

One Page de cada una Empresas argentinas

Ramiro Aranguren
ramiroaranguren@gmail.com
(+54 9) 11-5807-7003

Si invertimos en el mercado local, es muy probable que compremos acciones o bonos de alguna de las principales compañías del país, como YPF, Telecom o Edenor, por nombrar 3 conocidas.

Lo más común para un inversor que está empezando es invertir en bonos en dólares de estas empresas. Por este motivo, le hacemos un seguimiento cercano a cada una, tomando los informes de calificadoras reconocidas como base (FIX, Moody's), y complementando con nuestros propios análisis.

A continuación presentamos información detallada de cada una:

Empresa	Hoja
Aeropuertos Argentina 2000	2
Arcor	3
Banco Comafi	4
Banco Hipotecario	5
Banco Macro	6
CNH (Case New Holland)	7
Cresud	8
EDEMSA	9
EDENOR	10
IRSA	11
John Deere (compañía financiera)	12
Loma Negra	13
OTAMERICA	14
OLDELVAL	15
Pan American Energy	16
Pampa Energía	17
Pluspetrol	18
Scania	19
Tecpetrol	20
Telecom	21
Transportadora de Gas del Sur	22
Vista Energy	23
YPF	24
YPF Energía Eléctrica	25

AEROPUERTOS ARGENTINA 2000 - Infraestructura

Aeropuertos Argentina 2000 (AA2000) es la concesionaria aeroportuaria más grande del país y una de las principales de la región: administra 35 de los 56 aeropuertos del Sistema Nacional de Aeropuertos, incluyendo Ezeiza y Aeroparque, y concentra cerca del 92% del flujo total de pasajeros en Argentina. La compañía forma parte del grupo Corporación América Airports (CAAP), que controla el 85% del capital (el 15% restante pertenece al Estado Nacional). El contrato de concesión —de base 30 años— fue extendido hasta 2038, brindando un marco de estabilidad regulatoria de largo plazo.

Los ingresos de AA2000 tienen una fuerte dolarización: alrededor del 85% está denominado o indexado en moneda extranjera, lo que permite sostener márgenes operativos elevados y relativamente estables. En los últimos doce meses a junio 2025, la compañía generó ingresos por ARS 1.100 mil millones y un EBITDA de ARS 385 mil millones, alcanzando un margen del 35%. La recuperación del tráfico internacional, sumada a eficiencias operativas y al ajuste reciente de la tasa de cabotaje, permitió consolidar la rentabilidad incluso en un contexto macroeconómico local volátil.

El negocio combina actividades aeronáuticas —que representan el 58,5% de los ingresos— con actividades comerciales (espacios de alquiler, carga, duty free), que aportan el 41,5% restante.

En términos financieros, AA2000 exhibe una estructura de capital sólida y en proceso de desapalancamiento: la deuda se redujo a USD 580 millones a junio 2025 y el ratio Deuda/EBITDA cayó a 1,8x (1,3x neta). La compañía mantiene una holgada liquidez, con USD 167 millones de caja, equivalente a 2,4x la deuda de corto plazo, y un cronograma de vencimientos a largo plazo sin concentraciones importantes.

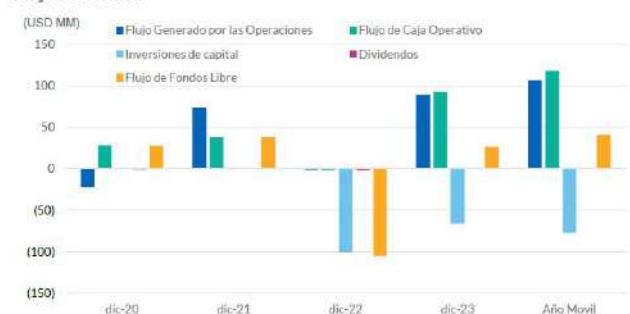
El marco concesionado establece un programa de inversiones mandatorias por USD 606 millones entre 2022 y 2027, con USD 50 millones anuales entre 2024 y 2027. Este plan es manejable con la generación de flujo operativo y sin necesidad de incrementar deuda.

AA2000 combina liderazgo absoluto en la infraestructura aeroportuaria argentina, un esquema tarifario parcialmente dolarizado, una concesión extendida, un programa de inversión previsible y un proceso sostenido de desapalancamiento. Así, la compañía se posiciona como un emisor atractivo.

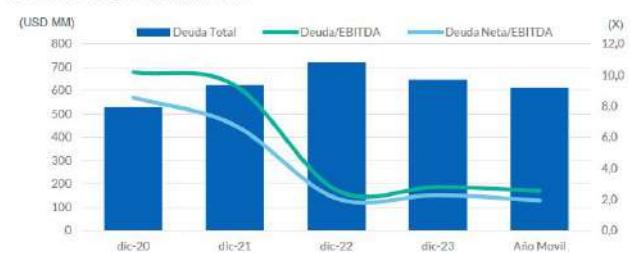
Evolución Ventas - EBITDA



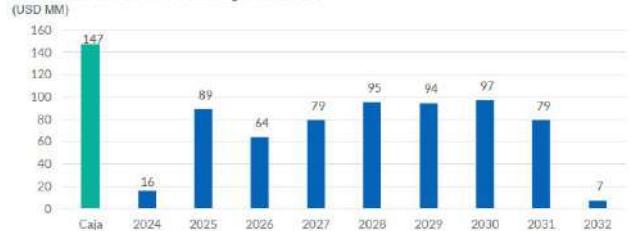
Flujo de Fondos



Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda a Junio 2024



• Gráficos a junio 2024.

ARCOR - Alimentos y Bebidas

Arcor es una de las compañías de consumo masivo más relevantes de América Latina y líder absoluta en Argentina, combinando alimentos, golosinas, galletas, empaques y agroindustria dentro de una estructura con 48 plantas industriales en la región y un portafolio que supera los 1.500 productos. La empresa está controlada casi en su totalidad por el Grupo Arcor S.A. (99,7%), con presencia accionaria netamente local, y opera a través de una red de distribución que alcanza más de 250.000 puntos de venta en el país, constituyendo una barrera de entrada central frente a competidores como Mondelez, Nestlé o Bimbo.

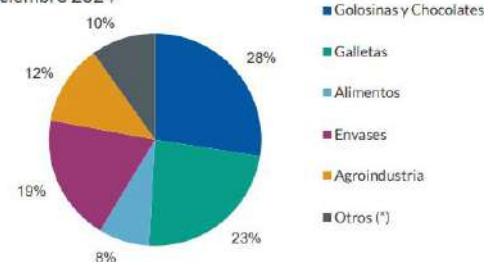
Su negocio muestra una diversificación inusual para el sector: golosinas y chocolates (25,7%), galletas (24%), empaques (20,4%), agroindustria (11,2%) y alimentos (8,2%), lo que le permite sostener márgenes estables incluso en ciclos económicos volátiles. En 2024 reportó ventas por USD 3.816 millones y un EBITDA de USD 287 millones (margen 7,5%), con un mayor aporte de los segmentos de envases (35% del EBITDA) y agroindustria (23%), apalancados por la integración vertical y el joint venture con Ingredion, que fortaleció la provisión de derivados de maíz y la presencia regional.

A nivel financiero, Arcor mantiene un perfil sólido: a diciembre de 2024 su deuda total era de USD 848 millones, con un net leverage de 1,8x EBITDA, una estructura sin concentraciones de vencimientos y liquidez de USD 335 millones. La exposición en moneda extranjera (60% de la deuda) se equilibra con exportaciones normalizadas por USD ~300 millones, suficientes para cubrir ampliamente los intereses internacionales. FIX destaca su "fuerte flexibilidad financiera" y un acceso probado a mercados locales e internacionales.

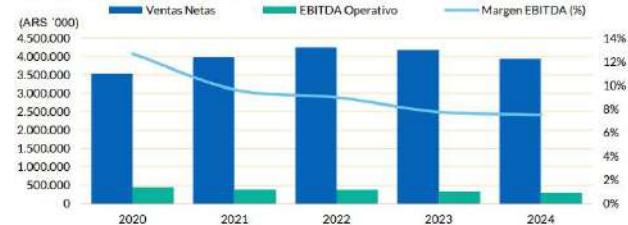
La compañía atraviesa además un proceso estratégico relevante: la intención de ejercer la opción por el 51% restante de Mastellone Hermanos, operación que se encuentra en discusión pero que FIX considera neutral para la calificación crediticia. En paralelo, la normalización de los precios relativos en Argentina abre espacio para recuperar márgenes en alimentos, lo que impulsa dicha decisión estratégica de compra.

Con una combinación de escala, marcas líderes, integración vertical, diversificación geográfica y un endeudamiento manejable, Arcor mantiene una posición defensiva dentro del universo de compañías argentinas y un perfil crediticio consistente con su rating AAA(arg).

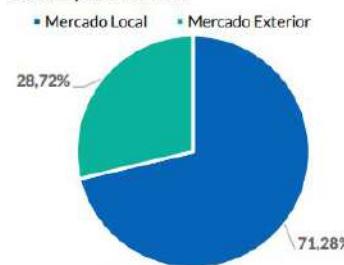
Ventas por Segmento diciembre 2024



Evolución Ventas - EBITDA



Ventas por Mercado

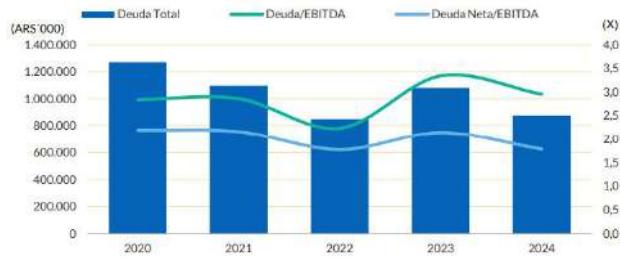


Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Flujo de Fondos ■ Flujo Generado por las Operaciones



Deuda Total y Endeudamiento



BANCO COMAFI - Bancos

Banco Comafi es un banco privado argentino con un modelo de negocios diversificado, enfocado en banca corporativa, banca transaccional, servicios fiduciarios y mercado de capitales, donde ha logrado construir ventajas competitivas claras. Esta especialización le permitió sostener históricamente niveles adecuados de rentabilidad y una posición financiera sólida, aun atravesando un contexto macroeconómico volátil para el sistema financiero local.

En términos de escala, al 30 de septiembre de 2025 el banco contaba con activos totales por ARS 2,6 billones, con una cartera de préstamos que representaba cerca del 41% del activo. La cartera se encuentra bien diversificada entre créditos comerciales y de consumo, con una muy buena calidad de activos: la mora se ubicó en 1,5%, claramente por debajo del promedio de bancos privados (4,2%), mientras que las previsiones cubrían el 141,6% de la cartera irregular, reflejando un enfoque prudente en la gestión del riesgo crediticio.

El desempeño de 2025 estuvo condicionado por el cambio de entorno macroeconómico y la normalización de ingresos extraordinarios. A septiembre, el banco reportó una utilidad neta de ARS 1.349 millones, equivalente a un ROAA de 0,1%, por debajo de los niveles excepcionalmente altos de 2024. Esta contracción respondió principalmente a menores resultados por pasos con el BCRA y por títulos públicos, una dinámica que se observó de forma generalizada en el sistema. No obstante, FIX destaca que la mejora en el spread de intermediación, el crecimiento del crédito y la menor presión inflacionaria deberían permitir una recuperación gradual de la rentabilidad hacia adelante.

Uno de los principales pilares del perfil crediticio de Comafi es su holgada posición de liquidez. A septiembre de 2025, la liquidez inmediata se ubicó en 27,9%, un nivel considerado muy sólido, apoyado en la elevada participación de depósitos a la vista y en la corta duración de los activos.

Desde el punto de vista de solvencia, el banco mantiene una capitalización adecuada. El ratio de Patrimonio Neto tangible sobre activos tangibles fue de 12,6%. La exposición al sector público es acotada, representando solo 11,8% del activo, lo que limita riesgos asociados a concentraciones soberanas.

En conjunto, Banco Comafi combina buena calidad de activos, liquidez holgada, capitalización adecuada y un modelo de negocios especializado, factores que sustentan su calificación AA(arg) de largo plazo.

Gráfico #3: Evolución de la rentabilidad (en %)

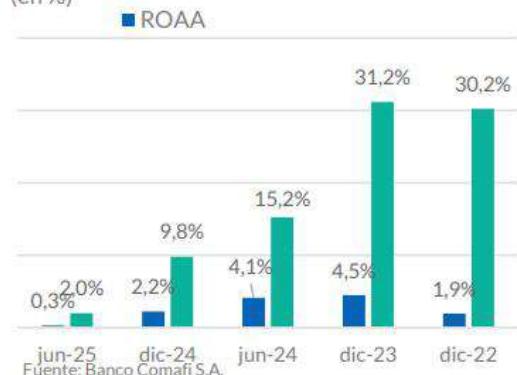


Gráfico #4: Ratios de rentabilidad

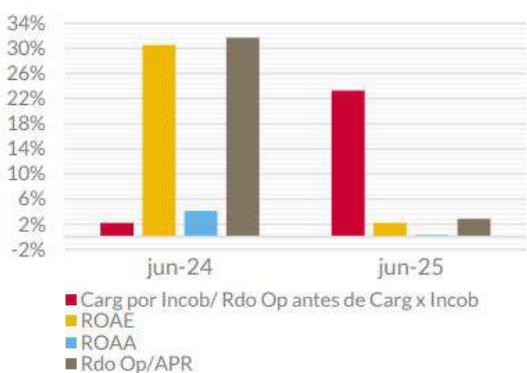
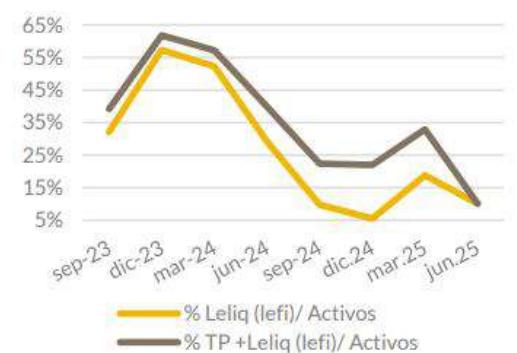


Gráfico #15: Calidad de la cartera (%)



Gráfico #17: Exposición al sector público sobre activos



BANCO HIPOTECARIO - Bancos

Banco Hipotecario (BH) es un banco universal que en los últimos años consolidó un posicionamiento comercial asociado al concepto de "Banco del Hogar", con foco en productos vinculados a vivienda y consumo complementario. Opera con presencia nacional a través de 67 sucursales y se apoya en una red comercial extensa, con más de 1.100 alianzas activas. En términos de escala, se ubica aproximadamente 14° por activos, 13° por depósitos y 16° por préstamos, con participaciones de mercado cercanas a 1,4% / 1,5% / 0,7% respectivamente.

