

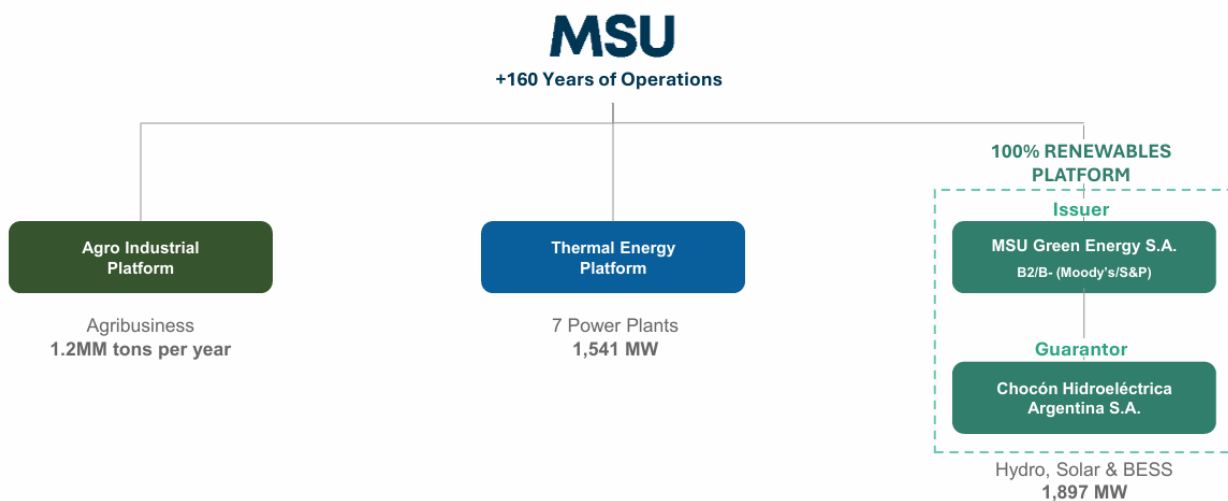
01 de junio de 2026

MSU Green Energy SA

Es una empresa relativamente nueva dedicada al desarrollo, construcción, operación y mantenimiento de proyectos de generación de energía eléctrica a partir de fuentes renovables, suministrando energía tanto al Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) como a grandes usuarios bajo el régimen de Mercado a Término de Energía Renovable (MATER).

El portafolio está compuesto por la adquisición en 2026 del complejo hidroeléctrico El Chocón–Arroyito, en la región del Comahue, con una concesión a 30 años y una capacidad instalada de 1.418 MW (15% de la generación hidroeléctrica argentina). Sumado a ello, la empresa cuenta con cinco parques solares ubicados en distintas localidades del NOA y NEA, y dos más que entrarán en operación durante el primer semestre de 2027. A su vez, cuenta con un parque de almacenamiento de energía en baterías actualmente en construcción. En conjunto, representan una inversión superior a los USD 500 millones destinada a una capacidad cercana a los 2 GW (1.897 MW) de energía renovable. La generación solar y la hidroeléctrica constituyen una buena combinación para amortiguar los riesgos climáticos.

La compañía forma parte del Grupo MSU, propiedad de la familia Uribelarrea, con 160 años de trayectoria corporativa en la Argentina. El grupo es líder en agronegocios, con más de 245 mil hectáreas y una producción aproximada de 1,2 millones de toneladas de granos. A su vez, en 2012 comenzó a incursionar en el sector energético mediante MSU Energy. Actualmente, la empresa opera cuatro centrales térmicas de ciclo combinado y tres de ciclo simple, con una capacidad instalada total de 1,5 GW, totalmente contratada mediante acuerdos de compra de energía (PPA) a largo plazo denominados en dólares.



Fuente: Presentación Institucional MSU Green.

Resultados

Como es usual en nuestros reportes, analizaremos los estados contables de la compañía en dólares, utilizando el tipo de cambio mayorista promedio o de cierre de cada período, según corresponda. Los últimos estados de resultados presentados al 30 de marzo de 2026 corresponden al primer trimestre (1Q26), donde el complejo hidroeléctrico Chocón-Arroyito no está incluido en las operaciones. Hasta este momento, el 100% de la capacidad instalada, tanto en operación como en construcción, se encuentra contratada: 192 MW (58%) mediante contratos con grandes usuarios bajo el régimen MATER, con plazos

de entre 5 y 10 años, y 137 MW (42%) mediante contratos de abastecimiento con CAMMESA bajo el régimen RenMDI, con una duración de 15 años.

