



**Nota DAF N° 1638/24**

Córdoba, 6 de mayo de 2024

Sres.

**Comisión Nacional de Valores (CNV)**

**Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (ByMA)**

**Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)**

**Presentes**

**Ref.:** Distribuidora de Gas Cuyana S.A. - Tít. XII, Cap. I, Secc. II, Art. 3 de las normas de la CNV y Art. 23 del Reglamento de Listado ByMA. Hecho relevante. Calificación de emisor.

Me dirijo a Uds. en representación de Distribuidora de Gas Cuyana S.A. (la "Sociedad" o "la emisora") a los efectos de informar que Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A. ("Moody's Local Argentina") coloca en revisión a la suba la calificación en moneda local de la Sociedad de BBB.ar. Asimismo, afirma la calificación de acciones en 2.ar:

Instrumento	Calificación actual	Calificación anterior
Calificación de emisor en moneda local	BBB.ar/REV <sup>(*)</sup>	BBB.ar/EST
Calificación de acciones	2.ar	2.ar

*(\*) Calificación en revisión a la suba*

Se adjunta el correspondiente informe de calificación.

Atte.

Natalia Rivero  
Responsable de  
Relaciones con el Mercado

INFORME DE CALIFICACIÓN

3 de mayo de 2024

[Informe de revisión completo](#)

CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

Calificación de emisor en moneda local BBB.ar/REV

Calificación de acciones 2.ar

CALIFICACIONES ANTERIORES (\*)

Calificación de emisor en moneda local BBB.ar/EST

Calificación de acciones 2.ar

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Fátima Kesqui Zamora +54.11.5129.2679  
Credit Analyst ML  
[Fatima.kesqui@moodys.com](mailto:Fatima.kesqui@moodys.com)

Nazarena Ciucci +54.11.5129.2673  
Credit Analyst ML  
[Nazarena.ciucci@moodys.com](mailto:Nazarena.ciucci@moodys.com)

José Molino +54.11.5129.2613  
Associate Director – Credit Analyst ML  
[lose.molino@moodys.com](mailto:lose.molino@moodys.com)

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600

Distribuidora de Gas Cuyana S.A.

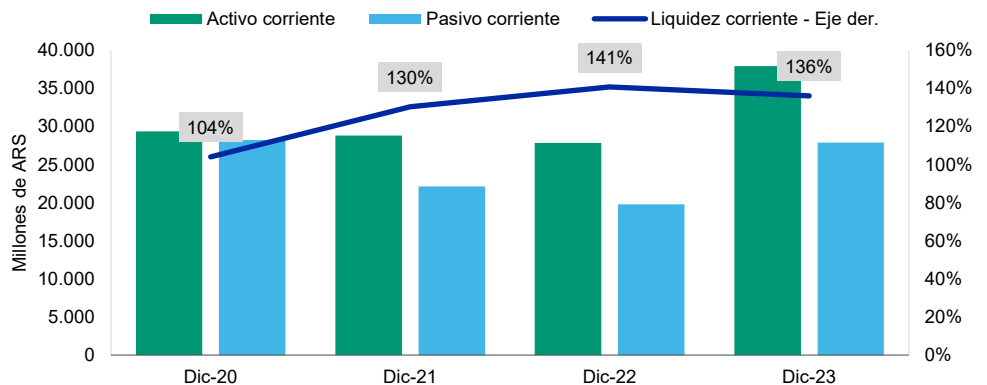
Principales Indicadores

	Dic-2023	Dic-2022	Dic-2021	Dic-2020
<b>Indicadores</b>				
EBITDA <sup>(1)</sup> / Ventas netas	7,0%	12,4%	13,3%	3,8%
EBIT <sup>(2)</sup> / Ventas netas	-2,1%	4,5%	6,2%	-1,3%
Deuda <sup>(3)</sup> / EBITDA <sup>(1)</sup>	-	-	-	-
CFO <sup>(4)</sup> / Deuda <sup>(3)</sup>	-	-	-	-
EBITDA <sup>(1)</sup> / Gastos financieros <sup>(5)</sup>	5,4x	7,7x	32,5x	10,6x
EBIT <sup>(2)</sup> / Gastos financieros <sup>(5)</sup>	-1,6x	2,8x	15,1x	-3,8x
Activo corriente / Pasivo corriente	136,1%	140,7%	130,3%	104,0%
<b>Millones de ARS (moneda constante al 31 de diciembre de 2023)</b>				
Ventas netas	67.468	79.961	90.149	122.437
Deuda <sup>(3)</sup>	-	-	-	-
CFO <sup>(4)</sup>	(11.493)	(2.777)	4.976	3.458
Patrimonio neto	77.967	88.072	91.084	100.430

<sup>(1)</sup> EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; <sup>(2)</sup> EBIT es la utilidad antes de intereses e impuestos; <sup>(3)</sup> Se considera la deuda ajustada; <sup>(4)</sup> CFO es el flujo de efectivo operativo; <sup>(5)</sup> Contempla intereses sobre deudas bancarias, financieras y comerciales, se utiliza gastos financieros totales cuando la compañía no reporta el detalle.

