

13 de marzo de 2026

### Transportadora de Gas del Sur S.A.

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

Su controlante es CIESA con el 53,8%. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño 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.

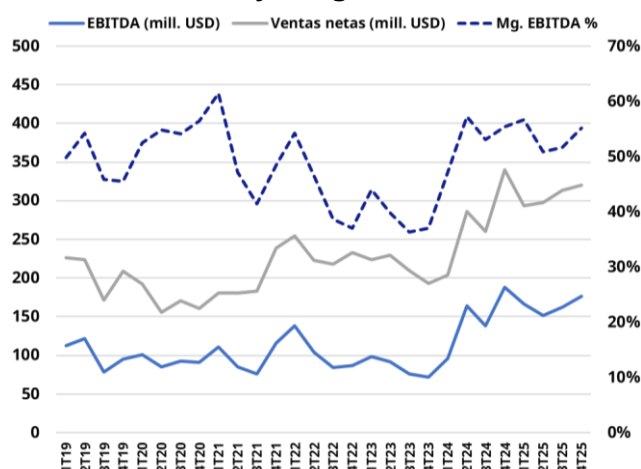
### Resultados

TGS presentó los resultados del ejercicio 2025, finalizado el 31 de diciembre. En nuestro informe anterior, al cierre de 2024 ([ver aquí](#)), habíamos destacado el fuerte salto en los ingresos por transporte tras la recomposición tarifaria, junto con el marcado crecimiento del negocio midstream en Vaca Muerta. En 2025 esta tendencia se profundizó: la compañía consolidó su negocio principal de transporte y alcanzó nuevos récords de ventas y EBITDA en midstream. Por el contrario, el negocio de líquidos mostró un desempeño débil. La producción se vio afectada por las fuertes inundaciones de marzo en Bahía Blanca y los menores precios internacionales.

En el agregado, las ventas anuales totalizaron USD 1.225 millones, con una mejora interanual del 12%. El EBITDA alcanzó USD 656 millones, también con un crecimiento del 12% frente a 2024. Los márgenes operativo y EBITDA se ubicaron en 52% y 54%, respectivamente, niveles históricamente elevados.

| Mill. de USD        | 2025  | 2024  | Var (%) | 2023 | Var (%) |
|---------------------|-------|-------|---------|------|---------|
| Ventas              | 1,225 | 1,090 | 12%     | 856  | 43%     |
| Resultado Operativo | 637   | 577   | 10%     | 323  | 97%     |
| EBITDA              | 656   | 586   | 12%     | 338  | 94%     |
| Margen Operativo    | 52%   | 53%   | -95 pb  | 38%  | 1430 pb |
| Margen EBITDA       | 54%   | 54%   | -18 pb  | 39%  | 1415 pb |

### Ventas, EBITDA y margen EBITDA (trim.)



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

**Transporte de Gas Natural.** Volvió a mostrar un fuerte crecimiento en 2025, impulsado por la recuperación tarifaria. Las ventas del segmento alcanzaron USD 504 millones, un 25% por encima de 2024 y 172% superiores a las de 2023. De esta forma, el transporte representó el 41% de los ingresos totales de TGS, frente al 37% del año anterior. En 2025 el gobierno aplicó aumentos de 2.5% en enero, 1.5% en febrero y 1.7% en marzo. Luego en abril se aprobó la pendiente Revisión Quinquenal de Tarifas (RQT), junto con un plan de inversiones obligatorias para el período 2025–2030 y un cuadro tarifario inicial que contempló un incremento promedio ponderado de 4.74%. Posteriormente, en junio, la Secretaría de Energía definió una actualización periódica por inflación (IPC, IPIM).

Los indicadores operativos también mostraron mejoras. La inyección promedio al sistema alcanzó 86.4 MMm<sup>3</sup>/d, un 4% superior a 2024. El promedio de entregas se ubicó en 74.2 MMm<sup>3</sup>/d, mientras que la capacidad firme contratada alcanzó un nuevo récord de 89.3 MMm<sup>3</sup>/d. El EBITDA del transporte alcanzó USD 334 millones en 2025 (51% del total de TGS), un incremento interanual del 32%. En paralelo, el margen EBITDA se expandió a 66%.

