

VMOS S.A.

Factores relevantes de la calificación

Asignación Obligaciones Negociables (ON) Clase 1: VMOS S.A. emitirá ON denominadas y pagaderas en dólares en Argentina (dólar MEP) por un VN de hasta USD 100 MM ampliables por hasta el monto máximo de emisión (USD 300 MM) a ser amortizadas en una única cuota a los 48 meses desde la fecha de emisión y liquidación con intereses trimestrales (excepto primer período que será semestral) a tasa fija a licitar. Los montos de capital, intereses y todos los demás conceptos adeudados bajo las ON tendrán recurso limitado y exclusivo únicamente sobre los fondos disponibles bajo la Tarifa Dólar Linked y estarán garantizadas mediante la cesión de los derechos de cobro sobre esta Tarifa que podrá ejecutarse ante un evento de incumplimiento (garantía pasiva). No obstante, el esquema tarifario basado en un mecanismo de *pass-through* por la totalidad de los conceptos adeudados limita el riesgo de que los fondos disponibles resulten insuficientes para atender las obligaciones de pago.

Infraestructura estratégica para la evacuación de Vaca Muerta: VMOS S.A. (VMOS) se consolidará como una infraestructura estratégica para la evacuación y exportación del crudo producido en Vaca Muerta, al conectar la Cuenca Neuquina con una terminal de carga ubicada en Punta Colorada, Río Negro, mediante un oleoducto de 437 km. El proyecto contempla una inversión estimada de USD 3.300 MM y una capacidad de transporte de 550 Mbb/d, ampliable a 700 Mbb/d, con una capacidad inicial cercana a 180 Mbb/d prevista para fines de 2026. La terminal podrá operar buques VLCC (Very Large Crude Carrier) con capacidad de hasta aproximadamente 2 millones de barriles, lo que contribuirá a reducir los costos logísticos de exportación y fortalecerá la competitividad estructural del proyecto.

Accionistas de elevada calidad crediticia y fuerte alineación de intereses: VMOS tiene como accionistas a las principales compañías petroleras con actividad en la producción no convencional del país: YPF, Pluspetrol, Pan American Energy, Vista, Pampa Energía y Tecpetrol (todas calificadas por FIX en AAA(arg), con Perspectiva Estable), junto con Shell, Chevron, CDC ApS y la participación minoritaria de GyP. La participación accionaria de cada socio se encuentra alineada con la capacidad firme contratada bajo los acuerdos *ship-or-pay*, lo que refuerza su compromiso económico con el proyecto.

Estructura contractual robusta y elevada previsibilidad de ingresos: La calificación se sustenta en contratos ISTA (*Initial Shipper Transportation Agreement*) de largo plazo celebrados con los cargadores/accionistas, que contemplan compromisos firmes de capacidad por 15 años y un período *ship-or-pay* de 12 años. Durante dicho período, los cargadores deben abonar la capacidad reservada con independencia de los volúmenes efectivamente transportados. Este esquema, reforzado por cláusulas *hell-or-high-water*, transfiere a los cargadores los riesgos de volumen y demanda, otorgando una elevada previsibilidad a los flujos de fondos de VMOS.

Esquema tarifario *pass-through*: La determinación de la tarifa permite recuperar íntegramente los costos del proyecto, incluyendo el servicio de la deuda financiera, los gastos operativos y la remuneración del capital aportado por los accionistas. Este esquema reduce la exposición de VMOS a desvíos en los costos operativos y financieros, dado que estos son trasladados en su totalidad a los cargadores.

