajustado alcanzó USD 222 millones en el período, un incremento de 102% i.a., al excluir el efecto extraordinario de CAMMESA registrado en 6M25. En consecuencia, el margen EBITDA se ubicó en 17%, reflejando una expansión de 789 pb i.a.
- Al cierre del período, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 1.145 millones, un aumento del 151% i.a. explicado principalmente por la emisión de sus bonos Clase 10. En este sentido, el 87,6% de la deuda total corresponde a bonos, mientras que el restante 12,4% son préstamos y descubiertos bancarios.
- La posición de caja y activos financieros creció 164% i.a., compuesta por USD 387 millones en caja y USD 511 millones en activos financieros valuados a valor razonable. En este marco, la deuda neta se ubica en USD 289 millones, presentando un apalancamiento neto de 0,7 veces.

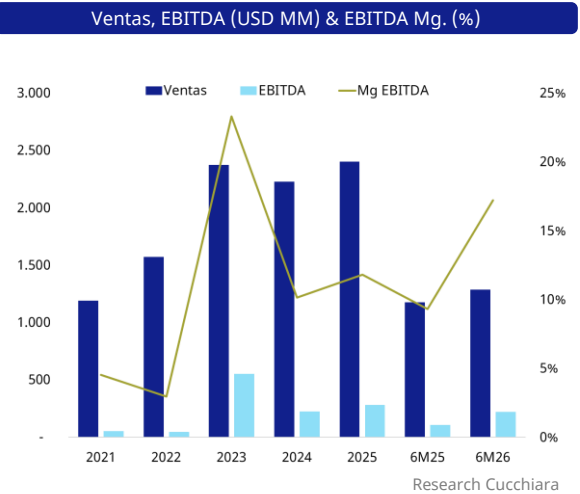
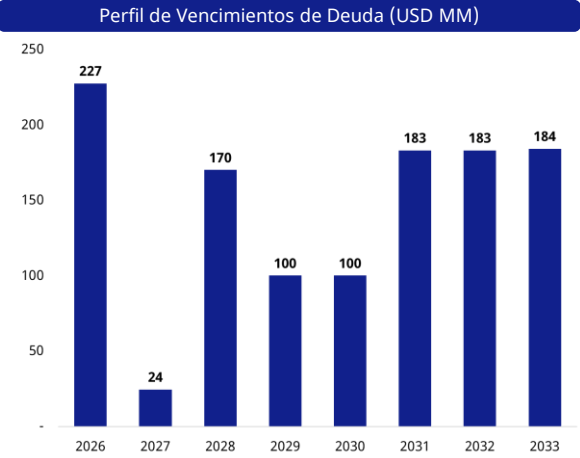
Conclusiones

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 cómodos. Nos gusta el crédito, preferimos su bono corto a 450pb de G-Spread (TIR 9,50%). Su premio por sobre la curva corporativa argentina se explica por el riesgo de un eventual retorno a prácticas de atraso tarifario por parte del Ejecutivo.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
EDNAR 9 ¾ 10/24/30	300	B-	101,2	9,3%	2,5	100
EDNAR 9 ½ 04/28/33	750	B-	97,2	10,2%	4,1	100

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	1.288	1.179	9%
Costos	1.186	1.149	3%
Resultado operativo	135	31	335%
EBITDA Ajustado	222	110	102%
EBITDA Aj. (LTM)	400	222	80%
Resultado neto	111	119	-7%
Mg. Operativo	10%	3%	+ 783 pbs
Mg. EBITDA	17%	9%	+ 789 pbs
Deuda Financiera	1.145	457	151%
Caja y Activos Fin.	857	324	164%
Deuda Neta	289	133	118%
Apalancamiento Neto	0,7	0,6	0,1
Intereses anuales	159	73	117%
Cobertura de Intereses	2,5	3,0	-0,5
Deuda Neta / PN	0,2	0,1	0,1
Liquidez corriente	1,5	1,0	0,5

Ventas por Volumen			
Ventas por Volumen	2Q26		Var i.a. %
	GWh	Part. %	GWh
Residenciales	2.734	47,33%	3,17%
Comerciales pequeños	494	8,55%	-1,20%
Comerciales medianos	377	6,53%	4,72%
Industriales	810	14,02%	-2,64%
Sistema de peaje	943	16,32%	0,11%
Alumbrado público	165	2,86%	-1,79%
Asent. y barrios carenciados	254	4,40%	17,05%



Descripción de la compañía

MSU Green es una empresa relativamente nueva dedicada al desarrollo, construcción, operación y mantenimiento de proyectos de generación de energía eléctrica a partir de fuentes renovables, suministrando energía tanto al Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) como a grandes usuarios bajo el régimen de Mercado a Término de Energía Renovable (MATER). Además, forma parte del Grupo MSU, propiedad de la familia UribeIbarrea, líder en agronegocios y con 160 años de trayectoria corporativa en la Argentina.

Resultados

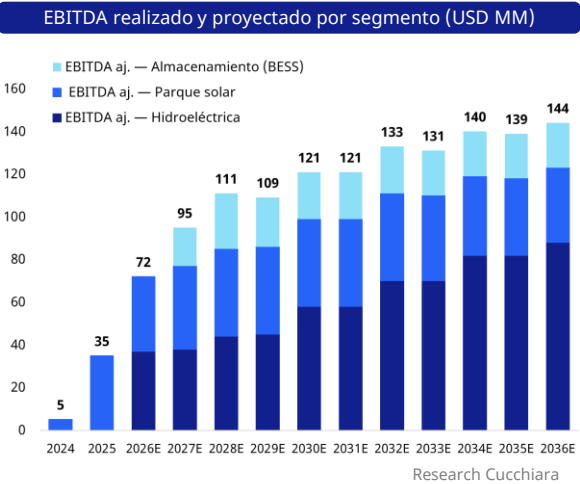
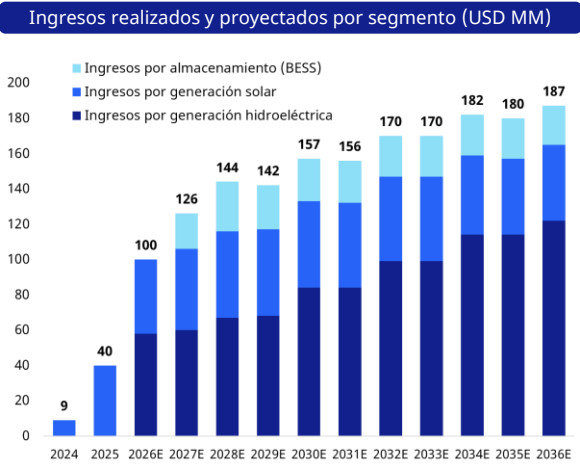
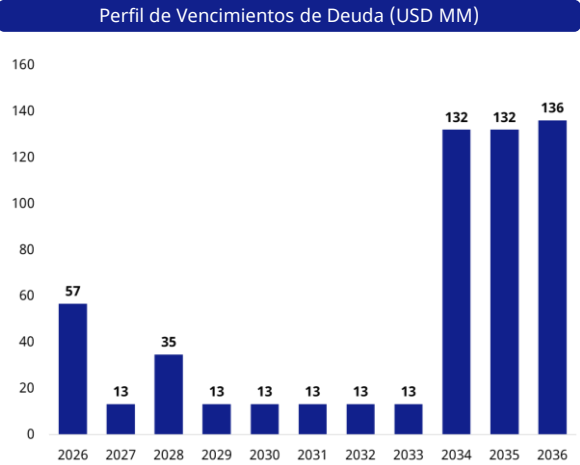
- Los ingresos por ventas de los primeros 6 meses del año, anualizados, muestran un crecimiento del 4% frente a 2025. El resultado neto anualizado asciende a los USD 12 millones, frente a una pérdida de USD 3 millones en 2025. Además, el EBITDA de los 6M26 anualizado asciende a USD 36 millones, con un margen sobre el nivel de ventas del 83% (-508 bps i.a.).
- En 2026 adquirió el complejo hidroeléctrico El Chocón-Arroyito, en la región del Comahue, con una concesión a 30 años y una capacidad instalada de 1.418 MW (15% de la generación hidroeléctrica argentina). Sumado a ello, la empresa cuenta con cinco parques solares ubicados en distintas localidades del NOA y NEA, y dos más que entrarán en operación durante el primer semestre de 2027 y está construyendo un parque de almacenamiento de energía en baterías. Sumando todos los proyectos, la capacidad instalada de energía renovable asciende a los 2GW.
- Utilizando las proyecciones de la empresa, la incorporación de la central hidroeléctrica Chocón-Arroyito permitiría duplicar los ingresos ya en 2026, triplicarlos para 2030 y casi cuadruplicarlos para 2037, manteniendo un margen de EBITDA de entre 72% y 78%.
- Al cierre de los 6M26, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 571 millones. El aumento fue del 234%, teniendo en cuenta la emisión internacional de sus bonos Clase 4 por USD 400 millones utilizada principalmente para financiar la compra de Chocón Hidroeléctrica Argentina S.A. (CHASA) por USD 236 millones. En este sentido, casi la totalidad de la deuda de la compañía corresponde a bonos.
- Por su parte, la compañía cuenta con una caja de USD 192 millones (entre inversiones, efectivo y equivalentes), lo cual le reporta un apalancamiento neto de 10,6 veces el EBITDA actual, aunque la compañía espera una reducción consistente año a año hasta ubicarse por debajo de 3x ya en 2031.