Distribuidora de Gas Cuyana S.A. ("Cuyana") es una de las nueve distribuidoras de gas en Argentina, con operaciones en Mendoza, San Juan y San Luis. Fue creada en 1992 en el marco de privatización de Gas del Estado, con una licencia exclusiva por 35 años.

FIGURA 1: Liquidez corriente



Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Cuyana

## Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Argentina") coloca en revisión a la suba la calificación en moneda local de Distribuidora de Gas Cuyana S.A. ("Cuyana") de BBB.ar. Asimismo, afirma la calificación de acciones en 2.ar.

La revisión a la suba de las calificaciones refleja nuestra expectativa de una mejora en las métricas crediticias de Cuyana producto del reciente aumento de las tarifas, que le permitirá a la compañía recuperar los erosionados márgenes de rentabilidad y mantener un adecuado perfil crediticio aún ante el incierto marco regulatorio del sector y los elevados niveles de inflación. El 28 de marzo de 2024, el Ente Nacional Regulador del Gas ("ENARGAS") emitió la resolución 116/24, mediante la cual se autorizan aumentos del valor agregado de distribución ("VAD") para la compañía, aplicables a las distintas categorías de usuarios. Asimismo, la normativa establece un sistema de actualización mensual a computarse mediante la aplicación de una fórmula que contempla la variación del nivel de salarios del sector privado registrado, la variación del índice de precios mayoristas (IPIM) y la variación del índice del costo de la construcción en el Gran Buenos Aires (ICC). Durante el período de revisión, se evaluará el posible impacto positivo de las medidas sobre las métricas crediticias de la compañía, aún ante un contexto de elevada inflación y volatilidad macroeconómica. La suba en la calificación se encuentra supeditada a la continua materialización del ajuste en las tarifas y a una mayor estabilidad en el marco regulatorio del sector.

La calificación de Cuyana se encuentra respaldada por sólidas métricas crediticias, el nulo nivel de apalancamiento, la adecuada liquidez y una política financiera conservadora. Asimismo, la calificación incorpora los debilitados márgenes de rentabilidad, aunque la compañía ha demostrado mayores márgenes en comparación con el promedio del sector, y la elevada incertidumbre sobre el marco regulatorio argentino y las tarifas reguladas.

Los márgenes de rentabilidad de Cuyana se deterioraron durante el ejercicio finalizado en diciembre de 2023, principalmente por ajustes tarifarios persistentemente por debajo del nivel de inflación, el cual se aceleró en los últimos meses del año, así como también por la propia estacionalidad del negocio y por un menor volumen de gas entregado por temperaturas más elevadas en comparación al año anterior. Para el periodo, el margen EBITDA de Cuyana se ubicó en 7,0%, desde 12,4% en 2022. Sin embargo, como consecuencia de los nuevos aumentos tarifarios, esperamos que la rentabilidad medida en términos de EBITDA se recomponga, alcanzando niveles similares a los reportados en 2018.

A pesar de que los aumentos tarifarios recibidos por la compañía en el período 2020-2023 se mantuvieron por debajo de la inflación de costos, Cuyana ha logrado mantener a través del ciclo márgenes EBITDA positivos. Además, incorporamos en sus calificaciones que históricamente ha presentado mayores márgenes de rentabilidad en comparación con el promedio del sector, y las políticas de eficiencias en costos y gastos operativos que le han permitido mantener su nivel de rentabilidad en 2022 y 2023 en un contexto de bajos incrementos tarifarios.

Consideramos que la política conservadora de Cuyana fortalece su calidad crediticia. Al 31 de diciembre de 2023, la compañía no poseía deuda financiera, situación que se mantiene en línea con lo reportado en los ejercicios anteriores. Cuyana cuenta con acuerdos de giros en descubierto -no comprometidos- con bancos de primera línea para ser utilizados ante necesidades de capital de trabajo.

En agosto de 2021, entró en vigencia la ampliación del Régimen de Zona Fría hacia gran parte de la concesión de Cuyana que representan subsidios del 30% respecto del cuadro tarifario vigente del sector residencial. El subsidio es cubierto por un fondo fiduciario creado a tal efecto, el cual es financiado a través de los pagos en concepto de facturas realizados por los clientes, por lo que dicho régimen no tiene impacto en el margen de rentabilidad de la compañía.

## Fortalezas crediticias

- » Operaciones sin apalancamiento

- » Liquidez adecuada
- » Demanda dinámica en su área de concesión
- » Mayores márgenes de rentabilidad en comparación en comparación con otras empresas calificadas y no calificadas del sector

### Debilidades crediticias

- » Exposición a riesgo regulatorio: elevada incertidumbre en torno al marco regulatorio argentino y la suficiencia de las tarifas
- » Elevada exposición al régimen de zona fría

### Descripción del emisor

Cuyana es una de las nueve compañías públicas reguladas de distribución de gas en Argentina, con operaciones en las provincias de Mendoza, San Juan y San Luis. Fue creada en 1992 en el marco de privatización de Gas del Estado, con una licencia exclusiva por 35 años.

