

Inicio de Cobertura

Transportadora de Gas del Sur (TGS)

12 de noviembre de 2025

Ticker NYSE TGS ISIN NYSE US8938702045

Ticker BYMA TGSU2 ISIN BYMA ARP9308R1039

Recomendación **Comprar**

Recomendación anterior No aplica

Precio objetivo **USD 40**

Precio al 12-nov-2025 USD 30,53

Retorno potencial 31%

Cap. de mercado USD 4.640 MM

Rango de 52 semanas USD 19,74 - USD 34,37

Volumen promedio diario 606.646 acciones

Iniciamos la cobertura de Transportadora de Gas del Sur (TGS o la Compañía, de ahora en más) con una recomendación de compra y un precio objetivo de **USD 40** por ADR.

Resumen Ejecutivo

TGS, la principal operadora de transporte y procesamiento de gas natural de Argentina, atraviesa una etapa de consolidación estratégica que la posiciona como un actor clave del sector energético del país. Apoyada en un marco regulatorio más previsible y en la expansión del desarrollo no convencional en Vaca Muerta, la Compañía se enfoca en fortalecer su negocio regulado de transporte, ampliar sus servicios de midstream en Neuquén y optimizar la producción de líquidos en el Complejo General Cerri. El avance de proyectos de infraestructura y la extensión de su licencia de concesión hasta 2047 dan un horizonte de estabilidad que, a nuestro juicio, sienta las bases para un crecimiento sostenido y de bajo riesgo financiero en los próximos años.

Este informe ofrece una evaluación de su estrategia operativa, proyectos en ejecución, valuación y principales riesgos, respaldando nuestra recomendación de compra, con un precio objetivo de USD 40 por acción.

Analista Valentino Caramutti

vcaramutti@criterialatam.com

Principales Métricas. Todos los valores expresados en USD, en base a datos de la Compañía y estimaciones propias.

	3T 2024	2T 2025	3T 2025	4T 2025 E	2024	2025 E	2026 E	2027 E
Ventas (USD MM)	255	299	319	311	1.094	1.224	1.318	1.526
EBITDA (USD MM)	132	143	164	155	619	628	646	751
Margen de EBITDA	52%	48%	51%	50%	57%	51%	49%	49%
Ingreso Neto (USD MM)	84	74	119	114	433	440	478	544
Margen Neto	33%	25%	37%	40%	36%	36%	36%	36%
Apalancamiento Neto	(0.20)	0.00	(0.09)	0.06	(0.29)	0.06	0.01	0.13
EPS	0,28	0,25	0,39	0,38	1,44	1,46	1,59	1,81

I. La Compañía

Transportadora de Gas del Sur S.A. inició sus operaciones el 28 de diciembre de 1992, como resultado de la privatización de la empresa estatal Gas del Estado. La compañía se constituyó para operar una porción del sistema de gasoductos troncales de Argentina tras dicha privatización: Gas del Estado fue dividida en dos empresas de transporte (TGS y TGN) y ocho distribuidoras regionales. Desde 1994, la Compañía cotiza en las bolsas de Nueva York (NYSE) y Buenos Aires (BYMA).

Actualmente, TGS es la transportadora de gas natural más importante de Argentina y opera el sistema de gasoductos más extenso de América Latina. Gestiona aproximadamente 9.248 km de gasoductos que atraviesan siete provincias en el sur y oeste del país, conectando las principales cuencas productoras con los centros de consumo. A través de esta red, TGS transporta más del 60% del gas natural consumido en Argentina, abasteciendo indirectamente a más de 8 millones de personas. Además de su rol en transporte, TGS lidera en el país las actividades de producción y comercialización de líquidos de gas natural (LGN), procesando el gas en su complejo General Cerri en Bahía Blanca.

En cuanto a su estructura societaria, TGS es controlada por la Compañía de Inversiones de Energía S.A. (CIESA), que posee el 54% de las acciones. CIESA, a su vez, es co-controlada por Pampa Energía S.A. (50%) y por dos grupos de inversores, uno liderado por la familia Sielecki (27,1%) y el otro por la familia Safra (el restante 22,9% de CIESA). El resto del capital de TGS se reparte entre el fondo de pensiones estatal ANSES (25,33%) y el free float en el mercado (20,84%). Desde 2019 el Ing. Oscar Sardi se desempeña como CEO de TGS, conduciendo a la empresa en una etapa de expansión de infraestructura vinculada al auge del gas no convencional de Vaca Muerta.

Operaciones y Segmentos de Negocio | TGS participa en gran parte de la cadena de valor del gas natural, con negocios diversificados en tres segmentos principales: Transporte de gas natural, producción & comercialización de líquidos del gas natural y

Management

Oscar Sardi – CEO

Alejandro Basso – CFO

Claudia Trichilo – COO

Rubén De Muria – Director de Asuntos Regulatorios e Institucionales

Juan Ignacio de Urraza – Director de Negocios

Hernán Flores Gómez – Director de Asuntos Legales

Carlos Almagro – Jefe de Mercado de Capitales y Relación con Inversores

el “midstream” en Vaca Muerta. Adicionalmente, cuenta con unidades complementarias como Telecomunicaciones (Telcosur) y servicios integrales (TGS Integra), que apalancan sus activos y conocimientos, aunque estos representan una porción menor de sus ingresos. A continuación se describe cada segmento en detalle:

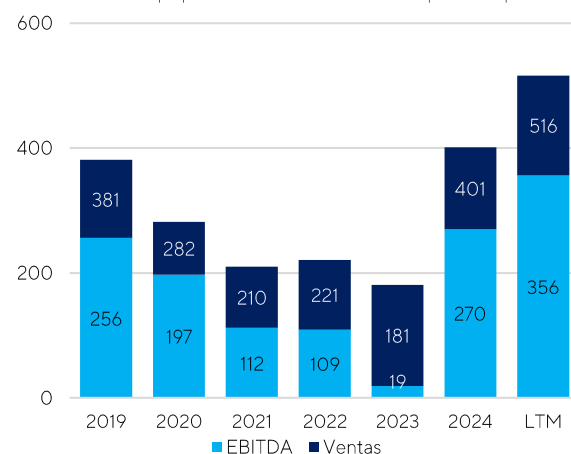
Transporte de gas natural: Es la actividad central y regulada de TGS. La empresa opera el sistema troncal de gasoductos más extenso de la región, con más de 9.200 km de ductos propios que conectan las cuencas de Neuquén, San Jorge y Austral (principales áreas productoras del sur y oeste) con la Región Metropolitana de Buenos Aires y otros polos de consumo. TGS transporta aproximadamente el 61% del gas natural del país, incluyendo gas para distribuidores locales, industrias y exportaciones. La capacidad firme contratada promedia los 89 millones de m³/día.

Aproximadamente 84% de los ingresos de transporte provienen de contratos firmes de largo plazo (que obligan a pagar por capacidad reservada, se use o no). TGS opera este negocio bajo una Licencia otorgada por el Estado en 1992 a 35 años, inicialmente con asistencia técnica de empresas privadas internacionales. Es importante notar que el transporte de gas es un servicio regulado por ENARGAS, con tarifas en pesos sujetos a revisiones periódicas. Este segmento es fundamental estratégicamente, pero sus tarifas estuvieron históricamente rezagadas por la inflación hasta recientes ajustes, haciendo que en años previos su contribución a ingresos fuera menor que la del negocio de líquidos. No obstante, tras los ajustes tarifarios de 2022–2024, el transporte volvió a ganar peso significativo en las ventas, 45% de los ingresos totales en 1S 2025, frente a 30% en el 1S 2024 (ver Gráfico nro. 1).

Producción y comercialización de líquidos: TGS es líder nacional en el procesamiento y venta de líquidos extraídos del gas natural. Esta actividad se desarrolla principalmente en el Complejo General Cerri, ubicado en Bahía Blanca, Provincia de Buenos Aires, donde el gas natural rico en componentes pesados es procesado para extraer etano, propano, butano y gasolina natural. El etano se vende a la industria petroquímica local (por ejemplo, a Dow Chemical para la producción de plásticos), mientras que el propano y butano se

Gráfico nro. 1. Ventas y EBITDA del segmento de Transporte de Gas para el período 2019–2025, en millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía

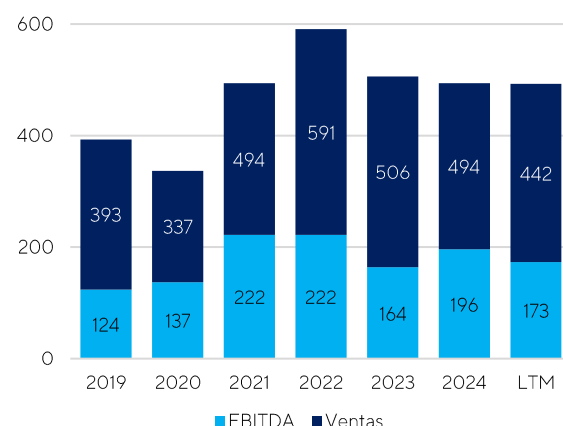


fraccionan como gases licuados de petróleo para el mercado interno o exportación, y la gasolina natural se exporta como diluyente o insumo refinable. TGS despacha estos productos a diversos destinos del país y también a mercados internacionales. La capacidad de procesamiento de gas de la planta Cerri es de 47 MMm³/día, con una producción anual de líquidos que rondó los 1,05 MM de toneladas en 2024 (ligeramente menor a los 1,13 MM de toneladas en 2023). Este segmento opera en un entorno de mercado no regulado: sus ingresos dependen de precios internacionales de los LGN (ligados al petróleo) y del tipo de cambio, lo que le da volatilidad. Históricamente, los líquidos han sido una fuente importante de ingresos y márgenes para TGS, compensando las limitaciones tarifarias del transporte; por ejemplo, en 2022-2023 los líquidos aportaron más del 50% de las ventas. Sin embargo, es un negocio expuesto a ciclos de precios y a riesgos operativos: en 2025 se evidenció su vulnerabilidad cuando eventos climáticos en Bahía Blanca obligaron a detener el Complejo Cerri por casi dos meses, provocando una caída del 22% en los volúmenes despachados y afectando significativamente todos los resultados de ese periodo (ver Gráfico nro. 2).

Servicios midstream: Ante el boom de la producción de gas no convencional en Vaca Muerta, TGS ha tenido desde 2018 un rol pionero y fundamental como proveedor de servicios midstream, convirtiéndose en el “primer midstreamer” del país. Esto incluye la captación, acondicionamiento y compresión del gas natural en boca de pozo, para prepararlo y transportarlo desde los yacimientos hasta los gasoductos troncales. En la Planta Tratayén en Neuquén, TGS posee instalaciones de acondicionamiento donde recibe el gas crudo de los productores para separarle impurezas y reducir su contenido de líquidos. Asimismo, TGS construyó y opera gasoductos de recolección en la cuenca Neuquina, dónde se destaca el Gasoducto Vaca Muerta Norte, inaugurado en 2019 y recientemente ampliado. En junio de 2025, TGS anunció la finalización de obras fundamentales en Vaca Muerta: invirtió USD 100 MM para extender en 32 km el gasoducto Vaca Muerta Norte y para ampliar la capacidad de acondicionamiento de la Planta

Gráfico nro. 2. Ventas y EBITDA del segmento de Líquidos para el período 2019 - 2025, en millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía



Tratayén. Gracias a estas expansiones, TGS ofrece a los productores soluciones integrales desde la boca de pozo hasta los sistemas de transporte y distribución, capturando una porción del valor agregado en la cadena. En el 1S 2025, el segmento midstream ya mostró un crecimiento en las ventas de 28% interanual en términos reales, impulsado por mayor demanda de servicios de transporte y tratamiento de gas no convencional. Este negocio, si bien hoy sólo representa una quinta parte de los ingresos totales, es estratégico para el crecimiento futuro dado el potencial de Vaca Muerta (ver Gráfico nro. 3).