A nivel accionario, el banco presenta una estructura mixta. El Estado conserva la mayoría económica pero con 40,85% de los votos, mientras que el principal accionista privado es IRSA, con 30%.

En el balance, a sep-25, los préstamos netos alcanzan ARS 1,206 billones, equivalentes a 29,3% del activo, y la cartera muestra un sesgo minorista: tarjetas 32,5%, hipotecarios 17,1% y personales 12,2%. En paralelo, los títulos valores suman ARS 1,98 billones (~48% del activo), con un rol importante en liquidez y administración financiera.

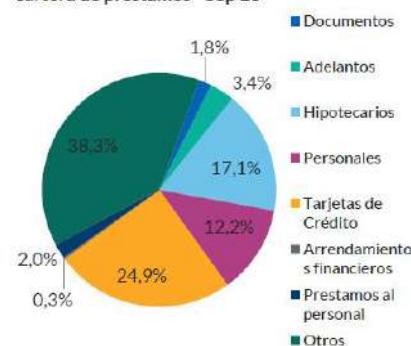
En calidad de activos, se observa un cambio respecto del año previo. La cartera irregular se ubicó en 4,4% (desde 1,5%), alineándose con el promedio de bancos privados (4,3%). La cobertura con previsiones es 90,2%, y el riesgo no cubierto representa un bajo 1,1% del patrimonio.

En liquidez y calce, el banco mantiene indicadores consistentes con el funcionamiento del sistema. Los activos líquidos cubren 23,9% de los depósitos y pasivos financieros con vencimiento hasta 90 días, mientras que la cartera de créditos es de duración corta: 45,9% vence dentro de los 90 días, lo que contribuye al calce de plazos.

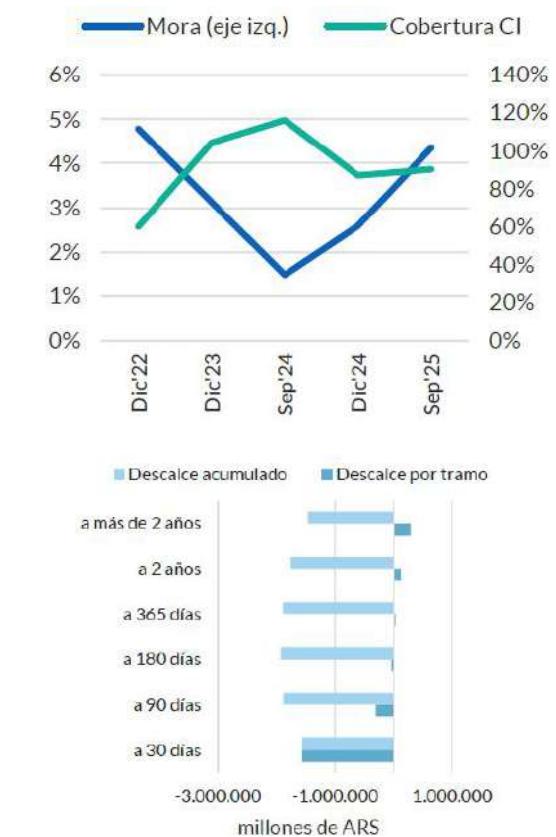
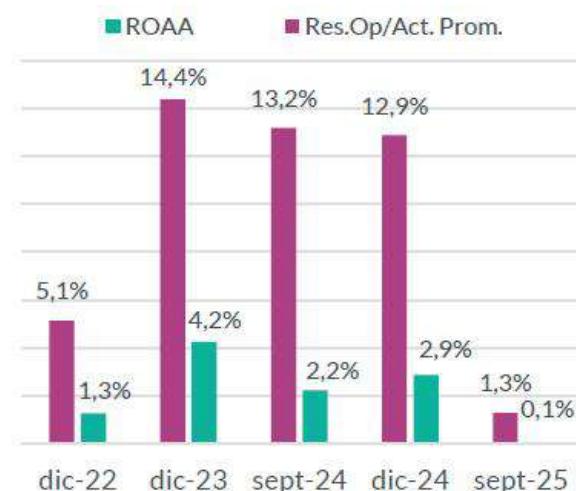
En resultados, 2025 muestra una rentabilidad significativamente menor frente a 2024. A sep-25, la utilidad neta fue ARS 1.742 millones, con ROAA 0,06% y ROAE 0,41%, afectada por un menor resultado financiero (incluida la eliminación de pases con BCRA), un menor aporte de resultados por títulos y mayores cargos por incobrabilidad.

En síntesis, Banco Hipotecario combina una franquicia con posicionamiento comercial definido (Hogar) y escala media dentro del sistema, con un balance donde conviven una cartera minorista relevante y una alta participación de títulos. Su perfil crediticio se describe principalmente por la dinámica de rentabilidad en el nuevo entorno regulatorio, la evolución de la calidad de cartera y la preservación de capital y liquidez en un contexto macroeconómico exigente.

Gráfico #10: Desagregación de la cartera de préstamos - Sep'25



Fuente: Banco Hipotecario S.A.



BANCO MACRO - Bancos

Banco Macro es uno de los principales bancos privados de la Argentina y una de las entidades financieras de mayor relevancia sistémica del país. A septiembre de 2025 se ubicaba como el 5º banco privado por activos y préstamos, el 6º por depósitos y el 3º por patrimonio, y es considerado Banco de Importancia Sistémica Local (D-SIB) por el BCRA. Su franquicia se apoya en una extensa red de 469 sucursales, con presencia en 23 de las 24 provincias, y una base de más de 6,2 millones de clientes, con fuerte foco en el interior del país.

El modelo de negocios combina banca minorista, comercial y servicios financieros, con una elevada diversificación de ingresos y un bajo costo de fondeo relativo. Macro es además agente financiero de las provincias de Misiones, Salta, Jujuy y Tucumán, lo que refuerza su volumen operativo y su rol institucional. En los últimos años, el banco profundizó su estrategia de intermediación tradicional, reduciendo gradualmente la exposición a instrumentos del BCRA y al sector público.

En términos de desempeño, 2025 mostró una normalización de la rentabilidad tras un 2024 excepcionalmente alto. A septiembre de 2025, el banco registró un ROA de 1,2% y un ROE de 4,9%, niveles que siguen siendo superiores al promedio del sistema privado, aun en un contexto de compresión del spread y mayor competencia. FIX espera que la recuperación del crédito y el mayor peso de los ingresos por intereses netos sostengan los resultados en adelante, aunque con una mayor sensibilidad al ciclo crediticio.

La calidad de cartera se mantiene controlada. La mora se ubicó en 3,2%, por debajo del promedio de bancos privados (4,3%), con una cobertura de previsiones adecuada y una gestión prudente del riesgo. Si bien se espera que los indicadores de irregularidad se mantengan por encima de los de 2024, esto respondería al aumento en la colocación de préstamos.

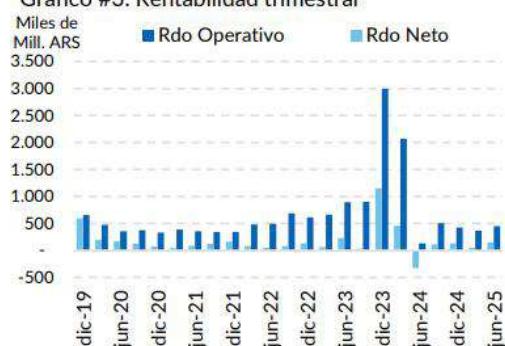
Desde el punto de vista patrimonial, Banco Macro exhibe métricas de capital muy sólidas. El patrimonio sobre activos tangibles alcanzó 22,5%, uno de los niveles más altos del sistema, otorgando un amplio margen para absorber pérdidas y acompañar el crecimiento del crédito. La liquidez continúa siendo buena: los activos líquidos representan cerca del 30% de los depósitos y deudas financieras de corto plazo, aun luego del cambio en la composición del balance hacia una mayor intermediación.

En conjunto, Banco Macro combina escala, presencia federal, capitalización robusta, buena calidad de activos y liquidez holgada, lo que sustenta su calificación AAA(arg) con perspectiva estable.

Gráfico #6: Rentabilidad Comparada
(Rdo Op. / Activos Prom.)



Gráfico #3: Rentabilidad trimestral



Fuente: Banco Macro S.A.

Gráfico #14: Descalce de plazos
(EECC individual)



Gráfico #16: Capitalización



Fuente: Banco Macro S.A.

CNH - Servicios Financieros

CNH Industrial Capital Argentina (CNHICA) es la financiera local del grupo CNH Industrial N.V., que controla el 79,8% del capital y cuenta con calificación internacional BBB por Fitch. Su función es acompañar la venta de maquinaria agrícola y de construcción de marcas líderes como Case, New Holland e Iveco, lo que la inserta en un negocio estrechamente vinculado al ciclo agroindustrial, con activos reales de alta recuperabilidad y fuerte alineación estratégica con su casa matriz.

El modelo de negocios está fuertemente concentrado en préstamos prendarios que explican prácticamente la totalidad del activo. Al 30 de septiembre de 2025, la cartera neta de previsiones ascendía a ARS 564 mil millones, con un perfil marcadamente dolarizado: 83% de los activos se encuentran denominados en dólares o ajustados por tipo de cambio. La calidad crediticia se mantiene adecuada, con una mora de 4,4%, contenida pese al contexto macro, y previsiones que cubren aproximadamente 30% de la cartera irregular, reflejando una política prudente y un monitoreo permanente del riesgo.

Tras un 2024 afectado por el impacto inflacionario, la rentabilidad mostró una recuperación significativa. A septiembre de 2025, el ROA fue 7,2% y el ROE 31,4%, impulsados por la mejora del spread financiero, mayores ingresos por diferencia de cambio y un crecimiento sostenido del volumen de préstamos desde el segundo semestre de 2024. El resultado neto acumulado alcanzó ARS 29.300 millones, consolidando el cambio de tendencia.

En términos de fondeo, CNHICA presenta una estructura diversificada, combinando obligaciones negociables (30,7%), líneas bancarias y financiamiento intragrupo (18,2%), lo que reduce el riesgo de refinanciación y refuerza el soporte del accionista. La liquidez es holgada: los activos líquidos cubren 1,6 veces las obligaciones financieras de corto plazo, nivel considerado adecuado por FIX.

La solvencia continúa siendo uno de los principales pilares crediticios. El patrimonio neto representa 24,8% del activo, y el capital tangible se ubica en 23,0%, otorgando un colchón sólido para acompañar la expansión del crédito en un escenario macro más estable.

En conjunto, el fuerte respaldo de un grupo multinacional, una cartera bien garantizada y dolarizada, la recuperación de la rentabilidad, la adecuada liquidez y una capitalización robusta sustentan la calificación AA(arg) de CNHICA y la posicionan como uno de los perfiles más sólidos dentro del universo de financieras no bancarias locales.

Gráfico #3: Penetración por producto

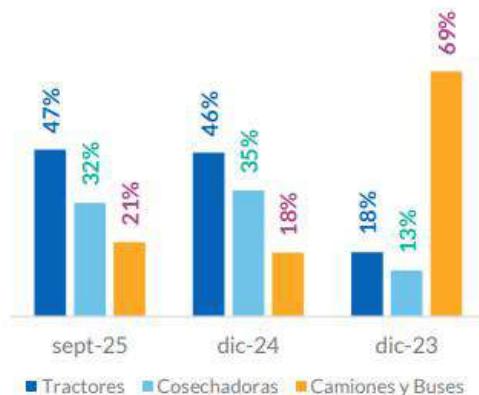


Gráfico #5: Cartera Irregular

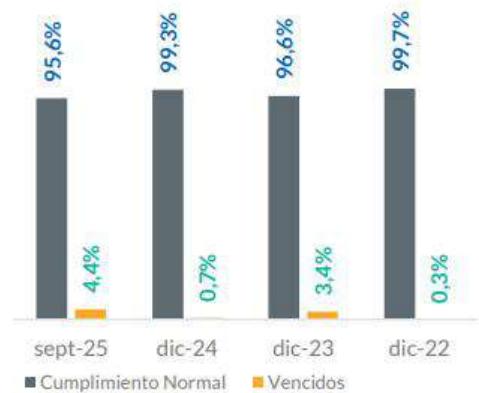


Gráfico #7: Evolución del fondeo

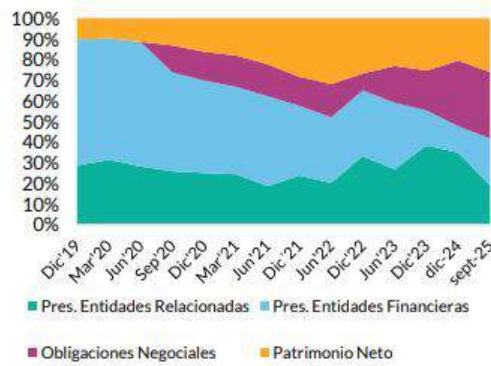


Gráfico #6: Calce de plazos (millones ARS Sep' 25)



CRESUD - Bienes Raíces

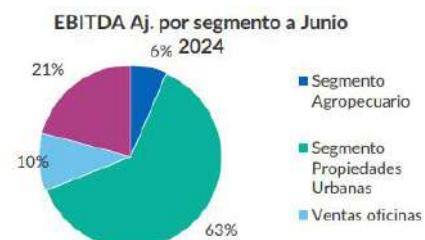
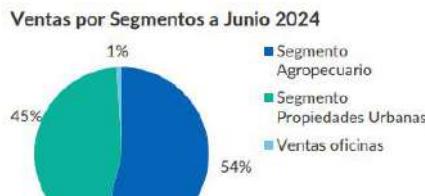
Cresud es uno de los principales jugadores agropecuarios de la región y el holding controlante de IRSA, la mayor compañía inmobiliaria de Argentina. A junio de 2025 administraba una cartera de 728 mil hectáreas propias, distribuidas entre Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay —además de 135 mil hectáreas arrendadas— lo que le otorga una escala única y una diversificación geográfica difícil de replicar. Este portafolio combinó en los últimos siete años USD 53 millones anuales de rentabilidad promedio en actividades agropecuarias y USD 34 millones por ventas de campos, aunque con elevada volatilidad en campañas afectadas por clima y precios.

