

# Naturgy BAN S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Perspectiva Positiva:** La perspectiva positiva refleja la mejora en el entorno operativo y generación de flujos, junto al mejor posicionamiento relativo de la compañía para continuar con la licencia de concesión. FIX entiende que, si bien mientras no se obtenga la renovación de la licencia la flexibilidad financiera de la compañía podría verse afectada, esto se encuentra mitigado por el nulo nivel de deuda en relación con el valor de recupero de sus activos, mayor a los USD 350 MM en un caso estresado, según estimaciones de FIX. Adicionalmente, en el improbable caso que no se otorgue la renovación de la licencia, la compañía mantiene el derecho a presentarse a la nueva licitación de concesión, e igualar la mejor oferta en caso de no ganar.

**Mejora en la generación de flujos:** A partir de la recomposición del VAD en 2024 (435% en abril de 2024 y 22% acumulado desde agosto 2024 hasta abril 2025) y la aprobación de la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT), FIX espera que Naturgy BAN S.A. (Naturgy) mantenga en los próximos años niveles de ventas mayores a los USD 600 MM y márgenes de EBITDA en torno al 25%, con flujos de caja positivos y bajo apalancamiento. El EBITDA se multiplicó 8,7x desde USD 13 MM en 2023 a USD 128 MM en 2024 impactando positivamente en el Flujo de Caja Operativo (FCO) que ascendió a USD 92 MM y que, luego de inversiones por USD 23 MM y pago de dividendos por USD 29 MM, resultó en un Flujo de fondos libre (FFL) positivo de USD 41 MM.

**Mejor entorno operativo, limitado por vencimiento de concesión:** Además del ajuste real promedio cercano al 16%, a aplicarse en 31 cuotas mensuales (reconociendo el costo financiero del diferimiento), se estableció un mecanismo de ajuste mensual (aunque no automáticos y sujetos a la autorización del regulador) mediante una fórmula que combina un 50% IPC y un 50% IPIM. FIX considera que esto reduce la incertidumbre y otorga mayor previsibilidad y estabilidad a los flujos operativos. Si bien la extensión de la concesión aún no fue definida, lo que podría acotar la flexibilidad financiera, el riesgo se mitiga por el nulo apalancamiento y acotadas necesidades de fondos. FIX considera muy probable la renovación de la licencia, en función del cumplimiento histórico en inversiones e indicadores técnicos de calidad. Dado el extenso historial de cambios regulatorios en Argentina, en la medida que se dé una estabilidad de cumplimiento, sin intervenciones discrecionales, sumado a la extensión de la concesión, y el mantenimiento de bajos niveles de morosidad e incobrabilidad, FIX subirá la calificación.

**Estabilidad de demanda:** Naturgy posee la exclusividad de la concesión (vencimiento en 2027, prorrogable por 20 años) para distribución de gas en la Provincia de Buenos Aires, siendo la segunda distribuidora de gas más grande del país en base a cantidad de clientes y la tercera en volumen entregado, con estabilidad en la demanda. El 31 de julio de 2025, en la audiencia N° 108, se fundamentó la solicitud de prórroga de concesión.

## Sensibilidad de la calificación

La extensión de la concesión, junto con estabilidad en el cumplimiento regulatorio, y manteniendo bajos niveles de morosidad e incobrabilidad implicarán una suba de la calificación.

A su vez, un cambio negativo en el entorno regulatorio, la no obtención de la renovación de la licencia de concesión, o un cambio en el entorno macroeconómico que genere un debilitamiento de los flujos operativos estimados y derive en un apalancamiento mayor a 2x, también tendría un efecto negativo en la calificación.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AA-(arg)
Perspectiva	Positiva
Acciones	1

### Resumen Financiero

Naturgy BAN S.A.		
Consolidado	30/09/25	31/12/24
(\$ millones constantes a sep-25)	Año móvil	12 meses
Total Activos	676.903	489.591
Deuda Financiera	0	0
Ingresos	761.531	665.175
EBITDA	202.797	160.655
Margen EBITDA (%)	27	24
Deuda / EBITDA (x)	0	0
Deuda Ajustada/ EBITDA (x)	(0)	(0)
EBITDA / Intereses (x)	114	131.721

### Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024.](#)

### Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentina, noviembre 2025](#)

### Analistas

Analista Principal  
Martín Suárez  
Asociado  
[martin.suarez@fixscr.com](mailto:martin.suarez@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

Analista Secundario  
Leticia Inés Wiesztort  
Directora Asociada  
[leticia.wiesztort@fixscr.com](mailto:leticia.wiesztort@fixscr.com)  
+54 11 5235 8100

## Liquidez y Estructura de Capital

**Nulo apalancamiento:** A septiembre 2025, la compañía no tenía deudas financieras ni deudas vencidas con proveedores de gas. Asimismo, la caja e inversiones corrientes ascendía a USD 74 MM. La flexibilidad financiera es adecuada dado que la compañía cuenta con líneas de créditos disponibles por cerca \$ 40.000 MM. FIX estima para 2026 que continúe con ratios de apalancamiento y de liquidez acordes a los niveles actuales.