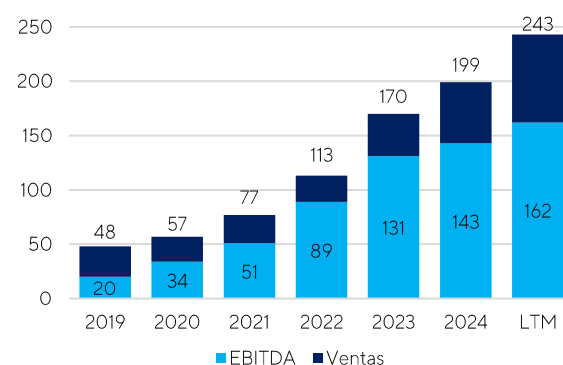
Telecomunicaciones: Como subproducto de la extensa infraestructura de ductos (que suelen llevar tendidos de fibra óptica para comunicaciones), TGS incursionó en telecomunicaciones en 1998 mediante su subsidiaria Telcosur, la cual opera más de 4.600 km de redes (incluyendo 3.570 km de fibra óptica) conectando regiones del sur y oeste argentino. Brinda servicios de transporte de datos, banda ancha y soluciones tecnológicas a empresas de energía, carriers de telecomunicaciones, cooperativas y otras industrias. Si bien Telcosur genera ingresos modestos en comparación con los segmentos principales, aprovecha activos existentes y contribuye a la diversificación.

Servicios integrales: TGS cuenta con una unidad de negocios orientada a servicios industriales y de ingeniería ("Integra"), mediante la cual pone a disposición de terceros su experiencia operativa, personal calificado y activos. Un ejemplo reciente es que ENARSA (empresa energética estatal) eligió a TGS para operar y mantener el primer tramo del Gasoducto Perito Moreno que conecta Tratayén con Salliqueló. Este contrato refleja la confianza en el *expertise* técnico de TGS y le permite monetizar su *know-how* sin invertir capital propio. Si bien estos servicios no son un segmento separado en reportes financieros (se engloban en "otros servicios"), representan oportunidades de negocio adicionales derivadas de la posición de TGS en la industria.

En resumen, TGS opera un modelo de negocio integrado: combina un negocio de transporte sólido pero regulado, un negocio de

Gráfico nro. 3. Ventas y EBITDA del segmento de Midstream para el período 2019 – 2025, en millones de USD

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía



líquidos con perfil más comercial y volátil, y actividades midstream orientadas al crecimiento. Esta diversificación ha permitido a la empresa mitigar parcialmente el riesgo regulatorio a la vez que capitalizar oportunidades a lo largo de la cadena del gas.

Proyectos de Infraestructura | TGS se encuentra ejecutando y planificando importantes proyectos de expansión de infraestructura, alineados con el crecimiento de la producción de gas de Vaca Muerta y las necesidades de ampliar la capacidad de transporte del sistema nacional. A continuación, se detallan las iniciativas más relevantes, incluyendo sus características técnicas, la inversión necesaria (CAPEX), plazos y el impacto esperado:

- **Expansiones Midstream en Vaca Muerta:** TGS invirtió sostenidamente desde 2019 en infraestructura midstream (gasoductos y plantas) para acompañar a los productores: se estima que entre 2019 y 2023 invirtió más de USD 700 MM en instalaciones midstream propias, incluyendo alrededor de USD 50 MM en la extensión de 32 km del Gasoducto Vaca Muerta Norte y en la ampliación de la planta de Tratayén. Por otro lado, en febrero de 2025 se habilitó la última expansión de TGS en Vaca Muerta, un módulo de acondicionamiento que junto con el módulo habilitado en octubre de 2024, representó una inversión de USD 350MM. Esta obra, concluida en el primer trimestre de 2025, conectó nuevos bloques productores (Los Toldos I Sur y El Trapial, en Neuquén) a las instalaciones de TGS, incrementando el volumen de gas crudo que puede tratarse y evacuarse. Gracias a ello, hoy TGS dispone de capacidad significativa para capturar nuevos incrementos de producción de gas no convencional sin cuellos de botella inmediatos.
- **Gasoducto Perito Moreno:** El GPM es el nuevo gasoducto troncal construido por el Estado para evacuar gas de Vaca Muerta. La Primera Etapa (Tratayén – Salliqueló) entró en operación a mediados de 2023. TGS, si bien no invirtió en esa obra, ha sido seleccionada para operar y mantener el primer tramo de esta en nombre de ENARSA. Este tramo inicial conecta con el sistema Neuba II de TGS en Salliqueló. El contrato representa ingresos incrementales para TGS (aunque no públicos, presumiblemente

en dólares regulados por contrato). No requiere CAPEX por parte de TGS pero sí aporta know-how y posicionamiento de cara a futuras expansiones del GPM.

- Proyecto de Ampliación de Capacidad GPM: Se trata de la que probablemente sea la propuesta más ambiciosa de TGS. En octubre de 2025, el Gobierno Nacional adjudicó a la Compañía las obras para ampliar el GPM y expandir el sistema de transporte de gas de cara al invierno 2026. Implica una inversión de USD 780 MM. El proyecto consiste en dos partes:

-Ampliación del Gasoducto Tratayén-Salliqueló.

Puntualmente, se añadirían tres plantas compresoras, más un equipo compresor adicional en la planta existente en Tratayén, totalizando 90.000 HP de potencia adicional. Esto incrementaría la capacidad del ducto en 14 MMm³/d, llevándola de 21 a 35 MMm³/d en total. La inversión estimada en esta fase es de USD 560 MM.