Cuyana es controlada por Inversora de Gas del Centro S.A. ("INCE"), una sociedad inversora que posee el 51% del capital accionario. Del 49% restante, el 48,44% corresponde a oferta pública en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y 0,56% son acciones Clase "C" que previamente se encontraban sujetas al Programa de Propiedad Participada ("PPP"). INCE controla, asimismo, a Distribuidora de Gas del Centro S.A., compañía a través de la cual se lleva adelante el servicio público de distribución de gas natural en las Provincias de Córdoba, La Rioja y Catamarca. Central Puerto S.A. posee el 42,3% de las acciones de INCE.

**FIGURA 2: Composición accionaria al 31/12/2023**

Accionistas	Cantidad de acciones (1)	Clase de acciones	Porcentaje
Inversora de Gas del Centro S.A.	103.199	A	51,00%
Oferta pública (2)	98.011	B	48,44%
Accionistas Clase C (3)	1.141	C	0,56%
<b>Totales</b>	<b>202.351</b>	<b>-</b>	<b>100%</b>

(1) Ordinarias y escriturales de valor nominal \$1 y con derecho a un voto por acción. Expresadas en miles; (2) Corresponde a los tenedores de las acciones ofrecidas a la venta mediante oferta pública; (3) Acciones que se encontraban sujetas al PPP.

El Directorio de Cuyana está integrado por un mínimo de siete y un máximo de once Directores Titulares y un mínimo de siete y un máximo de once Directores Suplentes, según lo establezca la Asamblea General Ordinaria en cada oportunidad. La Comisión Fiscalizadora está integrada por 3 Síndicos Titulares y 3 Síndicos Suplentes. La auditoría externa es llevada a cabo por EY (Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.).

### Análisis de los factores estándares de calificación

#### Estabilidad del sector

La industria del gas se rige en la Argentina por la Ley N° 24.076 ("Ley del Gas Natural") y las normativas complementarias establecidas tanto por la Secretaría de Energía como por el Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS), que regulan las actividades de transporte y distribución de gas. En el caso de las actividades de distribución, la regulación contempla una tarifa de distribución (o margen de distribución) que debe ser suficiente para que la compañía cubra sus costos de operación y realice las inversiones necesarias para expandir y para prestar el servicio de distribución de forma eficiente.

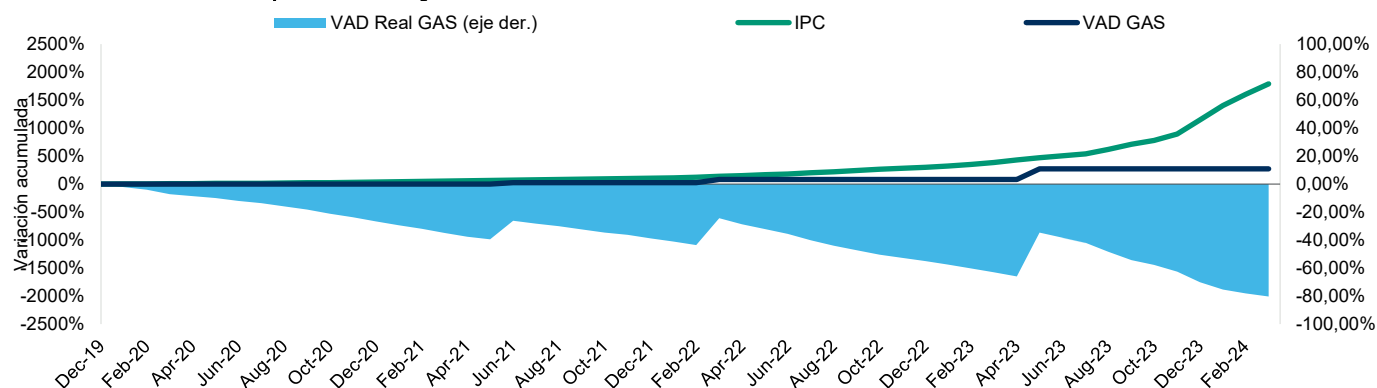
Consideramos que el proceso de actualización tarifaria en años recientes ha sido errático e insuficiente para garantizar una adecuada recuperación de costos y las inversiones pertinentes. En marzo de 2024, el ENARGAS autorizó aumentos del VAD para la compañía, aplicables a las distintas categorías de usuarios. Asimismo, estableció un sistema de actualización mensual a computarse mediante la aplicación de una fórmula que contempla la variación del nivel de salarios del sector privado registrado, la variación del índice de precios mayoristas (IPIM) y la variación del índice del costo de la construcción en el Gran Buenos Aires (ICC). Adicionalmente, para los usuarios residenciales, el cargo fijo representará el componente de distribución (VAD) que recibirá la compañía, por lo que dejará de estar expuesta a fluctuaciones relacionadas a nivel de consumo. Hacia adelante, esperamos que el reciente aumento de las tarifas le permita a la compañía recuperar los erosionados márgenes de rentabilidad y mantener un adecuado perfil crediticio aún ante el incierto marco regulatorio del sector y los elevados niveles de inflación, mientras que esperamos que los cambios implementados en los segmentos residenciales se traduzcan en una mayor previsibilidad de los flujos de fondos provenientes de la facturación del segmento.