## Perfil de Negocios

Naturgy BAN S.A. (Naturgy), es la segunda distribuidora más grande de Argentina al abastecer a casi 1,7 millones de clientes, vendiendo cerca de 1.816 MM m<sup>3</sup> de gas, así como transportando 5.463 MM m<sup>3</sup> de gas en 2024. Presta el servicio en 30 partidos bonaerenses al norte y oeste de CABA, en una zona densamente poblada con parques industriales, el área de servicio es de 15.000 km<sup>2</sup>.

El régimen tarifario se encuentra regulado por el Estado Nacional, siendo el ENARGAS el organismo descentralizado en la órbita de la Secretaría de Energía (SE) que regula la actividad de las distribuidoras y subdistribuidoras de gas.

La compañía posee una licencia de distribución vigente hasta el 28 de diciembre de 2027, con opción a prórroga por 20 años adicionales, conforme al marco regulatorio aplicable. En este sentido, Naturgy BAN presentó formalmente al ENARGAS la solicitud de prórroga de la licencia el 28 de octubre de 2024 mediante la presentación del Informe de Cumplimiento correspondiente; la audiencia pública para su tratamiento se celebró el 31 de julio de 2025, encontrándose en curso la evaluación final del regulador.

Históricamente, la compañía estuvo afectada por cambios regulatorios que implicaron ajustes de tarifas por debajo de la tasa de inflación impactando en los márgenes operativos y generación de flujos. En 2024 se dieron importantes ajustes del valor agregado de distribución (435% en abril de 2024 y 22% acumulado desde agosto 2024 hasta abril 2025), se aprobó en 2025 la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT), a la vez que se estableció un mecanismo de ajuste mensual (aunque no automáticos y sujetos a la autorización del regulador) mediante una fórmula que combina un 50% IPC y un 50% IPIM. FIX considera que esta mejora en el entorno operativo reduce la incertidumbre y otorga mayor previsibilidad y estabilidad a los flujos operativos. El nuevo esquema tarifario permite recuperar los costos operativos, realizar las inversiones obligatorias y compensar el costo de capital.

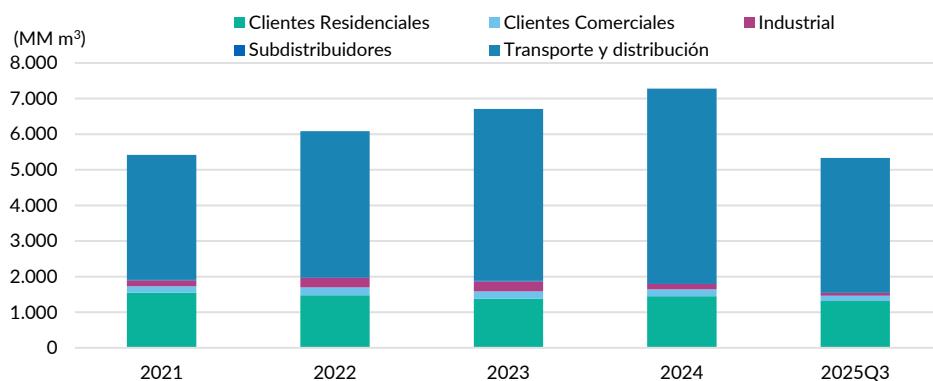
Invergas S.A. (perteneciente al grupo Naturgy Energy Group de España) posee el control accionario de la compañía con un 51% de participación accionaria (Ver administración y calidad de accionistas). La red de Naturgy cuenta con una extensión de 27.389 km (1.844 km de alta presión y 25.545 km media presión) y cuenta con la única planta de almacenamiento criogénico de gas de la Argentina (planta de Peak Shaving en General Rodríguez), inaugurada en octubre de 1995 con una inversión de USD 51 MM, con instalaciones que permiten licuar el gas para su reserva y utilización en los picos de demanda, almacenándolo a una temperatura de -160°, lo que reduce unas 600 veces su volumen, y posee un tanque con capacidad para 43.470 m<sup>3</sup> de GNL (equivalente a 27.380.000 m<sup>3</sup> de gas).

