HOUSE VIEW LOCAL



NOVIEMBRE 2026

Un país, dos historias

por

Sergio González, CFA
Head de la Oficina de Inversiones

Juan José Vazquez
Head of Research de Cohen Aliados Financieros

EN SÍNTESIS

Un mismo país y dos maneras de anticipar lo que viene. Los activos en pesos tuvieron un muy buen 2026: medidos en dólares, los bonos CER, la TAMAR, la tasa fija y los duales tasa fija/TAMAR rinden entre 19% y 27% en el año. La deuda soberana en dólares y las acciones, en cambio, entraron en modo electoral: el riesgo país se duplicó desde el mínimo de julio y está en 829 pb, y el Merval medido en dólares cae 23% en el año.

Afuera, las elecciones en Brasil y Estados Unidos dejaron resultados adversos para dos aliados del gobierno. La reelección de Lula golpeó a la renta fija en dólares y a las acciones argentinas. El triunfo demócrata en las elecciones de medio término puede debilitar el respaldo de Washington, pero trajo una baja del petróleo que alivia la presión inflacionaria pendiente en los combustibles.

En lo local, los fundamentos son distintos a los de otras veces en que el riesgo país estuvo en torno a 800 pb: hay más reservas y el BCRA volvió a comprar dólares en octubre, pero el superávit es menor, la actividad cae en términos interanuales y el apoyo al gobierno está en su nivel más bajo. El punto débil es el financiamiento en dólares del Tesoro: no hay colocaciones *hard dollar* desde agosto y los USD 5.000 M de emisiones locales previstos para 2027 no aparecen. En pesos, el *rollover* está asegurado, aunque a un costo de interés mayor.

Con deuda y acciones en los deciles más baratos de los últimos dos años y el peso en el tercer decil más caro, mantenemos cobertura CER y el dual TAMAR/*dollar linked* en pesos, y *duration* corta en dólares.

CONTEXTO INTERNACIONAL

Temporada alta de elecciones. Tuvimos tres elecciones relevantes en las últimas semanas. En Brasil, Lula logró una remontada que el mercado no esperaba: perdió la primera vuelta por 1,8 puntos y ganó el balotaje del 25 de octubre por 3,6 puntos, unos 4,4 millones de votos. El resultado golpeó a la bolsa

brasileña y también a la Argentina, con impacto negativo en la renta fija en dólares y en las acciones locales, y un efecto menor sobre el tipo de cambio. Además, el PL de Flávio Bolsonaro tendrá la mayor bancada de Diputados.

Washington cambia de manos. En Estados Unidos, los demócratas recuperaron el Senado y la Cámara de Representantes. El efecto para la Argentina es ambiguo. Un Congreso opositor puede erosionar la alianza entre el gobierno y la Casa Blanca, algo a tener en cuenta pensando en las fuentes de financiamiento de 2027. Del lado positivo, el mercado interpretó que puede aflojar el conflicto en Medio Oriente y que Estados Unidos podría alcanzar algún acuerdo con Irán que normalice el flujo de hidrocarburos por el estrecho de Ormuz. En Israel, el bloque de Netanyahu fue el más votado pero no alcanzó la mayoría; el impacto local es acotado.

Petróleo e inflación contenida. Para morigerar la inflación, y con YPF como actor dominante del mercado y 51% de participación estatal, el precio de los combustibles en la Argentina no acompañó al crudo. Con base al 1° en enero, el Brent promedio llegó a USD 1,87 en octubre (de USD 66,6 a USD 124,8 por barril), mientras que la nafta súper llegó a USD 1,28 (de USD 1,08 a USD 1,38 por litro): el surtidor trasladó cerca de un tercio de la suba. Esa brecha es inflación contenida que en algún momento puede impactar en los precios.

Según nuestros cálculos, para que el Brent se alinee con la evolución local haría falta un promedio en torno a USD 90 por barril. Cuando hicimos el cálculo el crudo estaba cerca de USD 120; al 3 de noviembre bajó a USD 104,7. Si el triunfo demócrata se traduce en un alivio en Medio Oriente, la presión inflacionaria pendiente en combustibles puede empezar a ceder.

RESULTADOS ELECTORALES

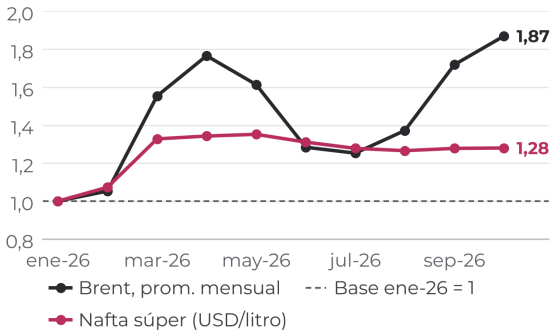
AL 4 DE NOVIEMBRE DE 2026

PAÍS	FECHA	GANADOR	RESULTADO	DIF.
Brasil	Balotaje 25-oct	Lula (PT)	51,79% contra 48,21%	+3,6 pp
Estados Unidos	Medio término 3-nov	Partido Demócrata	Senado 54-44; Cámara 228-139	+10 bancas (Senado)
Israel	Legislativas 27-oct	Bloque Netanyahu	53 de 120 bancas, sin mayoría	+5 bancas

Fuente: TSE (Brasil); Associated Press al 4-nov-26, resultados provisorios (EE. UU.); Comité Central de Elecciones (Israel).