Así, comparando el último trimestre anualizado, las ventas y los márgenes se expanden fuertemente respecto de los balances previos como consecuencia de la constante incorporación de nuevos parques solares. El EBITDA alcanza los USD 43 millones, con un margen sobre el nivel de ventas del 87%.

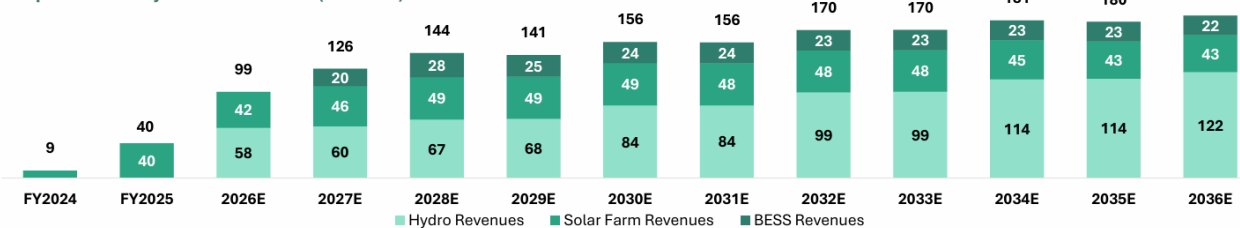
USD MM	1Q26 LQA	2025	Var.	2024	Var.
Ingresos	49	41	19%	9	434%
Costos	-14	-12	14%	-5	172%
Resultado operativo	33	28	17%	3	1015%
EBITDA	43	36	18%	6	641%
Resultado neto	15	-2	-	-4	-488%
Mg. Operativo	66%	68%	-100pb	32%	3600pb
Mg. EBITDA	87%	88%	-100pb	63%	2500pb

Fuente: Sekoia Research en base a EE.RR.

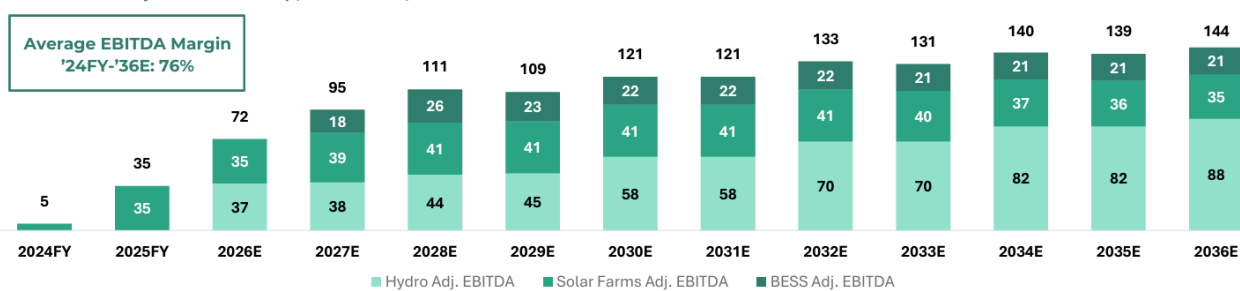
Ahora bien, utilizando las proyecciones de la propia empresa, la incorporación de la central hidroeléctrica cambia rotundamente la ecuación de la compañía, duplicando los ingresos ya en 2026, triplicándolos para 2030 y casi cuadruplicándolos para 2037, con un margen de EBITDA de entre 72% y 78%. Esto es producto del marco regulatorio vigente donde se estipula que

irá modificándose la estructura de venta de energía entre CAMMESA y privados, pasando paulatinamente del actual esquema de 95% con CAMMESA (22 USD/MWh) y 5% con operadores privados (55 USD/MWh) hacia un esquema íntegramente compuesto por contratos privados a medida que avance la concesión. En el año once de la concesión, ya se alcanzaría una relación de 50% CAMMESA y 50% privados.

Reported & Projected Revenues (USD mm)



Realized & Projected EBITDA | (USD mm / %)



Fuente: Presentación Institucional MSU Green.