Avance de obra significativo y riesgo de ejecución acotado: A julio de 2026, el proyecto registraba un avance físico aproximado del 83%, con el tendido principal del ducto finalizado. La puesta en marcha inicial está prevista para fines de 2026, dentro del cronograma estimado, mientras que la fecha objetivo de operación comercial (COD) bajo los acuerdos de financiamiento se prevé para el 31 de julio de 2027. La ejecución se encuentra a cargo de contratistas locales e internacionales de reconocida trayectoria. Los principales riesgos remanentes se concentran en la infraestructura offshore (monoboyas y ductos submarinos);

Informe Integral

Calificaciones

Emisor Largo Plazo	AAA(arg)
ON Clase 1	AAA(arg)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

Resumen Financiero

VMOS S.A.		
Consolidado	30/06/2026	31/12/2025
(\$ en miles de millones*)	Año móvil	12 meses
Total Activos	3.749	2.357
Deuda Financiera	2.032	1.160
Ingresos	0	0
EBITDA	(29)	(25)
Margen de EBITDA (%)	N/A	N/A
Deuda Total / EBITDA (x)	(70,3)	(46,6)
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	(63,9)	(43,5)
EBITDA / Intereses (x)	(344,1)	(1.037,5)

* VMOS S.A. adoptó la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas, registrada ante la CNV, marzo 2024.

Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, junio 2026.

Empresas Argentinas: Perspectivas sectoriales tras el principio de acuerdo en Medio Oriente

Analistas

Analista Principal
Leticia Wiesztort
Directora Asociada
leticia.wiesztort@fixscr.com
+54 11 5235 8100

Analista Secundario
Martín Suárez
Asociado
martin.suarez@fixscr.com
+54 11 5235 8100

no obstante, se estima que eventuales demoras tendrían un impacto acotado sobre el inicio temprano de las operaciones.

Bajo riesgo de descalce de moneda y transferencia: La estructura del proyecto reduce significativamente el descalce de moneda, dado que el principal componente tarifario destinado al servicio de la deuda en dólares se percibe mediante la entrega de crudo para exportación y el cobro de las divisas en cuentas offshore. El esquema de pago en especie y la comercialización a través de *offtakers* internacionales mitigan los riesgos de transferencia, convertibilidad y descalce temporal entre los ingresos y las obligaciones financieras.

Marco regulatorio favorable: La autorización para operar el sistema de transporte, actualmente en trámite bajo la Ley de Hidrocarburos tal como fuera modificada por la Ley Bases, no tiene plazo determinado ni contempla la reversión de los activos, por lo que la expropiación constituye el principal riesgo regulatorio residual. Asimismo, VMOS fue adherido al RIGI como Proyecto de Exportación Estratégica de Largo Plazo del sector petróleo y gas, accediendo a estabilidad normativa, tributaria, aduanera y cambiaria por 30 años. Este marco mitiga significativamente los riesgos regulatorios, de transferencia y convertibilidad durante la vida de la deuda.

Sensibilidad de la calificación

Los factores que, de manera individual o conjunta, podrían presionar la calificación a la baja incluyen: i) un deterioro significativo en la calidad crediticia de los principales cargadores/accionistas; ii) demoras o sobrecostos materiales en la ejecución de la obra que excedan los compromisos de aporte de los accionistas; iii) cambios regulatorios o incumplimientos de los beneficios otorgados bajo el RIGI que restrinjan el acceso a divisas para el servicio de la deuda; iv) un debilitamiento del esquema de cobranza local, offshore o del paquete de garantías; y/o v) la salida de un cargador/accionista que no pueda ser reemplazado por otro de elevada calidad crediticia.

Liquidez y Estructura de Capital

Estructura de fondeo asegurada y soporte financiero de los accionistas: El proyecto se financia con una estructura aproximada de 70% deuda y 30% capital. El principal componente corresponde a un préstamo sindicado internacional por USD 2.000 MM, con plazo de cinco años y tasa Term SOFR + un margen fijo. A junio de 2026, los aportes de capital ascendían a USD 597 MM, mientras que a junio de 2026, VMOS había recibido USD 1.370 MM del préstamo sindicado. Adicionalmente, resta completar un tramo de deuda local por aproximadamente USD 300 MM.