Su control de IRSA (54%), que aporta ingresos estables con EBITDA anual estimado en USD 150/200 millones, representa el ancla menos volátil del grupo. A través de IRSA, Cresud consolida centros comerciales (371 mil m² ABL), un portafolio de oficinas premium, hoteles y una participación del 29,1% en Banco Hipotecario, junto a reservas de tierra en zonas estratégicas. Este bloque inmobiliario aporta flujos recurrentes que compensan la ciclicidad del negocio agropecuario.

El desempeño reciente refleja la divergencia entre segmentos: mientras IRSA aporta estabilidad, el negocio agropecuario sufrió en 2024-25 un retroceso por sequía y menores precios, con EBITDA consolidado de ARS 237.182 millones y margen del 25,9% (vs. 37,9% el año anterior). Aun así, la capacidad histórica del grupo para vender activos, refinanciar deuda y adaptar su estructura le da flexibilidad para transitar ciclos adversos.

Desde el punto de vista financiero, Cresud muestra una estructura sólida para su tamaño: activos por USD 4.262 millones frente a deuda neta consolidada de USD 720 millones, completamente denominada en dólares y respaldada por activos también dolarizados, lo que mitiga el riesgo de descalce. A junio de 2025, el apalancamiento neto consolidado fue 3,6x EBITDA, con una cobertura de intereses de 3,3x, niveles considerados adecuados para su mix de negocios. La liquidez es razonable, con USD 405 millones en caja, cubriendo el 90% de la deuda de corto plazo (USD 449 millones).

La combinación de escala agrícola única, un portafolio inmobiliario líder y una posición patrimonial robusta sustentan la calificación AAA(arg) de Cresud.



EDEMSA - Electricidad

EDEMSA es la principal distribuidora y comercializadora de energía eléctrica de la Provincia de Mendoza, donde opera bajo un régimen de concesión exclusiva que se extiende hasta 2048. Abastece a más de 475.000 usuarios en 11 departamentos, cubriendo cerca del 70% del territorio provincial, lo que le otorga una demanda estable y previsible, típica de un servicio público esencial.

La compañía es controlada en un 51% por SODEM S.A., sociedad perteneciente al grupo Andina Energy, con foco regional en activos regulados de energía. El 39% del capital corresponde a la Provincia de Mendoza y el 10% restante a los empleados.

Tras varios años de atraso tarifario que comprimieron los márgenes, el punto de inflexión se dio con la Revisión Tarifaria Integral (RTI) implementada a fines de 2023, que introdujo un mecanismo de actualización trimestral del VAD en línea con la inflación, con cláusulas gatillo adicionales. Este nuevo marco permitió una recomposición significativa de ingresos y flujos: a septiembre de 2025 (últimos doce meses), EDEMSA generó un EBITDA de USD 129,5 millones, con un margen del 23%, frente a niveles históricamente cercanos al 5% antes de la RTI.

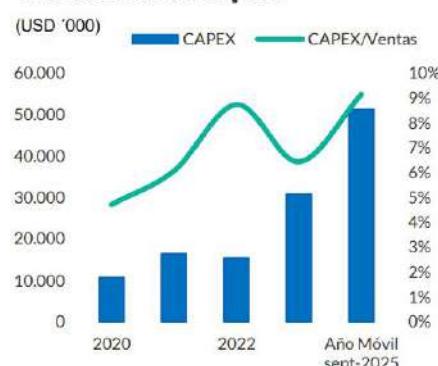
En paralelo, la compañía lleva adelante un plan de inversiones intensivo, del orden de USD 60-80 millones anuales, enfocado principalmente en la reducción de pérdidas de energía —que aún se ubican en torno al 16,8%— y en mejoras de calidad del servicio. FIX espera que estas inversiones contribuyan a sostener márgenes EBITDA superiores al 20% en los próximos años.

Desde el punto de vista financiero, la deuda total asciende a USD 257 millones, compuesta íntegramente por obligaciones negociables, lo que implica un apalancamiento Deuda/EBITDA de 2,0x. Un factor distintivo es la sólida posición de liquidez, con caja e inversiones corrientes por USD 272 millones, suficientes para cubrir holgadamente los vencimientos de corto plazo (USD 76 millones). La compañía mantiene además una deuda con CAMMESA de aproximadamente USD 29 millones.

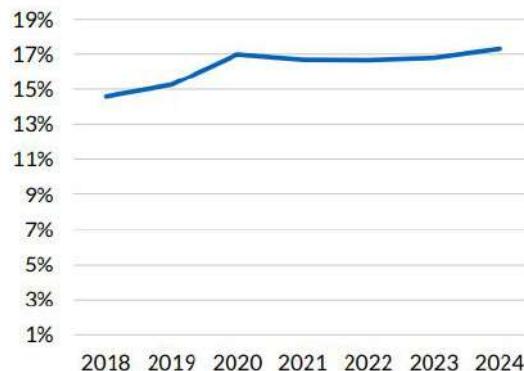
El principal desafío estructural continúa siendo el descalce de moneda, dado que la mayor parte de la deuda está denominada en dólares mientras que los ingresos son en pesos. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por el nuevo esquema tarifario, que mejora la previsibilidad de los flujos reales, y por el acceso sostenido al mercado de capitales para refinanciar pasivos.



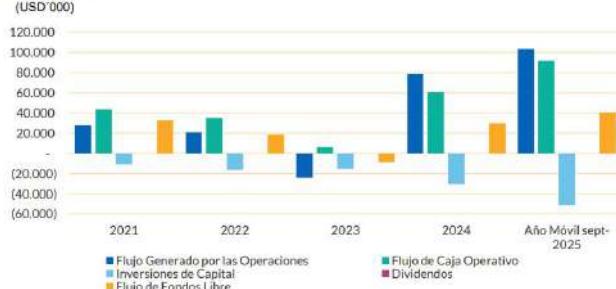
Inversiones de Capital



Pérdidas de energía (%)



Flujo de Fondos



EDENOR - Electricidad

Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte (Edenor) es la principal distribuidora de electricidad de la Argentina, con un contrato de concesión de largo plazo que le otorga una posición monopólica en su área de operación. Atiende a más de 3,3 millones de clientes, lo que representa aproximadamente el 20% de la demanda eléctrica del país, concentrándose en la zona norte de la Ciudad de Buenos Aires y el Gran Buenos Aires, una de las áreas de mayor densidad económica y poblacional.

Tras varios años de elevada incertidumbre regulatoria, el marco tarifario mostró una mejora sustancial a partir de 2024. La actualización del Valor Agregado de Distribución (VAD) y la aprobación de la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT) en abril de 2025 otorgaron mayor previsibilidad a los ingresos y a los flujos operativos. El esquema vigente contempla ajustes periódicos indexados a inflación y senderos de calidad del servicio, reduciendo el riesgo de descalces operativos. En este contexto, FIX estima ingresos cercanos a USD 2.700 millones en 2026, con márgenes de EBITDA en torno al 11%.

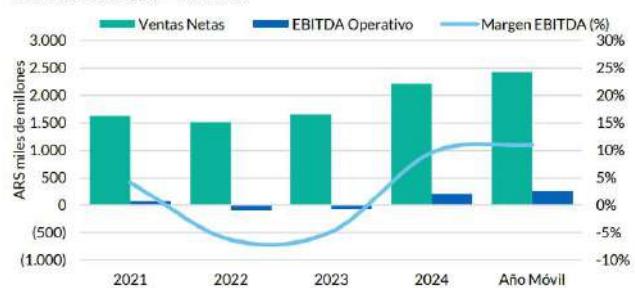
A septiembre de 2025, el EBITDA alcanzó USD 176 millones, con un margen del 11,4%, reflejando la recomposición gradual de la rentabilidad tras años de resultados presionados. La mejora futura del EBITDA estará asociada principalmente a eficiencias operativas, dado que el plan de inversiones continúa siendo exigente. Para 2025, las inversiones comprometidas ascienden a aproximadamente USD 250 millones, lo que deriva en un flujo de fondos libre negativo, consistente con la etapa de normalización del servicio.

Un hito relevante fue la regularización de la deuda con CAMMESA, que alcanzó USD 279 millones a septiembre de 2025. Considerando esta deuda, la deuda ajustada total se ubicó en USD 867 millones, con un ratio de deuda neta ajustada/EBITDA de 2,2x, nivel razonable para un negocio regulado, aunque aún exigente en términos de cobertura de intereses, que se ubicó en 1,5x, presionada por los intereses asociados a CAMMESA.

La liquidez es adecuada: al cierre de septiembre de 2025, la caja y las inversiones corrientes ascendían a USD 355 millones, cubriendo holgadamente los vencimientos de corto plazo.

En conjunto, Edenor combina una posición competitiva muy sólida, con una mejora significativa en el marco regulatorio y en la previsibilidad de sus flujos. Si bien el perfil financiero continúa condicionado por el elevado nivel de inversiones y el riesgo regulatorio, la normalización tarifaria y la regularización de pasivos sustentan su calificación A(arg) con perspectiva estable, posicionándola como un emisor relevante dentro del sector energético regulado argentino.

Evolución Ventas^(*) - EBITDA



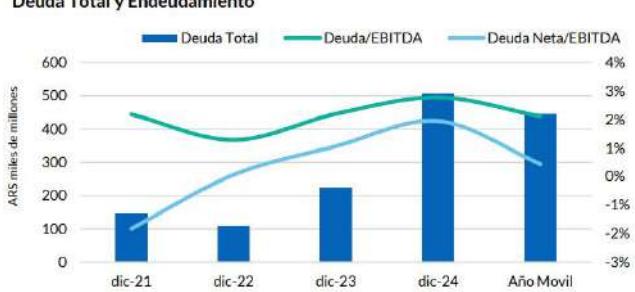
Perdidas de energía



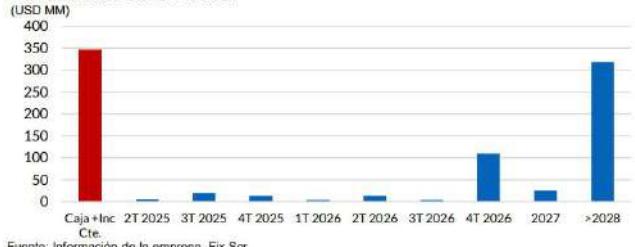
Flujo de Fondos^(*)



Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



IRSA - Bienes Raíces

IRSA es la principal compañía de real estate de la Argentina, con un portafolio que combina centros comerciales, oficinas premium, hoteles y desarrollos urbanos de gran escala. Su posición dominante se apoya en activos ubicados en zonas estratégicas del AMBA y en una trayectoria de ocupación elevada, lo que le permite generar flujos estables incluso en ciclos económicos desafiantes. A junio 2025, la compañía operaba 16 centros comerciales con 371 mil m² de área locativa, un portfolio de oficinas premium de 58 mil m², tres hoteles cinco estrellas y reservas de tierra por 940 mil m², destacándose el proyecto Ramblas del Plata, con 70 hectáreas en CABA para desarrollo de largo plazo.

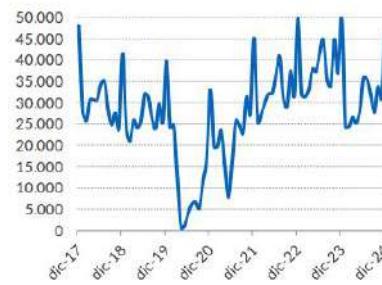
El negocio principal continúa siendo la operación de centros comerciales, que explican dos tercios de los ingresos y muestran ocupación del 98% en junio 2025, con ventas resilientes frente al consumo nacional. Las oficinas premium mantienen una ocupación del 99%, con rentas estables en torno a los USD 25/m², mientras que el segmento hotelero opera con 61% de ocupación, niveles consistentes con la media histórica. Esta estabilidad contribuye a márgenes sólidos: el EBITDA se ubicó en ARS 208 mil millones, con un margen del 44% en los últimos doce meses a junio 2025.

Tras la pandemia, IRSA reforzó su estructura financiera mediante la venta de activos —incluyendo edificios de oficinas por más de USD 238 millones entre 2021 y 2022— lo que redujo deuda y fortaleció liquidez. A junio 2025, la compañía exhibía deuda financiera de ARS 647 mil millones, una Deuda Neta/EBITDA de 1,2x y una cobertura de intereses de 5,3x, ubicándose entre los niveles más sólidos del sector. El perfil de activos de alta calidad se refleja en un Loan-to-Value del 26% (10% sobre deuda neta), un ratio conservador dado el elevado valor patrimonial del portfolio.