Perfil de Deuda

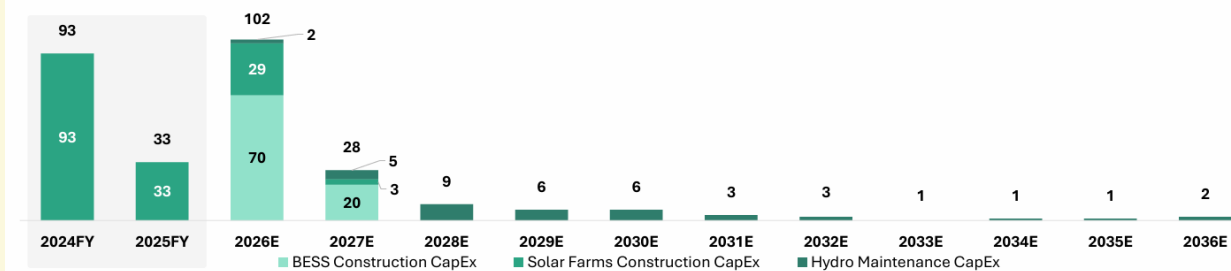
Al cierre del 1Q26, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 173 millones. El 83% de la deuda total corresponde a bonos, mientras que el 17% restante corresponde a préstamos bancarios corrientes. Por su parte, la compañía cuenta con una caja de USD 48 millones (entre inversiones, efectivo y equivalentes), lo cual le reporta un apalancamiento neto de 2,9 veces el EBITDA actual.

USD MM	1Q26 LQA	2025	Var.	2024	Var.
Deuda Financiera	173	171	1%	145	19%
Efectivo y Eq.	7	3	110%	29	-75%
Inversiones	41	41	0%	32	29%
Deuda Neta	125	127	-2%	85	47%
Apalancamiento Neto	2,9	3,5	-0,6	14,7	-11,8
Liquidez Corriente	1,0	1,1	-0,1	1,4	-0,4
Intereses anuales	8,6	6,2	38%	6,7	-7%
Cobertura de Intereses	5,0	5,9	-0,9	0,9	5,0

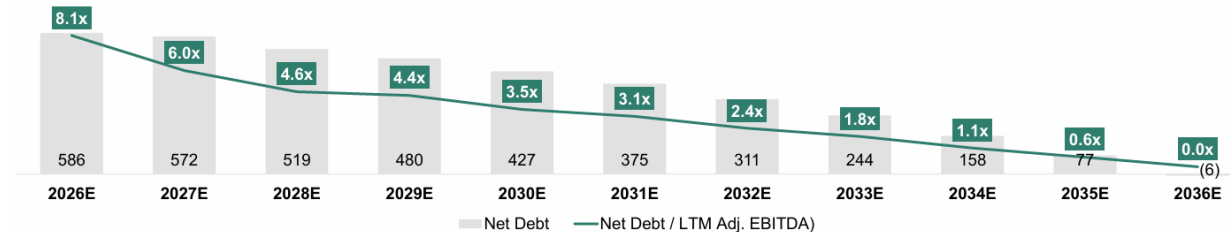
La adquisición de Chocón Hidroeléctrica Argentina S.A. (CHASA) implicó una inversión total de USD 236 millones, financiada mediante aporte de capital, un préstamo societario de USD 60 millones y un préstamo sindicado bancario de USD 156 millones. La línea de crédito bancario se amortiza a lo largo de cinco años, con vencimiento en enero de 2031, y tiene una tasa de interés del 10%. A su vez, la compañía busca

Fuente: Sekoia Research en base a EE.RR. consolidar toda la estructura de financiamiento de MSU Green y CHASA mediante la emisión de un bono verde internacional por un importe de USD 400 millones, ampliable a USD 500 millones. Los pagos estarán calzados contra contratos de compra de energía, una práctica similar a la utilizada en MSU Energy, donde los pagos de deuda se calzan contra contratos de venta. De concretarse la colocación del nuevo bono por USD 400 millones, el apalancamiento de la compañía se expandiría a 8,2 veces en 2026, aunque con una reducción consistente año a año hasta ubicarse por debajo de 3x ya en 2031.