Conclusiones

El nivel de apalancamiento inicial provoca que el mercado le requiera al emisor un rendimiento por encima de la curva corporativa (Ley New York). El ratio de deuda neta frente al EBITDA proyectado es alto durante los primeros años del bono. Sin embargo, la historia de MSU Energy fue muy similar: en sus inicios, el apalancamiento fue alto y, con el tiempo, se fue reduciendo. El espíritu es análogo: calzar los flujos de fondos crecientes del negocio de generación con los pagos del bono internacional. En 530pb de G-Spread actual (10,4% TIR) preferimos CGC 2030.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
MSUGEN 9 ¾ 06/16/36	530	B-	96,8	10,3%	5,6	1

Principales Indicadores Financieros				
USD MM	6M26	6M26 Anualizado	2025	Var (%)
Ingresos	22	43	41	4%
Costos	7	14	12	12%
Resultado operativo	13	27	28	-3%
EBITDA Ajustado	18	36	36	-2%
EBITDA Aj. (LTM)	43	36	36	-2%
Resultado neto	6	11,5	-2,5	-
Mg. Operativo	63%	63%	68%	-495 pbs
Mg. EBITDA	83%	83%	88%	-508 pbs
Deuda Financiera	571	571	171	234%
Caja y Activos Fin.	192	192	44	337%
Deuda Neta	379	379	127	198%
Apalancamiento Neto	8,7	10,6	3,5	7,1
Intereses anuales	28	21	20	3%
Cobertura de Intereses	1,6	1,7	1,8	-0,1
Deuda Neta / PN	46,3	46,3	16,6	29,8
Liquidez corriente	3,8	3,8	1,1	2,7



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, dentro de la cartera de depósitos, los depósitos transaccionales representan el 45% del total. Por el lado de los activos, los préstamos y otras financiaciones representaron el 45% del total, seguidos por títulos de deuda (25%) y efectivo y depósitos en bancos (17%). Adicionalmente, los activos del sector público representaron el 26% del total.

Resultados

- El Resultado Neto para el trimestre fue de ARS 206.775 millones, un crecimiento del 4% en términos interanuales y del 39% frente al 1T26. En cuanto a la rentabilidad, el ROE anualizado se expandió 140 puntos básicos, a 13,4% para el período, mientras que el ROA anualizado se ubicó en 3,3%, estable en términos interanuales (-20 pbs).
- En el segundo trimestre, el Cargo por Incobrabilidad fue de ARS 194.283 millones, 24% inferior al trimestre anterior, aunque con un salto del 41% interanual. En este sentido, el ratio de calidad de cartera (cartera irregular sobre cartera total) se ubicó en 6,3%: préstamos a empresas mantiene un ratio de 0,85% (-1,3% q/q, +0,5% y/y) mientras que la mora de las familias aumentó de 2,8% en el 2T25 a 8,4% en el 2T26. La suba de la morosidad respondió a un deterioro generalizado del crédito al consumo en el sistema financiero, frente al cual Banco Macro registró un aumento más acotado que el promedio de sus pares.
- De esta manera, los indicadores de calidad de cartera se deterioraron: el ratio de cobertura se redujo 4.500 puntos básicos hasta 95%, el ratio de capital regulatorio (Basilea III) cayó 256 puntos básicos de forma interanual, ubicándose en 28%, al igual que el TIER I (aunque la baja de este fue de 188 puntos básicos). 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 74% (+ 700 pbs).
- El total de préstamos subió 3% vs. el trimestre anterior, aunque se redujo un 5% interanualmente. En el 2T26, el financiamiento al sector privado aumentó 2% en pesos y 1% en dólares. Por su parte, los depósitos totales cayeron 1% t/t, aunque crecieron 4% interanual. Los depósitos bimonetarios del sector privado disminuyeron 4% t/t, con los depósitos en pesos creciendo 0,4% y los denominados en dólares cayendo 11%.