La compañía tiene contratada una capacidad de transporte promedio en firme de 16,8 MM m<sup>3</sup>/d, de la cual aproximadamente el 70% se encuentra sobre el sistema de Transportadora de Gas del Sur S.A. (TGS) y el 30% restante sobre el sistema de Transportadora de Gas del Norte S.A. (TGN). Más del 80% del gas proviene de la cuenca Neuquina.

### Demanda y clientes

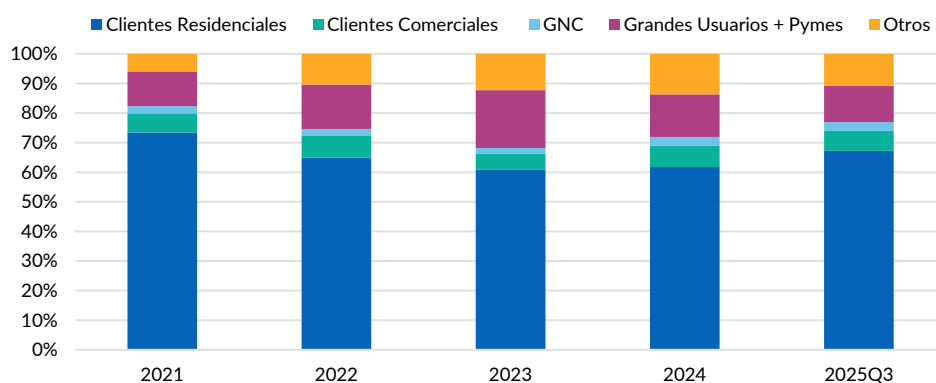
En 2024, los clientes residenciales constituyeron el 97% de los clientes totales, el 80% del volumen de ventas de gas, el 21% del volumen total de gas vendido y transportado/distribuido, así como el 62% de los ingresos por ventas totales de la compañía, caracterizándose por su demanda relativamente estable entre año y año, la cual varía principalmente en función de los niveles de temperatura y en función del poder adquisitivo de la población. Las mayores ventas se producen en época de temperaturas más frías, entre los meses de mayo y septiembre, con picos de temperaturas más frías en junio.

## Volumen de Gas Vendido



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Naturgy BAN S.A.: Ventas de Gas (%)

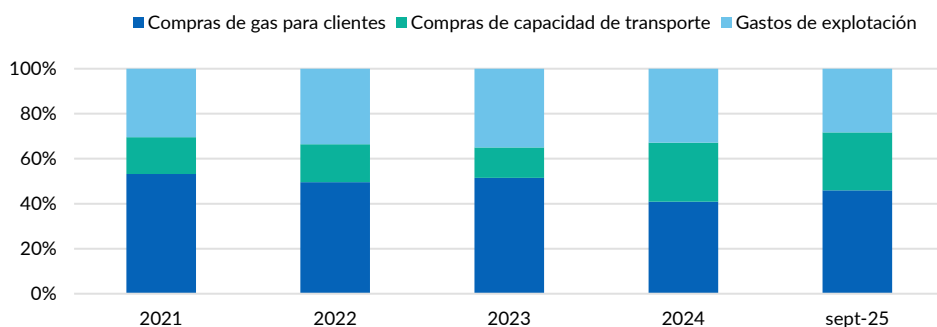


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Estructura de costos

En 2024, el 80% del costo de ventas y servicios corresponde a compras de gas y de transporte (aproximadamente el 47% y 31%, respectivamente) y, si consideramos también los gastos de administración y comercialización, representan aproximadamente el 67%, 41% compra de gas y 26% de compra de servicio de transporte.

### Naturgy BAN: Estructura de costos



Fuente: FixScr en base a Naturgy BAN S.A..

## Inversiones

Naturgy requiere de inversiones de capital de aproximadamente USD 20-30 MM anuales para mantener la calidad del servicio y conectar a la red a los nuevos clientes que lo soliciten, correspondiendo por lo menos un 90% de dicho monto a inversiones de mantenimiento.

## Factores ESG

Los principales factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de distribución en Oil & Gas incluyen las emisiones efectivas y potenciales de Gases de Efecto Invernadero (GEI), el historial de incidentes críticos ante fugas y derrames en las operaciones, junto con los programas de prevención y mitigación. FIX evaluará los riesgos ambientales asociados a la calidad del aire y el tratamiento de residuos, efluentes y materiales peligrosos. Respecto a los riesgos de Transición Energética, se tienen en consideración los riesgos de demanda y regulatorios asociados a la descarbonización de la economía y la diversificación de la matriz energética, así como el impacto ante la creación de potenciales impuestos de carbono.