A cierre de junio de 2026, la Sociedad mantenía caja e inversiones corrientes por USD 125 MM. El capital de trabajo negativo, propio de la etapa de construcción, se cubre con los desembolsos a demanda del préstamo sindicado y los aportes mensuales de capital.

Resumen del proyecto

VMOS S.A. es una sociedad anónima privada conformada por un consorcio de las principales petroleras que operan en Argentina.

Su objeto es la financiación, construcción, operación y mantenimiento del proyecto Vaca Muerta Oil Sur (VMOS), una obra de infraestructura energética que conectará la formación no convencional de Vaca Muerta, en Neuquén, con una nueva terminal portuaria de aguas profundas en Punta Colorada, sobre la costa atlántica de Río Negro.

Con una inversión estimada en USD 3.300 MM, se trata de una de las mayores inversiones privadas en infraestructura energética de la Argentina, con una capacidad de evacuación de 550 Mbbl/d (ampliable a 700 Mbbl/d). El proyecto comprende el desarrollo y operación de infraestructura destinada al transporte, almacenamiento, embarque y exportación de petróleo crudo y otros productos líquidos. Esto incluye la construcción y explotación del oleoducto, una terminal de carga y descarga con monoboyas interconectadas, una playa de tanques y las instalaciones complementarias necesarias para su funcionamiento.

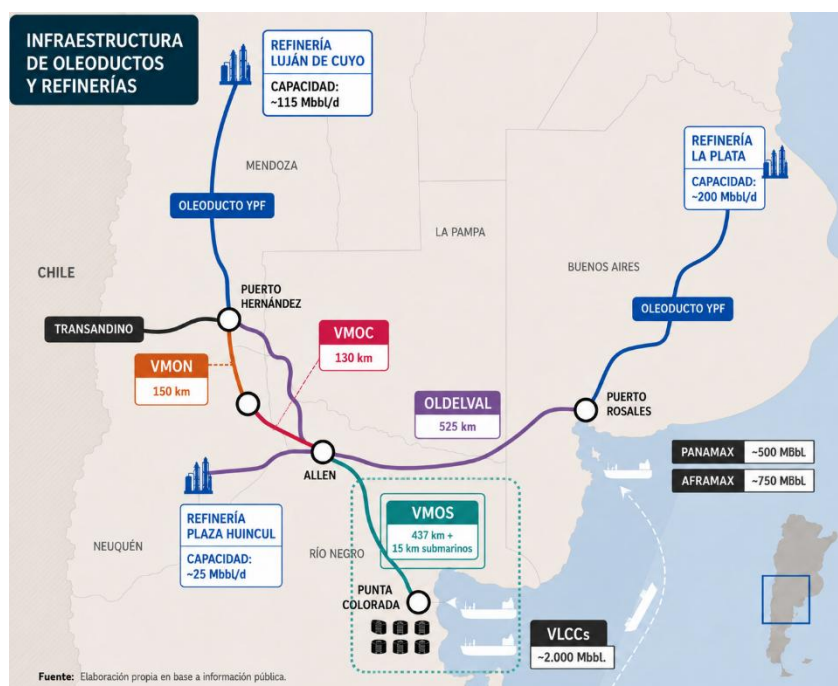
El proyecto está respaldado por contratos de largo plazo con sus accionistas y cargadores, quienes asumieron compromisos firmes de pago por 15 años. Esta estructura contribuye a dar previsibilidad a los ingresos del proyecto y mayor cobertura al financiamiento.