-Obras Complementarias en el Sistema de TGS. Dado que más gas llegando a Salliqueló debe continuar hasta los centros de consumo, TGS propuso en paralelo invertir USD 220 MM en su propio sistema: incluye construir 20 km de loops (ductos paralelos) en tramos críticos del Gasoducto Neuba II y agregar 15.000 HP de potencia. Con esta obra, 12 MMm³/d adicionales de gas neuquino llegarían al Gran Buenos Aires/Litoral y otros 2 MMm³/d llegarían a Bahía Blanca, sustituyendo importaciones de GNL y líquidos.

En julio de 2025, TGS fue la única empresa que presentó una oferta en la licitación llamada por ENARSA en mayo para llevar a cabo el proyecto, convirtiéndose en la primera obra pública financiada por privados. Bajo la nueva administración, se espera aún más impulso al rol privado para sostener el superávit energético. De concretarse íntegramente, esta expansión conjunta permitirá ahorros para la Argentina estimados de USD 700 MM anuales en la balanza comercial y USD 500 MM en subsidios fiscales. Asimismo, habilitará mayores saldos exportables en verano (cuando la demanda local baja, ese gas extra podría venderse a Chile, Brasil u

otros). Indirectamente, el proyecto incentivará inversiones upstream adicionales necesarias para producir esos 14 MMm³/d extra.

En conjunto, los proyectos actuales y previstos de TGS aumentarían sustancialmente la capacidad de transporte desde Vaca Muerta, asegurando que el crecimiento de la producción tenga vías para llegar al mercado doméstico y de exportación. Esto, a su vez, debería traducirse en crecimiento de ingresos regulados (por mayor base de activos sobre la cual remunerar tarifas) y mayores ingresos no regulados (midstream fees, venta de líquidos adicionales, etc.). Vale destacar que TGS ha logrado encarar estas obras mediante propuestas proactivas (Iniciativa Privada) en lugar de esperar únicamente licitaciones estatales, lo que demuestra una estrategia de creación de valor a través de inversiones que también benefician al país al reducir importaciones netas de energía.

Entorno Regulatorio y Tarifas | El entorno regulatorio de TGS está definido fundamentalmente por la Ley N°24.076 de Gas Natural de 1992 y por la autoridad de aplicación, el Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS). Dicha ley enmarcó la privatización de Gas del Estado y estableció un régimen de concesiones por 35 años (prorrogables) para el transporte y distribución de gas.

Licencia y plazo: TGS opera bajo una Licencia exclusiva otorgada en 1992 por 35 años, por lo que en condiciones normales expiraría en diciembre de 2027. La ley prevé que, cumplido ese período, la concesión puede prorrogarse por 10 años adicionales a pedido del operador, sujeto a evaluación de desempeño. En junio de 2024, ENARGAS dictaminó que TGS cumplió sustancialmente con sus obligaciones y recomendó conceder la extensión de 20 años. Luego de una audiencia pública en octubre 2024, ENARGAS elevó su informe al Poder Ejecutivo, y finalmente en 2025 se otorgó la extensión por 20 años de la licencia de TGS (hasta 2047) mediante decreto ejecutivo. Esto elimina una incertidumbre importante de medio plazo y refleja que el regulador considera satisfactoria la performance de TGS en cuanto a seguridad, inversiones y servicio.

Régimen tarifario: Las tarifas de transporte de gas (que determinan los ingresos de TGS en este segmento) han seguido una trayectoria irregular. Inicialmente, tras la privatización en 1992, se pactó que las tarifas en dólares tendrían ajustes semestrales por inflación. Pero tras la devaluación de 2002, se pesificaron y congelaron las tarifas, iniciando un período de más de 15 años sin revisiones integrales. Esto provocó una severa erosión en términos reales de las tarifas. Para 2015, las tarifas de transporte valían una fracción mínima de su valor original en USD. Entre 2004 y 2015 solo se otorgaron subsidios o ajustes parciales menores vía acuerdos temporales.

Recién con el cambio de gobierno en 2015 se impulsó una Revisión Tarifaria Integral (RTI). ENARGAS condujo un proceso de RTI en 2016-2017 que culminó en la Resolución 4362/2017, estableciendo nuevas tarifas base en pesos y un Plan de Inversiones Obligatorias entre 2017 y 2021 para TGS. Esta RTI autorizó aumentos escalonados significativos (en 3 tramos entre 2017 y 2018) para acercar las tarifas a niveles de rentabilidad adecuados, y demandó a TGS inversiones por ARS 6.786M en ese quinquenio (que la empresa cumplió e incluso excedió en los primeros años). Sin embargo, a partir de 2019 el proceso se interrumpió nuevamente cuando el gobierno entrante congeló las tarifas en y dispuso una “revisión tarifaria de transición”.

En 2021 y 2022 se otorgaron algunos ajustes parciales (por ejemplo, en 2022 TGS recibió un aumento del 60% en la tarifa de transporte, insuficiente frente a una inflación anual del ~95%). Como resultado, para 2023 las tarifas seguían bastante rezagadas. No obstante, durante 2023 y 2024 se produjo un viraje importante: ENARGAS y las transportistas acordaron reajustes tarifarios extraordinarios de gran magnitud, con la mira en un nuevo RTI a futuro. TGS recibió fuertes actualizaciones tarifarias en abril del 2024 (675%). Además, desde mayo de 2025 se implementó un nuevo esquema de ajuste mensual de tarifas, indexado a la inflación para evitar un retraso inmediato. Esto marca un cambio de paradigma, ya que históricamente las tarifas se ajustaban con lapsos largos y por lo general por debajo de la inflación.

Con estos incrementos, las tarifas de transporte volvieron a representar una porción importante de los ingresos de TGS (45% en 1S 2025, vs 37% en 2024). Aun así, vale mencionar que en términos absolutos las tarifas siguen siendo bajas en moneda dura: dado el contexto inflacionario, los grandes porcentajes partieron de una base muy deteriorada. Incluso después del ajuste del 675%, el costo del transporte de gas en el esquema residencial argentino continúa siendo económico comparado con estándares internacionales.