BRENT Y NAFTA SÚPER EN DÓLARES

BASE ENERO 2026 = 1



Fuente: Cohen S.A. en base a CECHA, EIA y BCRA. Promedios mensuales.

RENDIMIENTOS: DOS HISTORIAS

El *carry*, ganador del año. Medidos en dólares MEP, los activos en pesos tienen un 2026 muy bueno. El CER largo rinde 26,9% en el año y el corto 25,7%; les siguen los duales tasa fija/TAMAR (21,9%), la TAMAR (20,3%) y la tasa fija (entre 18,9% y 19,7%). El *carry trade* funcionó, con algo de volatilidad en julio. Los instrumentos vinculados al tipo de cambio, como *dollar-linked* y los duales CER y *dollar-linked*, rinden entre 1,1% y 5,2%: resultados positivos, aunque lejos de la estructura en pesos.

La deuda larga en dólares, perdedora. En dólares, los BOPREAL (entre 5,5% y 8,7%) y el *hard dollar* 2027 (6,6%) acumulan rendimientos positivos tras la compresión del año, pero ya les queda poco margen. El que sufre es el *hard dollar* con vencimiento posterior a 2027, que pierde 9,6% en el año y 2,3% en los primeros días de noviembre.

DÓLARES: RIESGO PAÍS Y FUNDAMENTOS

En modo electoral. El riesgo país tocó un mínimo de 403 pb el 7 de julio, tras las mejoras de calificación. Desde entonces no dejó de subir: cerró septiembre en 606 pb, octubre en 787 pb y el 3 de noviembre en 829 pb, el máximo del año. Pesó el contexto internacional, con un aumento de tasas importante, pero sobre todo los factores locales: la renta fija en dólares ya está en modo electoral, con la curva partida y tasas *forward* altas.

Pueden venir buenas noticias en materia de recaudación o de inflación, pero lo que más pesa es la certidumbre sobre el proceso electoral. Cualquier novedad sobre si habrá o no PASO, el calendario y los candidatos puede mover estas cotizaciones más que los datos económicos.

Cuatro veces 800. No es la primera vez que el riesgo país está en torno a 800 pb durante esta gestión; es la cuarta. En noviembre de 2024, tras las elecciones en Estados Unidos, el nivel era una buena noticia, porque venía bajando desde más de 1.500 pb. En marzo y abril de 2025 subía por la demora del acuerdo con el

RENDIMIENTO POR CLASE DE ACTIVO EN DÓLARES

YTD Y MTD, EN %

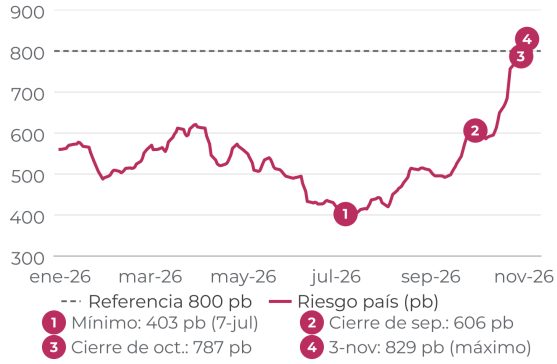
ACTIVOS EN PESOS · EN USD MEP	YTD	MTD
CER Largo	**+26,91%**	−0,82%
CER Corto	**+25,67%**	+0,07%
Dual TF/TAMAR	**+21,94%**	+0,02%
TAMAR	**+20,26%**	−0,46%
Tasa Fija Corto	**+19,69%**	−0,03%
Tasa Fija Largo	**+18,93%**	−0,23%
Dual CER/TAMAR	**+5,17%**	−1,92%
Dollar Linked Largo	**+3,99%**	−0,54%
Dollar Linked Corto	**+3,16%**	+0,38%
Dual DL/TAMAR	**+1,14%**	−0,31%

ACTIVOS EN DÓLARES	YTD	MTD
BOPREAL 2026/27	**+8,68%**	+2,25%
Hard Dollar 2027	**+6,63%**	+0,05%
BOPREAL 2028+	**+5,49%**	+1,22%
Hard Dollar 2028+	**−9,64%**	−2,34%

Fuente: Índices de Renta Fija Cohen al 3-nov-26. Pesos convertidos a dólares MEP (AL30): 1.480,57 al 30-12-25, 1.573,38 al 30-10-26 y 1.574,18 al 3-nov-26.

RIESGO PAÍS

EN PUNTOS BÁSICOS



Fuente: Cohen S.A. en base a JP Morgan (EMBI). Datos diarios de 2026, al 3-nov-26.