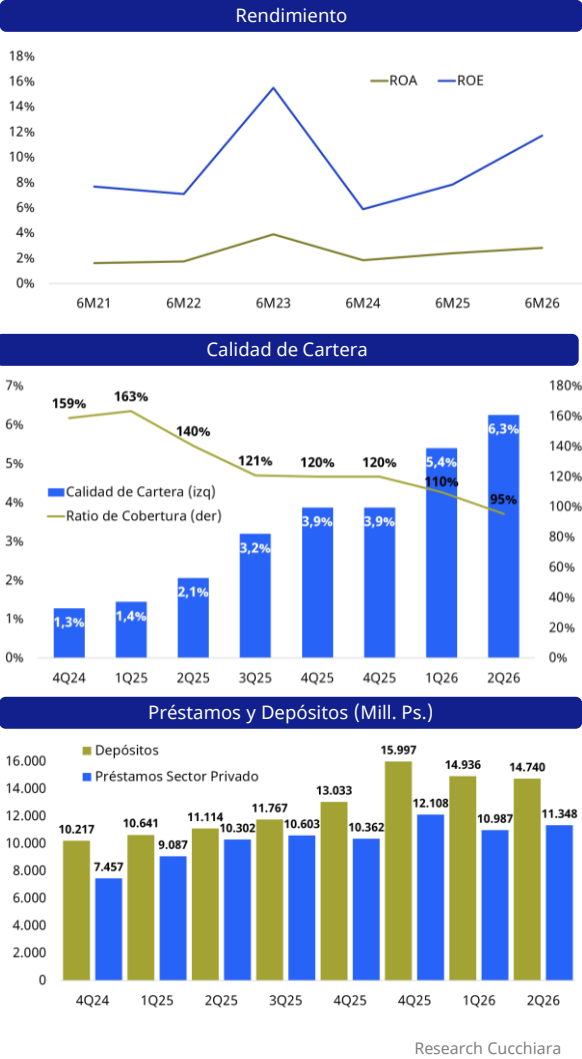
Conclusiones

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, sobre todo para diversificar. Sin embargo, a los actuales rendimientos preferimos otros nombres. Cotizan con un spread bajo en relación a otros nombres que nos gustan.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
BMAAR 8 01/28/31	400	B-	102,1	7,4%	3,6	1.000
BMAAR 8 06/23/29	530	B-	101,7	7,3%	2,4	1.000

Precios indicativos al 23-9.

Principales Indicadores Financieros		
Banco Macro (ARS MM)	2T26	Var i.a.
Activos	25.756.262	4%
Pasivos	19.461.671	5%
Patrimonio Neto	6.294.591	4%
Apalancamiento (A/PN)	4,1	0,01
Ingresos financieros netos	1.033.692	11%
Ingresos por Int. y Comis.	1.681.613	-3%
Margen de Intermediación (NIM)	24%	50bp
Resultado de explotación	603.782	1%
Resultado neto	206.775	4%
ROA Anualizado	3,3%	-20bp
ROE Anualizado	13,4%	140bp
Depósitos	14.740.028	4%
Depósitos a plazo	7.230.126	12%
Depósitos a la vista	6.092.500	-2%
Depósitos USD / Total Depósitos	33%	370bp
Financiación al sector privado	11.348.156	-6%
Financiación al sector público	6.676.302	9%
Ratio de Calidad de Cartera	6,3%	419bp
Ratio de Cobertura	95%	-4499bp
Capital regulatorio - Basilea III	28,0%	-256bp
TIER 1	28,0%	-188bp
Préstamos / depósitos (%)	79%	-775bp
Liquidez / depósitos (%)	74%	755bp



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. Cerca del 80% del fondeo del banco proviene de la cartera de depósitos. Por el lado de los activos, el 55% corresponde a préstamos, el 22% a exposición al sector público y el resto a efectivo y otros activos.

Resultados

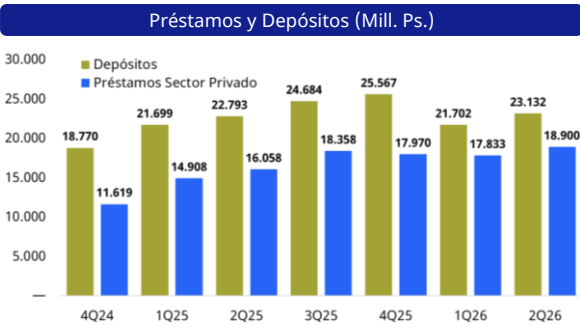
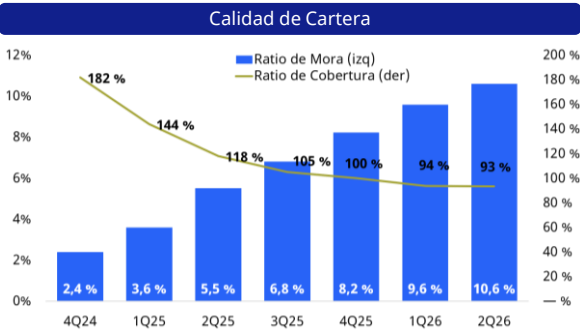
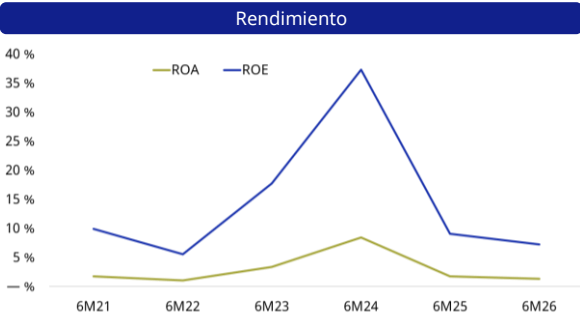
- Para el segundo trimestre, el resultado neto asciende a ARS 258.322 millones expandiéndose un 12% respecto al mismo periodo del año pasado y más que triplicándose respecto al último trimestre. Mientras, el resultado operativo se ubicó en ARS 817.494 MM (+28% vs. 1T26, +9% vs. 2T25). La mejora respecto al trimestre anterior se percibe principalmente en el menor costo de fondeo por menores tasas y menor impacto en posición monetaria neta por menor inflación (9,4% acumulada en el trimestre previo vs. 6,8% este). En el 2T26, los principales aportes para el Grupo fueron el banco, generando el 61,3% de los ingresos, Fima aportando el 14,8% y finalmente Naranja X con el 13,8% del total.
- En cuanto a la rentabilidad, el ROE anualizado se ubicó en 11,3% mientras que el ROA en 2,1%, mejorando un 1,7% y 0,3% respectivamente vs. 2T25. Por otra parte, el NIM se ubicó en 18% (-130 pbs vs. 2T25) mientras que el ratio de eficiencia mejoró a 35% desde los 40% del 1T26 y los 41% del 2T25.
- Para el 2T26, la cartera de préstamos y otras financiaciones netos de provisiones totalizó ARS 27.332.243 millones, registrando un aumento de 2% contra el trimestre previo y de 5% interanual. Por su parte, los depósitos totalizaron ARS 29.034.793 millones, un aumento del 6% vs. 1T26 y de 1% i.a.
- El ratio de calidad de cartera empeoró, trepando 510 puntos básicos interanualmente a 10,6% y también deteriorándose 100 pbs desde el 1T26. Por su parte, el cargo por incobrabilidad escaló un 9% interanualmente hasta los ARS 821.789 MM aunque se redujo un 14% desde el 1T26. Esta baja refleja señales de mejora en la formación de nuevos créditos en mora.
- Finalmente, el ratio de capital regulatorio (Basilea III) para el banco, se expandió 230 pbs a 26,0%, mientras que el TIER 1 alcanzó el 25,9% (+270 pbs i.a.). Por otra parte, el ratio de cobertura de activos líquidos sobre el total de depósitos se redujo un 10% en términos interanuales, a 55%.