Descripción técnica

El oleoducto Vaca Muerta Oil Sur tendrá una extensión de 437 kilómetros de tendido troncal entre Allen y Punta Colorada, en la provincia de Río Negro, al que se suma un tramo submarino adicional de aproximadamente 19 km hasta las monoboyas. El sistema contará con tres estaciones de bombeo (ubicadas en Allen, Chelforó y Santa Rosa) y una infraestructura de almacenamiento integrada por tres tanques operativos de 55.000 m³ en Allen y seis tanques de despacho de 120.000 m³ en Punta Colorada, lo que totaliza una capacidad cercana a 720.000 m³ (~4,5 MMbbl). La terminal portuaria, emplazada en Punta Colorada, operará con dos monoboyas tipo Single Point Mooring instaladas a 19 km mar adentro, aptas para recibir buques VLCC (Very Large Crude Carriers) de hasta aproximadamente 2 millones de barriles.

El oleoducto tendrá una puesta en marcha temprana con una capacidad inicial de transporte de aproximadamente 180 Mbbl/d hacia fines de 2026. Se espera que el volumen transportado aumente a 550 Mbbl/d durante 2027, con potencial de expansión hasta alrededor de 700 Mbbl/d.

El proyecto registraba a julio un avance físico aproximado del 83%, incluyendo la finalización del tendido principal del ducto, lo que sustenta la expectativa de puesta en marcha inicial hacia fines de 2026 dentro del cronograma previsto. Por su parte, el avance económico a julio se ubicaba en torno al 65%.



La ejecución de la obra está a cargo de contratistas con reconocida trayectoria, tanto locales como internacionales. El tendido del oleoducto troncal y el montaje electromecánico de la terminal están a cargo de la UTE Techint-SACDE; la ingeniería, compras y gestión de la construcción de la terminal e instalaciones on-shore fue adjudicada a Técnicas Reunidas (España); la construcción de la playa de tanques a Milicic (Argentina) junto a CB&I (Estados Unidos); y la infraestructura offshore a cargo de Arendal y DOF (Noruega).

Descripción operativa

El Proyecto cuenta con una estructura contractual de largo plazo sustentada en ISTAs (*Initial Shipper Transportation Agreements*), celebrados entre los accionistas/cargadores y VMOS. Estos

acuerdos establecen compromisos firmes de contratación de capacidad de transporte por un plazo de 15 años.

Bajo esta estructura, los accionistas/cargadores asumen obligaciones de tipo *ship-or-pay*, por las cuales deben pagar por la capacidad reservada con independencia del volumen de crudo efectivamente transportado. Es decir, el ingreso del Proyecto no depende exclusivamente del flujo físico de petróleo, sino de compromisos contractuales de pago asociados a la capacidad contratada, reforzados con una modalidad *hell-or-high-water*, que implica una obligación de pago incondicional ante eventos operativos, comerciales o de mercado que pudieran afectar el envío efectivo de crudo.

Esta combinación contractual mejora significativamente la previsibilidad de los flujos de fondos y contribuye a su perfil crediticio, al trasladar el riesgo de volumen y demanda desde VMOS hacia los cargadores.

En relación con la comercialización, el proyecto contempla la participación de uno o más *offtakers* internacionales con grado de inversión, encargados de gestionar la exportación y venta del crudo recibido por VMOS como pago en especie (*Payment in Kind*) de las tarifas denominadas en dólares y pagaderas en el exterior. Este mecanismo permite que los ingresos provenientes de dichas ventas (destinadas a cancelar la deuda en dólares en el exterior) se perciban en dólares estadounidenses y se depositen directamente en cuentas de VMOS radicadas en el exterior.

Financiamiento

El proyecto contempla una inversión total estimada de USD 3.300 MM, financiada mediante una estructura compuesta por alrededor de 70% de deuda y 30% de capital. El principal componente corresponde a un préstamo sindicado internacional bajo modalidad *project finance* por hasta USD 2.000 MM, que constituye el tramo de deuda senior. La facilidad, liderada por Citi, Deutsche Bank, Itaú, JP Morgan y Santander, cuenta con la participación de otros bancos e inversores institucionales internacionales, tiene un plazo de cinco años y devenga una tasa equivalente a SOFR más un margen fijo. El préstamo se repaga mediante la tarifa de transporte.