En términos de liquidez, IRSA mostraba USD 331 millones en caja, cubriendo 2,9 veces la deuda de corto plazo. Su historial reciente de emisiones —incluyendo una ON internacional por USD 300 millones en 2025— confirma su acceso fluido a mercados tanto locales como externos. FIX anticipa que la compañía mantendrá ratios de apalancamiento por debajo de 2x deuda neta / EBITDA, con un EBITDA anual estabilizado entre USD 150–200 millones equivalentes y flujos operativos positivos.

El crecimiento futuro estará impulsado por la consolidación de los centros comerciales, la recuperación gradual del consumo, el avance del desarrollo urbano en Ramblas del Plata y la gestión activa del portfolio. Con una combinación de activos premium, liquidez sólida y baja deuda relativa al valor de sus propiedades, IRSA mantiene un perfil crediticio robusto y una posición de liderazgo en el mercado inmobiliario argentino.

Ventas reales en Centros Comerciales (ARS'MM)

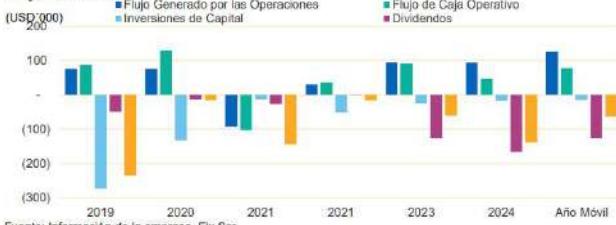


Evolución Ventas - EBITDA (Excluye IDBD)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

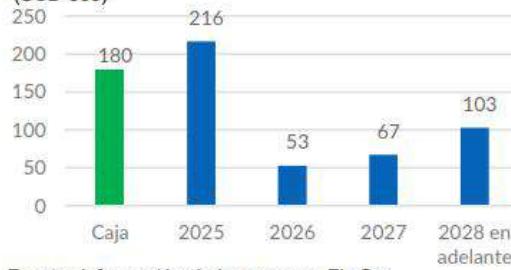


Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda a diciembre 2024



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

JOHN DEERE - Servicios Financieros

John Deere Credit Compañía Financiera es la entidad a través de la cual el grupo Deere & Co. financia la venta de maquinaria agrícola y de construcción en la Argentina. Con más de veinte años de operación local, facilita el acceso al crédito a productores y contratistas a través de su red de concesionarios oficiales. El capital está controlado en un 96% por Deere Credit Inc. y en un 4% por Deere & Co., uno de los principales fabricantes de maquinaria agrícola a nivel global, lo que constituye el principal respaldo financiero y operativo de la compañía.

El modelo de negocio es simple y altamente especializado: otorgar préstamos prendarios y contratos de leasing respaldados por equipos John Deere. Al tercer trimestre de 2025, la cartera de préstamos alcanzó ARS 522.000 millones, representando cerca del 80% del activo, con una participación de mercado cercana al 5% en préstamos prendarios, ubicándose entre las principales entidades del segmento. La operatoria está alineada con el ciclo agrícola, lo que introduce cierta volatilidad en el crecimiento, pero asegura una alta recuperabilidad de los activos.

La calidad crediticia se mantiene adecuada en un contexto sectorial más exigente. La mora se ubicó en 3,5%, riesgo mitigado por el fuerte peso de las garantías reales: casi el 90% de los créditos en mora cuentan con prendas preferidas, reduciendo significativamente la pérdida esperada.

En términos de resultados, la compañía mostró una recuperación durante 2025 tras un año previo afectado por la inflación. A septiembre de 2025, el ROA fue 1,5% y el ROE cercano al 19%, impulsados por el crecimiento de la cartera y un margen financiero estable.

El fondeo se apoya en obligaciones negociables, líneas bancarias y financiamiento intragrupo, lo que otorga flexibilidad. La liquidez es holgada, con la liquidez ácida cubriendo casi dos veces los compromisos financieros de corto plazo. Desde el punto de vista patrimonial, la compañía opera con una capitalización moderada, cercana al 6% de los activos, coherente con el modelo de financieras cautivas y compensada por el fuerte soporte del accionista.

En conjunto, John Deere Credit presenta un perfil defensivo y previsible, basado en un negocio especializado, activos bien garantizados, buena liquidez y el respaldo de un grupo global líder. Estos factores sustentan su calificación AA(arg) y la posicionan como un emisor sólido dentro del universo de financieras no bancarias locales.

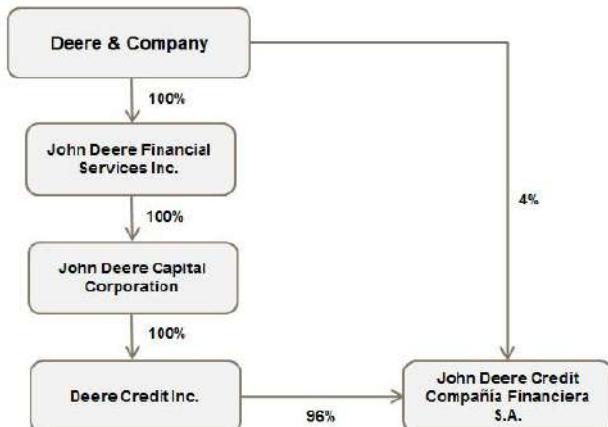


Tabla #1 - Participación de mercado en Préstamos Prendarios

Entidad	Dic'24	Mar'25	Jun'25
Santander	28,0%	29,5%	23,4%
BNA	16,1%	15,3%	16,3%
ICBC	10,7%	9,1%	11,2%
Galicia	6,6%	6,6%	8,2%
John Deere	5,0%	5,0%	5,1%
Supervielle	4,7%	5,0%	3,7%
Macro	3,1%	3,6%	3,5%
FCA	2,4%	3,1%	3,4%
BAPRO	5,3%	3,2%	2,5%

Fuente: en base a Información del BCRA



LOMA NEGRA - Construcción

Loma Negra es la principal productora de cemento de la Argentina, con una participación de mercado mayor al 40%, lo que la posiciona como un actor central en un sector muy vinculado a la evolución de la actividad económica y la inversión en construcción. La compañía opera un negocio integrado verticalmente, con plantas distribuidas en todo el país, marcas líderes, una extensa red logística —incluida la concesión ferroviaria de Ferrosur Roca— y abundantes reservas de piedra caliza, suficientes para abastecer su producción por varias décadas.

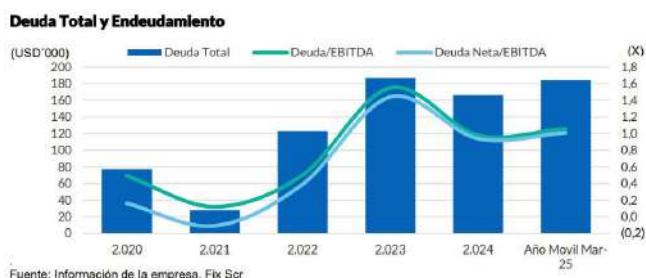
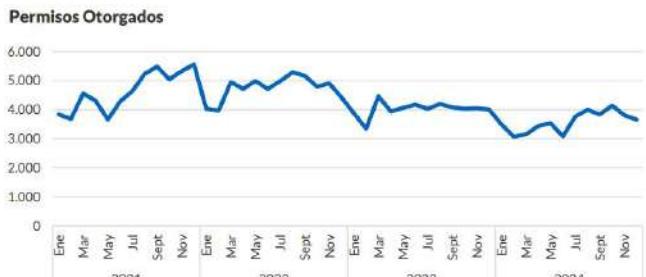
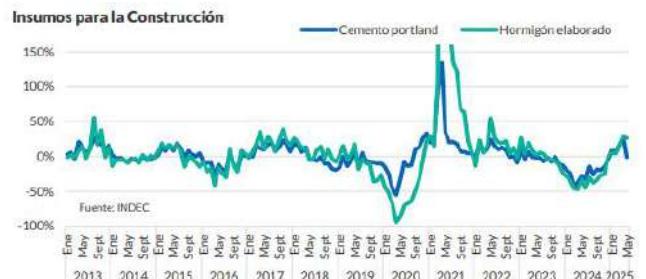
El desempeño operativo de Loma Negra refleja la dinámica del sector. Durante 2024, los volúmenes vendidos cayeron con fuerza, en línea con la retracción de la obra pública y la debilidad de la actividad, aunque con una desaceleración hacia la segunda mitad del año. En 2025 comenzó una recuperación gradual, apoyada en la mejora del crédito hipotecario, la normalización de precios y el avance de proyectos privados, lo que permite anticipar una estabilización de volúmenes y márgenes hacia 2026.

Desde el punto de vista financiero, la compañía mantiene un perfil sólido. A septiembre de 2025, los ingresos del último año móvil ascendieron a aprox. ARS 790.000 millones, con un EBITDA de ARS 180.000 millones y un margen cercano al 23%, aún por debajo de niveles históricos pero consistente con la fase actual del ciclo. FIX espera una normalización progresiva de los márgenes hacia el rango de 25%-27% en un escenario de mayor utilización de capacidad instalada.

La estructura de capital es conservadora en términos históricos, aunque con un aumento del endeudamiento en el último período. La deuda total/EBITDA se ubicó en torno a 2,2x, con una deuda neta/EBITDA de 1,6x, niveles considerados manejables para un negocio con fuerte generación operativa. Las coberturas de intereses permanecen holgadas, con un ratio EBITDA/intereses cercano a 4,5x, y la compañía conserva un amplio acceso al mercado de capitales local para refinanciar vencimientos concentrados en el corto plazo.

Un aspecto a monitorear es el descalce de moneda, dado que la totalidad de los ingresos están denominados en pesos mientras que una porción significativa de la deuda se encuentra en dólares. No obstante, la capacidad de trasladar costos a precios en un contexto de demanda normalizada mitiga este riesgo.

En conjunto, Loma Negra combina una posición competitiva dominante, activos estratégicos de largo plazo y una estructura financiera sólida, lo que sustenta su calificación AAA(arg) con perspectiva estable.



OTAMERICA - Energía, Petróleo & Gas

OTAMERICA es uno de los actores centrales del midstream petrolero argentino, operando la terminal marítima de Puerto Rosales, en Bahía Blanca, por donde circula entre 60% y 70% del crudo producido en el país. Su localización estratégica y la concesión vigente le otorgan una posición dominante para abastecer refinerías locales y canalizar exportaciones. La compañía está controlada por Oiltanking GmbH (70%) y YPF (30%), aportando respaldo operativo y financiero de accionistas de primera línea.

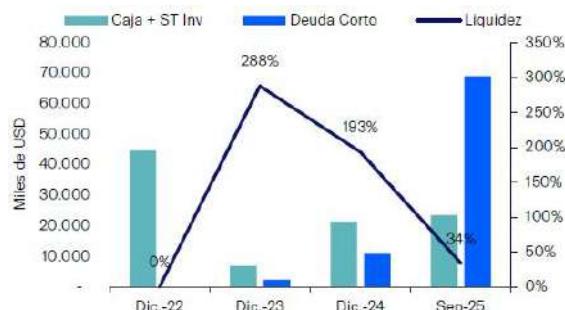
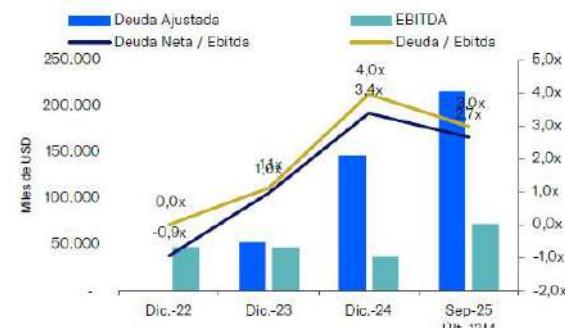
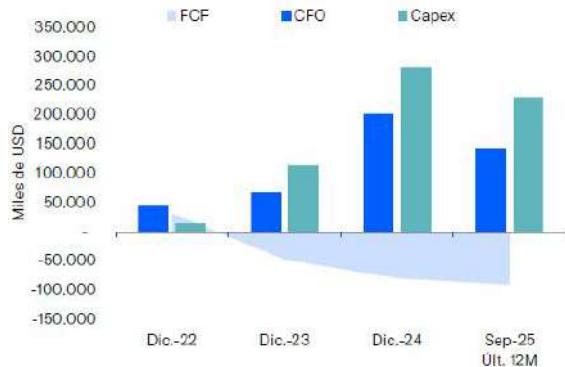
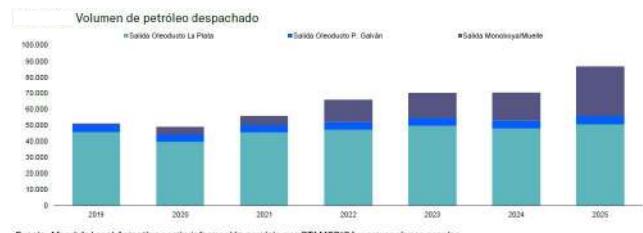
La coyuntura es particularmente favorable. El crecimiento estructural de Vaca Muerta elevó la demanda de evacuación y OTAMERICA se posicionó como uno de los principales beneficiarios. En 2025 entraron en operación el nuevo muelle y la totalidad de los tanques previstos, en simultáneo con Duplicar de Oldelval. Actualmente la terminal recibe cerca de 75.000 m³ diarios, un 24% más que en 2024, y hacia fines de 2026 se prevé habilitar una tercera posición marítima para buques de hasta 160.000 DWT, ampliando la capacidad de despacho.