FMI, y en agosto y septiembre de 2025, por las elecciones legislativas. Hoy sube desde 403 pb, el movimiento más brusco de los cuatro.

Qué cambió. Las reservas brutas son hoy la variable más robusta: con el mercado de deuda en dólares cerrado, una de las alternativas para pagar los vencimientos de 2027 es que el Tesoro se endeude en pesos y le compre dólares al BCRA. La inflación es más baja que en los episodios anteriores, pero le cuesta perforar el 33% interanual. En octubre fue del 2,2%, con precios regulados subiendo un 2,9% mensual y presión en alimentos. El superávit sigue siendo positivo, aunque es el más bajo de la comparación en términos reales, lo que sostiene la deuda, sobre todo la de pesos.

El tipo de cambio real está en niveles similares a los de noviembre de 2024 y más apreciado que en agosto de 2025, cuando hubo fuerte presión cambiaria; el Estado trabaja para que no vuelva a subir. El apoyo al gobierno es el más bajo desde el inicio de la gestión: en torno a 40%, con una economía a la que le cuesta traccionar, el oficialismo seguiría siendo competitivo. El EMAE cae 1,7% interanual tras tres variaciones positivas, aunque se espera que el año cierre con crecimiento. La pregunta es hasta dónde puede llegar el castigo y cuándo los inversores empezarán a ver a la Argentina como demasiado castigada frente a sus fundamentos.

Más local que global. Los fondos de deuda emergente acumulan rescates netos estimados por USD 2.404 M en el año, medidos a través del ETF EMB: es una clase de activo con salidas. Sin embargo, en octubre, el mes en que más sufrió la Argentina, el ETF tuvo suscripciones por USD 515 M. La Argentina no está entre los activos preferidos de los gestores globales, y en sus cotizaciones pesa mucho más lo local.

RIESGO PAÍS EN TORNO A 800 PB: QUÉ CAMBIÓ EN LO LOCAL

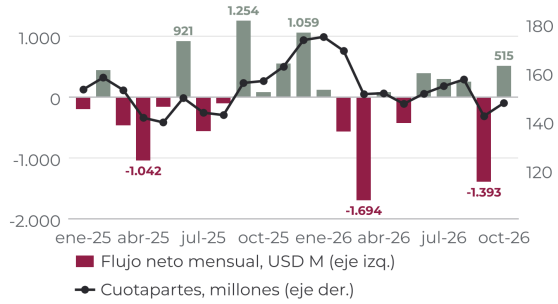
CUATRO EPISODIOS DURANTE LA GESTIÓN

VARIABLE	NOV 24	MAR/ABR 25	AGO/SEP 25	HOY
Riesgo país EMBI (pb)	796	875	850	829
Dirección del movimiento	Bajando desde 1.500+	Subiendo desde 600	Subiendo desde 750	Subiendo desde 403
Reservas brutas (USD M)	30.214	24.986	39.986	48.562
Inflación interanual (%)	166,0	55,9	33,6	33,4
Resultado financiero prom. mensual (ARS miles de M de sep-26)	651,9	678,3	623,6	405,6
TCRM (17-dic-15 = 100)	81,8	80,5	95,1	81,7
Apoyo al gobierno (ICG × 20, %)	53,2	48,4	42,4	38,8
EMAE desestac. (2004 = 100)	150,9	149,4	152,5	149,9
EMAE interanual (%)	1,2	5,8	2,1	-1,7

Fuente: Cohen S.A. en base a Alphacast, JP Morgan, BCRA, INDEC, MECON y UTDT. Hoy: último dato publicado (reservas a fin de oct-26; inflación e ICG a sep-26; EMAE a ago-26; TCRM a nov-26 parcial).

FLUJOS HACIA DEUDA EMERGENTE: ETF EMB

USD M Y MILLONES DE CUOTAPARTES



Fuente: Cohen S.A. en base a iShares (BlackRock). Flujo estimado = variación mensual de cuotapartes por NAV de fin de mes.

FINANCIAMIENTO EN DÓLARES

Reservas, la variable a seguir. La variable que vamos a seguir hasta que el riesgo país vuelva a bajar son las reservas internacionales. En octubre el BCRA cortó la tendencia a la baja de las compras que se había marcado desde julio: compró USD 1.395 M, casi el triple que en septiembre, y acumula USD 15.975 M en el año. Las reservas brutas cerraron octubre en USD 48.562 M, por el movimiento habitual de fin de mes, y estaban en USD 50.293 M al 3 de noviembre. Pensando en la sostenibilidad de los pagos de la deuda en dólares, lo vemos como algo positivo.