Asimismo, en julio de 2025, el gobierno dispuso la prórroga por 20 años de la licencia de transporte de TGS, extendiendo su vigencia hasta 2047. En este contexto, la compañía presentó nuevos planes de inversión. En octubre de 2025, TGS ganó la licitación para la expansión del Gasoducto Perito Moreno (GPM), con el objetivo de incrementar en 14 MMm<sup>3</sup>/d la capacidad de transporte de gas natural desde Vaca Muerta. El proyecto contempla una inversión de USD 560 millones, bajo el marco del RIGI, con un plazo de ejecución aproximado de 18 meses. Adicionalmente, TGS prevé invertir alrededor de USD 220 millones extras para elevar la presión en su sistema de transporte actual hacia los centros de consumo del país.

**Producción y Comercialización de Líquidos.** A comienzos de marzo de 2025 se registraron lluvias sin precedentes en Bahía Blanca que provocaron la inundación del Complejo Cerri, paralizando temporalmente la producción de líquidos de TGS. Las operaciones comenzaron a restablecerse a mediados de abril y alcanzaron niveles normales a partir de mayo. En 2025, las ventas de líquidos totalizaron USD 469 millones, una caída interanual del 4%. El 44% de las ventas se destinó a exportaciones. Los precios internacionales se mantuvieron a la baja, con el butano y la gasolina natural promediando una caída del 10% contra el año anterior. El volumen total vendido alcanzó casi 1,08 millones de toneladas, prácticamente en línea con el año

anterior a pesar de la interrupción operativa. En exportaciones sobresalió el butano, cuyo volumen creció 32% interanual, en detrimento de las ventas locales, que cayeron 27%.

En términos de rentabilidad, el impacto del evento climático fue más evidente. El EBITDA del segmento alcanzó USD 157 millones, una caída del 21% frente a 2024, su nivel más bajo desde la pospandemia. A la menor facturación se sumó el reconocimiento de pérdidas y desvalorizaciones asociadas al impacto ambiental.

**Midstream y otros servicios.** En Vaca Muerta, TGS cuenta con 182 km de gasoductos con capacidad de transporte de hasta 60 MMm<sup>3</sup>/d y plantas con capacidad de acondicionamiento ampliada a 28 MMm<sup>3</sup>/d desde febrero de 2025. Este segmento incluye además la operación y mantenimiento del GPM en el tramo Tratayén-Salliqueló (573 km). En 2025, el segmento midstream volvió a registrar mayores volúmenes de transporte y acondicionado. Como resultado, la capacidad firme contratada de transporte promedió 26,7 MMm<sup>3</sup>/d en 2025 (vs. 22,8 MMm<sup>3</sup>/d en 2024), mientras que las entregas diarias promedio aumentaron de 20,7 a 24,9 MMm<sup>3</sup>/d. En tratamiento de gas, la capacidad firme contratada se expandió de 14,5 a 20,8 MMm<sup>3</sup>/d, al tiempo que el volumen promedio diario acondicionado en Tratayén creció de 15,1 a 26,2 MMm<sup>3</sup>/d.

En términos financieros, las ventas del segmento alcanzaron USD 247 millones, un incremento interanual del 29%, representando el 20% de los ingresos totales de TGS. El EBITDA fue de USD 165 millones, con un crecimiento del 24% interanual y equivalente al 25% del EBITDA consolidado. El margen EBITDA se mantuvo estable en 67%.

## Perfil de deuda

Al cierre de 2025, TGS reportó una deuda financiera de USD 1.172 millones, completamente en dólares. El 82% se correspondió a sus dos bonos bajo legislación internacional, mientras que el 18% restante son préstamos bancarios y leasings, mayormente de corto plazo.

El endeudamiento se duplicó respecto del cierre de 2024, principalmente por la emisión de deuda realizada en noviembre pasado por USD 500 millones con un rendimiento inicial del 8% anual a 10 años, el plazo más largo en la historia de la compañía. La colocación a 2035 registró una demanda de USD 1.300 millones, más de dos veces el monto ofrecido.

La caja cerró en USD 556 millones, un incremento cercano a USD 500 millones frente al año anterior, impulsado por la nueva emisión y a pesar del pago de dividendos por casi USD 180 millones. El 89% de la liquidez esta dolarizada. Por su parte, los activos financieros se mantuvieron prácticamente estables en USD 694 millones, denominados en un 78% en dólares.

Gracias a esta sólida posición de liquidez, la deuda neta volvió a cerrar en terreno negativo, aunque en menor magnitud, en USD -78 millones. El ratio Deuda Neta/EBITDA se ubicó en -0.1x. La cobertura de EBITDA sobre intereses pagados alcanzó 10.2x. Considerando el mayor costo financiero asociado a la nueva emisión, este ratio se reduciría a alrededor de 8.2x, aunque se mantiene en niveles muy holgados.