### Resumen del marco regulatorio vigente y hechos relevantes recientes

- » Decreto 353/2021: En el marco del Régimen Tarifario de Transición (RTT), se autoriza la suba del margen de distribución de las distribuidoras con vigencia a partir del 2 de junio 2021. A través de las correspondientes resoluciones, el ENARGAS aprobó cuadros tarifarios de transición cuyos impactos en factura (antes de impuestos) promedian el 7% para usuarios residenciales, y el 5% para los usuarios del servicio general (PyMEs y comercios). Destacamos que el aumento de tarifas bajo la RTT no contemplaba un plan de inversiones obligatorias a ejecutar por las distribuidoras.
- » Ley N° 27.637 – Régimen de Zona Fría: El 7 de julio de 2021 se prorrogó el plazo de vigencia del régimen hasta el 31/12/2031. Adicionalmente, se amplió el horizonte geográfico abaricable, incorporando más localidades y zonas a cuadros tarifarios diferenciales, con un beneficio equivalente a una reducción del 30% respecto al cuadro tarifario vigente. La ampliación del beneficio tiene impacto en la totalidad de la Provincia de Mendoza, y casi por completo en la Provincia de San Luis y San Juan, alcanzando el 99% de los usuarios residenciales.
- » Decreto 91/2022: En el marco del Régimen Tarifario de Transición (RTT) se autorizó una nueva suba en el margen de distribución de las distribuidoras con vigencia a partir del mes del 1 de marzo de 2022. A través de las correspondientes resoluciones, el ENARGAS aprobó cuadros tarifarios de transición que incrementó el promedio del valor agregado de distribución en torno al 40% para Cuyana.
- » Decreto 815/2022: En diciembre de 2022 el Poder Ejecutivo Nacional dispuso prorrogar un año (hasta el 17/12/2023) el plazo establecido para concluir el proceso de renegociación de la revisión tarifaria integral vigente según lo previsto en el Decreto N°1020/2020 e instruir al ENARGAS a realizar a nueva una adecuación tarifaria de transición.
- » Decreto 250/2023: El 28 de abril de 2023 el ENARGAS aprobó los nuevos incrementos en la tarifa de distribución diferenciados por categoría de usuario que entran en vigencia a partir del 29/04/2023. El aumento en el VAD promedio para el sector se encuentra entre 100% - 120% (anual) en función de la composición de usuarios de cada compañía.
- » Decreto 55/2023: El 16 de diciembre de 2023, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso la emergencia del sector energético nacional en lo que respecta a los segmentos de transporte y distribución de gas natural, hasta el 31 de diciembre de 2024. Asimismo, dispuso dar inicio a la revisión tarifaria conforme al artículo 42 de la Ley N° 24.076 correspondiente a las prestadoras de los servicios públicos de transporte y distribución de gas natural.
- » El 28 de marzo de 2024, el ENARGAS autorizó múltiples aumentos del VAD para las empresas prestadoras de los servicios públicos de transporte y distribución de gas natural. Asimismo, la normativa establece un sistema de actualización mensual aplicable a partir de mayo de 2024, que se computará mediante la aplicación de una fórmula plinómica que contempla la variación del nivel de salarios del sector privado registrado en un 49,0%, la variación del

índice de precios mayoristas (IPIM) en un 36,8% y la variación del índice del costo de la construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) en un 14,2%.

**FIGURA 3: Variación de precios, VAD y VAD real\***



\*Los datos reflejados no incluyen los recientes aumentos aplicables a partir de abril de 2024

Fuente: Moody's Local Argentina sobre la base de INDEC, BCRA, Resoluciones del ENER GAS y ADIGAS

## Escala

En el caso de las empresas de servicios públicos, la escala no es un factor estándar porque estas empresas suelen ser el único proveedor de servicios o suelen estar entre un pequeño número de proveedores en un área de servicios designada y, por lo tanto, están algo protegidas de la competencia directa de precios. En cambio, sus tarifas son fijas de acuerdo con el marco regulatorio o contratos de concesión.

En el caso de las distribuidoras de gas, cada una suministra gas a los clientes y opera la correspondiente red de distribución en un área geográfica específica en el marco de un contrato de concesión que establece el área, la calidad de servicio que se debe brindar, las tarifas que abonarán los clientes por el servicio de distribución, y la obligación de satisfacer la demanda.

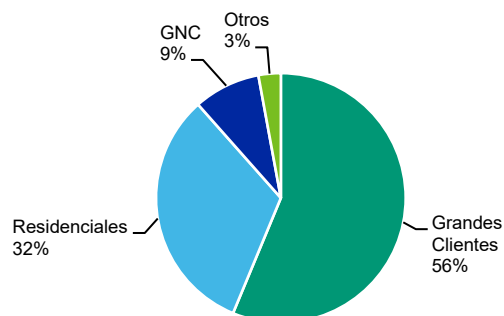
Durante 2023 el volumen de gas entregado en el segmento prioritario fue 3,3% inferior al de 2022 debido principalmente a una crónica térmica más cálida en el invierno. En total, Cuyana reportó un volumen entregado en torno a los 2.528 millones de metros cúbicos, desde 2.615 millones de metros cúbicos en 2022. En tanto, los ingresos por ventas fueron de ARS 67.468 millones, un 15,6% menor en términos reales con respecto al año anterior, principalmente como consecuencia de ajustes tarifarios persistentemente por debajo de los niveles de inflación.