Realized & Projected CapEx | (USD mm)

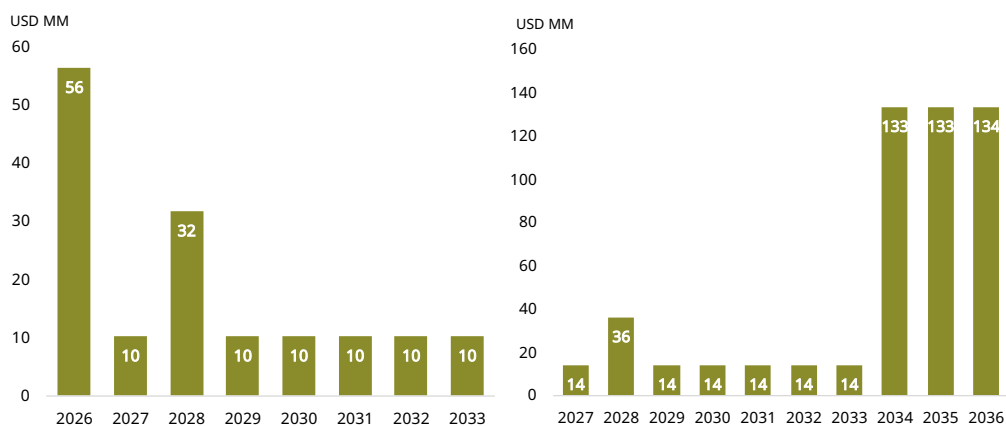


Projected Net Debt & Net Leverage | (USD mm / X)



Fuente: Presentación Institucional MSU Green.

Perfil de vencimientos actual (izquierda) y proyectado (derecha)



Fuente: Sekoia Research en base a Pres. Institucional.

MSU Green Energy tiene en la actualidad tres bonos en circulación, los bonos clase 1 y 2 tienen como garantía los pagos bajo contratos de compraventa de energía RenMDI de 15 años celebrados con CMMESA. Como se mencionó, en los próximos días la empresa está saliendo con un nuevo bono verde con legislación Nueva York por hasta USD 500 millones, cupón pagadero semestral, con amortización en tres cuotas en 2034, 2035 y 2036, precio y cupón a ser informado en la licitación.

Bono	USD MM	Plazo	Moneda	Tasa	Periodicidad	Emission	Vto	Amortización	Precio emisión	Ley
ON Clase 1	23	36 meses	DLK	1%	Semestral	12/10/2023	12/10/2026	Bullet	103	Arg
ON Clase 2	92	120 meses	DLK	4,5%	Semestral	12/10/2023	12/10/2033	36 ctas	100	Arg
ON Clase 3	21	48 meses	USD	8,5%	Semestral	20/12/2024	20/12/2028	Bullet	100	Arg


Fuente: Sekoia Research en base a EE.RR.

A su vez, la garantía del nuevo bono (Senior Secured) se constituye mediante un fideicomiso que tiene asignadas las cobranzas de los créditos derivados del contrato de concesión del complejo hidroeléctrico en el mercado spot y MATER. A ello también se suma, en concepto de garantía luego del vencimiento de la Clase 2, la cesión de los créditos bajo contratos de compraventa de energía PPA a 15 años celebrados con CMMESA y bajo la licitación RenMDI. Entre ambos conceptos, las garantías acumulan un total aproximado de USD 100 millones por año. La garantía del fideicomiso es pasiva, con una estructura similar a la de MSU Energy. Se gatilla siempre y cuando, ante un evento de default, los holders soliciten al fiduciario la ejecución de los contratos asociados (umbral del 25%).

Perspectivas

El nivel de apalancamiento inicial seguramente provocará que el mercado le requiera al emisor un rendimiento algo por encima de la curva corporativa argentina (Ley New York). El ratio de deuda neta frente al EBITDA proyectado es alto durante los primeros años del bono. Sin embargo, el bono tiene varios puntos atractivos. El primero es la reputación del accionista en materia de cumplimiento de sus obligaciones. La historia de MSU Energy fue muy similar: en sus inicios, el apalancamiento fue alto y, con el tiempo, se fue reduciendo. En el camino, la empresa cumplió con sus obligaciones y cerró canjes voluntarios con los tenedores en escenarios muchas veces complejos o adversos. El espíritu es análogo: calzar los flujos de fondos del negocio de generación con los pagos del bono internacional. Como referencia, el bono 2030 de MSU Energy cotiza en torno al 9,5%. El fideicomiso de garantía, por supuesto, es otro punto a favor. Por último, un punto no menor que ayuda a generar tenedores de largo plazo es que el título a emitirse está certificado como bono verde (Green Bond por ICMA).

Muchas gracias.


research@sekoia.com.uy