Conclusiones

No vemos atractivo a los rendimientos actuales. Al ser una emisión chica y de corta duración, el mercado paga un premio a nuestro juicio injustificado.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
GALIAR 7 ¾ 10/10/28	325	B-	102,5	6,4%	1,8	2.000

Principales Indicadores Financieros		
Grupo Galicia (ARS MM)	2T26	Var i.a.
Activos	50.363.210	-2%
Pasivos	41.165.194	-2%
Patrimonio Neto	9.198.016	0%
Apalancamiento (A/PN)	5,5	-0,08
Ingresos financieros netos	1.669.092	3%
Ingresos por Int. y Comis.	2.193.717	-7%
Margen de Intermediación (NIM)	18%	-130
Resultado de explotación	817.494	9%
Resultado neto	258.322	12%
ROA Anualizado	2,1%	0,3%
ROE Anualizado	11,3%	1,7%
Depósitos	29.034.793	1%
Depósitos a plazo	10.730.453	36%
Depósitos a la vista	11.981.539	-7%
Depósitos USD / Total Depósitos	46%	5,5%
Financiación al sector privado	25.271.945	12%
Financiación al sector público	9.086.605	21%
Ratio de Calidad de Cartera	10,6%	510 bp
Ratio de Cobertura	93%	-2.460 bp
Capital regulatorio - Basilea III (1)	26,0%	230 bp
TIER 1	25,9%	266 bp
Préstamos / depósitos (%)	82%	770 bp
Liquidez / depósitos (%)	55%	-1.000 bp



Research Cucchiara

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. En EEUU, Raghsa es propietaria desde 2020 del edificio residencial One Union Square South (16.165 m² rentables). En agosto de 2025 incorporó 512 West 22nd Street, un edificio premium de oficinas en West Chelsea junto al High Line, con 16.030 m² rentables. Asimismo, cuenta con dos terrenos contiguos en el West Side de Manhattan para un futuro centro logístico de última milla. El proyecto tiene planos aprobados pero aún no tiene fecha de inicio de obra, y uno de los lotes (639 West 46th St., 2.322 m²) se encuentra alquilado. Todos los inmuebles de Nueva York registran una ocupación del 100%.

Resultados

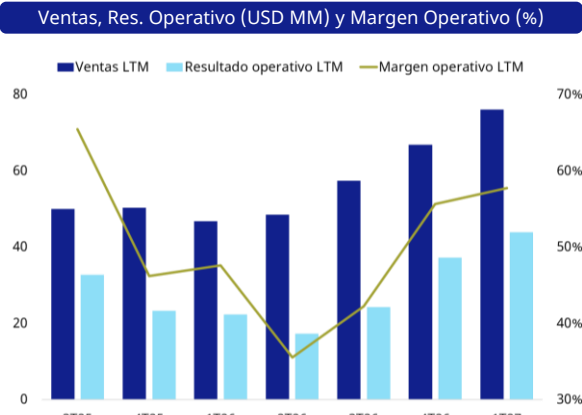
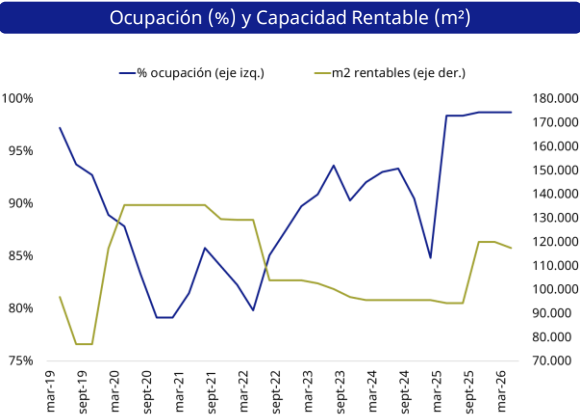
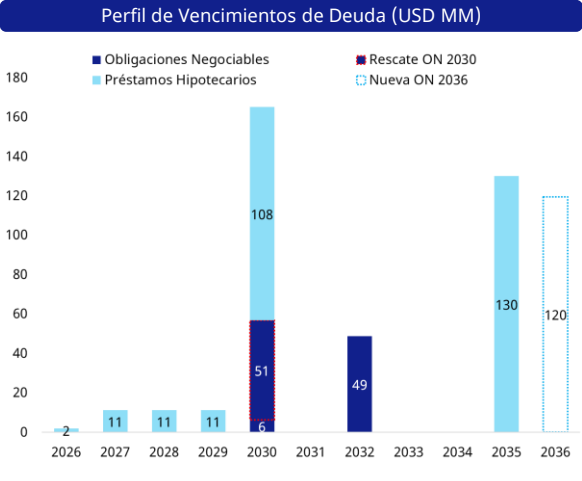
- Los ingresos por alquileres alcanzaron USD 20 millones en el 1T27 (+83% i.a.), impulsados por la incorporación del CEN y del 512 West 22nd Street durante el 3T26. Para el ejercicio 2027 (cierre en febrero de 2027), la compañía proyecta ingresos por alquileres de USD 80 millones (+25% vs. FY26), con un perfil estable y previsible basado en contratos de largo plazo.
- Los m² rentables en Argentina se ubicaron en 117.516, un 2% menos que al 4T26. La baja se explica por la entrega de dos unidades de Madero Office, valuadas en USD 12 millones, como pago parcial del terreno de Libertador 7055. La ocupación se mantuvo prácticamente plena (98,7%) y el alquiler promedio del portafolio se ubica un 7% por encima del mercado de oficinas Clase A de Buenos Aires.
- El EBITDA del 1T27 fue de USD 13,7 millones (+93% i.a.), con un margen del 68%. El margen operativo de los últimos 12M se recuperó al 58%, frente al 42% del 3T26, que había estado afectado por un gasto extraordinario de honorarios de terceros de USD 6 millones en el 2T26.
- La compañía profundizó su diversificación geográfica. En el 1T27, Argentina aportó el 49% de los ingresos y Estados Unidos el 51%, lo que reduce la exposición al riesgo local. El portafolio local explicó el 56% del EBITDA, reflejando su mayor rentabilidad.
- La deuda financiera ascendió a USD 409,3 millones (+75% i.a.), íntegramente en dólares y su composición: 67% créditos hipotecarios, 26% ONs bajo ley Nueva York y 7% préstamos bancarios. Excluyendo la deuda hipotecaria y el EBITDA de los inmuebles hipotecados en NY, el ratio Deuda Neta/EBITDA baja a 2,6x.
- Luego del cierre del 1T27, Raghsa emitió una nueva ON bullet 2036 por USD 119,6 millones y rescató casi la totalidad de la ON 2030. De esta forma extendió su perfil de vencimientos, que ahora se concentra en tres años.