II. Análisis de Mercado

Evolución del Sector Energético | En la última década, la producción convencional de petróleo y gas en Argentina mantuvo una caída constante, aunque el auge de Vaca Muerta revirtió esta tendencia. Hacia 2024, el país alcanzó los niveles más altos en términos de producción total en más de 15 años. Este crecimiento se explica por el impulso del shale, hoy en día más de la mitad de los hidrocarburos argentinos provienen de este tipo de formaciones, reflejando el cambio estructural en la matriz productiva.

En agosto de 2025, la producción de hidrocarburos alcanzó niveles sobresalientes, marcando el punto más alto en lo que va del milenio y acercando al país al récord histórico de 1998. Vaca Muerta consolidó su dominio absoluto, desplazando al resto de las cuencas y liderando el crecimiento del sector. No solo se mantiene como la principal cuenca productora de Argentina, sino que continúa ampliando su participación en el total nacional, afirmando una hegemonía cada vez más marcada, impulsada por el desarrollo del shale.

De acuerdo con el informe mensual de la consultora Oil Production Consulting, la Cuenca Neuquina concentró en agosto el ~75% de la producción de petróleo del país y el ~74% del gas natural, lo que representa incrementos de 8% y 2% respecto de julio. Este desempeño refleja un crecimiento sostenido mes a mes, en un contexto donde las demás cuencas mantienen un nivel de actividad estable o en retroceso.

La Cuenca Neuquina –donde se ubica Vaca Muerta– ha consolidado su dominio en el mapa energético nacional. En lo que va de 2025, aportó en torno al 71% del gas natural y el petróleo producidos en Argentina, un salto notable frente a unos años atrás (en 2020 representaba solo ~48% de la producción). En contraste, cuencas tradicionalmente relevantes como Golfo San Jorge y Austral han visto reducido su peso relativo (ver Gráfico nro. 4).

En resumen, la matriz energética argentina ha pasado de ser mayoritariamente convencional a estar liderada por recursos no convencionales. Este cambio abre perspectivas de desarrollo y exportación de hidrocarburos con alto potencial, especialmente en gas natural. El fuerte incremento del gas shale/tight en Neuquén permite vislumbrar proyectos de exportación de GNL (gas natural licuado) a gran escala en los próximos años, así como mayores ventas externas de gas por gasoductos a países vecinos.

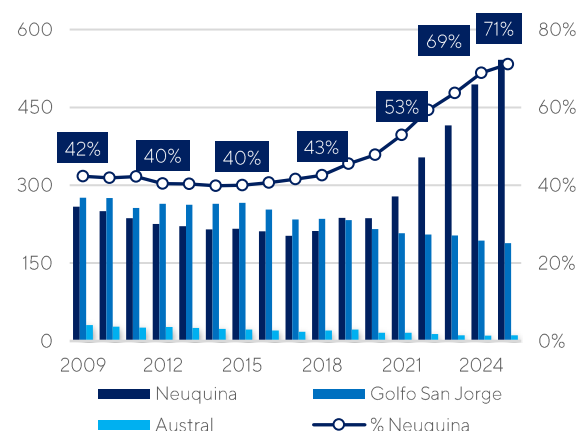
Las perspectivas de exportar volúmenes significativos de gas (vía GNL y gasoductos) y petróleo brindan una oportunidad histórica para el país, siempre que se sostengan las condiciones favorables de inversión y desarrollo de infraestructura en el sector energético. Argentina comienza a posicionarse para convertirse en un oferente importante de energía en el mercado internacional, apalancada en la competitividad de Vaca Muerta.

Mercado de Midstream | El mercado argentino del midstream de gas natural (transporte y procesamiento) y la infraestructura gasífera son operadas por dos transportistas troncales: TGS y TGN.

TGS cubre el sur y el centro del país, dónde se encuentran las tres mayores cuencas productivas (Neuquina, Austral y Golfo San Jorge) y opera el mayor sistema de gasoductos del país, representando más del 60% del gas consumido en Argentina a través de más de 9.200 km. de ductos y una capacidad firme de ~89 MMm³/d. Sus principales clientes son distribuidoras como Metrogas, Camuzzi, Ecogas, etc. También las grandes industrias y generadoras eléctricas.

Gráfico nro. 4. Producción de petróleo por cuenca para el período 2009–2025, medido en Mbbbl/d.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Energía



Por su parte, TGN cubre todo el norte del país, con una red de ~11.000 km y una participación de mercado de un poco menos del 40%. Es controlada por Tecpetrol (Grupo Techint) y Compañía General de Combustibles (CGC), con una minoría de ANSES, al igual que TGS.

En resumen, TGS es más grande, diversificada y rentable, mientras TGN depende casi exclusivamente de las tarifas reguladas y de la evolución del consumo interno en sus zonas de servicio.

La sólida posición de TGS la convierte en un jugador clave para vincular el gas de Vaca Muerta con los mercados internos y externos. Vale mencionar que TGS ha invertido en obras estratégicas para integrar Vaca Muerta a su red: construyó gasoductos de recolección y una planta de acondicionamiento en Tratayén, Neuquén, con capacidad para 60 MMm³/d adicionales, facilitando la inyección de más gas no convencional al sistema de transporte nacional.

III. Análisis Financiero

TGS cerró el 2024 con resultados muy superiores al año previo: los ingresos crecieron de ARS 560 mil millones en 2023 a ARS 1.182 mil millones en 2024, y el resultado neto pasó de ARS 29 mil millones a ARS 359 mil millones. El patrimonio neto se expandió de ARS 1.058 mil millones a ARS 2.164 mil millones, mientras el pasivo total pasó de ARS 829 mil millones a ARS 1.125 mil millones. En ese punto, el nivel de deuda a *equity* se redujo significativamente. Vale aclarar que todas las cifras son ajustadas por inflación.

