

20 de abril de 2026

Edenor S.A.

Edenor (Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.) es la mayor compañía de distribución de energía eléctrica de Argentina, con una concesión que abarca la zona norte de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y del Gran Buenos Aires, abarcando 4.637 km², un total de clientes de 3.39 millones, 42.916 km de redes eléctricas, significando el 20% de la participación del mercado eléctrico nacional.

El 51% de las acciones de Edenor pertenecen a South American ENERGY LLP que es un consorcio inversor conformado por tres figuras clave en el sector energético argentino: Daniel Vila, José Luis Manzano y Mauricio Filiberti. Del 49% restante de las acciones, el 26.8% se encuentran en poder de la ANSES y 22.1% tienen libre flotación tanto ByMA como en NYSE via ADRs.

Operaciones

En 2025, el volumen de ventas de energía totalizó 22.952 GWh (+1.6% vs 2024), que fue liderado principalmente por el efecto de la mayor demanda en los clientes residenciales y pequeños comercios. La base de clientes de Edenor alcanzó 3,39 millones (+1% vs 4T24) fundamentalmente debido al aumento de clientes residenciales y comercios medianos.

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

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Por su parte, el porcentaje de pérdidas de energía se encuentran en 15.69%, valores mínimos de los últimos 8 años.

Resultados

Como es usual en nuestros reportes analizaremos los estados contables de la compañía en dólares, utilizando el tipo de cambio mayorista promedio o de cierre de cada período según corresponda.

Desde finales de 2023, se llevaron adelante numerosos cambios regulatorios en orden de la recomposición de las tarifas que compra la empresa por el suministro de energía. A continuación, se detallan los principales cambios regulatorios desde 2025 hasta la fecha:

ene-25	Edenor presentó propuesta tarifaria al ENRE, para ser evaluada en la Audiencia Pública
feb-25	El ENRE hizo la Audiencia Pública para definir las tarifas de distribución de electricidad para los próximos 5 años (2025-2030).
abr-25	Aprobación de la Revisión Quinquenal Tarifaria, incluyendo ajustes automáticos mensuales del 0,42% por encima de la inflación, basada en una fórmula en el IPC (33%) e IPIM (67%).
may-25	Regularización de la deuda con CAMMESA: se está pagando mediante planes de pago en 72 a 75 cuotas mensuales.
oct-25	Edenor presentó un reclamo de "Activo Regulatorio" calculado por terceros independientes. La Secretaría de Energía ya está analizando el reclamo de la compañía.
Ene-25 - Dic-25	Incremento VAD 12M25 + 37% vs. IPC de 32% vs. Devaluación 41% FX ARS/USD. 1% de ajuste promedio de VAD: mensual desde Agosto 2024
dic-25	El ENRE autorizó a la Compañía a modificar la frecuencia de las lecturas de los medidores de bimensual a mensual.
Ene-26 - Mar-26	Continúa aplicándose fórmula de ajuste - en Marzo 2026 el incremento de VAD fue de 2,5%.

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

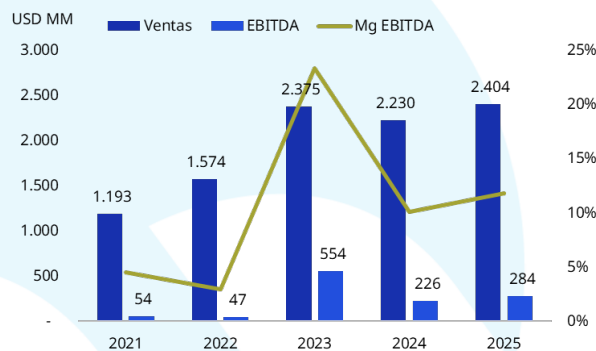
De este modo, para 2025 los ingresos por servicios alcanzaron los USD 2.404 millones un 8% más que en 2024, debido principalmente al impacto del ajuste de las tarifas, incluyendo febrero 2024 (319,2%) y los ajustes mensuales desde agosto 2024 (3,1% en promedio). A fines de diciembre de 2025, el índice de cobranza fue del 95,75%, siendo el saldo moroso a dicha fecha de USD 65 millones.

En contrario, el costo (compras de energía) se incrementó un 10% hasta USD 1.397 millones en igual comparación. La variación se explica principalmente por el aumento en la demanda, mayores precios de generación y reducción de subsidios.

De esta manera, el EBITDA alcanza los USD 284 millones un 26% más que en 2024, un margen EBITDA de 12% (+ 200pb vs 2024). Esto sin contemplar los USD 149 millones pagaderos en 72 cuotas, de la deuda reconocida por CAMMESA que surge de las compras de energía desde noviembre 2023 hasta marzo 2024 vencidos.