Conclusiones

La creciente diversificación hacia EEUU, que ya representa la mitad de los ingresos, reduce el riesgo local y mejora la calidad de ingresos. Si bien el apalancamiento aumentó por las nuevas adquisiciones, la estructura de deuda es de largo plazo y mayormente hipotecaria. Excluyendo las hipotecas, las métricas son moderadas y están respaldadas por más de USD 600 millones en propiedades libres de gravamen. El canje de la ON 2030 por la nueva 2036 extiende vencimientos y despeja el horizonte. Nos encanta el 2036 cerca de la par o unos centavos por arriba.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
RAGHSA 7.95 08/04/36	119	B+	101,0	7,8%	6,7	1.000
RAGHSA 8 ½ 12/11/32	48	B+	102,8	7,9%	4,7	1.000

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	1T27	1T26	Var (%)
Ingresos (LTM)	76	47	63%
Costos (LTM)	-10	-8	25%
EBITDA (LTM)	44	22	96%
Mg. EBITDA (LTM)	58%	48%	+ 977 pbs
Ingresos Proy. Arg.	40	34	17%
Ingresos Proy. EEUU	40	30	34%
Ingresos Proy. Totales	80	64	25%
Deuda Financiera	409	234	75%
Caja y Activos Fin.	54	90	-41%
Deuda Neta	356	144	146%
D. Neta / Ingresos Proy.	4,4	2,2	2,2
Intereses Anuales	25	13	92%
Ingresos Proyectados / Intereses	3,2	4,9	-1,7
Liquidez Corriente	2,1	4,8	-2,7



Research Cucchiara

Descripción de la compañía

La empresa es operadora de una cartera de 16 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

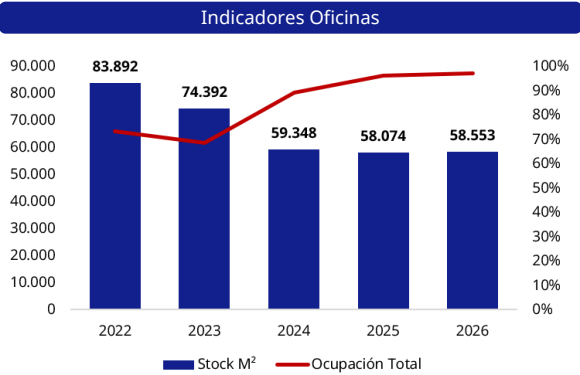
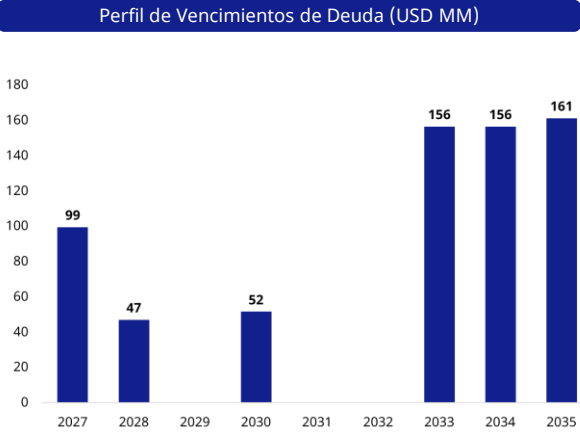
- Las ventas consolidadas crecieron un 4% interanual, alcanzando los USD 470 millones. El margen de EBITDA se contrajo 50 pb, principalmente debido al segmento correspondiente a centros comerciales.
- El segmento más importante para la compañía son Centros Comerciales. En la actualidad cuenta con 371 mil m² alquilables y mantiene una ocupación estable del 97%, similar a los niveles históricos. Este segmento es el de mayor flujo de ingresos y EBITDA. Al cierre del año fiscal 2026, los ingresos alcanzan los USD 260 millones, aumentando 7,4% i.a., aunque el margen de EBITDA se redujo 220 pbs a 67,6%. Por su parte, las ventas de los locatarios de los centros comerciales alcanzaron los USD 2.677 millones, un 9,6% menores que el FY25.
- En el segmento Oficinas IRSA totalizó una superficie alquilable de 58.553 m², de los cuales un 85% 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 porfolio total alcanzó el 97,3%. El precio promedio del portafolio fue de 26,7 USD por m², estable a lo largo del año. Al cierre del FY26, los ingresos fueron USD 20,9 millones, un crecimiento i.a. del 7,7%. El EBITDA creció un 8,4% con el margen mejorando 60 pbs hacia 78,2%.
- 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 693 mil m² vendibles en Puerto Madero. La empresa se encuentra comercializando la Etapa 1 del proyecto, sumando 5 nuevas permutas y dos posteriores al cierre del balance. El proyecto ya lleva 2 lotes vendidos y 18 permutados desde 2025 por un valor total de USD 130 millones, y representa 167.000 m² de superficie vendible, el 80% de la Etapa 1.
- La deuda financiera total es de USD 679 millones, un aumento del 25% i.a. Los últimos canjes lograron extender el perfil de vencimiento promedio a 2033, manteniendo los costos de financiamiento al 7,6% anual.

Conclusiones

La compañía presenta un balance sólido con buen flujo operativo, bajo nivel de apalancamiento y perfil de deuda despejado. Dada la gran preponderancia del sector energético en la curva corporativa local, los bonos tanto de IRSA como Raghsha ofrecen una buena alternativa de diversificación. A mismo spread nos gustan más los bonos de Raghsha 2032, menor duration y mayor diversificación. IRSA 2028 es ilíquido, pero de aparecer oferta nos gusta.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
IRSAAR 8 03/31/35	480	B	101,3	7,7%	5,4	1
IRSAAR 8 ¾ 06/22/28	81	B	102,5	7,2%	1,6	1

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	FY26	FY25	Var (%)
Ingresos	470	453	4%
Costos	185	178	4%
Resultado operativo	319	167	91%
EBITDA Ajustado	206	201	3%
EBITDA Aj. (LTM)	206	201	3%
Resultado neto	301	190	59%
Mg. Operativo	68%	37%	+ 3.088 pbs
Mg. EBITDA	43,9%	44,4%	-50 pbs
Deuda Financiera	679	542	25%
Caja y Activos Fin.	406	354	14%
Deuda Neta	273	188	46%
Apalancamiento Neto	1,3	0,9	0,4
Intereses anuales	48	39	22%
Cobertura de Intereses	4,3	5,1	-0,8
Deuda Neta / PN	0,2	0,1	0,0
Liquidez corriente	1,8	1,7	0,1



Indicadores Centros Comerciales						
Centros Comerciales	Ubicación	M² Alquilables	Ocupación	Particip	Vtas Locatarios (USD MM)	Var % (ia)
Alto Palermo	CABA	21.111	97%	100%	307	-10%
Abasto Shopping	CABA	39.428	95,1%	100%	303	-22%
Alto Avellaneda	PBA	42.261	99,1%	100%	285	-14%
Alcorta Shopping	CABA	16.048	100%	100%	189	-6%
Patio Bullrich	CABA	11.472	91,8%	100%	93	-10%
Dot Baires Shopping	CABA	47.329	97,5%	80%	288	8%
Soleil Premium Outlet	PBA	15.477	100%	100%	148	-21%
Distrito Arcos	CABA	14.194	100%	90%	180	-11%
Terrazas de Mayo	PBA	33.717	95,5%	100%	94	91%
Oeste Outlet	PBA	23.800	Adquirido en Sep-25 - En reacondicionamiento			
Los Gallegos	PBA	10.400				
Alto Noa Shopping	Salta	19.614	88,9%	100%	85	-22%
Alto Rosario Shopping	Santa Fé	35.016	99,1%	100%	291	-11%
Mendoza Plaza Shopping	Mendoza	41.637	98,8%	100%	162	-14%
Córdoba Shopping	Córdoba	15.424	98,0%	100%	81	-18%
La Ribera Shopping	Santa Fé	11.503	90,5%	50%	54	8%
Alto Comahue	Neuquén	11.925	99,0%	100%	115	-3%
Total		410.356	96,6%		2.675	-10%

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; y comerciales (transporte de cargas, los comercios dentro y fuera de las zonas libres de impuestos y estacionamientos), el 40% restante. El 85% de los ingresos totales están ajustados por tipo de cambio.