Durante la primera mitad de 2025, TGS ha enfrentado un escenario más desafiante. El segmento de líquidos fue particularmente afectado por el evento climático que afectó al Complejo Cerri, lo que erosionó ingresos y márgenes en ambos trimestres. En el 2T2025, los costos operativos y efectos financieros negativos pesaron sobre su rentabilidad, con el margen de EBITDA reduciéndose desde 56% en el 1T a 48% en el 2T. Por otro lado, *midstream* mostró crecimiento y ayudó a balancear la caída en los otros dos segmentos. Mas allá de la inundación en Bahía Blanca,

cuando comparamos los últimos doce meses con años anteriores, tanto las ventas como el margen de EBITDA se encuentran en su máximo histórico, USD 1.252 MM y 56%, respectivamente (ver Gráfico nro. 5).

En cuanto al nivel de liquidez y deuda, TGS presenta una fortaleza destacable, su deuda neta, es decir su deuda bruta neta de la caja y los equivalentes de caja, es prácticamente cero, lo que le da a la Compañía un colchón significativo frente a riesgos externos. Este nivel implica un ratio de apalancamiento neto de 0,0x, y aun considerando la deuda bruta, el apalancamiento se mantiene en torno a 0,9x lo cual sigue estando muy por debajo del promedio de la industria entre 2x y 3x (ver Gráfico nro. 6).

Sobre la deuda bruta de la Compañía, está compuesta en casi un 90% por su única Obligación Negociable, emitida en julio de 2024 por un monto de USD 490 MM y con vencimiento *bullet* en julio de 2031. Si bien creemos que mantener un nivel de deuda manejable cómo el de TGS es una señal positiva y saludable para el inversor, también creemos que hay cierto margen que puede ser aprovechado para tomar más deuda y desarrollar con mayor profundidad sus segmentos productivos (ver Gráfico nro. 7).

En cuanto a liquidez corriente, la empresa exhibe una posición holgada con ARS 956 mil millones en activos corrientes frente a ARS 285 mil millones en pasivos corrientes, el ratio alcanza 3,35x. Esto significa que por cada peso que vence en el corto plazo, TGS dispone de más de tres para cubrirlo.

La solvencia de la Compañía también se ubica en niveles muy sólidos ya que los activos totales ascienden a ARS 3,7 mil millones frente a pasivos totales por ARS 1,2 mil millones, dando una relación activos/pasivos cercana a 3,1x. Esto muestra que la empresa podría cubrir todas sus obligaciones utilizando sólo un tercio de sus activos.

Gráfico nro. 5. Ventas, EBITDA y margen de EBITDA consolidados para el período 2019 – 2025, en millones de USD.

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía

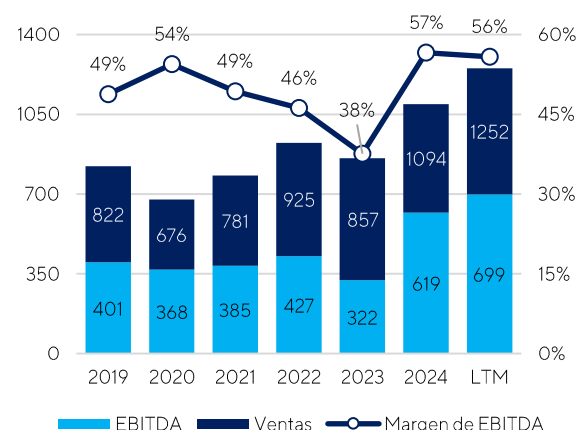


Gráfico nro. 6. Nivel de apalancamiento neto para el período 2019 – 2025, medido como Deuda Neta/EBITDA LTM

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía

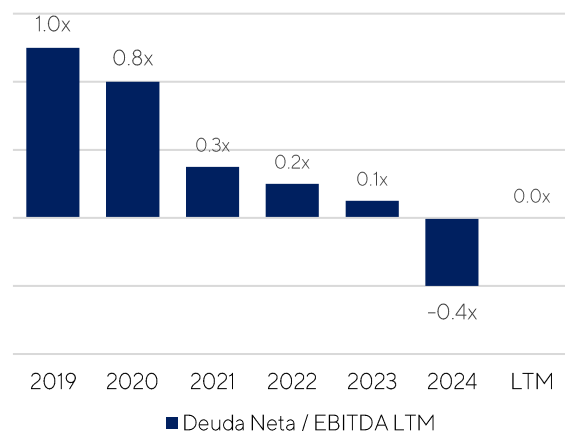
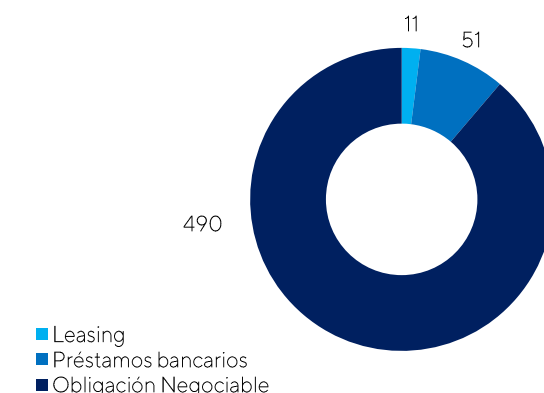


Gráfico nro. 7. Perfil de deuda bruta de la Compañía, medida en millones de USD.

Fuente: Elaboración propia en base a información brindada por la Compañía



IV. Riesgos

Nuestro precio objetivo está expuesto a diversos riesgos que podrían impactar la exactitud y sostenibilidad de nuestras proyecciones. Entre los riesgos externos, se destacan la volatilidad del precio del gas y el entorno macroeconómico, tanto a nivel local como internacional. Además, existen factores internos, como los desafíos operativos y regulatorios que enfrenta la compañía, que podrían afectar su rendimiento y las perspectivas a futuro.