El modelo de ingresos es uno de los principales pilares crediticios. Una parte relevante de la capacidad incremental se encuentra comprometida bajo contratos "ship or pay", que aseguran ingresos aun cuando los clientes no utilicen plenamente la infraestructura. Además, las tarifas están denominadas en dólares, lo que mitiga el riesgo de descalce cambiario, otorgando una alta previsibilidad de flujos.

Este contexto ya se refleja en los resultados. Para 2025, Moody's estima un EBITDA cercano a USD 90 millones, y para 2026-2028 proyecta USD 130-150 millones, con márgenes que se expanden desde ~55% hacia ~65% por mayores volúmenes y eficiencias. En los últimos doce meses a septiembre de 2025, el EBITDA fue USD 72 millones, +52% interanual.

El perfil financiero muestra el impacto transitorio del ciclo de inversiones. El endeudamiento alcanzó un pico de 5,3x deuda/EBITDA en marzo de 2025, pero descendió a ~3,0x a septiembre de 2025, con coberturas de intereses >5x. Si bien el FCF sigue presionado hasta 2026 por CAPEX y dividendos, la mayor generación operativa permitiría volver a FCF positivo desde 2027.

En conjunto, OTAMERICA es un buen vehículo para capturar el crecimiento del shale, con un negocio dolarizado, contratos de alta visibilidad y métricas crediticias en mejora tras cerrar el ciclo de inversiones, atractivo para renta fija.



OLDELVAL - Energía, Petróleo & Gas

Oleoductos del Valle S.A. (OLDELVAL) es el principal operador de transporte de crudo de la Cuenca Neuquina, moviendo más del 75% del petróleo de esa región, hoy el motor del crecimiento del shale argentino. Su sistema conecta la producción con refinerías y, sobre todo, con Puerto Rosales, el nodo clave para exportación, lo que ubica a la compañía en el centro de la infraestructura energética del país.

El perfil de negocio está anclado en dos pilares crediticios: ingresos en dólares (tarifas reguladas y contratos de largo plazo) y bajo riesgo comercial, porque gran parte de sus cargadores son, a la vez, sus accionistas, destacándose YPF, Pluspetrol, Tecpetrol y Pampa Energía, lo que alinea incentivos y reduce el riesgo de contraparte.

La coyuntura reciente muestra un salto de escala. Con Duplicar Plus (operativo desde abril 2025), OLDELVAL más que duplicó la capacidad del tramo Allen–Puerto Rosales y llevó la capacidad total a 86.000 m³/d. En consecuencia, el volumen promedio facturado pasó de ~58.000 m³/d en 2024 a 83 mil m³/d en 2025, con 94 mil m³/d promedio en diciembre 2025, capturando el crecimiento de Vaca Muerta.

A esto se sumó una mejora importante de tarifas: en junio de 2025 se actualizaron las tarifas máximas por cinco años, con incrementos promedio cercanos al 40% en USD (y ~54% en el tramo Allen–Puerto Rosales). Esto refuerza la visibilidad de ingresos y márgenes.

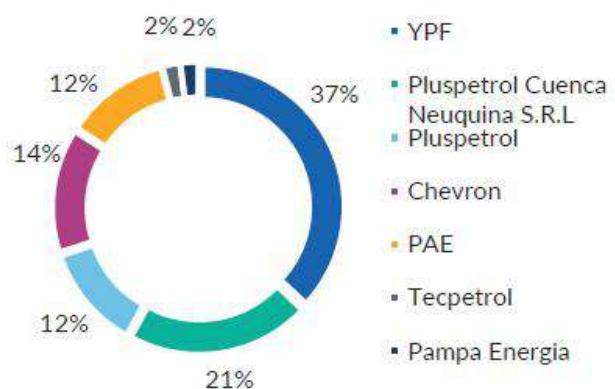
Los resultados ya reflejan ese cambio. A septiembre 2025 (año móvil), OLDELVAL superó USD 300 millones de ingresos y generó USD 188 millones de EBITDA (margen ~58%). FIX proyecta ingresos por encima de USD 350 millones en 2026 y USD 400 millones en 2027, con márgenes estabilizándose cerca de ~65% y un EBITDA por encima de USD 250 millones.

El plan de crecimiento continúa con Duplicar Norte (CAPEX estimado USD 380 millones), diseñado para sumar capacidad desde 2027. Un punto clave para el crédito es el esquema de financiamiento: el proyecto se apoya en contratos en firme tipo “ship-or-pay”, que aseguran ingresos por capacidad reservada, se utilice o no, reduciendo el riesgo de demanda.

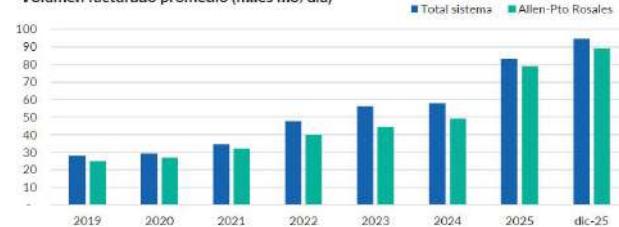
A septiembre 2025, la deuda financiera era USD 460 millones y la caja/inversiones corrientes rondaban USD 40 millones. En paralelo, los pasivos contractuales ascendían a USD 1.154 millones, llevando la deuda total ajustada a USD 1.614 millones. FIX espera pico de endeudamiento en 2026 por el CAPEX y luego desapalancamiento a medida que crece el EBITDA.

Con posición estratégica, contratos en USD, visibilidad de caja y accionistas de alta calidad, FIX ratifica AAA(arg) con perspectiva estable.

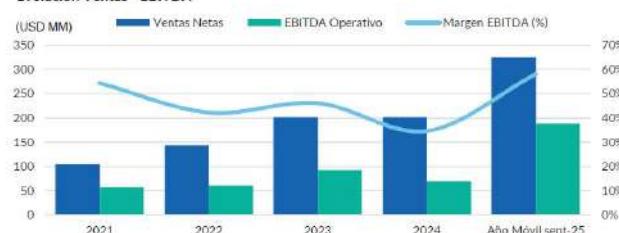
Oldelval- Accionistas



Volumen facturado promedio (miles m³/día)



Evolución Ventas - EBITDA



Flujo de Fondos



PAN AMERICAN ENERGY - Energía, Petróleo & Gas

Pan American Energy (PAME) es uno de los principales jugadores integrados del sector de petróleo y gas en Argentina, con operaciones a lo largo de toda la cadena de valor. La compañía es el segundo productor de hidrocarburos del país y el tercer refinador, con una capacidad de refino cercana a los 95 mil barriles diarios, lo que le otorga una posición estratégica tanto en el upstream como en el downstream.

Desde el punto de vista operativo, PAME presenta un perfil robusto y diversificado, con producción promedio en torno a 160–170 mil barriles equivalentes por día, y un nivel de reservas probadas (P1) cercano a los 1.400 MMboe, equivalentes a más de 20 años de producción, siendo el operador con mayores reservas del país. Aproximadamente 35% de sus ingresos provienen de exportaciones, lo que le permite mitigar riesgos locales y mantener una generación de fondos mayormente dolarizada o dólar-linked.

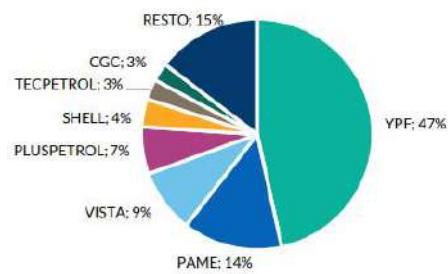
En términos financieros, la compañía atravesó en 2024–2025 un período de presión sobre márgenes, principalmente por la caída en los precios internacionales del crudo y mayores costos operativos. El EBITDA móvil se ubicó en torno a USD 875–1.050 millones, con un margen cercano al 18–20%, por debajo de los niveles históricos. Esto se tradujo en un incremento transitorio del apalancamiento, con deuda neta/EBITDA alrededor de 4,0x, aunque todavía respaldado por una estructura de capital sólida, buena cobertura de intereses y un patrimonio relevante.

La liquidez es adecuada, con caja cercana a USD 480 millones y un perfil de vencimientos manejable: solo alrededor del 22% de la deuda total corresponde a corto plazo. Un factor clave es el fuerte respaldo de su casa matriz, que garantiza una porción significativa de la deuda financiera, lo que mejora sustancialmente el perfil crediticio y el acceso al financiamiento.

El plan de inversiones continúa siendo ambicioso, con CAPEX anual estimado en torno a USD 1.300 millones entre 2025 y 2028, enfocado en petróleo convencional en Golfo San Jorge y desarrollos no convencionales en la Cuenca Neuquina. Este nivel de inversión explica el flujo de fondos libre negativo esperado en el corto plazo, aunque con perspectiva de normalización a medida que se recuperen márgenes y precios.

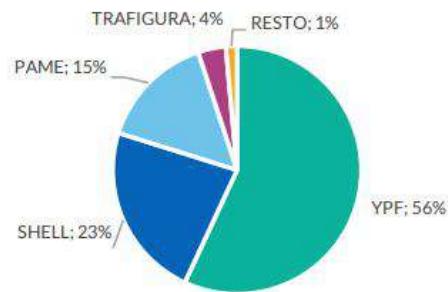
Las agencias calificadoras destacan que PAME mantiene una posición financiera flexible, con expectativas de recuperación del margen EBITDA hacia niveles cercanos al 30% en 2026 y una reducción progresiva del apalancamiento hacia la zona de 2,5x en el mediano plazo. En este contexto, la compañía conserva la máxima calificación crediticia local (AAA) con perspectiva estable, reflejando su escala, integración, calidad de activos y respaldo accionario.

Argentina: Producción petróleo (LTM. Ago 2025)



Fuente: Secretaría de Energía-Datos por operador

Cuota de mercado Nafta y Gasoil 2T 2025

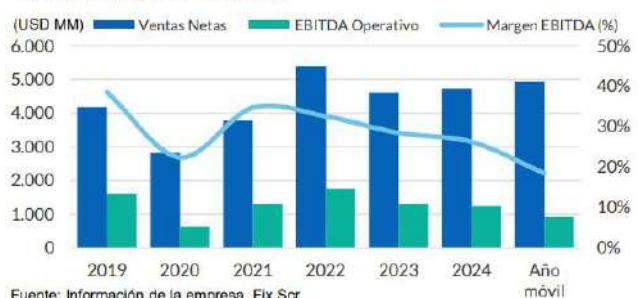


Flujo de Fondos



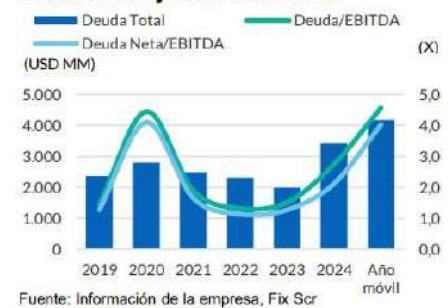
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

PAMPA ENERGÍA - Energía, Petróleo & Gas

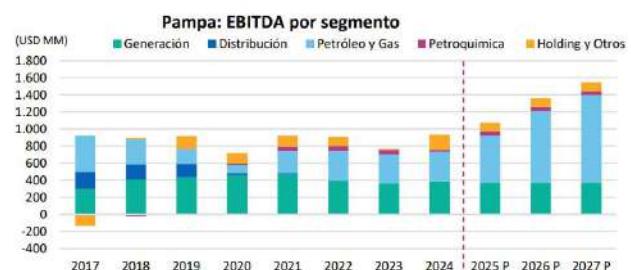
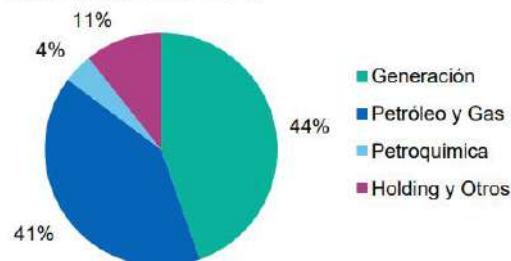
Pampa Energía es una de las compañías energéticas integradas más grandes del país, con operaciones en generación eléctrica, gas natural y producción de petróleo y gas no convencional. Su portafolio combina negocios regulados y desregulados, con una estructura diversificada que le permite mantener flujos estables y previsibles. Dentro del EBITDA consolidado, los segmentos principales son generación —que aporta alrededor del 40–45% del total con ingresos mayormente dolarizados vía contratos PPA y MATER— y el negocio de gas y midstream, que contribuye cerca del 40% apoyado en el Plan GasAr y en su participación del 44% en el gasoducto Francisco Pascasio Moreno. El segmento de petróleo y gas no convencional, más reciente pero en rápida expansión, representa la porción restante y será el motor de crecimiento en los próximos años.

En 2024–2025, la compañía inició una nueva etapa impulsada por el desarrollo de shale oil en Rincón de Aranda, proyecto que marca la entrada de Pampa en un negocio de mayor escala y mayor exposición exportadora. Con un plan de inversión superior a USD 1.500 millones en tres años, Pampa proyecta alcanzar 20 Mbbl/d hacia fines de 2025, con evacuación ya asegurada, y escalar a 45 Mbbl/d desde 2027, gracias al avance de infraestructura asociada a VMOS, donde la empresa posee un contrato firme por 50 Mbbl/d. FIX estima que este desarrollo podría llevar el EBITDA del segmento de E&P a USD 1.000 millones anuales desde 2027, reduciendo la dependencia del sector regulado y fortaleciendo el perfil dolarizado del negocio.

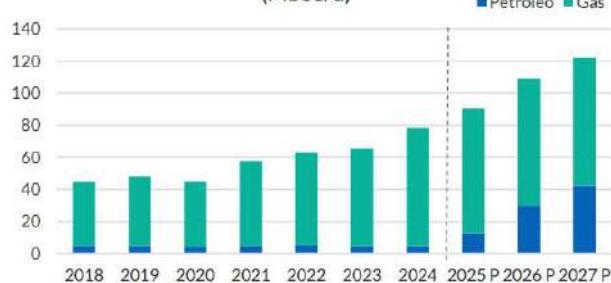
En materia financiera, Pampa muestra una posición muy robusta. Al 30 de junio de 2025 registraba deuda financiera por USD 1.606 millones, un 23% menos que a fin de 2024 tras rescates anticipados de ON. La compañía contaba con USD 887 millones de caja e inversiones corrientes, lo que deja un apalancamiento neto de 1,0x EBITDA y una cobertura de intereses de 4,7x. La vida media de la deuda es de 6,2 años, con vencimientos de capital moderados en 2025–2027 y la mayor parte concentrada desde 2028 en adelante. FIX proyecta que, incluso con el plan intensivo de inversiones, la deuda neta no superará 1,0x–1,2x EBITDA en los próximos años.

Con un portafolio donde la generación aporta estabilidad, el gas brinda ingresos contractuales previsibles y el shale oil abre una vía clara de crecimiento exportador, Pampa Energía combina diversificación, solidez financiera y un proyecto de expansión de escala relevante. La mayor contribución del petróleo no convencional reducirá gradualmente la exposición regulatoria y aumentará la proporción de ingresos dolarizados. Esto, junto con un apalancamiento bajo y bien administrado, configura un perfil atractivo y con buena visibilidad para inversores de renta fija.

EBITDA por segmento Año móvil al 1T 2025



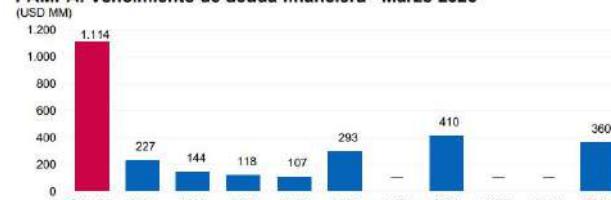
Pampa Energía: Producción promedio diaria (Mboe/d)



Flujo de Fondos



PAMPA: Vencimiento de deuda financiera - Marzo 2025



PLUSPETROL - Energía, Petróleo & Gas

Pluspetrol es una de las principales productoras de hidrocarburos del país, con operaciones en Vaca Muerta y el norte argentino. Aporta alrededor del 5% del petróleo y el 6% del gas nacional, y en 2024 produjo 47,9 Mboe/d. En 2025 su producción saltó a cerca de 80 Mboe/d, impulsada por La Calera y por la adquisición de los activos de ExxonMobil en la cuenca neuquina. Las reservas probadas alcanzan los 260 MMboe a fines de 2024, un 27% más que el año anterior.

El crecimiento reciente está asociado a una fuerte expansión del portafolio: además de La Calera, Pluspetrol incorporó bloques como Bajo del Choique-La Invernada, Los Toldos I Sur, Los Toldos II Oeste y Pampa de las Yeguas, y sumó participación indirecta en Oldelval, clave para transportar crudo desde Neuquén. La compañía proyecta que, con estos desarrollos, la producción alcance 150 Mboe/d en 2028 y cerca de 200 Mboe/d hacia 2030.

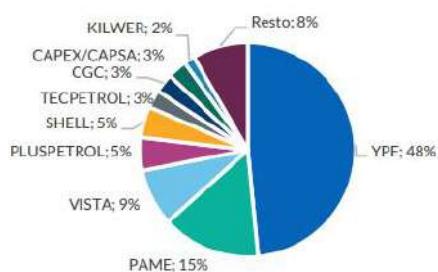
El ciclo inversor es muy intenso: alrededor de USD 1.000 millones en 2025 y USD 750 millones en 2026, más la compra previa de activos por USD 1.910 millones. La nueva planta de La Calera ya procesa 14,5 MMm³/d de gas y 30 Mboe/d de líquidos, y seguirá ampliándose hasta 2027. Esto explica que La Calera represente más del 80% del gas y una parte creciente del petróleo operado por la compañía.

En términos financieros, Pluspetrol muestra una mejora progresiva. Para 2025-2027, FIX proyecta ventas superiores a USD 1.100 millones con márgenes EBITDA cercanos al 50%. A junio de 2025, en base anualizada, los ingresos ascienden a USD 1.233 millones con un margen EBITDA del 35,7%, frente al 25% de 2024, reflejando la contribución de los nuevos activos.

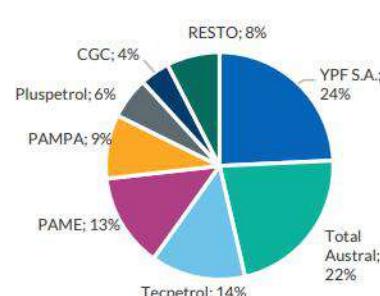
El endeudamiento aumentó de manera significativa: la deuda financiera a junio de 2025 es de USD 2.202 millones, con un apalancamiento de 7,0x Deuda/EBITDA medido sobre el semestre anualizado. Sin embargo, al excluir préstamos con partes relacionadas utilizados para financiar adquisiciones, el ratio se reduce a 2,3x, más alineado con la capacidad real de repago. FIX estima que, una vez completado el ciclo de inversiones y con mayor producción en marcha, el apalancamiento convergerá a niveles inferiores a 2x desde 2028.

Aunque la deuda se encuentra elevada por el fuerte capex, la combinación de mayores volúmenes y costos decrecientes plantea una mejora financiera sostenida a largo plazo, lo que configura un emisor atractivo para inversores de renta fija.

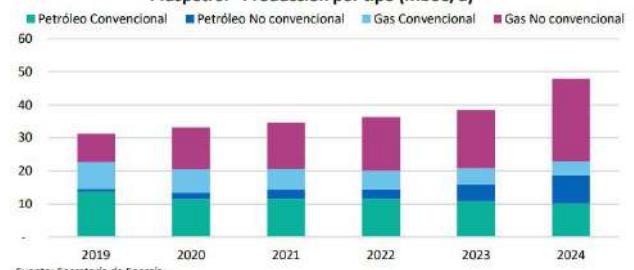
Argentina: Producción petróleo 2024



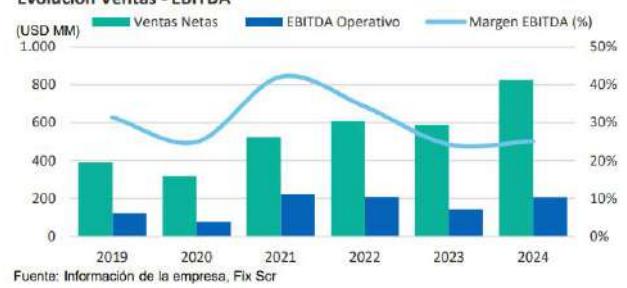
Argentina: Producción gas 2024



Pluspetrol - Producción por tipo (Mboe/d)



Evolución Ventas - EBITDA



Flujo de Fondos



SCANIA - Servicios Financieros

Scania Credit Argentina es la compañía financiera del grupo Scania en el país, dedicada a financiar la compra y el uso de camiones, buses y soluciones de transporte pesado. Su actividad está enfocada en acompañar a empresas de logística, transporte de larga distancia y minería, sectores donde Scania posee una posición líder. La compañía es controlada por el grupo Volkswagen, lo que constituye el principal respaldo financiero y operativo.

El modelo de negocio se basa en una relación de largo plazo con los clientes, financiando no solo vehículos nuevos y usados, sino también contratos de leasing, renting y servicios asociados al ciclo completo del camión. A septiembre de 2025, los préstamos ascendían a ARS 174.000 millones, representando cerca del 86% del activo, con un crecimiento alineado a la recuperación del mercado de vehículos pesados.

La calidad de activos es uno de sus principales diferenciales. La mora se ubicó en niveles prácticamente nulos (0,03%), reflejo de políticas de originación conservadoras, fuerte seguimiento postventa y un alto nivel de garantías reales sobre los vehículos financiados. Este perfil explica la baja pérdida esperada incluso en contextos macroeconómicos adversos.

En términos de resultados, 2025 mostró una mejora significativa. El crecimiento de la cartera y una operatoria más eficiente se tradujeron en un ROA de 2,8% y un ROE de 34,8%, con resultados impulsados principalmente por volumen y no por una mayor toma de riesgo.

El fondeo combina líneas intragrupo, financiamiento bancario y emisiones locales, otorgando flexibilidad financiera. A septiembre de 2025, la liquidez ampliada cubría aproximadamente 2,5 veces los compromisos financieros de corto plazo, permitiendo sostener el crecimiento sin tensiones.

Desde el punto de vista patrimonial, Scania Credit opera con una capitalización acotada, con capital tangible cercano al 6% de los activos, coherente con el modelo de financieras especializadas y compensada por el respaldo del accionista.

En conjunto, Scania Credit Argentina presenta un perfil defensivo, apoyado en una cartera de muy alta calidad, una operatoria ligada a la economía real y el soporte de un grupo automotriz global. Estas características sustentan su calificación AA(arg) y la posicionan como un emisor sólido dentro del universo de financieras no bancarias locales.

Gráfico #1: Patentamientos por Marca
(Comerciales Pesados) Acum. a dic-25

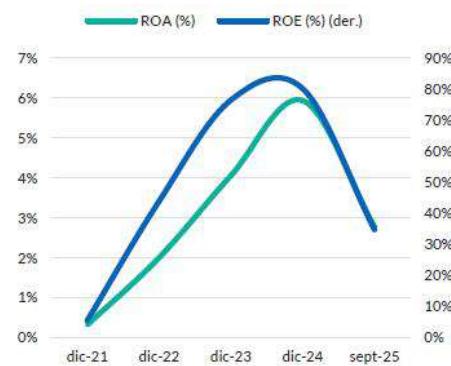
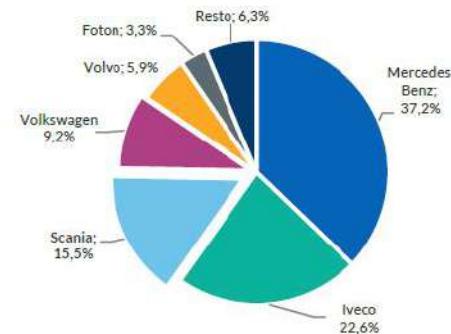
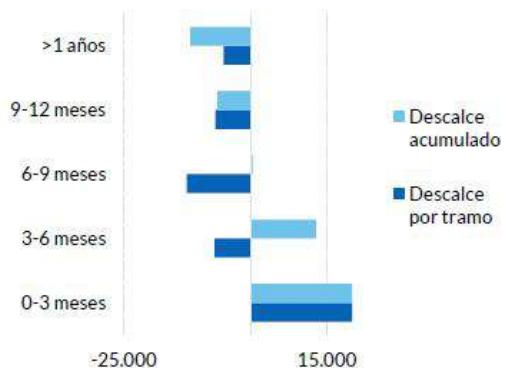
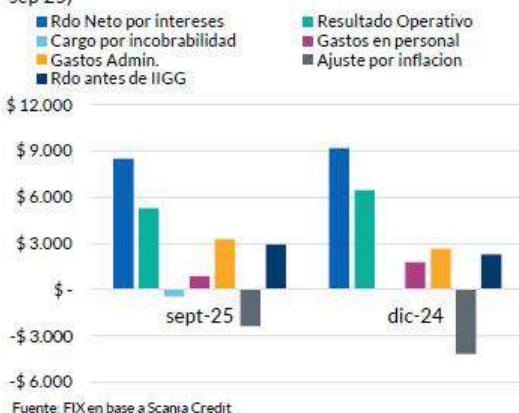


Gráfico #3: Desagregación del resultado
(en mill. de ARS en Moneda Homogénea de sep'25)



TECPETROL - Energía, Petróleo & Gas

Tecpetrol es la empresa de exploración y producción de hidrocarburos del Grupo Techint, uno de los conglomerados industriales más grandes del país. Con una producción total de 129 Mboe/d en el primer semestre de 2025, se ubica como tercer productor de gas de Argentina, con una participación del 13% del total nacional, y como segundo operador de shale gas, concentrando el 18% de la producción. Su actividad está fuertemente anclada en Fortín de Piedra, el principal desarrollo gasífero de Vaca Muerta, donde produce el 91% del gas, el 43% del petróleo y tiene el 94% de las reservas probadas.

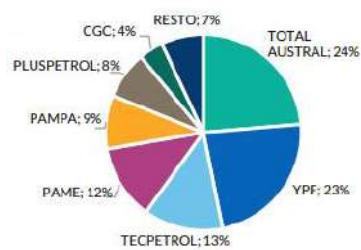
La compañía combina un volumen elevado y estable de gas (115–120 Mboe/d proyectados de forma sostenida) con una creciente producción de petróleo, que pasó de 20 Mbbl/d en 2025 a planes de más de 90 Mbbl/d en 2027. Esto se explica por el desarrollo de Los Toldos II Este, un bloque estratégico que marcará un cambio importante en el mix productivo: permitirá sumar entre 35 y 70 Mbbl/d adicionales en 2027, ayudando a diversificar ingresos —hoy todavía un 65–70% proviene del gas— y aumentar el saldo exportable.

En lo financiero, Tecpetrol mantiene márgenes operativos muy altos, con un EBITDA móvil de USD 773 millones y un margen del 55%, reflejo de su eficiencia productiva. Las reservas probadas totalizan 633 MMboe, equivalentes a 14 años de vida útil, dando buena visibilidad de mediano plazo. El negocio, además, se apoya en la previsibilidad del Plan Gas.Ar vigente hasta 2028, que asegura precios y volúmenes contratados en firme con distribuidoras, generadoras e industria.

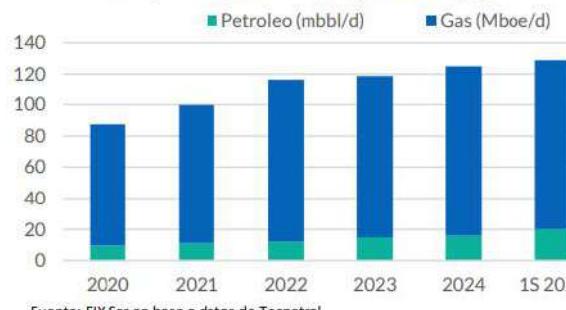
El ambicioso plan de inversiones para 2025–2027 —cerca de USD 4.350 millones— implica que el apalancamiento transite desde niveles históricamente bajos (menos de 1,0x EBITDA) hacia un pico estimado por FIX por encima de 3,0x en 2026, antes de volver a descender por debajo de 2,0x en 2027, cuando comience a sentirse de lleno la expansión del EBITDA, proyectado en USD 1.500–1.600 millones. La empresa conserva, no obstante, un sólido acceso a mercados: en 2025 emitió una ON internacional por USD 400 millones, tomó financiamiento bancario por más de USD 750 millones, y mantiene indicadores de cobertura holgados (intereses cubiertos 9,6x).

De cara al futuro, Tecpetrol se prepara para un crecimiento significativo en producción y EBITDA a partir del shale oil, apoyado en la mayor capacidad de evacuación del sistema (VMOS, Duplicar Plus) y en su capacidad para ejecutar grandes proyectos dentro del ecosistema Techint.

Argentina: Producción gas (LTM Ago 2025)



Tecpetrol: Producción petróleo y gas



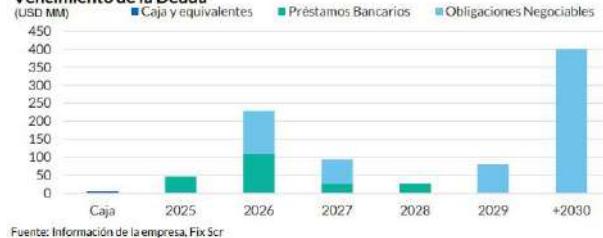
Evolución Ventas - EBITDA



Flujo de Fondos



Vencimiento de la Deuda



TELECOM - Telecomunicaciones

Telecom es una de las compañías de telecomunicaciones más grandes de la Argentina, ofreciendo telefonía móvil, fija, internet de banda ancha, TV paga y soluciones corporativas en todo el país. Su escala se amplió recientemente con la adquisición de Telefónica Móviles Argentina (TMA) por USD 1.245 millones, operación que suma una base de clientes más amplia y una red más densa, fortaleciendo su posición competitiva y permitiendo sinergias operativas relevantes. La compra fue financiada con préstamos por USD 1.170 millones.

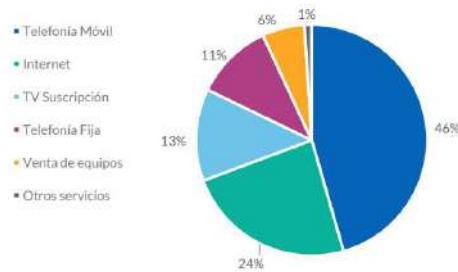
En los últimos doce meses a junio 2025, Telecom registró ingresos por ARS 5,8 billones y un EBITDA de ARS 1,75 billones, con un margen del 30%, estable incluso en un entorno inflacionario y regulatorio exigente. El negocio móvil y de conectividad sigue siendo el principal motor: la integración con TMA permitirá optimizar el despliegue de redes, reducir CapEx duplicado y mejorar la cobertura, con ahorros que —según FIX— fortalecerán el flujo de fondos libre en los próximos años.

La compañía presenta un nivel de endeudamiento consistente con su escala: a junio 2025 la deuda financiera ascendía a ARS 4,4 billones, con un ratio Deuda Total/EBITDA de 2,5x y Deuda Neta/EBITDA de 2,3x, ya por debajo del pico de 3,2x observado tras la devaluación de 2023. La cobertura de intereses mejoró a 6,1x, mostrando una estructura de capital más liviana y manejable. La reciente emisión internacional por USD 800 millones al 9,25% —utilizada para precancelar préstamos vinculados a la compra de TMA— confirma su amplio acceso a mercados local e internacional, un punto fuerte dentro del sector.

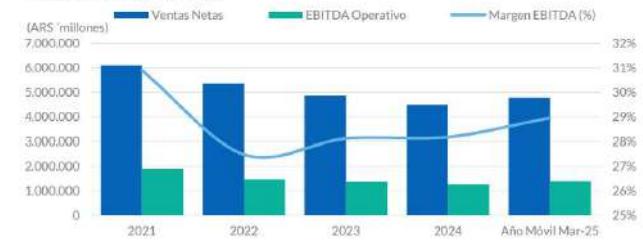
Telecom continúa ejecutando un plan de inversiones significativo orientado a fortalecer la infraestructura móvil (4G/5G) y ampliar la red de fibra óptica. FIX espera que la integración operativa y la normalización macroeconómica permitan mantener márgenes en torno al 30% y niveles de apalancamiento por debajo de 2,5x, incluso considerando mayor presión competitiva.

Con un negocio diversificado, alta escala, infraestructura propia y notable flexibilidad financiera, Telecom se consolida como un jugador esencial del sector de telecomunicaciones argentino. Su capacidad de generación de caja, el acceso fluido al financiamiento y las sinergias derivadas de la integración con TMA fortalecen su posición crediticia y le permiten encarar un ciclo de inversión sostenido en un mercado cada vez más demandante en conectividad.

Ventas por Segmento de Negocio
(1er Trimestre 2025)



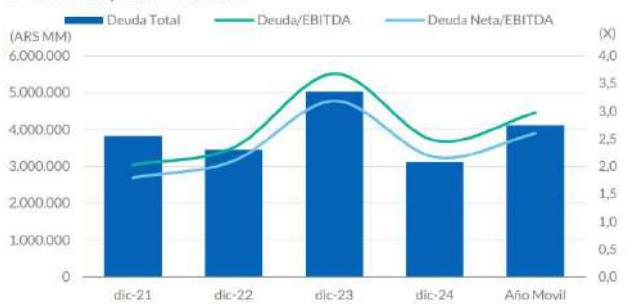
Evolución Ventas - EBITDA



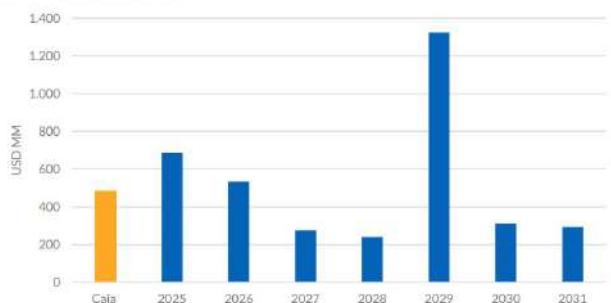
Flujo de Fondos



Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR - Energía, Petróleo & Gas

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es la principal empresa de transporte de gas natural de la Argentina, transportando +61% del total, y operadora de la red más extensa de Latinoamérica, con 9.248 km de gasoductos. Su control societario está en manos de CIESA, cuyo capital pertenece a Pampa Energía (51%) y Grupo Inversor Petroquímica – GIP (49%), mientras que el Estado Nacional participa de manera minoritaria a través de ENARSA. Esta estructura accionaria le da estabilidad y respaldo operativo.

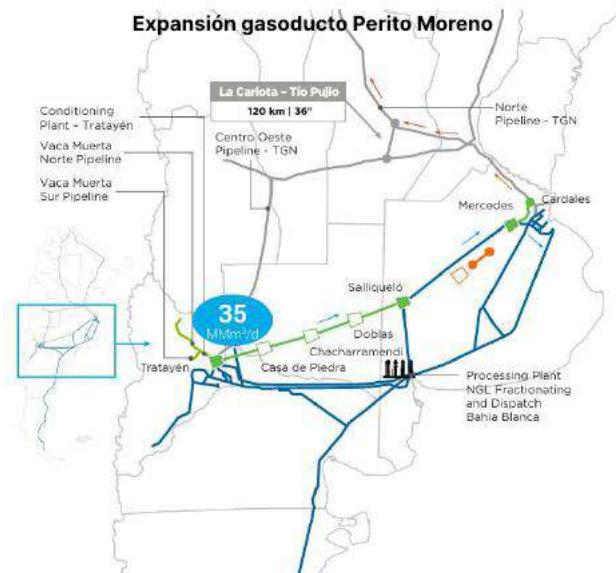
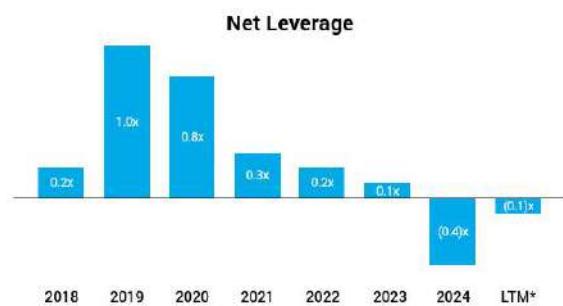
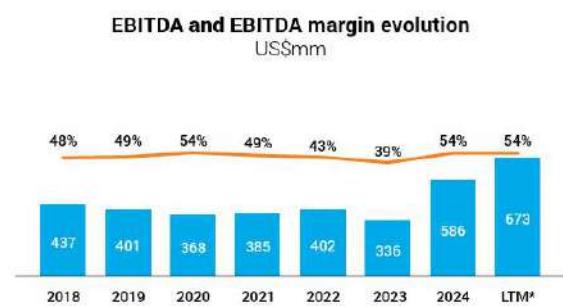
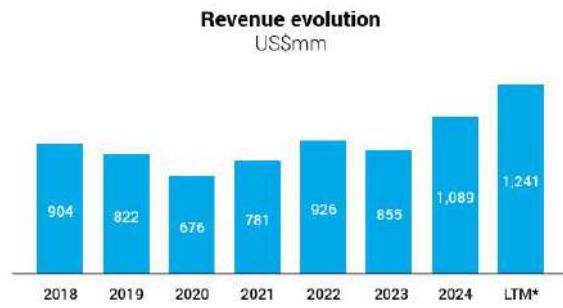
El negocio de transporte, regulado y basado en contratos de capacidad firme, aportó USD 506 millones de ingresos y USD 341 millones de EBITDA en los últimos doce meses, con un margen del 67%. La reciente extensión de su licencia hasta 2047 fortalece la previsibilidad de largo plazo de este negocio. En líquidos, TGS es el segundo mayor procesador del país, con producción cercana a 1,1 millones de toneladas por año y ventas equilibradas entre mercado local y exportación. Este segmento aportó USD 494 millones de ingresos y USD 176 millones de EBITDA.

El área de midstream en Vaca Muerta continúa expandiéndose: la compañía presta servicios de gathering y acondicionamiento que generaron USD 241 millones de ingresos y USD 156 millones de EBITDA, beneficiándose del crecimiento estructural del shale. Estos tres negocios combinados permiten un portafolio diversificado entre ingresos regulados y no regulados en dólares.

En lo financiero, TGS presenta uno de los balances más sólidos del sector energético: a 2025 mantenía deuda por USD 580 millones y una posición de caja de USD 634 millones, lo que implica un apalancamiento prácticamente nulo (net leverage 0,1x). Esta fortaleza le da capacidad para financiar proyectos de crecimiento sin comprometer su perfil crediticio.

Entre los desarrollos estratégicos sobresale la expansión del gasoducto Perito Moreno (CAPEX ~USD 500 millones), que sumará 14 MMm³/d de capacidad y podría aportar cerca de USD 120 millones de EBITDA adicional hacia 2027. En paralelo, TGS evalúa un proyecto integral de NGL que contempla una nueva planta de procesamiento en Neuquén y un poliducto a Bahía Blanca, orientado a capturar el alto potencial exportador del shale bajo el régimen RIGI.

Con un negocio diversificado, liderazgo operativo, muy baja deuda, participación accionaria sólida y proyectos de expansión alineados con el crecimiento de Vaca Muerta, TGS combina estabilidad regulada, crecimiento en dólares y un perfil financiero excepcionalmente fuerte para inversores de renta fija.



VISTA ENERGY - Energía, Petróleo & Gas

Vista es una compañía dedicada a la producción y explotación de hidrocarburos, con operaciones concentradas en Vaca Muerta. Es uno de los principales jugadores del país: representa alrededor del 15% del petróleo producido en Argentina, ubicándose entre las tres mayores productoras de crudo, y fue una de las responsables del impulso inicial que permitió escalar el desarrollo del shale en la cuenca neuquina.

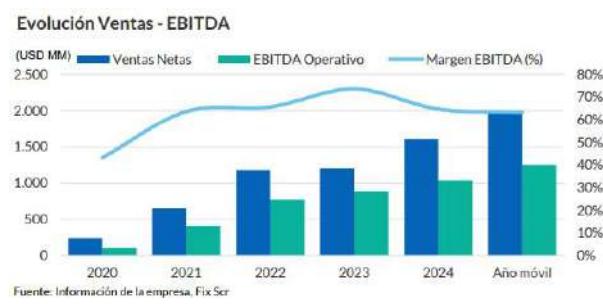
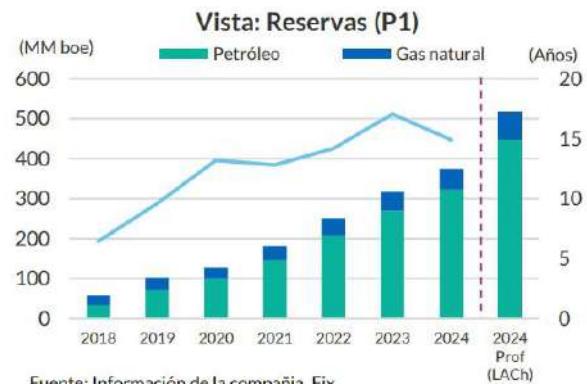
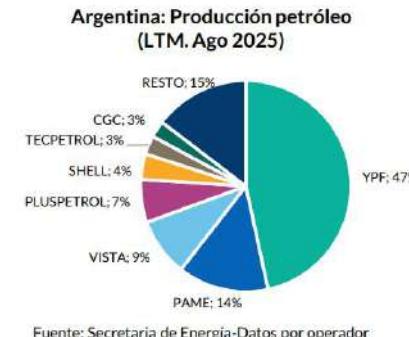
Desde su creación en 2018, la empresa logró un crecimiento acelerado apoyado en dos pilares: activos de muy alta productividad y una operación cada vez más eficiente. En pocos años pasó de producir 24,5 Mboe/d a 118 Mboe/d en el 2T25, convirtiéndose en uno de los perfiles de mayor expansión dentro del segmento no convencional. Este aumento estuvo acompañado por una ampliación significativa de reservas, que alcanzan aproximadamente 519 MMboe proforma tras la incorporación del 50% de La Amarga Chica, uno de los bloques más atractivos de Vaca Muerta.

La compañía complementó este crecimiento operativo con una fuerte inversión en infraestructura. Su capacidad de evacuación asciende hoy a 181 Mbbl/d, y se expandirá aún más con la puesta en marcha del proyecto VMOS, que sumará 50 Mbbl/d adicionales. Esto permitió que la mayor parte de su producción se comercialice en el mercado externo: al último año móvil, más del 57% de los ingresos provinieron de exportaciones, reforzando su perfil dolarizado y reduciendo la exposición al mercado interno.

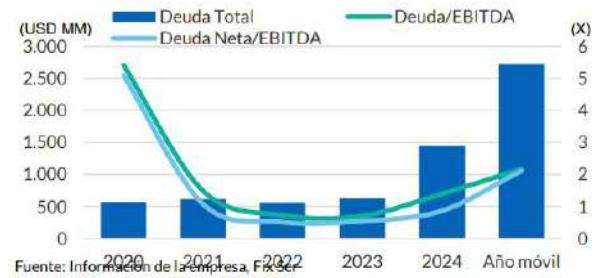
En términos de eficiencia, Vista se destaca por operar con algunos de los costos más bajos del país. El lifting cost, en torno a USD 4,7/boe, se encuentra entre los más competitivos de la industria y contribuye a márgenes operativos elevados. En el LTM a junio 2025, la compañía registró ingresos por USD 1.980 millones y un EBITDA de USD 1.252 millones, equivalente a un margen del 63%, muy por encima del promedio del sector.

El proceso de expansión vino acompañado de un mayor nivel de endeudamiento, utilizado para financiar adquisiciones e inversiones clave. La deuda total ajustada asciende a USD 2.937 millones, con un apalancamiento de 2,3x Deuda/EBITDA. A pesar de este aumento, Vista mantiene una sólida capacidad de generación de fondos: el flujo de caja operativo fue de USD 533 millones, incluso en un año de capex extraordinariamente alto. Con los proyectos ya ejecutados entrando plenamente en operación, FIX espera que el apalancamiento converja hacia 1,5x, retornando a niveles más conservadores.

Para inversores en renta fija, la combinación de márgenes robustos, escala creciente, flujo operativo sólido y un perfil de deuda que tenderá a moderarse conforme una tesis crediticia atractiva dentro del universo corporativo argentino.



Deuda Total y Endeudamiento - Jun.2025*



YPF - Energía, Petróleo & Gas

YPF es la principal compañía energética integrada de la Argentina y el actor central en el desarrollo de Vaca Muerta. Con control estatal del 51%, la compañía combina escala, integración operativa y un rol sistémico en la matriz energética del país. En la coyuntura actual, YPF atraviesa una etapa clave de transformación: está migrando hacia un modelo crecientemente enfocado en el upstream no convencional, con mayor generación de caja en dólares y perfil exportador.

Este cambio ya es visible en los números. En 2025, la producción total de hidrocarburos de YPF ronda los 530 mil barriles equivalentes por día, de los cuales cerca del 65% corresponde a shale, principalmente en Vaca Muerta. En términos de resultados, el no convencional explica aproximadamente el 70% del EBITDA, con costos competitivos a nivel internacional que permiten sostener márgenes aun en escenarios de precios más exigentes. Vaca Muerta concentra más del 55% de las reservas probadas de la compañía y constituye el principal motor de crecimiento de largo plazo.

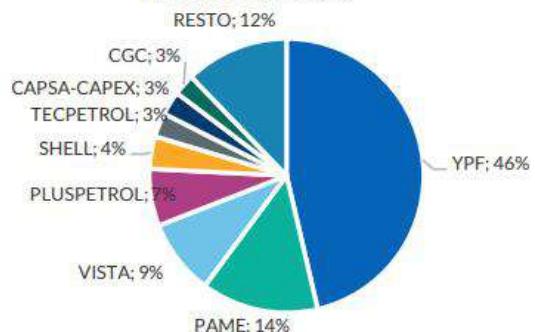
YPF mantiene una participación cercana al 55% en el mercado de combustibles, con altos niveles de utilización de sus refinerías y una red comercial de alcance nacional. Si bien este segmento opera bajo un marco regulatorio más restrictivo y con márgenes más acotados, aporta estabilidad de flujos y actúa como amortiguador frente a la volatilidad del upstream, especialmente en ciclos de precios bajos.

Desde el punto de vista financiero, la compañía presenta una sólida generación operativa, con un EBITDA anual superior a USD 5.000 millones y márgenes en torno al 24-25%. El plan de inversiones sigue siendo exigente —con CAPEX anual cercano a USD 5.000 millones, principalmente orientado a Vaca Muerta e infraestructura— lo que deriva en flujo de fondos libre negativo en el corto plazo, aunque alineado con una estrategia clara de crecimiento. Aun así, el apalancamiento se mantiene en niveles manejables, con deuda neta/EBITDA cercana a 2,0x, cobertura de intereses holgada y un perfil de vencimientos bien distribuido.

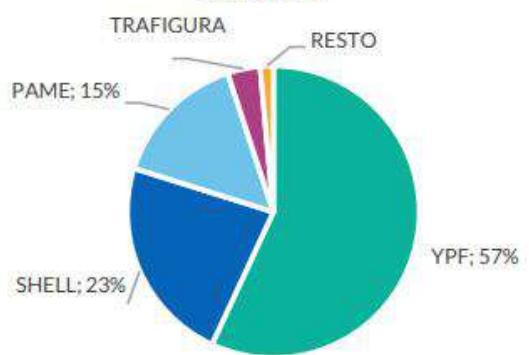
La creciente dolarización de ingresos vía exportaciones, la mejora sostenida en eficiencia operativa y el avance en proyectos de evacuación de crudo y gas —oleoductos, ampliaciones y el desarrollo del proyecto de GNL— incrementan la visibilidad de generación de caja futura y reducen la dependencia del mercado doméstico.

Para el inversor en renta fija, YPF combina escala, activos estratégicos y un plan de negocios creíble, con una importancia sistémica que históricamente facilitó el acceso a financiamiento aun en contextos adversos.

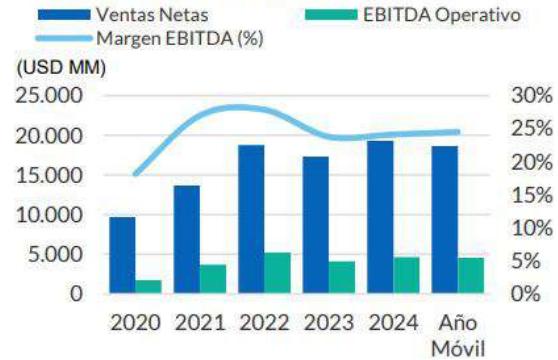
Argentina: Producción petróleo (LTM. Sep 2025)



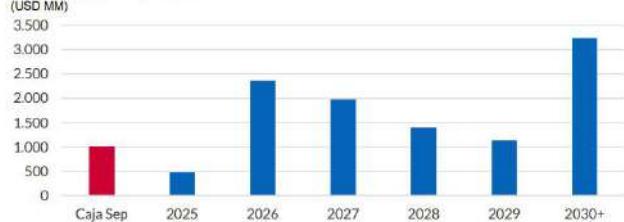
Cuota de mercado Nafta y Gasoil 9M 2025



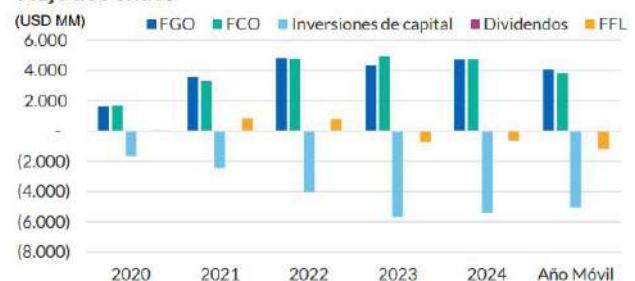
Evolución Ventas - EBITDA



Vencimiento de la Deuda



Flujo de Fondos



YPF ENERGÍA ELÉCTRICA - Electricidad

YPF Energía Eléctrica (YPF EE) es la plataforma de generación eléctrica del grupo YPF y uno de los actores más relevantes del sistema argentino. Con YPF S.A. como accionista mayoritario (75%), la compañía combina fuerte integración estratégica, contratos de largo plazo y un plan sostenido de inversión que la ha convertido en el mayor generador privado del país en capacidad térmica. Hoy cuenta con 3.397 MW instalados, con una matriz diversificada (81% térmico, 16% eólico y 3% solar).

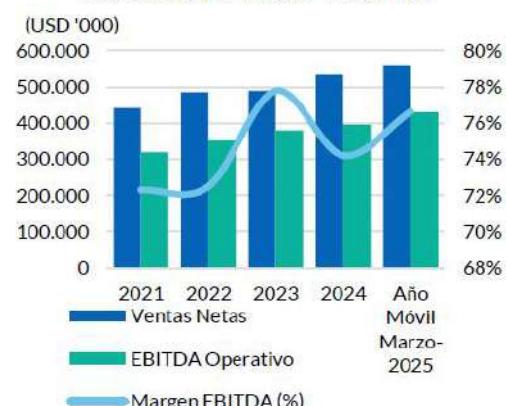
En los últimos cinco años YPF EE invirtió cerca de USD 870 millones para expandir su plataforma, y durante 2026 sumará 368 MW adicionales con la puesta en marcha del Parque Eólico Cementos Avellaneda (63 MW) y, especialmente, del Parque Solar El Quemado (305 MW), desarrollado bajo esquema RIGI. Estos nuevos activos —financiados con ON locales e internacionales y créditos de agencias de exportación— consolidan su transición hacia una matriz más diversificada y con menores costos operativos.

El negocio se apoya en contratos de venta de energía estables y de largo plazo —con un plazo promedio de 7 años y vencimientos hasta 2040—, que aseguran alta previsibilidad de ingresos. YPF EE abastece el 9,3% de la demanda eléctrica nacional y representa el 7,8% de la capacidad instalada. CAMMESA continúa siendo su principal cliente, aportando el 60% de los ingresos, mientras que el 40% proviene de contratos privados con grandes usuarios como YPF, Toyota, Ford, Nestlé o Holcim.

Financieramente, la compañía muestra un desempeño sólido: al año móvil cerrado en junio 2025, registró USD 450 millones de EBITDA con márgenes superiores al 70%, uno de los más altos del sector. La generación de fondos operativos alcanzó USD 286 millones, cifra consistente con su perfil contractual. La deuda total asciende a USD 1.006 millones, con un ratio Deuda/EBITDA de 2,3x (1,8x neto), niveles adecuados para una empresa con contratos dolarizados y bajo riesgo operativo. La liquidez —USD 216 millones— cubre totalmente los vencimientos de corto plazo.

La combinación de respaldo del grupo YPF, contratos previsibles, disciplina financiera e inversiones orientadas a crecimiento le otorga a YPF EE un perfil crediticio muy robusto dentro del sector de generación.

Evolución Ventas - EBITDA



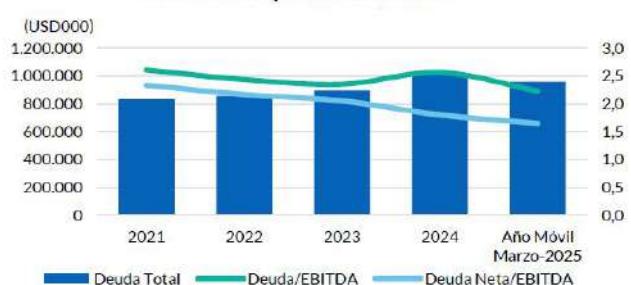
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

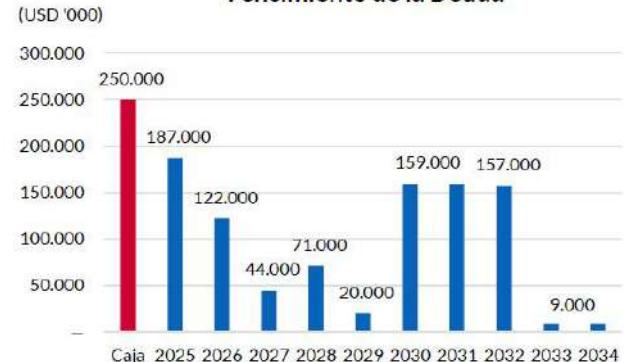


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



Ramiro Aranguren

Estrategia & Mercado

DISCLAIMER

El contenido del presente informe está basado en información pública que consideramos confiable, pero no necesariamente exenta de errores y/u omisiones. No asumimos ningún tipo de responsabilidad por el uso de los datos provistos en el presente reporte, por parte de clientes o terceros.