Resultados

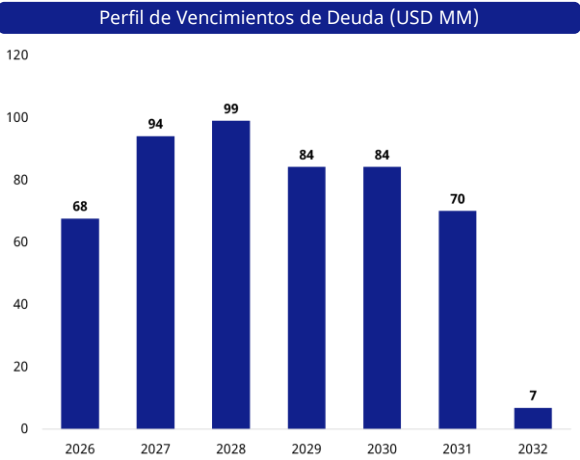
- En el acumulado enero-julio, el tráfico total se mantuvo plano contra 2025 (25,9 millones en ambos casos), pero con un cruce marcado por dentro: el internacional creció 11,6% (10,0 vs 9,0 millones) mientras que el cabotaje cayó 6,6% (15,8 vs 16,9 millones). Además, en enero se registró el récord mensual absoluto en el segmento internacional, totalizando 1,82 millones de pasajeros.
- En el primer semestre de 2026 (6M26) las ventas alcanzaron los USD 500 millones, una suba del 7% respecto de igual periodo de 2025. El crecimiento estuvo explicado por los ingresos aeronáuticos, que avanzaron 11% i.a. a USD 298 millones, mientras que los comerciales se mantuvieron prácticamente estables (+2% i.a., USD 201 millones).
- Por el contrario, los costos operativos aumentaron un 14% interanual hasta los USD 55 millones, que en su mayoría son denominados en moneda local continuaron viéndose afectados por el contexto macroeconómico de mayor inflación y atraso cambiario.
- El EBITDA creció 6% i.a. a USD 199 millones y el margen EBITDA se mantuvo en 40% sobre ventas, sin cambios respecto del 6M25.
- La deuda financiera total ascendió a USD 497 millones, un 15% menos que el año anterior y 19% por debajo del 6M24. La deuda está compuesta prácticamente en su totalidad por obligaciones negociables: nominada en un 70% en moneda dura y un 30% ajustado por tipo de cambio oficial mayorista BCRA A3500.

Conclusiones

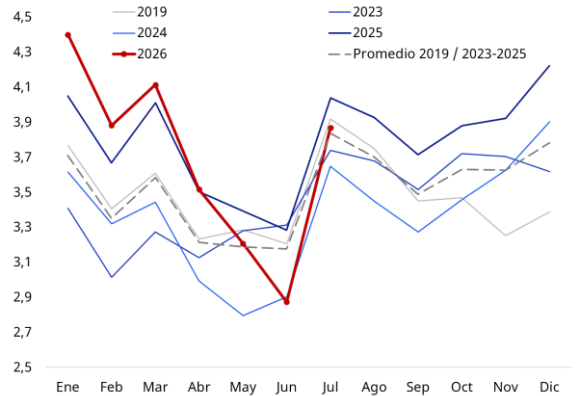
AA2000 tiene una sólida posición financiera con una generación de efectivo consistente y predecible, siendo el único operador aeroportuario del país y con amplio respaldo internacional. Vale remarcar que el emisor de su deuda no es Corporación América, dueña de otros aeropuertos extranjeros, con lo cual el riesgo del negocio es local. El bono 2031 es su bono emblema líquido, cotiza 210bp de G-Spread (TIR a partir de 7,1%) muy comprimido. Preferimos otros nombres ya que cotiza con bajo spread.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
AEROAR 8 ½ 08/01/31	266	B	103,5	7,1%	2,5	1.000
AEROAR 9 ½ 11/01/28	42	B	101,5	8,5%	1,4	150.000

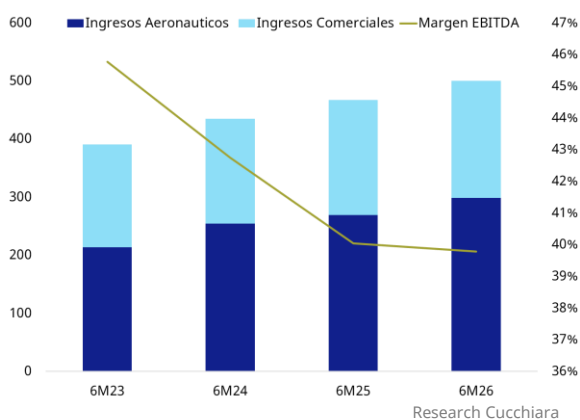
Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	500	467	7%
Costos	-302	-328	-8%
Resultado operativo	117	117	0%
EBITDA Ajustado	199	187	6%
EBITDA Aj. (LTM)	396	324	22%
Resultado neto	114	62	84%
Mg. Operativo	23%	25%	-164 pbs
Mg. EBITDA	40%	40%	-26 pbs
Deuda Financiera	497	581	-14%
Caja y Activos Fin.	160	201	-20%
Deuda Neta	337	380	-11%
Apalancamiento Neto	0,9	1,1	-0,2
Intereses anuales	38	29	31%
Cobertura de Intereses	10,5	11,8	-1,3
Deuda Neta / PN	0,3	0,3	-0,1
Liquidez corriente	1,0	1,5	-0,4



Pasajeros por mes (millones) — estacionalidad por año



Ingreso Total y por Segmento (USD MM) y Mg EBITDA (%)



Precios indicativos al 23-9.

Descripción de la compañía

Telecom se posicionó como el principal operador cuádruple play 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, Telecom adquirió el 100% de Telefónica Móviles Argentina (TMA) por USD 1.245 MM, operación aún pendiente de cierre mientras Telecom avanza con la desinversión de seis millones de clientes exigida por la ANC para preservar la competencia.

Resultados

- Las ventas de los primeros 6 meses del año incluyen los resultados de TMA, mientras que los 6M25 solo incluían 4 meses de estos. De este modo, los ingresos consolidados alcanzaron los USD 3.422 millones, un crecimiento del 22% interanual. Excluyendo TMA, los ingresos aumentaron en torno al 11% interanual.
- El EBITDA ajustado alcanzó los USD 1.225 millones, un incremento del 45% interanual. En este sentido, el margen se ubica en 36%, mejorando 579 bps interanualmente.
- Las operaciones de Telecom (sin incluir TMA) fueron las siguientes: en Argentina, los accesos móviles totales se redujeron en un 7,1%, registrando 19,4 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 fijo registró incrementos en la cantidad de accesos: los accesos de televisión totalizaron 3,6 millones en el período, un incremento del 6,1% interanual, impulsado por la contratación de paquetes integrados para acceder a transmisión de partidos de fútbol. Además, el segmento de internet fijo registró un incremento del 2,7%, totalizando 4,2 millones de accesos, 110,4 mil adicionales. Por otra parte, las operaciones de TMA fueron las siguientes: los accesos móviles totales ascendieron a 19,5 millones (+1,2% interanualmente). Mientras tanto, el segmento de internet fijo totalizó 1,7 millones de accesos, una suba interanual del 4,6%. Por último, los abonados de televisión totalizaron 0,4 millones en el mismo período (+27 mil o +6,5% vs. 6M25).
- La empresa totalizó una deuda financiera de USD 3.778 millones, un 2% más que en los 6M25, teniendo en cuenta que en el período emitió tres ONs: una Ley NY (Clase 27) por USD 600 millones y dos Ley Argentina (Clases 26 y 35) por USD 26 y 35 millones, respectivamente. A estos niveles de endeudamiento, el apalancamiento neto se ubica en 1,4x (cayendo desde 2,3x de los 6M25). A su vez la cobertura de intereses representa 11,6 veces el EBITDA.