Riesgo Regulatorio y Político | Pese a las mejoras, siempre existe la posibilidad de un retroceso en la política tarifaria. Una disparada inflacionaria no acompañada de ajustes inmediatos erosionaría los ingresos reales. Un cambio de signo político futuro podría reinstaurar controles tarifarios estrictos. Además, el gobierno sigue teniendo herramientas para intervenir (por ejemplo, podría retrasar los ajustes mensuales, fijar aumentos por debajo de la inflación, o imponer nuevos planes de emergencia). No se descarta tampoco la intromisión política en la operación: históricamente las transportistas estuvieron en la mira de estatizaciones (en 2008 se estatizó Aeropuertos, en 2012 YPF, etc.). Aunque TGS no es un candidato obvio hoy, un deterioro social podría poner presión sobre tarifas y utilidades “excesivas”. En síntesis, Argentina mantiene un riesgo país alto, que implica que el inversionista en TGS debe aceptar la posibilidad de eventos adversos imprevisibles desde el ámbito regulatorio.

Dependencia de la Producción Nacional de Gas | TGS, si bien impulsa Vaca Muerta, no controla la producción de gas. Una eventual disminución en la inversión upstream (por precios bajos del gas, incertidumbre política, restricciones cambiarias, etc.) podría estancar o reducir los volúmenes transportados. Del lado de la demanda, si la economía se contrae fuertemente, el consumo de gas puede aplanarse (especialmente el consumo industrial) y reducir la necesidad de nuevas expansiones. En el largo plazo, la transición energética global hacia fuentes bajas en carbono podría disminuir la relevancia del gas natural; TGS tiene más de 20 años de licencia por

delante, y aunque el gas seguirá siendo clave en ese horizonte, un desplazamiento por renovables o electrificación masiva es un factor para vigilar en décadas futuras.

Exposición a Eventos Climáticos | TGS depende críticamente de su única planta de procesamiento (Complejo Cerri) por ende cualquier parada prolongada por falla técnica, accidente o desastre natural conlleva una gran pérdida de producción. La inundación en Bahía Blanca en 2025 mostró esta vulnerabilidad, costándole a TGS unos ARS10 mil millones en pérdidas extraordinarias. Aunque la planta ya está asegurada y se tomaron medidas para mitigar futuras contingencias, riesgos operativos como explosiones, incendios, etc. no son nulos en instalaciones de gas. TGS sí cuenta con seguros industriales, pero estos raramente cubren el lucro cesante al 100%. Adicionalmente, el transporte de gas conlleva riesgo de rupturas de ductos (por terceros, corrosión, sismos, etc.).

Riesgo Financiero y de Refinanciación | Si bien la deuda de TGS es manejable en función de su caja, la situación crediticia del país es frágil. Un cierre de mercados internacionales o suba abrupta del riesgo país podría dificultar o encarecer la refinanciación de sus vencimientos. Si Argentina cayera en default soberano, posiblemente las tasas exigidas a TGS subirían incluso si sus métricas propias son buenas. TGS debe asegurarse de poder girar fondos para pagar cupones en moneda extranjera. Al 2T 2025, TGS tenía un ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses) de ~12,0x, lo cual es saludable pero no holgado; un aumento de tasas internacionales o un downgrade soberano podría presionar este indicador. No obstante, cabe mencionar que Fitch mantuvo una perspectiva estable en 2025, confiando en la capacidad de TGS de acceder a financiamiento por su perfil.

V. Valuación de la Compañía y Recomendación

Para estimar el valor de TGS, elaboramos un modelo de flujos de caja libre descontados (DCF), aplicando una tasa de descuento (WACC)

del 12,7% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 2,5%, a partir del final del período de proyecciones (2025-2030).

Nuestro escenario base para TGS contempla la evolución proyectada de los flujos de caja de sus tres segmentos principales: transporte de gas natural, producción y comercialización de líquidos del gas y servicios midstream.

En el negocio regulado, las proyecciones incorporan el esquema tarifario vigente con actualizaciones mensuales indexadas por inflación, y un sendero de recomposición gradual de los ingresos reales a medida que las tarifas convergen hacia niveles económicamente sostenibles. En los segmentos no regulados, el modelo considera la recuperación parcial de los volúmenes afectados por eventos climáticos en 2025 y una progresiva normalización de la producción en el Complejo General Cerri, junto con mayores ingresos por exportación de GLP y butano hacia 2026-2027.

Nuestras proyecciones asumen márgenes de EBITDA ascendiendo desde 50% hasta 60% en el mediano plazo, impulsados por la estabilidad del negocio de transporte y la mejora en la rentabilidad de los líquidos, que capturan mejores precios internacionales y un mix de ventas más orientado al mercado externo. El CAPEX proyectado se duplicaría en los próximos cinco años, desde USD 250 MM hasta casi alcanzar los USD 500 MM anuales, con el foco puesto en mantenimiento de ductos, ampliación de capacidad en Vaca Muerta y eficiencia energética en plantas compresoras.

Finalmente, se estima que el flujo operativo se fortalezca a medida que se consolida la estabilidad regulatoria y se expanden los servicios midstream, apalancando un perfil financiero con bajo apalancamiento neto, elevada generación de caja y capacidad sostenida de distribución de dividendos. En conjunto, el modelo sugiere que TGS se encuentra bien posicionada para mantener una senda de crecimiento previsible y sostenido en los próximos años.

Asimismo, hemos valuado a la Compañía bajo dos escenarios divergentes, a los que llamamos “Pesimista” y “Optimista”. La Tabla nro. 1, describe estos escenarios y muestra el precio objetivo y el retorno potencial que surge de considerar a cada uno de ellos en nuestro modelo de valuación.