En términos sociales, es material para el crédito el análisis de políticas que garanticen la seguridad de las tareas e infraestructuras, la continuidad de las operaciones y la integración con la comunidad, lo cual puede derivar en impactos reputacionales significativos y /o afectación de los flujos operativos. Además, se tienen en consideración la asequibilidad y los riesgos asociados al incumplimiento de normativas fijadas por agentes reguladores o requerimientos de contrapartes.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la estructura del directorio, la política anticorrupción, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia en la publicación de reportes asociados a la gestión sustentable de la compañía, los compromisos, los incentivos y su trayectoria. También resulta significativo el reporte frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas.

## Riesgo del Sector

Históricamente el principal riesgo del sector de transporte y distribución de gas fue el regulatorio. Dada la característica de monopolio natural, el marco legal sobre el cual se rigen las operaciones afecta fuertemente la capacidad de las compañías de generar flujos estables y previsibles que permitan planificar inversiones y diseñar estructuras de capital óptimas. En términos relativos, dada la exposición directa a consumidores residenciales el sector de distribución ha sido el más impactado por las sucesivas modificaciones a los esquemas regulatorios.

El Estado Nacional, a través del ente regulador ENARGAS, ha incumplido sucesivas veces los acuerdos y revisiones tarifarias preestablecidas demostrando la inestabilidad e imprevisibilidad del sector, llevando a las compañías del sector a acortar el plazo de planificación, priorizar inversiones en mantenimiento y seguridad, junto a adecuados niveles de liquidez. En general las compañías soportaron ajustes del VAD por debajo de lo establecido, implicando menores márgenes y flujos operativos, situación que se agravaba en un contexto de creciente inflación, y volatilidad cambiaria.

En 2025, después de un fuerte ajuste del VAD en 2024, se avanzó con un proceso de normalización del marco regulatorio mediante las Revisiones Quinquenales Tarifarias (RQT), luego de las respectivas audiencias públicas, y se estableció un mecanismo de ajuste mensual (aunque no automáticos y sujetos a la autorización del regulador) mediante una fórmula que combina un 50% IPC y un 50% IPIM. FIX considera estos avances como una mejora en el entorno operativo ya que reduce la incertidumbre y otorga mayor previsibilidad y estabilidad a los flujos operativos.

A la fecha, en cuanto a lo regulatorio, queda definir la extensión de las concesiones de las distribuidoras, las cuales ya se solicitaron, tuvieron su audiencia pública y en muchos casos la validación técnica del ente de contralor. FIX entiende que hasta que no se obtenga la renovación de las licencias, la flexibilidad financiera de las compañías podría verse afectada, aunque las compañías mantienen el derecho a presentarse a la nueva licitación de concesión, e igualar la mejor oferta en caso de no ganar.

Hacia adelante, la reducción prevista de subsidios para aumentar la cobertura de la tarifa soportada por los consumidores o una subida repentina del tipo de cambio que eleve el precio del gas podría elevar los niveles de morosidad e incobrabilidad. Por su parte, los esquemas de actualización podrían no reflejar adecuadamente las variaciones en las

estructuras de costos de las compañías, afectando sus márgenes y flujos futuros. No obstante, la menor nominalidad de la economía mitiga ese riesgo.

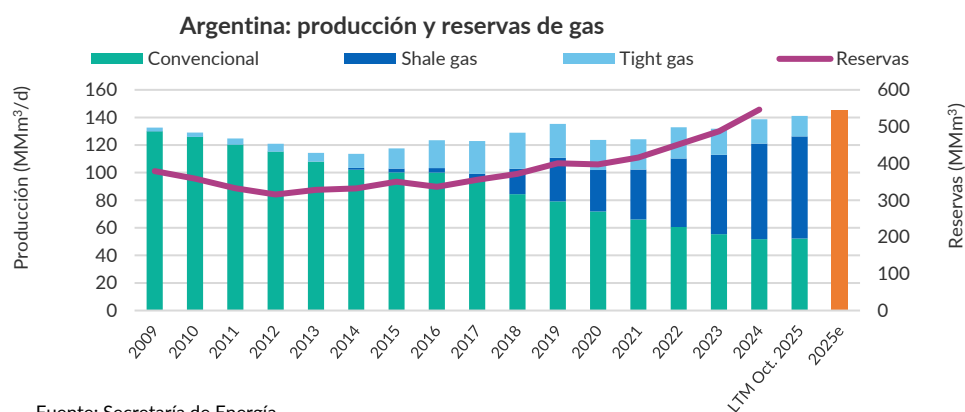
La matriz energética argentina es dependiente en gran medida del gas, por lo que el país comenzó a desarrollar el shale gas, principalmente en Vaca Muerta (cuenca Neuquina), para revertir el declino que se venía produciendo en la producción que era fundamentalmente de gas convencional. El shale gas requiere inversiones más elevadas y sostenidas ya que la declinación en dichos yacimientos es mayor que en los de gas convencional.