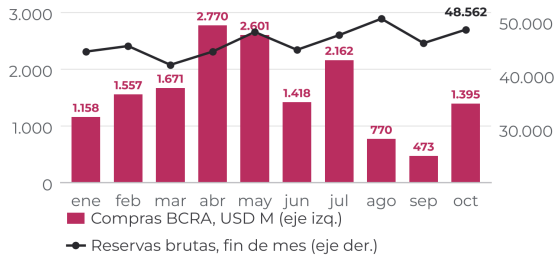
El canal en dólares, cerrado. El punto negativo está en las licitaciones del Tesoro. Entre febrero y agosto de 2026, los Bonares *hard dollar* (AO27, AO28 y AO29) representaron entre 3% y 14% de lo adjudicado en cada licitación. Desde el 26 de agosto no hubo colocaciones en dólares, y no creemos que vuelvan: el financiamiento en dólares del Tesoro está cerrado.

Un agujero de USD 5.000 M. El programa financiero en dólares de 2027 presentado por el Ministerio de Economía prevé necesidades por USD 24.900 M, cubiertas en partes iguales por fuentes. La línea de emisiones locales, por USD 5.000 M, es la que creemos que no se va a materializar. De ese monto, unos USD 800 M correspondían a colocaciones del AO29, que tampoco se están realizando. Esos fondos tienen que salir de algún lado: pueden presionar sobre las reservas y, sobre todo, sobre las tasas de interés en pesos. Lo seguiremos en los próximos House Views, a medida que haya más claridad sobre cómo se van a cubrir.

Las empresas, con la canilla abierta. El sector privado sigue accediendo al financiamiento en dólares. Las empresas colocaron USD 14.752 M en obligaciones negociables en el año, con emisiones todos los meses. Energía explica la mitad (USD 7.420 M), seguida por bancos y *utilities*, además de telecomunicaciones y otros sectores. Octubre fue un mes complicado por la suba de tasas internacionales, pero el bono del Tesoro a 10 años, que llegó a un máximo de 5,30%, corrigió a

COMPRAS DEL BCRA Y RESERVAS BRUTAS

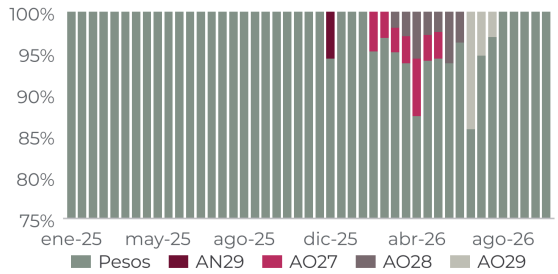
EN MILLONES DE USD



Fuente: Cohen S.A. en base a BCRA. Enero a octubre de 2026.

LICITACIONES DEL TESORO: PESOS Y BONARES HARD DOLLAR

EN % DE LO ADJUDICADO



Fuente: Cohen S.A. en base a Secretaría de Finanzas. Bonares 1ª + 2ª vuelta convertidos a A3500 T-1. Eje vertical desde 75%.

4,9%, lo que alivia a las empresas que necesitan financiamiento. Vamos a ampliar este tema en un informe dedicado a deuda corporativa.

ACCIONES

Castigo en dólares. El Merval también está en modo electoral. Nos contagiamos poco de Brasil cuando las noticias fueron positivas y mucho cuando fueron negativas: medido en dólares CCL, el índice cae 23,1% en el año, mientras que el ETF de acciones brasileñas EWZ sube 1,1%. Con bonos y acciones castigados, los activos de riesgo argentinos ya descuentan el proceso electoral.

PESOS

Un peso apreciado. El tipo de cambio real multilateral se apreció 14,3% en el año, de 95,8 a 82,0, aunque partió de los niveles que dejó la devaluación del período electoral de 2025. El real brasileño, en cambio, se mantuvo estable frente al dólar. Las elecciones pesan mucho en el tipo de cambio argentino, y el gobierno y el BCRA trabajan para mantenerlo a raya.

Licitaciones: bandera amarilla. Con el mercado en dólares cerrado, en pesos seguimos qué parte de cada licitación logra extender vencimientos más allá del mandato, es decir, a 2028. Tras agosto y septiembre sin colocaciones post mandato, en octubre el Tesoro volvió a extender: 59% de lo adjudicado el 14 y 31% el 28. No vemos un problema de *rollover*, porque el gobierno está dispuesto a pagar la tasa necesaria; el costo es una carga de intereses mayor para los vencimientos posteriores. Bandera amarilla en pesos, pero seguimos andando.

UN PAÍS, DOS HISTORIAS

Deciles de dos años. Todo país puede invertirse por tres vías: sus acciones, su deuda y su moneda. Ordenamos cada una de más barata a más cara frente a sus últimos dos años. La deuda en dólares está en el segundo decil más barato: solo el 11% de los días el riesgo país estuvo más alto. Las acciones, medidas en dólares, están en el decil más barato. El peso, en cambio, está en el tercer