Tabla nro. 1. Descripción de escenarios alternativos y precios objetivo

Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Precio Objetivo: USD 28	Precio Objetivo: USD 40	Precio Objetivo: USD 51
Retorno Potencial: -9%	Retorno Potencial: 31%	Retorno Potencial: 67%
<p>En el escenario pesimista, proyectamos un contexto político y macroeconómico adverso para el sector energético argentino, con un retroceso en las políticas de liberalización tarifaria y una vuelta a los esquemas de control de precios y subsidios generalizados. Bajo este marco, el gobierno podría reimplantar congelamientos tarifarios en el segmento regulado del transporte de gas, deteriorando los ingresos reales de TGS y afectando su capacidad de trasladar la inflación a las tarifas.</p> <p>En paralelo, el desincentivo a la inversión privada en Vaca Muerta, producto de una menor estabilidad regulatoria y falta de incentivos económicos, podría frenar el crecimiento de la producción de gas no convencional. Una menor oferta de gas en la Cuenca Neuquina reduciría los volúmenes transportados por TGS, afectando directamente su negocio principal y limitando las oportunidades de expansión en midstream.</p> <p>A nivel macroeconómico, un deterioro de las condiciones fiscales y monetarias, con inflación persistente, aumento del riesgo país y mayor incertidumbre política, elevaría el costo de financiamiento y presionaría los márgenes operativos.</p> <p>En este entorno, TGS mantendría una posición financiera sólida gracias a su bajo apalancamiento, pero enfrentaría una contracción en los flujos de caja por menores volúmenes transportados, atraso tarifario y aumento de costos operativos en términos reales.</p>		
<p>En el escenario optimista, proyectamos una continuidad del proceso de normalización tarifaria iniciado en 2024, con actualizaciones mensuales que acompañan la inflación y un marco regulatorio estable que consolida la recuperación de los ingresos reales del segmento de transporte. Este entorno permitiría a TGS mejorar sus márgenes operativos y sostener un flujo de caja previsible.</p> <p>Simultáneamente, un contexto de mayor estabilidad macroeconómica, con inflación en descenso, menor volatilidad cambiaria y condiciones más favorables para la inversión, facilitaría la ejecución de proyectos estratégicos. La expansión de la producción de gas natural en Vaca Muerta, junto con una mayor y mejor infraestructura, incrementaría los volúmenes transportados y fortalecería el desarrollo del negocio midstream de TGS.</p> <p>En paralelo, se proyecta un crecimiento sostenido en la producción y exportación de líquidos del gas, apalancado en mejoras operativas en el Complejo General Cerri y una mayor demanda regional de LPG y butano. Este aumento en la capacidad exportadora diversificaría las fuentes de ingresos y reduciría la dependencia del mercado interno regulado.</p> <p>Bajo este marco, la combinación de estabilidad macro, expansión de la producción gasífera y un marco regulatorio más previsible conduciría a una compresión del riesgo país y una reducción del costo de capital (WACC), aumentando el valor presente de los flujos proyectados.</p>		

Evolución del precio (en USD por ADR) y volumen operado (en miles, eje derecho) de TGS del 29-01-2014 al 09-11-2025



Transportadora de Gas del Sur (TGS)

Resumen financiero y de valuación

Principales Supuestos DCF

Transporte de Gas Natural	2024	2025 E	2026 E	2027 E	Estado de Resultados	2024	2025 E	2026 E	2027 E
Entregas diarias prom. (MMm ³ /d)	69,7	73,6	72,2	77,6	Ventas	1.094	1.224	1.318	1.526
Ventas	401	471	416	518	Costos	(572)	(732)	(807)	(932)
EBITDA	270	282	205	256	EBIT	522	492	511	594
Producción de Líquidos	2024	2025 E	2026 E	2027 E	Depreciación y amortización	97	137	135	157
Producción Mercado Local (Mtns.)	649	651	717	726	EBITDA	619	628	646	751
Precio Local (USD/tn)	394	354	404	415	Margen de EBITDA	57%	51%	49%	49%
Producción Mercado Internacional (Mtns.)	428	388	409	441	Impuestos a las ganancias	(200)	(150)	(168)	(191)
Precio Internacional (USD/tn.)	529	650	578	632	Resultado Neto	433	440	478	544
Ventas	494	477	525	577	Resultado Neto (margen)	40%	36%	36%	36%
EBITDA	196	154	197	240	Posición Financiera	2024	2025 E	2026 E	2027 E
Midstream & Otros	2024	2025 E	2026 E	2027 E	Deuda Total	489	516	561	685
Entregas diarias prom. (MMm ³ /d)	20,7	27,0	33,7	40,0	Caja & Equivalentes	51	23	50	26
Inyecciones de Gas Natural (MMm ³ /d)	15,1	26,7	32,8	36,2	Activos Financieros de Corto Plazo	621	454	504	561
Precio promedio (USD/MMm ³)	1,40	1,28	1,41	1,41	Deuda Neta	(182)	40	6	98
Ventas	199	275	376	431	Deuda Neta/EBITDA	(0,29)	0,06	0,01	0,13
EBITDA	143	187	244	254	Ratio Corriente	2,73	3,60	3,48	3,23

Tabla de abreviaturas

MMm ³ /d	Millones de metros cúbicos de gas natural por día	MM	Millón
Mbbl/d	Miles de barriles de petróleo crudo por día	LNG/GNL	Gas Natural Licuado
Mboe/d	Miles de barriles equivalentes de petróleo por día	GLP	Gas Licuado de Petróleo
Bbl	Barril de petróleo crudo	HP	Caballos de fuerza
Boe	Barril equivalente de petróleo	USD/tn	Dólares por tonelada
Mtns.	Miles de Toneladas		

CRITERIA Research

Gustavo Araujo
Head de Research

Guadalupe Biron
Estratega de Renta Fija

Federico Sibilia
Estratega de Renta Fija

Valentino Caramutti
Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 12 de noviembre de 2025

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA® 2025. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.