FIX ajustó a la baja su proyección de producción de gas a niveles levemente superiores a 140 MMm<sup>3</sup>/d frente a 139 MMm<sup>3</sup>/d en 2024 (LTM octubre 2025 ≈141 MMm<sup>3</sup>/d). Hacia adelante, la mayor oferta estaría sostenida por una recuperación de la demanda doméstica y por la reducción de importaciones, en línea con la ampliación de la capacidad de transporte del Gasoducto Perito Moreno (GPM) y la reversión del Gasoducto Norte.

En octubre de 2025, la SE adjudicó a TGS la ampliación del Tramo I del GPM, que sumará 14 MMm<sup>3</sup>/d adicionales mediante tres nuevas plantas compresoras y un equipo en Tratayén. De esta forma el GPM alcanzaría los 35 MMm<sup>3</sup>/d de capacidad total para 2027. Para la nueva capacidad, TGS lanzará un concurso abierto para asignarla bajo libre acceso, y evalúa obras complementarias para agregar otros 6 MMm<sup>3</sup>/d (además cuenta con la opción de ejecutar una ampliación mayor de GPM según la demanda). Para asegurar el transporte del volumen incremental hacia los centros de consumo, la compañía instalará 20 km de cañería paralela en el NEUBA III (inversión >USD 200 MM), lo que permitirá enviar el gas al GBA y transferirlo al sistema de TGN vía el Gasoducto Mercedes-Cardales, sustituyendo importaciones de GNL y combustibles líquidos para generación.

Hacia adelante, los proyectos de evacuación de gas estarán asociados a los gasoductos dedicados para la alimentación de las plantas flotantes de licuefacción.

Con relación a los precios, FIX considera la continuidad de las condiciones establecidas en el Plan Gas hasta 2028 con precios promedios en torno a los USD/MMBTU 3,5 entrando a un régimen de precios de mercado a partir de entonces.



## Factores de Riesgo de compañía

- Alta exposición al riesgo regulatorio. FIX entiende que la definición de la RQT sumado a otras regulaciones en el resto de los segmentos regulados otorgan mayor previsibilidad hacia el futuro.
- Incrementos en la morosidad e incobrabilidad por menores subidas o incrementos del precio del gas a consumidores finales por menores subsidios.
- Riesgo de abastecimiento relacionado a la producción de gas, actualmente mitigado por el crecimiento de la cuenca Neuquina por los precios logrados por el Plan Gas Ar y las obras realizadas y a realizarse del Programa Sistema de Gasoductos "Transport Ar Producción Nacional".

## Posición Competitiva

Naturgy es la segunda distribuidora del país por número de clientes, con casi 1,7 MM de clientes, y participa en la actualidad en un 13% del total de ventas del mercado residencial y comercial, dando servicio a más de 5,5 millones de personas. La principal distribuidora del país es Metrogas S.A. (Metrogas), con aproximadamente 2,4 MM de clientes, y en tercer lugar se ubica Camuzzi Gas Pampeana S.A. (Camuzzi) con aproximadamente 1,4 MM de clientes. Estas tres principales distribuidoras operan en áreas diferentes a saber: Metrogas en CABA y 11 partidos del sur del Gran Buenos Aires, Naturgy en 30 partidos bonaerenses al norte y oeste de CABA, y Camuzzi opera en el 85% del territorio de la provincia de Buenos Aires (excluida CABA, el Gran Buenos Aires y el extremo meridional) y la provincia de La Pampa.