## Perfil de negocios

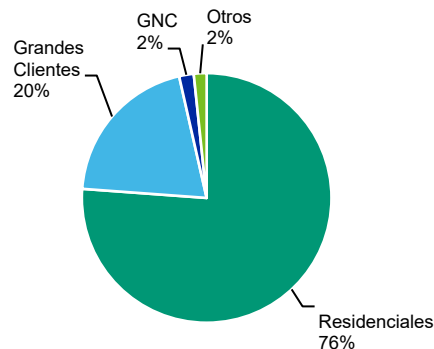
El área de servicio de Cuyana, de 315.226 km<sup>2</sup>, incluye tres provincias con diferentes características: Mendoza, San Juan y San Luis. Mendoza tradicionalmente se especializa en actividades agroindustriales de elaboración de materias primas locales (vid, olivo, frutas y hortalizas), a lo que se suma la producción de bienes intermedios (destilación de petróleo y ferroaleaciones), el desarrollo de una industria metalmecánica de cierta complejidad y el turismo. La economía de Mendoza avanzó también en el índice de exportaciones, con especial importancia de los vinos finos, algunas hortalizas y frutas frescas. En la economía de San Juan se cuenta con producción minera (oro y cobre) y tanto en Mendoza (desarrollada) como en San Juan (reciente) se destaca la explotación petrolera. Por su parte, San Luis ha sumado a su agricultura y ganadería un sector agroindustrial, la producción de electrodomésticos, plásticos, artículos de papel y cartón, entre otros. En las tres provincias se desarrolla la explotación de canteras de mármoles y piedras calizas y, toda la región cuyana cuenta con destinos para el turismo.

El área de servicio tiene alrededor de 3,4 millones de habitantes y Cuyana registraba al 31 de diciembre de 2023, 642.980 clientes. La compañía participa en aproximadamente el 8,17% del total del gas entregado por las distribuidoras de gas natural en el país, operando 16.070 km de redes, ramales y gasoductos. Del total de ingresos a diciembre de 2023, 76% correspondían a ventas al segmento prioritario (residenciales, servicios generales y subdistribuidores), un 20% corresponde a grandes clientes y un 2% a GNC.

**FIGURA 4: Volumen de gas entregado por tipo de cliente**



**FIGURA 5: Ventas por tipo de cliente**



*Nota: información al 31 de diciembre de 2023; Fuente: Moody's Local Argentina en información publicada por Cuyana*

Las ventas y los resultados de la compañía se ven altamente influenciados por las condiciones climáticas. El clima más frío, en especial durante aquellos períodos prolongados de temperaturas lo suficientemente bajas para requerir el uso de sistemas de calefacción en hogares y otros edificios, produce un incremento de la demanda de gas natural y, en consecuencia, las ventas y resultados son más altos durante los meses considerados invernales (de mayo a septiembre), en comparación con los restantes meses del año.

### Rentabilidad y eficiencia

Los márgenes de rentabilidad de Cuyana, al igual que el resto de las compañías del sector, se han visto deteriorados en los últimos años, producto de los incrementos en el valor agregado de distribución recurrentemente por debajo de la inflación de los costos durante el año.

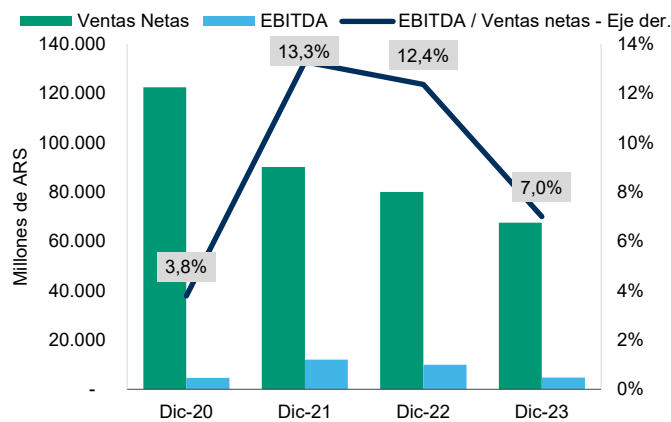
Hacia adelante, esperamos que las métricas de rentabilidad se acerquen a los valores observados en periodos de vigencia de la RTI, producto de la recuperación de tarifas. Adicionalmente, esperamos que los cambios implementados en la composición del VAD de los segmentos residenciales, que estará compuesto por cargo fijo, se traduzcan en una mayor previsibilidad de los flujos de fondos provenientes de la facturación del segmento, y permita acomodar los ingresos de fondos a las necesidades de gasto de la compañía.