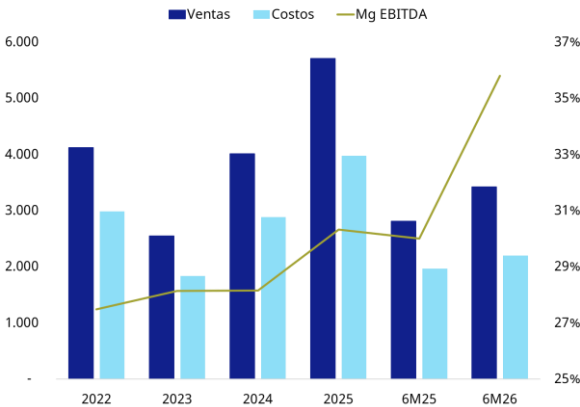
Conclusiones

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, en los últimos años han estirado sustancialmente los plazos de vencimiento. Sin embargo, cotizando cerca de 300 G-Spread, preferimos otros nombres por el momento.

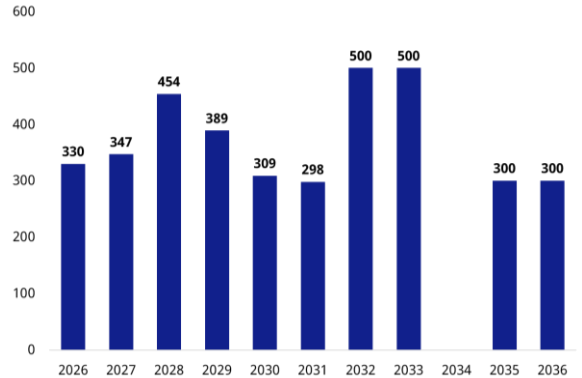
Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
TECOAR 9.5 07/18/31	817	B	105,9	7,7%	3,1	1.000
TECOAR 9.25 05/28/33	1000	B	105,5	8,1%	4,6	1
TECOAR 8 ½ 01/20/36	600	B	102,2	8,2%	6,1	1

Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	3.422	2.811	22%
Costos	2.968	2.664	11%
Resultado operativo	455	147	208%
EBITDA Ajustado	1.225	843	45%
EBITDA Aj. (LTM)	2.308	1.453	59%
Resultado neto	586	-63	-
Mg. Operativo	13%	5%	+ 804 pbs
Mg. EBITDA	36%	30%	+ 579 pbs
Deuda Financiera	3.778	3.699	2%
Caja y Activos Fin.	645	316	104%
Deuda Neta	3.133	3.383	-7%
Apalancamiento Neto	1,4	2,3	-1,0
Intereses anuales	199	271	-27%
Cobertura de Intereses	11,6	5,4	6,2
Deuda Neta / PN	0,5	0,6	-0,1
Liquidez corriente	0,6	0,4	0,1

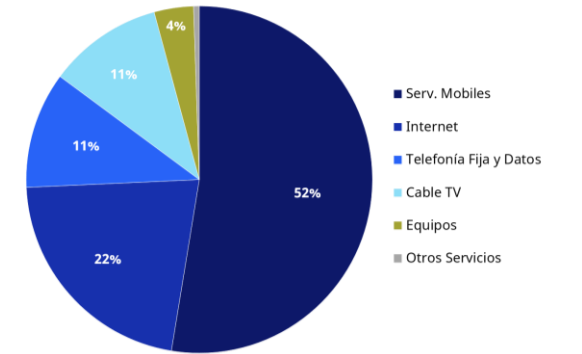
Ventas anuales (USD MM) y Margen EBITDA (%)



Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



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 crecieron un 5% interanual, alcanzando los USD 1.875 millones. El margen bruto aumentó levemente (+40 bps) a 27,4%. Por su parte, el resultado operativo mejoró 23%, con un margen que aumentó 103 bps.
- Para los primeros 6 meses del año, el EBITDA sumó USD 189 millones. El margen aumentó 133 puntos básicos interanualmente, ascendiendo al 10%, aunque sigue por debajo de los valores de 2021.
- La deuda neta se redujo un 8% en el año, así como el apalancamiento neto, que cayó de 2,1x en los 6M25 a 1,6x en los 6M26. Durante el periodo, Arcor emitió tres nuevas ONs Ley Argentina por un total en torno a los 148.900 millones de pesos.
- Desde 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 71% de las ventas, por USD 1.326 millones, registrando un aumento del 6% interanual. Por otro lado, el segmento de Packaging representa un 18% con USD 337 millones y el 11% restante corresponde al segmento de agronegocios con USD 212 millones. Estos dos últimos segmentos mantuvieron sus ventas estables en términos interanuales.
- 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 del periodo fue de USD 100 millones para la primera mitad del año, duplicándose interanualmente.

Conclusiones

Entre fines de 2026 y 2027 la empresa tiene vencimientos de deuda por un total de casi USD 600 millones. El buen historial crediticio de la empresa y el acceso a divisas (gracias al tercio de ventas exportadas) brindan tranquilidad respecto a una posible nueva emisión para rollear deuda si la empresa buscara cuidar la caja. Un gran emisor, da tranquilidad, pero cotiza por debajo de 200pb de G-Spread (TIR equivalente a 7,2%), con lo cual pierde atractivo.

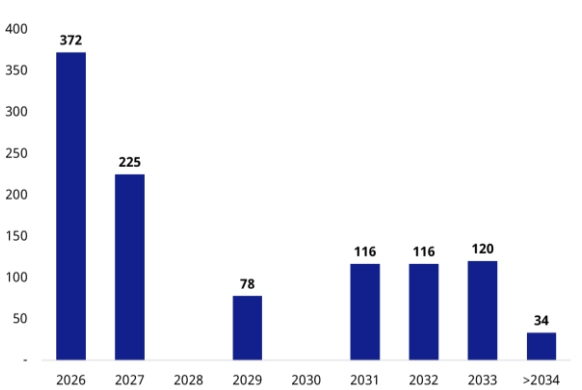
Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
ARCOR 7.6 07/31/33	350	B+	101,76	7,2%	4,6	1.000

Precios indicativos al 23-9.