## Administración y Calidad de los Accionistas

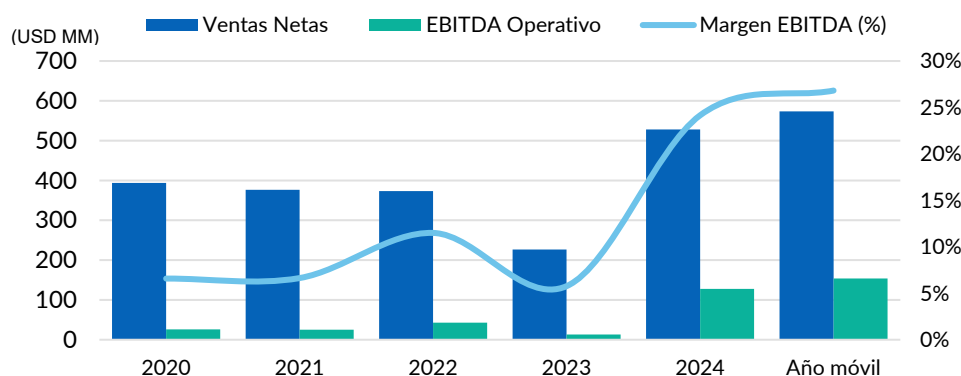
Naturgy es controlada por Invergás S.A., con una participación del 51%, y por Naturgy Argentina S.A., con una participación del 19%, las cuales a su vez son controladas indirectamente, con una participación del 100%, por Naturgy Energy Group S.A. (ex Gas Natural SDG, S.A.), empresa española calificada por Fitch Ratings en BBB. Del 30% restante de la participación directa corresponde el 26,63% a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y el 3,37% a inversores privados. Naturgy Energy Group es una multinacional líder en el sector energético y pionero en la integración del gas y la electricidad, sector que lidera en Latinoamérica y España, y tiene presencia en más de 20 países en todo el mundo a través de más de 260 empresas en las que tiene algún tipo de participación.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Al año móvil a septiembre 2025, los ingresos resultaron en \$ 761.531 MM (USD 573 MM) y el EBITDA \$ 202.79 MM (USD 154 MM), con margen del 27%. A partir de la recomposición del VAD en 2024 (435% en abril de 2024 y 22% acumulado desde agosto 2024 hasta abril 2025) y la aprobación de la Revisión Quinquenal Tarifaria (RQT), FIX espera que Naturgy BAN S.A. (Naturgy) mantenga en los próximos años niveles de ventas mayores a los USD 600 MM y márgenes de EBITDA en torno al 25%.

### Evolución Ventas - EBITDA

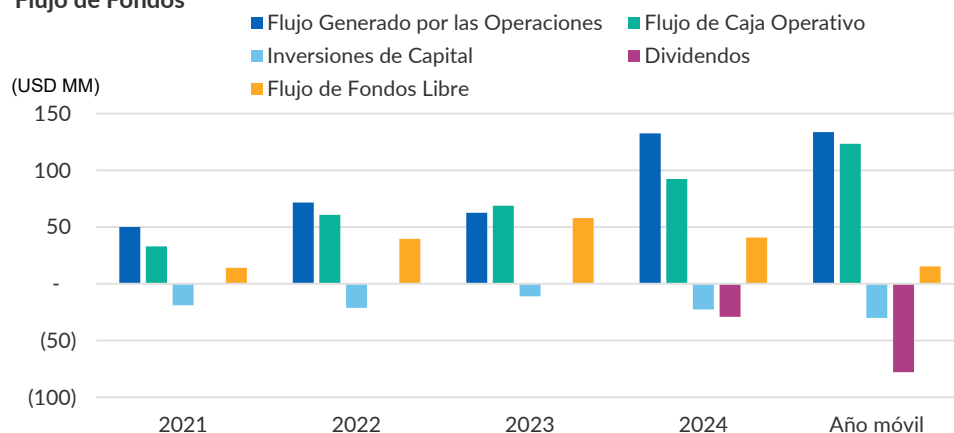


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos

A septiembre (año móvil), el Flujo de Caja Operativo (FCO) resultó en USD 123 MM que, luego de realizar inversiones por USD 30 MM y dividendos por USD 78 MM dio como resultado un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo de USD 15 MM. En los últimos cuatro ejercicios los FCO y FFL promedio resultaron positivos en USD 60 MM y USD 38 MM, respectivamente. FIX espera que el flujo de fondos para 2026 será positivo teniendo en cuenta la recomposición tarifaria de 2024 y la RQT de 2025.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez y Estructura de Capital

A septiembre 2025 la compañía no poseía deudas financieras. Asimismo, la caja e inversiones corrientes ascendía a \$ 100.609 MM (USD 74 MM) lo que alcanza para cubrir el 44% de los pasivos corrientes de la compañía. FIX estima para 2026 que continúe con ratios de apalancamiento y de liquidez acordes a los niveles actuales. Las deudas financieras expuestas para 2020 y 2021 corresponden mayormente a saldos refinanciados con proveedores de gas.