Para el ejercicio cerrado en diciembre de 2023, el margen EBITDA de Cuyana disminuyó a 7,0%, significativamente inferior al 12,4% reportado en 2022. En igual medida, el margen EBIT en 2023 se ubicó en -2,1%, por debajo del 4,5% del año anterior. La caída en los márgenes se debe principalmente a incrementos en el valor de distribución otorgados durante 2023, que se ubicaron entre 100% y 120%, sustancialmente por debajo del aumento de costos del año.

En 2023, la compañía reportó un flujo generado por las operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) negativo de ARS 11.813 millones y un flujo de efectivo operativo (CFO, por sus siglas en inglés) negativo en ARS 11.493 millones, desde valores en 2022 de ARS 1.119 millones y ARS -2.777 millones, respectivamente. Por su parte, el CAPEX se ubicó en ARS 2.193 millones,

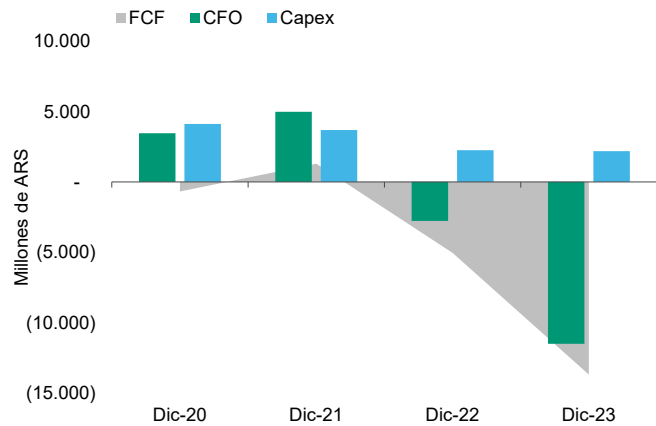
en línea al ejercicio anterior, mientras que el Flujo Libre de Caja (FCF) se ubicó en niveles negativos de ARS 13.686 millones, desde valores negativos de ARS 5.037 millones en 2022.

**FIGURA 6: Margen EBITDA**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a Estados financieros de Cuyana

**FIGURA 7: Flujo de fondos**



### Consideraciones adicionales

Consideramos que la fortaleza crediticia de las compañías de servicios públicos está estrechamente relacionada con la previsibilidad de su flujo de efectivo y su capacidad para recuperar costos con el fin de generar flujo de efectivo positivo. Asimismo, considera que los ingresos y flujo de efectivo de las compañías de servicios regulados de gas en Argentina están basados en tarifas que en determinadas coyunturas no permiten una recuperación de algunos costos importantes. Existen actualmente dificultades regulatorias frecuentes relacionadas a los supuestos de costos de las compañías del sector que dificultan el planeamiento y la previsibilidad de los flujos. Hacia adelante, producto de los más recientes aumentos tarifarios, evaluaremos la materialización del impacto positivo de las medidas sobre las métricas crediticias de la compañía, aún ante un contexto de elevada inflación y volatilidad macroeconómica.

### Apalancamiento y cobertura

Consideramos que la política conservadora de Cuyana fortalece su calidad crediticia y, pese a los menores márgenes reportados en 2023, consideramos que la compañía no tendrá necesidades de financiamiento hacia adelante. Al cierre del ejercicio 2023, Cuyana no poseía deuda financiera, situación que se mantiene en línea con lo reportado en los cierres fiscales de los ejercicios anteriores, reflejando una política financiera muy conservadora. La compañía cuenta con acuerdos de giros en descubierto (no comprometidos) con bancos de primera línea en caso de que fueran necesarios.

Para el cierre de 2023, el ratio de EBITDA a gastos financieros, que incluyen intereses tanto financieros como comerciales, se posicionó en 5,4, desde 8,3x en 2022. La liquidez corriente reportada por Cuyana ascendió hasta 136,1% a diciembre de 2023, desde 140,7% al cierre del ejercicio 2022.

### Política financiera

A diciembre 2023, la compañía mantuvo caja y equivalentes por ARS 4.681 millones (incluye FCI). La principal fuente de liquidez de Cuyana consiste en el efectivo en caja y equivalentes, y la generación de flujo de efectivo interno.

Como resultado de una política financiera muy conservadora, Cuyana ha podido mantener un balance sin deudas durante muchos años, lo que contribuyó a sus sólidas métricas de deuda a pesar de los decrecientes márgenes y generación de flujo de efectivo que se vieron afectados en el pasado por más de una década de tarifas congeladas. Esperamos que el apalancamiento financiero de Cuyana siga siendo bajo durante los próximos años a pesar de un entorno operativo adverso.



Para compensar parcialmente el deterioro en la capacidad de generación de flujo operativo de las compañías ante la falta de actualización de tarifas que acompañen los niveles de inflación en los últimos años, se ha observado en el sector el uso de deuda comercial de las compañías por pagos a proveedores para cubrir sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, destacamos que actualmente Cuyana no registra retrasos en los pagos a los proveedores de gas.