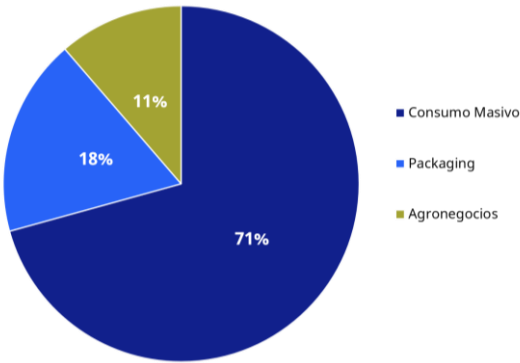
Principales Indicadores Financieros

USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	1.875	1.794	5%
Costos	-1.356	-1.310	4%
Resultado operativo	131	107	23%
EBITDA Ajustado	189	157	20%
EBITDA Aj. (LTM)	343	288	19%
Resultado neto	100	49	104%
Mg. Operativo	7%	6%	+ 103 pbs
Mg. EBITDA	10%	9%	+ 133 pbs
Deuda Financiera	1.061	962	10%
Caja y Activos Fin.	497	348	43%
Deuda Neta	564	614	-8%
Apalancamiento Neto	1,6	2,1	-0,5
Intereses anuales	105	80	30%
Cobertura de Intereses	3,3	3,6	-0,3
Deuda Neta / PN	0,4	0,5	-0,1
Liquidez corriente	1,5	1,3	0,2

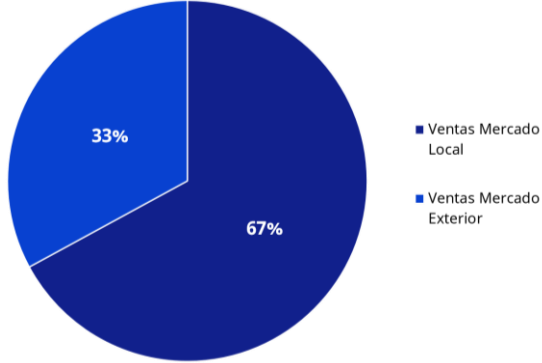
Perfil de Vencimientos de Deuda (USD MM)



Ventas por unidad de negocio (% del total)



Ventas por mercado (% del total)



Research Cucchiara

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

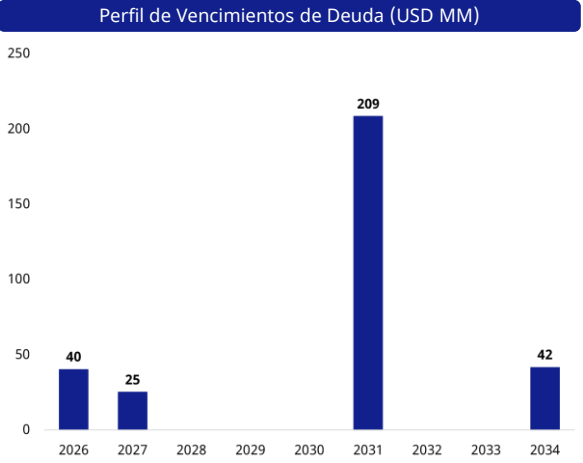
- Los ingresos medidos en dólares crecieron un 10% hasta los USD 723 millones, principalmente impulsados por las ventas en construcción que aumentaron un 12% y el segmento de agua potable un 17%. El segmento de construcción se benefició principalmente por el comienzo de obras en la ruta nacional 19 en Córdoba y otras obras en Paraguay y Argentina que habían sido reiniciadas en 2025. Hacia el futuro, un consorcio en el cual BRH representa el 80%, recibió un contrato de la provincia de Córdoba para la mejora del sistema de agua potable de la ciudad de Córdoba. En el segmento de agua potable, la provincia de Córdoba aprobó aumentos de tarifa por encima de la inflación.
- Las ventas en el segmento de manejo de residuos se expandieron un 10% hasta USD 259 millones como consecuencia de una recomposición tarifaria por encima de la inflación. En cuanto al segmento de transporte, las ventas aumentaron un 8% a USD 203 millones.
- El EBITDA aumentó un 21% interanual hasta alcanzar los USD 75 millones, mientras que el costo de las ventas aumentó un 8% interanual, por debajo del crecimiento de los ingresos. La participación de EBITDA de cada segmento se modificó en favor del transporte que pasó de representar el 1% al 11% del total. De este modo, el Margen de EBITDA se fortaleció 98 puntos básicos hasta el 10% sobre el nivel de ventas.
- La deuda neta como figura en el balance se redujo un 6% respecto a mediados de 2025. 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 162 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 399 millones, mientras que la posición de caja se expande 13% generando una mejora del apalancamiento neto a 3x de 3,7x en 2025.

Conclusiones

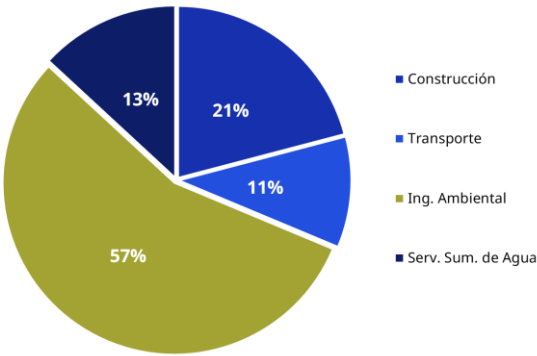
CLISA es una empresa tradicional y es una de las constructoras de ingeniería civil con mayor peso a nivel nacional, aunque su pilar fundamental está en el complejo negocio ambiental. Sumado a esto, sus ingresos se encuentran algo diversificados por segmento y ubicación geográfica. Luego de la reestructuración 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 pero ya a estos niveles no nos atrae demasiado.

Bono	Emisión (MM USD)	Rating	Precio	TIR	MD	Mínimo
CLISA 3 ½ 12/10/31	200	CCC+	73,7	15,4%	3,9	100
CLISA 7 12/10/34	77	CCC+	31,6	22,3%	7,4	1

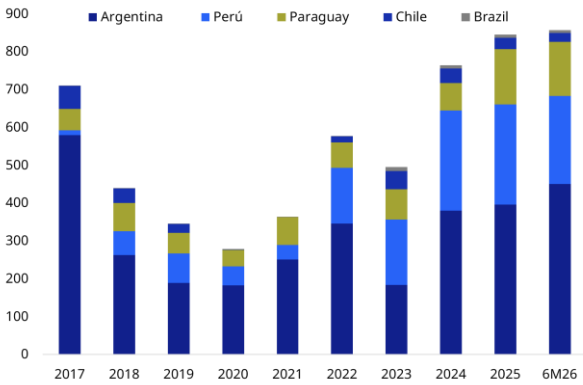
Principales Indicadores Financieros			
USD MM	6M26	6M25	Var (%)
Ingresos	723	661	10%
Costos	518	479	8%
Resultado operativo	41	27	54%
EBITDA Ajustado	75	62	21%
EBITDA Aj. (LTM)	133	116	15%
Resultado neto	29	-3	-
Mg. Operativo	6%	4%	+ 164 pbs
Mg. EBITDA	10%	9%	+ 98 pbs
Deuda Financiera	469	485	-3%
Caja y Activos Fin.	70	62	13%
Deuda Neta	399	423	-6%
Apalancamiento Neto	3,0	3,7	-0,7
Intereses anuales	53	57	-7%
Cobertura de Intereses	2,5	2,0	0,5
Deuda Neta / PN	1,5	1,8	-0,3
Liquidez corriente	1,2	1,1	0,1



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
tomasmandino@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

Este reporte fue confeccionado con precios al cierre del 23/09/26

www.cucchiara.com.ar