### Fondeo y Flexibilidad Financiera

Naturgy no tiene necesidades de financiamiento de largo plazo con entidades bancarias y tiene aprobado y en vigencia un programa de Obligaciones Negociables por hasta \$ 100.000 MM (o su equivalente en otras monedas) y cuenta con líneas de créditos bancarias por hasta \$ 40.000 MM.



## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Naturgy BAN S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas (\*)

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Sept-25	Sept-25	2024	2023	2022	2021
Período	Año móvil	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	202.797	135.542	160.655	28.042	62.834	42.060
Margen de EBITDA	26,6	22,4	24,2	5,8	11,5	6,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	42,1	104,3	90,9	54,1	68,6	62,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,8	7,0	7,7	25,5	10,6	3,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	52,0	53,7	31,7	12,4	23,4	22,1
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	101,0	82,2	136.867,8	46.045,5	9,3	3,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	114,2	76,4	131.721,2	9.598,1	4,9	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	114,2	76,4	131.721,2	9.598,1	4,9	0,7
FGO / Cargos Fijos	101,0	82,2	136.867,8	46.045,5	9,3	3,9
FFL / Servicio de Deuda	13,1	24,8	41.988,9	42.467,1	5,6	0,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	69,8	67,3	104.142,7	62.701,1	9,9	1,6
FCO / Inversiones de Capital	4,1	4,7	4,1	6,3	2,9	1,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,5)	(0,6)	(0,5)	(2,1)	(0,9)	(0,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	75,6	54,8
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100,0
<b>Balance</b>						
Total Activos	676.903	676.903	489.591	367.377	366.903	361.998
Caja e Inversiones Corrientes	100.609	100.609	75.807	59.115	54.933	50.893
Deuda Corto Plazo	0	0	0	0	0	33.640
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Deuda Total	0	0	0	0	0	33.640
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	33.640
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	33.640
Total Patrimonio	425.798	425.798	340.236	279.412	246.673	195.088
Total Capital Ajustado	425.798	425.798	340.236	279.412	246.673	228.728
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	177.568	144.169	166.931	134.523	105.004	83.034
Variación del Capital de Trabajo	(12.656)	(5.552)	(50.577)	13.155	(16.014)	(28.392)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	164.912	138.617	116.354	147.677	88.989	54.643
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente	0	0	0	0	0	0



<b>Total</b>						
Inversiones de Capital	(39.989)	(29.612)	(28.553)	(23.609)	(31.014)	(31.452)
Dividendos	(103.388)	(66.798)	(36.590)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	21.535	42.208	51.211	124.068	57.976	23.190
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	119	0	396	664	0	0
Otras Inversiones, Neto	(4.880)	(3.753)	(2.947)	(4.415)	(5.694)	(1.548)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	16.775	38.455	48.660	120.317	52.281	21.642
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	761.531	604.620	665.175	486.174	546.605	623.571
Variación de Ventas (%)	N/A	19,0	36,8	(11,1)	(12,3)	(22,6)
EBIT Operativo	245.013	187.198	142.180	16.642	51.383	30.810
Intereses Financieros Brutos	1.776	1.775	1	3	12.723	28.774
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	199.246	152.349	98.227	32.737	51.588	38.819

(\*) Moneda constante a septiembre 2025.

## Resumen Financiero - Naturgy BAN S.A.

(millones de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio USD al Final del Período	1.366,58	1.366,58	1.032,50	808,48	177,13	102,75
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Sept-25	Sept-25	2024	2023	2022	2021
Período	Año móvil	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

### Rentabilidad

EBITDA Operativo	154	99	128	13	43	25
Margen de EBITDA	26,8	22,4	24,2	5,8	11,5	6,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	43,3	45,7	49,1	48,1	47,7	48,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,7	7,0	7,7	25,5	10,6	3,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	52,4	52,1	39,0	10,2	24,6	24,1

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	103,9	82,2	136.867,8	46.045,5	9,3	3,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	118,3	76,4	131.721,2	9.598,1	4,9	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	118,3	76,4	131.721,2	9.598,1	4,9	0,7
FGO / Cargos Fijos	103,9	82,2	136.867,8	46.045,5	9,3	3,9
FFL / Servicio de Deuda	12,8	24,8	41.988,9	42.467,1	5,6	0,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	69,5	67,3	104.142,7	62.701,1	9,9	1,6
FCO / Inversiones de Capital	4,1	4,7	4,1	6,3	2,9	1,7

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,5)	(0,6)	(0,5)	(2,1)	(0,9)	(0,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	85,5	63,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100,0

### Balance

Total Activos	495	495	389	171	250	219
Caja e Inversiones Corrientes	74	74	60	28	37	31
Deuda Corto Plazo	0	0	0	0	0	20
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0	0
Deuda Total	0	0	0	0	0	20
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	20
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	20
Total Patrimonio	312	312	270	130	168	118
Total Capital Ajustado	312	312	270	130	168	138

### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	134	105	133	63	72	50
Variación del Capital de Trabajo	(10)	(4)	(40)	6	(11)	(17)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	123	101	92	69	61	33
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(30)	(22)	(23)	(11)	(21)	(19)
Dividendos	(78)	(49)	(29)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	15	31	41	58	40	14
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(4)	(3)	(2)	(2)	(4)	(1)

Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	0	0
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	12	28	39	56	36	13
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	573	442	528	226	373	377
Variación de Ventas (%)	N/A	11	133	(39)	(1)	(4)
EBIT Operativo	184	137	113	8	35	19
Intereses Financieros Brutos	1	1	0	0	9	17
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	149	111	78	15	35	23

## Anexo II. Glosario

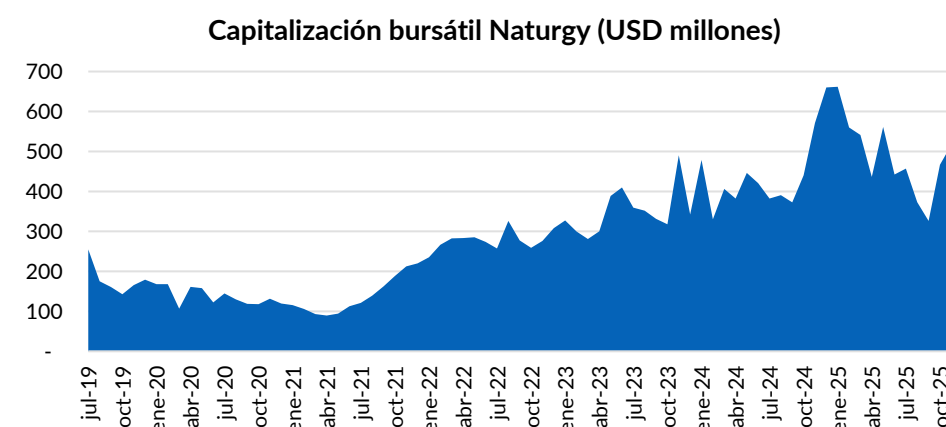
- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- ENARGAS: Ente Nacional Regulador del Gas.
- IPC: índice de Precios al Consumidor.
- IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor.
- RQT: Revisión Quinquenal Tarifaria.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- VAD: Valor Agregado de Distribución.

### Anexo III. Acciones

Al 30 de septiembre de 2025, el capital social de Naturgy estaba representado por 325.539.966 acciones, de las cuales 166.025.384 correspondían a acciones ordinarias escriturales Clase A y 159.514.582 a acciones ordinarias escriturales Clase B; ambas clases con un valor a la par de un peso cada una y con el derecho a un voto por acción. Del total de acciones, 10.970.697 cotizan en la bolsa de Buenos Aires (sin considerar las tenencias de empresas del Grupo Naturgy ni ANSES).

#### Bolsa de Buenos Aires

El valor de mercado de la compañía, al 30 de noviembre de 2025, era de aproximadamente USD 516 MM. El siguiente cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil en los últimos años:



Fuente: Economática

#### Presencia

En el período de 12 meses a noviembre 2025, la acción mantuvo una presencia de 93,1% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

#### Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante el citado período, el instrumento registró una rotación de alrededor de 42,5% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno al 12,2%.

#### Participación

En el año móvil a noviembre 2025, el volumen negociado de la acción fue de AR\$ 9.142 MM con una participación sobre el total negociado en el mercado de 0,04%.

En conclusión, consideramos que la acción de **Naturgy** cuenta con una **Alta liquidez**.

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9.

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **30 de diciembre de 2025** confirmó\* en categoría **AA-(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Naturgy BAN S.A.**

**La Perspectiva es Positiva.**

**Categoría AA(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Por otra parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la empresa y la liquidez de sus acciones en el mercado, el mencionado Consejo de Calificación confirmó\* en **Categoría 1** la calificación de las **Acciones Ordinarias** de **Naturgy BAN S.A.**

**Categoría 1:** Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa:

- Estados financieros de períodos intermedios y anuales hasta el 30/09/2025 (9 meses).
- Informe de auditor externo a la fecha de los últimos estados financieros disponibles: KPMG, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Información pública del ente regulador y la secretaría de energía.
- Información suministrada por la compañía.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LÍDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyendo, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.