PROGRAMA FINANCIERO EN DÓLARES DEL TESORO 2027

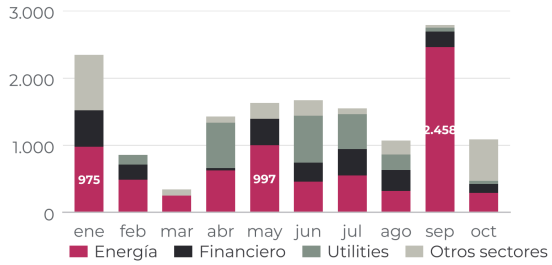
EN MILES DE MILLONES DE USD

NECESIDADES	24,9	FUENTES	24,9
Vencimientos de capital	**15,7**	Saldo programa 2026	3,7
FMI	4,4	Compra de USD al BCRA	4,9
Bonares	4,9	Roll over sector público	1,8
Globales	3,6	Préstamos con garantía de OI	-
OI (ex FMI)	2,8	Desembolso del FMI	1,7
Vencimientos de intereses	**9,2**	OI (ex FMI)	4,2
FMI	3,1	Emisiones locales	5,0
Bonares	1,9	Emisiones internacionales	-
Globales	2,1	Otras fuentes	2,0
OI (ex FMI)	2,1	Privatizaciones	1,5

Fuente: Cohen S.A. en base a Ministerio de Economía.

EMISIONES DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN DÓLARES POR SECTOR

USD M, 2026



Fuente: Cohen S.A. en base a CNV y resultados de colocación. Octubre preliminar.

decil más caro: se encuentra más apreciado que en el 78% de los días del período.

Bonos y acciones ya están en modo electoral; el tipo de cambio todavía no. En riesgo país y acciones opera el mercado. En el tipo de cambio hay un paraguas protector mucho más amplio del BCRA y del Tesoro. Sin confirmación oficial, los volúmenes operados el 4 de noviembre sugieren algún tipo de intervención para sostener la curva en pesos y evitar que las tasas suban. Creemos que el peso va a estar cuidado hasta el período electoral.

RECOMENDACIONES

En pesos. La inflación puede darnos alguna sorpresa negativa, por lo que mantenemos la cobertura con la curva CER en el tramo corto: TZXD6, con una TIR real de 4,00% y *duration* de 0,11, y TZXY7, con 3,56% y 0,56, respectivamente. Sumamos el dual TAMAR/*dollar-linked* TMVE8, que nos gusta sistemáticamente porque paga el mayor entre la TAMAR y la variación del tipo de cambio, la opcionalidad entre pesos y dólares que buscan los inversores argentinos, en un contexto de peso apreciado.

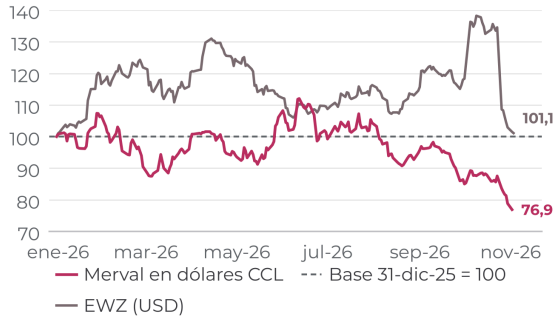
En dólares. Mantenemos *duration* corta. El AO27 vence dentro del mandato, antes del cambio de gobierno, y su pago está contemplado en el programa financiero 2027; tras la compresión del año le queda poco margen de ganancia, pero cumple un rol defensivo. Para quien quiera extender plazos, el BOPREAL Serie 4 (BPOA8) es riesgo Banco Central y rinde 9,44%, con *duration* de 1,85. Con el riesgo país en 829 pb y la incertidumbre electoral en precios, no extendemos *duration* en soberanos.

ANÁLISIS DE RESEARCH

El escenario internacional y la cercanía de las elecciones de 2027 dominan la lectura del mes. Con el **riesgo país en 832 pb**, máximo del año, el mercado concentra la prima de riesgo en los bonos que vencen después de la elección, mientras créditos provinciales y corporativos de buena calidad vuelven a ofrecer rendimientos atractivos. En acciones, el Merval cotiza por debajo

MERVAL EN DÓLARES CCL FRENTE A EWZ

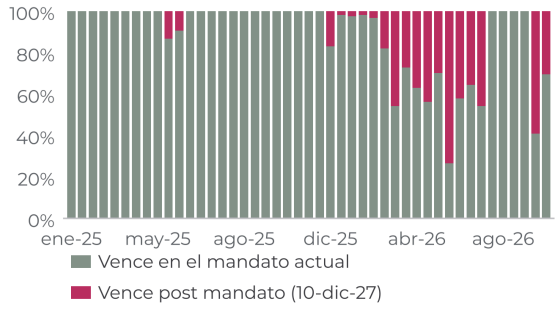
BASE 31-DIC-25 = 100



Fuente: Cohen S.A. en base a BYMA y LSEG. EWZ a precio de cierre, sin dividendos.

LICITACIONES DEL TESORO: ADJUDICADO EN PESOS SEGÚN VENCIMIENTO

EN % DEL TOTAL



Fuente: Cohen S.A. en base a Secretaría de Finanzas. Fin de mandato: 10-dic-2027.

del nivel consistente con el riesgo país actual y varias compañías reguladas y energéticas operan a múltiplos de un dígito bajo.

El endurecimiento del crédito *High Yield* en EE. UU. contagia a Argentina, con los bonos CCC rindiendo 15,74% (*spread* de 1.100 pb sobre *Treasuries*) y los B, 8,12% (308 pb). El riesgo país de 832 pb se ubica 524 pb por encima del B estadounidense y 268 pb por debajo del CCC. La victoria de Lula en Brasil y de los demócratas en Estados Unidos aumentaron el temor electoral local, independientemente del tiempo que falta para las elecciones y de un Milei competitivo si nos guiamos por el Índice de Confianza del Gobierno y lo que nos muestra Polymarket asignando un 50% de probabilidad a Milei en 2027, 32% a Kicillof y 6% a Massa.

La curva lo refleja con claridad: la TNA del **AO28**, que vence después de la elección, pasó de 9,8% a comienzos de junio a **18,1%** al 12/11, mientras el AO27 rinde 10,1%. La tasa *forward* 2027/2028 implícita en Bonares es de **28,7%** (18,0% en octubre), contra 16,3% en *dollar-linked* y 14,8-16,4% en BOPREAL.

1. RENTA FIJA SUBSOBERANA

Córdoba, San Juan, Santa Fe y Neuquén ofrecen buenos puntos de entrada en el tramo medio, con rendimientos de 9,0% a 11,2% y diferenciales negativos de 222 a 444 pb frente al GD38 (13,40%). CABA ya rinde por encima de 8% (BDC33 8,29%; BDC36 8,42%). Para el corto plazo, preferimos **SA24D** (11,6%), **CO27D** (10,75%), **NDT25** (8,5%) y **SF27D** (6,15%).

En lo fiscal (12 meses a 2Q26), 8 de las 15 provincias relevadas tienen superávit primario y seis, superávit financiero. Neuquén (2,9% de los ingresos), Salta (2,5%) y Chaco (2,0%) lideran, en tanto que PBA acumula un déficit financiero de $2,06 billones. San Juan, Neuquén y Salta presentan el menor endeudamiento sobre ingresos; en el otro extremo están Chubut (46,4%), PBA (45,6%) y La Rioja (38,3%). Córdoba, Santa Fe y CABA tenían depósitos en el sistema local por USD 1.855 M, USD 1.194 M y

EN QUÉ DECIL OPERAMOS FRENTE A LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS

DECIL 1 = MÁS BARATO

← MÁS BARATO — MÁS CARO →

RIESGO PAÍS

829 pb 3-nov-26 — D2, ESCALA INVERTIDA

1	**2**	3	4	5	6	7	8	9	10

Máx. 1.456 pb — Mediana 640 pb — Mín. 403 pb

Spread alto, bonos baratos: sólo el 11% de los días de los últimos dos años cotizó por encima.

MERVAL EN DÓLARES CCL

54,0 3-nov-26 — D1, PERCENTIL 10

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

Mín. 37,7 — Mediana 67,0 — Máx. 83,8

En el decil más barato: el índice en dólares está cerca de sus mínimos de dos años.

TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL

82,0 2-nov-26 — D8, ESCALA INVERTIDA

1	2	3	4	5	6	7	**8**	9	10

Máx. 105,0 — Mediana 85,3 — Mín. 78,0

Más bajo, más caro: el peso está más apreciado que en el 78% de los días.

Fuente: Cohen S.A. en base a JP Morgan (EMBI), BYMA y BCRA (ITCRM). Datos diarios del 3-nov-24 al 3-nov-26. Riesgo país y TCRM en escala invertida.

USD 851 M a agosto de 2026.

2. RENTA FIJA CORPORATIVA

La suba de rendimientos del *High Yield* estadounidense (B 8,12%, Caa 15,74%, UST a 10 años 5%) explica la caída reciente del precio de los bonos corporativos. Como contrapartida, **créditos de primera línea ya rinden en torno a 8% con MD menor a 5**: Telecom TLCPO 9,55% (MD 4,6), Tecpetrol TTCAO 8,74%, Pluspetrol PLC4O 8,79%, Vista VSCVO 8,78% e YPF YMCXO 8,67%. Telecom se destaca: su EBITDA LTM subió a USD 2.235 M (margen de 37,5%), la deuda neta/EBITDA bajó de 2,83x a 1,53x en un año y el resultado neto LTM pasó a positivo (USD 271 M).

5. ACCIONES

El S&P Merval cotiza en **USD 1.446** en dólar cable. Según la relación entre Merval y riesgo país durante el mandato de Milei (R^2 de 0,88), el nivel consistente con 832 pb es de **USD 1.598** (+10,5%). Los múltiplos más bajos corresponden a Transener, Ecogas y TGN, y Ternium Argentina cotiza a 0,37x su valor libros. En bancos, el P/BV va de 0,63x (SUPV) a 0,84x (BMA).

Un caso notable del impacto del riesgo electoral en reguladas es el caso de Transener (TRAN): en mayo de 2026, TESA (Genneia + Edison Energía) pagó USD 356 M por el 50% de Citelec, convalidando un valor de USD 1.352,5 M para TRAN. Sumando los USD 169 M de dividendos pagados en septiembre de este año, la capitalización actual de USD 506 M implica una **caída de 50%** respecto de ese precio. En 3Q26 los ingresos crecieron 52,1% interanual a USD 140,6 M, con EBITDA de USD 90,4 M (margen de 64,3%) y beneficio neto de USD 55,1 M.

Nos mantenemos optimistas con BYMA, PAMP, VIST, TXAR, ALUA y decidimos incorporar TGNO4 dada la fuerte caída en precios y la perspectiva de que pueda duplicar de mínima su EBITDA a partir de 2029 con la realización del gasoducto Manuel Belgrano. A su vez, vemos a METR como una buena alternativa para buscar un rendimiento alto de corto plazo a la

INSTRUMENTOS RECOMENDADOS

DATOS AL 3 DE NOVIEMBRE DE 2026

TICKER	INSTRUMENTO	REND.	*DUR.*	VENCIM.
TZXD6	Bono CER cero cupón	TIR real 4,00%	0,11	dic-26
TZXY7	Bono CER cero cupón	TIR real 3,56%	0,56	may-27
TMVE8	Dual TAMAR / *dollar linked*	TIR 7,20%	1,21	31/01/2028
AO27	Soberano *hard dollar* · Ley Argentina	TIR 2,72% (USD)	0,95	29/10/2027
BPOA8	BOPREAL Serie 4 · BCRA	TIR 9,44% (USD)	1,85	31/10/2028

Fuente: Monitor de Renta Fija Local, datos al 3-nov-26. Los rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros.

PROVINCIAS: RENDIMIENTO Y SOLVENCIA

TRAMO MEDIO FRENTE AL GD38

PROVINCIA	BONO	*YIELD*	DIF. VS. GD38	DEUDA / INGRESOS	RDO. FIN. / INGRESOS
Córdoba	CO35	10,99%	−241 pb	32,6%	−0,1%
San Juan	SJO35	11,18%	−222 pb	10,0%	0,3%
Santa Fe	SFD34	9,85%	−355 pb	16,0%	−5,8%
Neuquén	NDG34	8,96%	−444 pb	11,3%	2,9%

Fuente: Cohen S.A. en base a Bloomberg y DNSA. Datos fiscales a 2Q26, últimos 12 meses, base devengado.

espera de la OPA, una vez dado el traspaso de control de YPF a EDN.

TGN (TGNO4): solucionando el próximo cuello de botella de Vaca Muerta

La RTQ 2025-2030 ajusta la tarifa por IPM e IPC y sostiene un EBITDA de ~USD 255 M anual con capex promedio de ~USD 90 M; ese EBITDA podría al menos duplicarse desde 2030. El catalizador es el **Gasoducto Manuel Belgrano**: USD 2.200 M de inversión (USD 1.500 M para 753 km entre Tratayén y La Carlota y USD 700 M para ampliar el Sistema TGN), con 13 + 14 MMm^3/d de capacidad. Se recibieron manifestaciones de interés por 26 MMm^3/d sobre 14 disponibles. La adjudicación está prevista para fines de noviembre 2026, el inicio de obra para abril 2027 y la puesta en marcha para abril 2029.

Con tarifas de USD 1,25–1,50/MMBTU, el escenario base (13 MMm^3/d) factura USD 275–319 M por año, con repago de 8,0–9,5 años; el ampliado (26 MMm^3/d, capex de USD 3.000 M) factura USD 543–630 M, con repago de 5,3–6,2 años. Los USD 700 M de la ampliación los aportarían los cargadores; el gasoducto se financiaría con clientes (hasta 40% del contrato a 10 años) y con deuda y capital propio de TGN por hasta USD 750 M. Hoy TGN tiene una caja neta de USD 240 M, equivalente a 36,4% de su capitalización.

Pampa Energía (PAMP): datos al 3Q26

El EBITDA ajustado LTM alcanzó USD 1.369 M (USD 398 M en 3Q26), y generación eléctrica y *oil & gas* explican el 81%. El margen bruto de generación subió a USD 35/MWh y el EBITDA por BOED a USD 18,7. Las participaciones en TGS y TRAN valen a mercado **~USD 994 M**, casi 30% de la capitalización de USD 3.383 M.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES SELECCIONADAS

TIR ≥ 8% CON MD < 5

BONO	TICKER	TIR	MD	REMANENTE (USD M)
Telecom 9,25% 2033	**TLCPO**	**9,55%**	**4,60**	**1.000**
Tecpetrol 7,625% 2033	**TTCAO**	**8,74%**	**4,68**	**850**
Pluspetrol 8,5% 2032	**PLC4O**	**8,79%**	**4,17**	**650**
Vista 8,5% 2033	**VSCVO**	**8,78%**	**4,76**	**900**
YPF 8,75% 2031	**YMCXO**	**8,67%**	**3,81**	**1.041**
Pampa Energía 7,875% 2034	MGCOO	8,46%	5,65	700
TGS 7,75% 2035	TSC4O	8,57%	6,06	500

Fuente: Cohen S.A. en base a Bloomberg y BYMA. Resaltados: TIR ≥ 8% con MD < 5.

MÚLTIPLOS DE ACCIONES SELECCIONADAS

DATOS AL 12 DE NOVIEMBRE DE 2026

ESPECIE	MARKET CAP (USD M)	EV/EBITDA	PER	P/BV
BYMA	909	2,89x	3,95x	1,93x
PAMP	3.383	3,74x	5,00x	0,82x
VIST	5.851	3,35x	7,26x	1,56x
TXAR	1.822	5,83x	6,77x	0,37x
TGNO4	660	1,66x	5,13x	0,75x
TRAN	506	1,41x	2,61x	0,74x
METR	811	3,99x	7,64x	1,02x

Fuente: Cohen S.A., datos al 12/11/2026 con dólar cable $1.670. Datos trailing a 3Q26 para PAMP, VIST, TGNO4 y TRAN, y a 2Q26 para BYMA y TXAR. METR: datos al 3/11/2026 (no figura en la tabla de relativos).

Ternium Argentina (TXAR): rumbo a USD 500 M de utilidad

En 3Q26 vendió 517.000 toneladas a USD 1.057/t, con EBITDA de USD 47,5 M y utilidad neta de USD 99,1 M. Con 9M26 en USD 355 M, el año cerraría en ~USD 473 M. Con datos *trailing* a 2Q26, cotiza a un PER de 6,8x y a 0,37x su valor libros, con participaciones en el exterior por USD 2.680 M a valor contable. El acero en EE. UU. sigue subiendo (laminado en caliente USD 1.320/t y en frío USD 1.525/t) y Ternium Luxemburgo vale 5,4x a TXAR. Solo por su 28,7% de **Ternium México**, que termina su ciclo de capex intensivo (EBITDA 2028E de USD 1.972 M, margen de 19,6%), TXAR ganaría USD 259 M en 2027E y USD 286 M en 2028E.

Metrogas (METR): falta la aprobación del cambio de control

Con la licencia extendida hasta fines de 2047, el último paso para cerrar la venta del 70% de YPF a Edenor (USD 780 M, USD 1,96 por acción) es la aprobación del ENRGE. Contra el cierre de USD 1,51 del 3/11, la operación implica una **suba esperada de 30% hacia 1Q27**. El 30% no vendido por YPF valdría USD 334 M al precio de la oferta.

GASODUCTO MANUEL BELGRANO: FACTURACIÓN Y REPAGO

ESCENARIOS BASE Y AMPLIADO SEGÚN TARIFA

TARIFA (USD / MMBTU)	BASE: FACTUR.	BASE: REPAGO	AMPLIADO: FACTUR.	AMPL.: REPAGO
0,75	USD 187,9 M	15,3 años	USD 367,8 M	9,7 años
1,00	USD 231,7 M	11,7 años	USD 455,3 M	7,6 años
1,25	USD 275,5 M	9,5 años	USD 542,9 M	6,2 años
1,50	USD 319,3 M	8,0 años	USD 630,4 M	5,3 años

Fuente: TGN y Cohen S.A. Estimaciones ilustrativas. Base: 13 MMm³/d, capex USD 2.200 M; ampliado: 26 MMm³/d, capex USD 3.000 M. Incluye red TGN a USD 0,30/MMBTU. Repago = capex / (facturación − O&M 2% del capex).

CONTACTO OFICINA DE INVERSIONES

Sergio González, CFA
Head de la Oficina de Inversiones
sgonzalez@cohen.com.ar

Juan José Vazquez
Head of Research
jvazquez@cohen.com.ar

Justina Gedikian
Analista de la Oficina de Inversiones
jgedikian@cohen.com.ar

Martín Mejía
Analista de la Oficina de Inversiones
mmejia@cohen.com.ar

Roberto Silva
Analista de la Oficina de Inversiones
rsilva@cohen.com.ar

Alex Agardy
Analista de la Oficina de Inversiones
aagardy@cohen.com.ar

El presente informe es publicado por Cohen S.A y ha sido preparado por el Departamento de Estrategia de Cohen S.A. El objetivo del presente informe es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de inversión de Cohen S.A para la compra o venta de valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El presente informe no debe ser considerado un prospecto de emisión ni una oferta pública. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que Cohen S.A considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y Cohen S.A no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación relativa a los emisores descripta en este informe. Cohen S.A no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Todas las opiniones o estimaciones vertidas están sujetas a las variaciones intrínsecas y extrínsecas de los mercados.

perspectivas.cohen.com.ar

cohen.com.ar

CohenArgentina

Cohen Aliados Financieros

CohenArgentina

On-Air: mercados y tendencias