### Política de dividendos

Como política de distribución de ganancias líquidas y realizadas, conforme a los resultados del balance de la compañía y a otros factores considerados relevantes, el Directorio de Cuyana ha recomendado en los sucesivos ejercicios el pago de dividendos en efectivo. El 21 de diciembre de 2023, la compañía aprobó la distribución de dividendos por ARS 16.710 millones.

## Otras consideraciones

### Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

#### Ambientales

Las consideraciones ambientales no son relevantes para el perfil crediticio de Cuyana. A nivel mundial, los servicios públicos de distribución se enfrentan a crecientes necesidades de inversión y cambios en los paradigmas operativos para adaptarse a las crecientes demandas ambientales. La inversión conlleva un riesgo de ejecución, que podría pesar en las métricas crediticias, además de potencialmente crear problemas de asequibilidad. Las regulaciones ambientales y la capacidad de las empresas de servicios públicos para recuperar los costos relacionados varían entre jurisdicciones y geografías. Los servicios públicos regulados de electricidad y gas también están sujetos a desastres relacionados con el clima y otros eventos catastróficos. Cuyana colabora con el reciclado de residuos (chatarra, papel, cartón y plásticos).

#### Sociales

Las consideraciones sociales son relevantes para el perfil crediticio de la empresa. Los servicios públicos regulados tienen una exposición general a los riesgos sociales, ya que las revisiones tarifarias y sus ajustes pueden sufrir cambios discrecionales debido a las demandas sociales.

Cuyana se rige en función de una política interna denominada "La Sustentabilidad" a partir de la cual se compromete a: (i) realizar acciones que promuevan el respeto hacia las personas y sus derechos, el ambiente y, en general, los intereses de las colectividades en las que opera; (ii) conducir sus actividades tomando en cuenta los intereses de las partes interesadas; (iii) contribuir a un desarrollo sustentable de las áreas en las que opera, y (iv) garantizar la sustentabilidad de sus actividades. Durante 2023 la compañía continuó con la implementación de una administración responsable de los recursos, la seguridad y el cuidado de la salud, tanto de la empresa como de las partes interesadas.

#### Gobierno corporativo

Las consideraciones de gobierno corporativo no son relevantes para el perfil crediticio de la compañía. Sin embargo, monitoreamos continuamente cualquier posible aumento en los riesgos relacionados con la concentración de propiedad y control, evaluando si pudiera convertirse en una consideración negativa e influir en el rendimiento y los resultados crediticios.

#### Otros

El marco regulatorio en Argentina está sujeto a intervención y deja espacio para cambios inesperados, como lo ilustra la legislación reciente. Como resultado, esperamos que la consistencia y sostenibilidad de la recuperación de costos para los servicios públicos regulados sea difícil en el mediano plazo. Actualmente, es altamente incierto cómo evolucionará el régimen regulatorio y los futuros ajustes tarifarios.

## Calificaciones de acciones de empresas no financieras

### Capacidad para generar utilidades

Dada la calificación asignada al emisor de BBB.ar, la capacidad de generación de ganancias se califica como moderada.

### Liquidez de mercado

Se considera a los efectos de obtener el indicador de liquidez, si la acción es transada en un Mercado de Valores abierto, y si dichas transacciones son frecuentes. El día 26 de noviembre de 2015, la acción de Cuyana volvió a ser transada en el mercado luego de haber estado suspendida. Entre marzo de 2023 y marzo de 2024, la acción operó el 100% de los días hábiles.

### Consideraciones adicionales

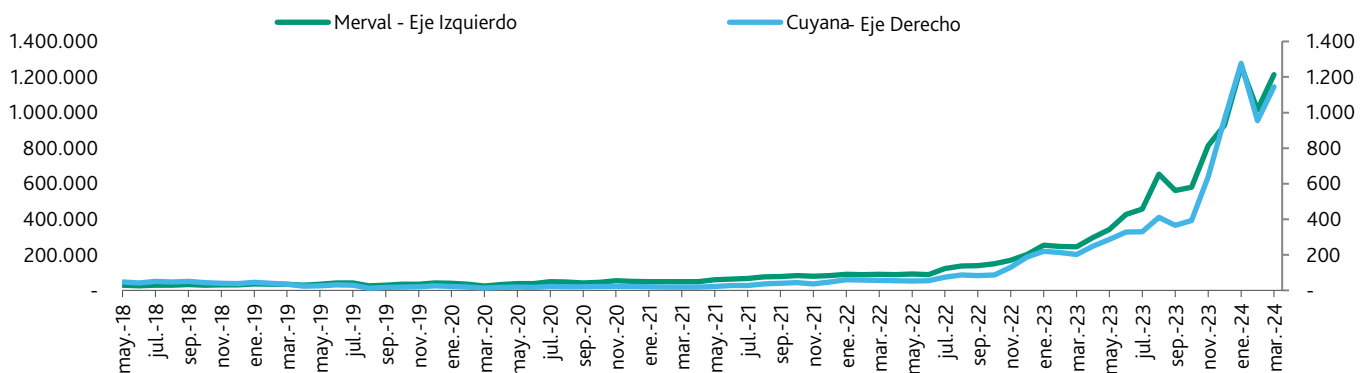
La acción de Distribuidora de Gas Cuyana S.A. no forma parte del índice S&P Merval, índice que busca medir el desempeño de las acciones de mayor tamaño y liquidez operadas en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) que estén clasificadas como acciones locales.