USD MM	2025	2024	Var (%)
Ingresos	2.404	2.230	8%
Costos	1.397	1.273	10%
Resultado operativo	115	46	151%
EBITDA	284	226	26%
Resultado neto	192	297	-35%
Mg. Operativo	5%	2%	132%
Mg. EBITDA	12%	10%	200pb

Ventas Anuales



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

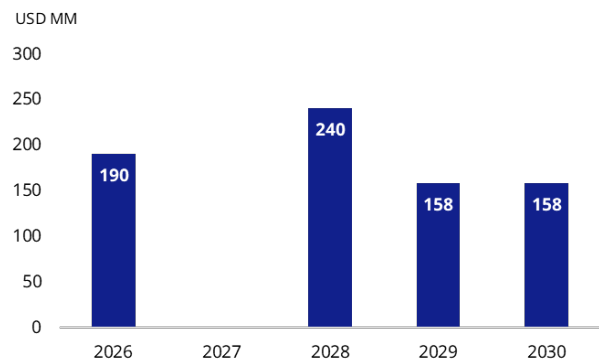
Perfil de Deuda

Al cierre del balance 2025, la empresa totalizó una deuda financiera total de USD 798 millones, un aumento del 104% i.a. El 79% de la deuda total corresponde a bonos, mientras que el restante 21% son préstamos y descubiertos bancarios.

Por su parte, la compañía tiene activos financieros valuados a valor razonable por USD 44 millones, mientras que en efectivos y equivalentes posee otros USD 142 millones, lo cual le deja como deuda neta un total de USD 232 millones o un apalancamiento neto de 0.8 veces.

USD MM	2025	2024	Var (%)
Deuda Financiera	798	392	104%
Activos Financieros	424	352	21%
Efectivo y Eq.	142	23	513%
Deuda Neta	232	17	1291%
Apalancamiento Neto	0,8	0,1	0,7
Intereses anuales	29	34	-12%
Cobertura de Intereses	9,7	6,8	2,9

Perfil de Vencimientos



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Bonos

Edenor tiene un solo bono con legislación nueva york por un monto total de USD 475 millones, éste tiene vencimiento en 2030, cupón semestral del 9.75% anual, y amortización en tres cuotas iguales, anuales y consecutivas a partir de 2028. El bono fue emitido originalmente por USD 300 millones y en diciembre pasado tuvo una reapertura por USD 180 millones más.

El pasado 15 de abril, la compañía lanzó una oferta de compra por este bono en efectivo por hasta USD 150 millones. La oferta tiene una opción de aceptación temprana hasta el 28/4/26 por un precio de USD 1,02.- mientras que al vencimiento de la oferta el 13/5/26 la empresa pagará 0,99.- por bono.

Ticker	Precio	TIR	DUR	Mínimo	Amou Out	R
EDNAR 9 ¾ 10/24/30	101,22	9,33%	2,7	100	475	B-

Al mismo tiempo, Edenor está licitando un nuevo bono con legislación nueva york por hasta USD 500 millones, pagadera semestralmente, con vencimiento a 7 años, amortización del 33% 5to año; 33% 6to año y 33.34% 7mo año, precio y

cupón a ser informado en la licitación. La misma podrá ser integrada tanto en dólares localmente (MEP), en dólares en el exterior (cable), como también podrán ser integradas mediante las especies EDNAR 9 $\frac{3}{4}$ 11/22/26 y EDNAR 9 $\frac{1}{2}$ 08/05/28 a 105.22 y 103.41 por cada 100 bonos respectivamente. El comienzo de la licitación está programado para el próximo 22/04/26.

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
Julietamarchione@cucchiara.com.ar

Perspectivas

La empresa opera hace muchos años con un bajo nivel de apalancamiento. En los últimos trimestres, gracias a la recomposición tarifaria mencionada, la deuda neta sobre EBITDA se ubica en niveles más que confortables. Observando el desempeño de su bono 2030, pensamos que el nuevo bono a 7 años de maturity debería salir con un rendimiento estimado en torno al 9,50%.

Nos gusta el crédito al 9,50%; su premio por sobre la curva corporativa argentina solo se explica por el riesgo de un eventual retorno a prácticas de atraso tarifario por parte del Ejecutivo. Los inversores locales cuentan con un fuerte incentivo al poder integrar con dólares MEP un bono bajo legislación de Nueva York que paga dólares cable. Dependiendo del valor del canje al momento de la integración, ese diferencial en dólares puede llevar el rendimiento efectivo varios puntos básicos por encima de la tasa de corte.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar