

## Obligaciones Negociables: Reporte 2T25

### Empresas con mejor calificación de riesgo que el soberano

Ricardo Contreras Páez

Research Analyst

Una obligación negociable es un título de deuda emitido por una empresa que implica una promesa formal de pago. Desde el inicio, se pactan el monto, la forma y la periodicidad de los servicios de capital e intereses, siendo éstos calculados por la compañía, utilizando la tasa de cupón prevista en el contrato (en varias ocasiones licitada en el mercado primario). En términos simples, es un bono corporativo que los inversores adquieren sabiendo exactamente cuánto, cómo y cuándo recibirán el capital prestado e intereses.

En Argentina, el segmento de obligaciones negociables o bonos corporativos es reducido y particular. Aunque las emisiones no son numerosas, unas pocas empresas alcanzan la calificación nacional a largo plazo “AAA” otorgada por FIX que, en teoría, representa el menor riesgo de incumplimiento. Sin embargo, en la práctica, esta calificación “AAA” local se equipara a la del soberano argentino, cuya nota es “CCC+”, según Fitch Ratings. Esto genera una paradoja: lo que domésticamente se considera “máxima calidad crediticia”, internacionalmente se percibe como deuda de alto riesgo o “junk bonds”.

Existen excepciones notables. Empresas como YPF S.A., Pampa Energía S.A., Vista Energy Argentina S.A.U. y Pluspetrol S.A. presentan calificaciones superiores al soberano en la escala de Moody’s, con notas “B2” y, en el caso de Pluspetrol, “B1”. Para esta agencia calificador, eso implica una mayor capacidad de pago que la del propio Estado argentino, lo que refleja la solidez de sus flujos de ingresos y su menor riesgo crediticio relativo. En esta línea, cabe aclarar que Argentina posee actualmente una calificación “Caa1” según Moody’s, un escalón por debajo de “B3”, lo que la ubica en una categoría de mayor riesgo especulativo. No obstante, tales empresas no logran obtener el grado de inversión tampoco.

Ahora bien, las agencias de calificación no están exentas de críticas. La crisis financiera de 2008 puso de manifiesto ciertas debilidades en el funcionamiento de las agencias calificadoras de riesgo, entre ellas, los retrasos en la actualización de calificaciones, posibles conflictos de interés y la discusión sobre el alcance de sus informes. Estos antecedentes abren la puerta a un análisis relevante: ¿en qué medida resulta adecuado basar decisiones exclusivamente en dichas evaluaciones? En este trabajo, se propone contrastar dichas calificaciones con el análisis de datos empíricos.

Emisiones	Vencimiento	TIR	Ley
<b>Vista Energy</b>			
VSCRD	10/10/2031	7,58%	ARG
VSCVD	10/06/2033	8,14%	NY
VSCTD	10/12/2035	8,01%	NY
<b>Pampa Energía</b>			
MGCHD	4/11/2025	0,08%	ARG
MGC9D	8/12/2026	4,46%	NY
MGCMD	10/09/2031	7,61%	NY
MGCOD	16/12/2034	8,12%	NY
<b>YPF</b>			
YMCHD	12/02/2026	0,07%	NY
YMCQD	13/02/2026	6,22%	ARG
YMCVD	28/05/2026	6,30%	ARG
YM37D	7/05/2027	7,23%	ARG
YCAMD	21/07/2027	6,18%	NY
YM38D	22/07/2027	7,19%	ARG
YMCID	30/06/2029	7,19%	NY
YM39D	22/07/2030	8,47%	ARG
YMCJD	30/09/2033	7,80%	NY
YM34D	17/01/2034	8,26%	NY
<b>Pluspetrol</b>			
PLC3D	30/04/2028	7,86%	ARG
PLC2D	27/01/2030	7,89%	ARG
PLC4D	30/05/2032	8,07%	NY

Los códigos de negociación corresponden a la especie Dólar MEP.

La emisión “YMCHD” tiene garantía.

Las emisiones aquí presentadas son una muestra de la totalidad de emisiones de cada compañía.

Las TIR están a fecha de cierre de mercado 28/08/2025.

El objetivo será evaluar el desempeño trimestre a trimestre de empresas petroleras y gasíferas, las cuales negocian a precios internacionales. Esto permite la dolarización de sus ingresos y la mitigación del riesgo de descalce de monedas al momento de afrontar servicios de deuda. Esta ventaja las diferencia de compañías cuyo modelo de negocio genera ingresos en pesos, mientras su deuda está emitida en dólares, una combinación que eleva sustancialmente su exposición al riesgo cambiario.

## Vista Energy – Postura: Overweight

El EBITDA subió 50,8% (US\$ 268M a US\$ 405M) por alza de ventas (+39,2%) y un EBIT que creció 153,5% (US\$ 142M a US\$ 360M), reflejando eficiencia operativa y mayores márgenes. Sin embargo, el flujo operativo cayó de US\$ 66M a -US\$ 9M por mayor inversión en capital de trabajo, en particular cuentas por cobrar (+84,7%).

En liquidez, los indicadores se deterioraron: Quick Ratio de 1,32 a 0,96 y Current Ratio de 0,91 a 0,41, con caída de caja del 79,2% y suba de pasivos corrientes (+39,0%). La deuda neta pasó de saldo negativo a US\$ 536M, elevando la presión de corto plazo (Net Debt CP/EBITDA de -2,08 a 1,32).

La cobertura de intereses cayó de 13,46 a 8,25x por mayores pagos (+313,3%), mientras que el ST Debt/Equity subió de 0,11 a 0,32. El apalancamiento financiero bajó de 3,44 a 2,79. La utilidad neta creció 184,2% (de US\$ 83M a 235M) y el patrimonio neto 29,4% a US\$ 2.125M, con mejora en rentabilidad (RPN 11,07% y RIT 4,97%). El fuerte crecimiento y la solidez patrimonial compensan el deterioro de liquidez, respaldando la postura Overweight.

## Pampa Energía – Postura: Overweight

El EBITDA creció 8,6% (US\$ 220M a US\$ 239M) por mayores ventas (+17,4%) y eficiencia en generación eléctrica y exploración. El EBIT retrocedió 6,6% (US\$ 121M a US\$ 113M) por mayores costos y depreciaciones.

En liquidez, los indicadores mejoraron: Quick Ratio de 2,33 a 3,62 y Current Ratio de 1,82 a 2,70, impulsados por reducción de pasivos corrientes (-37,3%), aunque la caja cayó 55,4%. La deuda neta de corto plazo pasó de saldo negativo de US\$ 8M a positivo de US\$ 61M, con presión medida como Net Debt CP/EBITDA de -0,04 a 0,26.

La cobertura de intereses bajó de 3,18 a 1,79 veces por mayor pago (+65,8%) y menor EBIT. El apalancamiento financiero subió de 0,47 a 0,68, mientras que el ST Debt to Equity Ratio pasó de 0,10 a 0,06. La utilidad neta se redujo 74,7% (US\$ 154M a US\$ 39M), con patrimonio neto en US\$ 3.494M y perfil de riesgo sólido. La diversificación de negocios, estabilidad patrimonial y control del apalancamiento respaldan la postura Overweight.

### Ratios

Ratio de Solvencia	2T25	1T25	Evolución
Flujo de Caja sobre Deuda	- 0,01	0,36	-103,74%
Cobertura de Intereses	8,25	13,46	-38,66%
Presión de Corto Plazo (Net Debt CP/EBITDA)	1,32	- 2,08	163,68%
Cobertura de Vencimientos Inmediatos (Debt CP/EBITDA)	1,70	0,68	150,85%
ST Debt Ratio	0,09	0,04	117,28%
ST Debt to Equity Ratio	0,32	0,11	192,45%
Apalancamiento Financiero	2,79	3,44	-19,01%
Apalancamiento (A/PN)	2,85	2,73	4,56%
Ratios de Liquidez			
Quick Ratio	0,96	1,32	-27,39%
Current Ratio	0,41	0,91	-54,47%
Cash & Equivalents / Short-Term Debt	0,22	4,06	-94,50%
Ratios de Rentabilidad			
RPN	11,07%	5,04%	119,65%
RIT	4,97%	2,39%	107,96%

Los porcentajes pueden diferir según redondeo y uso de decimales.  
Fuente: Club de Finanzas UADE, en base a Vista Energy.

### Ratios

Ratio de Solvencia	2T25	1T25	Evolución
Flujo de Caja sobre Deuda	0,26	0,25	4,00%
Cobertura de Intereses	1,79	3,18	-43,67%
Presión de Corto Plazo (Net Debt CP/EBITDA)	0,26	- 0,04	750,00%
Cobertura de Vencimientos Inmediatos (Debt CP/EBITDA)	0,93	1,60	-42,11%
ST Debt Ratio	0,01	- 0,01	200,00%
ST Debt to Equity Ratio	0,06	0,10	-37,33%
Apalancamiento Financiero	0,68	0,47	43,92%
Apalancamiento (A/PN)	1,75	1,78	-1,58%
Ratios de Liquidez			
Quick Ratio	3,62	2,33	55,13%
Current Ratio	2,70	1,82	48,15%
Cash & Equivalents / Short-Term Debt	0,73	1,02	-29,08%
Ratios de Rentabilidad			
RPN	1,12%	4,42%	-74,76%
RIT	2,25%	9,32%	-75,82%

Los porcentajes pueden diferir según redondeo y uso de decimales.  
Fuente: Club de Finanzas UADE, en base a Pampa Energía.

## YPF – Postura: Neutral

El EBITDA creció 20,2% (US\$ 998M a US\$ 1.200M), mientras el EBIT avanzó 114,6% (US\$ 192M a US\$ 412M) por menores costos. El flujo operativo creció 34,8% (US\$ 850M a US\$ 1.146M), fortaleciendo la capacidad de repago, y los intereses pagados bajaron 54,8%.

En liquidez, los ratios se mantuvieron estables (Quick Ratio 0,98 y Current Ratio 0,75) con caída de caja (-17,5%) y reducción de pasivos corrientes (-12,7%). La presión de corto plazo (Net Debt CP/EBITDA) subió de 1,09 a 1,23, aunque el apalancamiento bajó levemente (A/PN de 2,50 a 2,43).

La cobertura de intereses mejoró de 0,87 a 4,12 veces, y el patrimonio neto se mantuvo firme (+0,1%). La utilidad neta revirtió de pérdida (-US\$ 10M) a ganancia de US\$ 58M, con mejora de rentabilidad (RPN de -0,08% a 0,49% y RIT de 0,93% a 1,16%).

El trimestre fue muy positivo a nivel operativo, con mejoras en eficiencia, generación de caja y rentabilidad, pero la foto financiera de corto plazo todavía muestra presión en liquidez y mayor carga de deuda inmediata. Por eso, la lectura más ajustada es una visión Neutral con sesgo positivo, válida para inversores con foco financiero.

## Pluspetrol – Postura: Neutral

El EBITDA retrocedió 37,6% (US\$ 118,4M a US\$ 73,9M) y el EBIT pasó de US\$ 24,2M a pérdida de -US\$ 20,3M (-184,1%), afectado por mayores costos y depreciaciones. El flujo operativo creció 83,1% (US\$ 50,8M a US\$ 92,9M) y la caja se disparó +1.209,8% (US\$ 39,1M a US\$ 512,2M), fortaleciendo la posición de liquidez.

Los ratios de liquidez mejoraron sustancialmente (Quick Ratio de 0,87 a 1,51 y Current Ratio de 0,58 a 1,27) con caída de la deuda neta de corto plazo a saldo negativo. Sin embargo, la cobertura de intereses se deterioró de 4,37 a -1,04 veces por mayores pagos (+253,2%) y pérdida operativa, elevando el riesgo financiero.

El patrimonio neto cayó 2,6% (US\$ 1.960,6M a US\$ 1.908,8M) y los activos totales crecieron 15,37% (US\$ 4.057,1M a US\$ 4.680,8M), pero la utilidad neta pasó de US\$ 11,9M a pérdida de US\$ 51,8M, con caída de rentabilidad (RPN de 0,61% a -2,71% y RIT de 1,24% a 0,15%).

La mejora en liquidez es innegable y le otorga aire en el corto plazo, pero queda totalmente opacada por la pérdida operativa, la cobertura de intereses en negativo y la reversión a pérdida neta. Esto impide sostener un sesgo positivo. En consecuencia, la lectura más balanceada es Neutral: protegida por caja y liquidez, pero con debilidad estructural en rentabilidad y capacidad de repago.

### Ratios

Ratio de Solvencia	2T25	1T25	Evolución
Flujo de Caja sobre Deuda	0,51	0,42	21,11%
Cobertura de Intereses	4,12	0,87	374,23%
Presión de Corto Plazo (Net Debt CP/EBITDA)	1,23	1,09	13,29%
Cobertura de Vencimientos Inmediatos (Debt CP/EBITDA)	1,88	2,03	-7,42%
ST Debt Ratio	0,08	0,07	14,00%
ST Debt to Equity Ratio	0,19	0,17	11,17%
Apalancamiento Financiero	0,86	0,09	1046,94%
Apalancamiento (A/PN)	2,43	2,50	-2,48%

Ratios de Liquidez	2T25	1T25	Evolución
Quick Ratio	0,99	0,98	1,11%
Current Ratio	0,75	0,79	-5,29%
Cash & Equivalents / Short-Term Debt	0,34	0,46	-25,87%

Ratios de Rentabilidad	2T25	1T25	Evolución
RPN	0,49%	-0,08%	712,50%
RIT	1,16%	0,93%	25,50%

Los porcentajes pueden diferir según redondeo y uso de decimales.

Fuente: Club de Finanzas UADE, en base a YPF.

### Ratios

Ratio de Solvencia	2T25	1T25	Evolución
Flujo de Caja sobre Deuda	0,27	0,15	76,30%
Cobertura de Intereses	- 1,04	4,37	-123,80%
Presión de Corto Plazo (Net Debt CP/EBITDA)	- 2,32	2,44	-195,07%
Cobertura de Vencimientos Inmediatos (Debt CP/EBITDA)	4,61	2,77	66,45%
ST Debt Ratio	0,07	0,08	-10,00%
ST Debt to Equity Ratio	0,18	0,17	6,65%
Apalancamiento Financiero	-17,71	0,49	-3707,55%
Apalancamiento (A/PN)	2,45	2,07	18,51%

Ratios de Liquidez	2T25	1T25	Evolución
Quick Ratio	1,51	0,87	73,26%
Current Ratio	1,27	0,58	119,67%
Cash & Equivalents / Short-Term Debt	1,50	0,12	1161,44%

Ratios de Rentabilidad	2T25	1T25	Evolución
RPN	-2,71%	0,61%	-547,61%
RIT	0,15%	1,24%	-87,59%

Los porcentajes pueden diferir según redondeo y uso de decimales.

Fuente: Club de Finanzas UADE, en base a Pluspetrol.



# Club de Finanzas UADE

**Nazareno Taus**

*Club Liaison*

**Martin de la Fuente**

*Head of Research*

**Rocco Abalsamo**

*Head of Strategy*

**Bautista Blaiotta**

*Research Analyst*

**Federico Martin Alive**

*Research Analyst*

**Ricardo Contreras Páez**

*Research Analyst*

**Tomás D´Acciavo**

*Research Analyst*

**Nicolás Pisi**

*Research Analyst*

**Marcos Martínez**

*Research Analyst*

**Bryan Bustamante**

*Research Analyst*

**Nehuen Oscar Fernández**

*Research Analyst*

---

**Pablo Gustavo Salina**

*Club Advisor*

*Información Importante*

- Este informe no constituye bajo ningún concepto una recomendación o asesoramiento en materia de inversiones. La rentabilidad pasado no garantiza rentabilidades futuras. Las inversiones están expuestas a las oscilaciones del mercado y a los riesgos intrínsecos a este.
- Este informe ha sido elaborado de buena fe a partir de fuentes consideradas fiables, pero no infalibles.