**TRAGAS 8 ½ 2031:** Vence bullet en 2031 y paga intereses semestrales con cupón 8,5%. Su circulante es de USD 490 millones. Cotiza clean cable en USD 106 con TIR 7,1% y duration 4,4.

**TRAGAS 7 ¾ 2035:** Emitido por USD 500 millones, vence bullet en 2035. Posee cupón de pago semestral de 7,75%. Opera en USD 102.5 con TIR 7,4% y duration 6,9.

| Mill. de USD        | 4T25  | 4T24 | Var (%) | 4T23 | Var (%) |
|---------------------|-------|------|---------|------|---------|
| Deuda Financiera    | 1,172 | 562  | 109%    | 583  | 101%    |
| Caja y equivalentes | 556   | 58   | 854%    | 8    | 6687%   |
| Activos Financieros | 694   | 716  | -3%     | 542  | 28%     |
| Deuda Neta          | -78   | -212 | -63%    | 33   | -336%   |
| EBITDA 12M          | 656   | 586  | 12%     | 338  | 94%     |
| Deuda Neta/EBITDA   | -0.1  | -0.4 | 0.2     | 0.1  | -0.2    |
| Intereses anuales   | 65    | 52   | 24%     | 52   | 23%     |
| EBITDA/Intereses    | 10.2  | 11.3 | -1.1    | 6.4  | 3.7     |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

| ISIN         | Descripción         | Ticker | Clean | TIR | MD  | Mín.   |
|--------------|---------------------|--------|-------|-----|-----|--------|
| USP9308RBA07 | TRAGAS 8 ½ 07/24/31 | TSC30  | 106.0 | 7.1 | 4.3 | 10,000 |
| USP9308RBB89 | TRAGAS 7 ¾ 11/20/35 | TSC40  | 102.5 | 7.4 | 6.6 | 1,000  |

Fuente: Cucchiara Research en base a Bloomberg.

## Perspectivas

De cara a los próximos años, TGS mantiene un perfil financiero y operativo sólido dentro del universo corporativo argentino. La compañía combina flujos estables provenientes del negocio regulado de transporte con un segmento midstream en expansión, impulsado por el crecimiento estructural de la producción de gas en Vaca Muerta. En este contexto, la extensión de su licencia de transporte y el nuevo esquema de actualización tarifaria aportan mayor previsibilidad a los ingresos regulados. A su vez, el negocio midstream se ha consolidado como uno de los principales motores de crecimiento y todavía cuenta con amplio espacio para expandirse. Con las operaciones ya normalizadas del segmento líquidos y en un contexto internacional donde los commodities energéticos han repuntado en medio de las tensiones geopolíticas, 2026 podría marcar un año de recuperación para este negocio.

En paralelo, la compañía anunció recientemente un ambicioso proyecto de inversión cercano a USD 3.000 millones para desarrollar un sistema integrado de procesamiento y exportación de líquidos vinculados a Vaca Muerta. La iniciativa contempla ampliar las instalaciones en Tratayén y construir un ducto de más de 500 km hasta Bahía Blanca, donde se instalarán facilidades de fraccionamiento, almacenamiento y exportación de propano, butano y gasolina natural.

Desde el punto de vista crediticio, TGS continúa destacándose por la fortaleza de su balance. Al cierre de 2025 mantiene deuda neta negativa, elevados niveles de liquidez y un perfil de vencimientos cómodo, con una vida promedio cercana a 7 años. Si bien el ambicioso plan de inversiones podría implicar un aumento gradual del apalancamiento, partiría desde niveles extremadamente conservadores y se ubicaría en ratios más que razonables para una compañía energética en expansión. En este marco, sus bonos corporativos continúan ofreciendo una relación riesgo-retorno muy atractiva dentro del crédito corporativo argentino. Instrumentos como el TRAGAS 8.5% 2031 y el TRAGAS 7.75% 2035 operan con rendimientos en torno al 7-7.5%, niveles que consideramos interesantes dada la fortaleza del perfil crediticio de la compañía.

En este contexto, mantenemos una visión positiva y consideramos a sus bonos como una alternativa muy atractiva dentro de nuestras carteras de renta fija.

---

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Tomás Mangino  
[tomasmandino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmandino@cucchiara.com.ar)

Jonathan Rung  
[jonathan@cucchiara.com.ar](mailto:jonathan@cucchiara.com.ar)

Julietta Marchione  
[julietamarchione@cucchiara.com.ar](mailto:julietamarchione@cucchiara.com.ar)