El financiamiento de deuda se completaría mediante la colocación de Obligaciones Negociables y/o deuda bancaria local por aproximadamente USD 300 MM.

Por su parte, los accionistas aportarán capital por aproximadamente USD 900 MM, de los cuales USD 597 MM ya se encontraban integrados a junio de 2026. Los aportes se realizan mensualmente y en proporción a la participación accionaria de cada socio, acompañando las necesidades de fondos durante la etapa de construcción y manteniendo la estructura de financiamiento prevista.

Determinación de la tarifa

La metodología tarifaria está diseñada para que VMOS recupere íntegramente los costos del proyecto mediante un mecanismo *pass-through* que contempla el servicio de la deuda, los gastos operativos y la recuperación y remuneración del capital aportado por los accionistas. Durante el período *ship-or-pay*, cada cargador abona la tarifa en función de la capacidad contratada, aun cuando no la utilice en su totalidad.

La estructura incluye un componente en dólares destinado al repago del préstamo sindicado. Adicionalmente, contempla distintos componentes expresados en dólares pero pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable, destinados a cubrir los costos operativos fijos, la deuda local y la recuperación del capital aportado por los accionistas, junto con una rentabilidad anual. Finalmente, se aplican cargos adicionales por los volúmenes transportados por encima de la capacidad contratada y para cubrir los costos operativos variables, como la energía utilizada en el bombeo y en la terminal, calculados en función de los volúmenes efectivamente transportados.

Una vez finalizado el período *ship-or-pay*, la tarifa pasa a operar bajo una lógica *ship-and-pay*, es decir, se paga por los volúmenes efectivamente transportados. El período *ship-or-pay* comienza en la fecha de finalización del proyecto (contractualmente definida el 31 de julio de 2027) o, si esta se demora, el 1 de febrero de 2028.

Cuestiones medioambientales

La Secretaría de Ambiente y Cambio Climático de la Provincia de Río Negro otorgó las licencias ambientales correspondientes a los distintos componentes del proyecto VMOS, mediante un conjunto de resoluciones emitidas entre 2023 y 2024. Estas aprobaciones comprenden el oleoducto, cuya traza inicia en la Estación Cabecera Allen y finaliza en la Terminal de Carga en Punta Colorada; el parque de tanques de almacenamiento; y la infraestructura portuaria y marítima asociada, incluyendo ductos terrestres, cañerías submarinas, monoboyas de carga y sistemas de seguridad para la prevención de derrames.

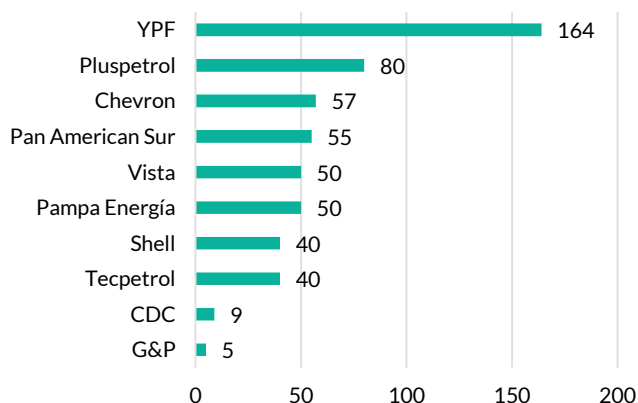
Las resoluciones tienen por objeto habilitar ambientalmente la ejecución y operación del proyecto, sujeto al cumplimiento de una serie de condicionantes técnicos, ambientales y operativos. Dichas obligaciones abarcan todas las etapas del proyecto (previa a la construcción, construcción, funcionamiento y abandono) e incluyen la presentación de planes de contingencia, gestión de residuos, monitoreos ambientales, reportes periódicos, medidas de mitigación y recomposición del sitio. Asimismo, establecen exigencias específicas de compensación ambiental y un monitoreo reforzado del ecosistema marino del Golfo San Matías, dada su sensibilidad ambiental, bajo apercibimiento de aplicación de las sanciones previstas en la normativa ambiental provincial.