**Utilidades:** Se espera un deterioro en la generación de utilidades de la compañía dado el contexto actual.

**Valor de Mercado:** Al 31 de diciembre de 2023, el valor libros de la acción de Cuyana (BCBA: DGCU2) era de ARS 385,3 y el precio de cierre de mercado de ARS 964,0, siendo la relación cotización/valor libros de 2,5x. Al 31 de marzo de 2024, el precio de cierre de mercado era de ARS 1.145,0.

**Rendimiento:** Se evalúa la evolución de la acción del emisor respecto del índice S&P Merval. En el período comprendido entre marzo de 2023 y marzo de 2024, la acción subió un 468,9%, mientras que el Índice S&P Merval subió un 393,9%.

**FIGURA 8: Evolución de la acción**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Base 100 año 2013); La serie de datos es homogénea y excluye los efectos de los pagos de dividendos

### Calificación asignada

Según la combinación de puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez de mercado, incluyendo asimismo nuestra evaluación de consideraciones adicionales, se evalúa a las acciones de Cuyana en 2.ar.

## Información contable e indicadores operativos y financieros

	Dic-2023	Dic-2022	Dic-2021	Dic-2020
<b>INDICADORES</b>				
EBITDA / Ventas netas	7,0%	12,4%	13,3%	3,8%
EBIT / Ventas netas	-2,1%	4,5%	6,2%	-1,3%
Deuda / EBITDA	--	--	--	--
CFO / Deuda	--	--	--	--
EBITDA / Gastos financieros	5,4x	8,3x	52,5x	10,6x
EBIT / Gastos financieros	-1,6x	3,0x	24,4x	-3,8x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	136,1%	140,7%	130,3%	104,0%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	--	--	--	--
<b>En millones de ARS (en moneda homogénea al 31 de diciembre de 2023)</b>				
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Ventas netas	67.468	79.961	90.149	122.437
Resultado bruto	9.345	15.546	20.961	24.534
EBITDA	4.725	9.879	11.963	4.633
EBIT	(1.397)	3.619	5.569	(1.644)
Intereses	(881)	(1.202)	(229)	(436)
Resultado neto	6.606	(3.012)	(9.346)	(3.925)
<b>FLUJO DE CAJA</b>				
Flujo generado por las operaciones	(11.813)	1.119	9.603	3.207
CFO	(11.493)	(2.777)	4.976	3.458
Dividendos	-	-	-	-
CAPEX	(2.193)	(2.260)	(3.680)	(4.126)
Flujo de fondos libres	(13.686)	(5.037)	1.296	(668)
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>				
Caja y equivalentes	4.681	5.846	10.362	3.349
Activos corrientes	37.931	27.821	28.809	29.341
Bienes de uso	84.145	88.592	92.962	95.562
Intangibles	518	464	568	1.160
Total activos	125.122	126.083	132.675	141.191
Deuda corto plazo	-	-	-	-
Deuda largo plazo	-	-	-	-
Deuda financiera total	-	-	-	-
Total pasivo	47.155	38.011	41.591	40.761
Patrimonio neto	77.967	88.072	91.084	100.430

Nota: Los valores expresados contienen ajustes realizados por Moody's Local Argentina y pueden no coincidir con los valores presentados por la empresa en sus estados contable

## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Tipo / Instrumento	Calificación actual	Calificación anterior
Calificación de emisor en moneda local	BBB.ar/REV <sup>(*)</sup>	BBB.ar/EST
Calificación de acciones	2.ar	2.ar

<sup>(\*)</sup>Calificación en revisión a la suba

### Información considerada para la calificación

- » Estados Contables Consolidados Anuales auditados correspondientes al período de los ejercicios 2011 al 2023, disponibles en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)
- » Estados Contables Trimestrales intermedios, disponibles en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)
- » Resoluciones de ENARGAS, disponibles en [www.boletinoficial.gob.ar](http://www.boletinoficial.gob.ar)
- » Resoluciones de la Secretaría de Energía, disponibles en [www.boletinoficial.gob.ar](http://www.boletinoficial.gob.ar)
- » Resoluciones del Ministerio de Energía y Minería, disponibles en [www.boletinoficial.gob.ar](http://www.boletinoficial.gob.ar)
- » Decretos del Poder Ejecutivo Nacional, disponibles en [www.boletinoficial.gob.ar](http://www.boletinoficial.gob.ar)
- » Hechos relevantes, disponibles en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)

### Definición de las calificaciones asignadas

- » **BBB.ar:** Emisores o emisiones calificados en BBB.ar con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **2.ar:** Emisores que presentan una combinación fuerte de flujo de efectivo y liquidez en el mercado para sus acciones en comparación con otras acciones ordinarias en Argentina.
- » *Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

### Metodología utilizada

- » Fue empleada la metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa - Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.