Accionistas

VMOS S.A. está integrada por nueve de las principales compañías petroleras con actividad en la producción de hidrocarburos no convencionales del país: YPF, Pluspetrol, Pan American Energy (a través de Pan American Sur), Vista, Pampa Energía y Tecpetrol, todas calificadas por FIX en AAA(arg), con Perspectiva Estable, junto con Shell Argentina, Chevron Argentina y CDC ApS. Adicionalmente, la provincia de Neuquén, a través de la empresa estatal Gas y Petróleo del Neuquén (GyP), participa de manera minoritaria.

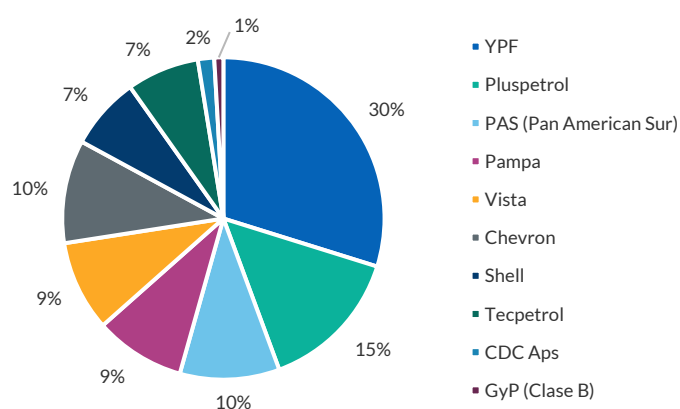
La participación accionaria de cada socio es proporcional a la capacidad de transporte en firme comprometida en el oleoducto. En este sentido, a mayor volumen diario reservado, mayor es su participación accionaria y, por ende, su incidencia en las decisiones estratégicas de la compañía.

Capacidad firme por cargador (Mbbl/d)



Fuente: FIX SCR en base a datos de la compañía.

Composición Accionaria VMOS S.A.



Fuente: FIX SCR en base a datos de la compañía.

Gobernanza

YPF, como mayor accionista, tiene la facultad de designar al primer CEO de la compañía durante el primer año de operación, con posibilidad de renovación si los demás socios lo aprueban. Sin embargo, las decisiones más relevantes (como el acceso al ducto, la fijación de tarifas, los aumentos de capital y la incorporación de nuevos accionistas) deben ser adoptadas por mayorías especiales.

Descripción de Riesgos del Proyecto

Riesgo de ejecución / construcción

El Proyecto presenta un avance físico de obra que a julio, se encontraba aproximadamente en un 83%, incluyendo la finalización del tendido principal del ducto. Este grado de avance sugiere que la puesta en marcha prevista para fines de 2026 se cumpliría dentro del cronograma estimado. Por su parte, el avance económico a julio se ubicaba en torno al 65%.

En este sentido, el riesgo asociado al traslado de las dos monoboyas se redujo significativamente, dado que ambas estructuras, cuya construcción se encuentra finalizada, ya atravesaron con éxito el Estrecho de Ormuz y continúan su transporte hacia Punta Colorada, con arribo previsto hacia fines de octubre de 2026. De esta manera, los principales riesgos remanentes se concentran en la finalización e integración de la infraestructura offshore, incluyendo el tendido y conexión del ducto submarino, la instalación de las monoboyas y la realización de las pruebas correspondientes.

FIX considera que el grado de avance alcanzado por el proyecto y la superación de los principales hitos logísticos mitigan significativamente los riesgos remanentes de ejecución, considerados a la fecha como bajos.

Riesgo de ingresos / volumen

El Proyecto cuenta con una estructura contractual de largo plazo sustentada en ISTAs (*Initial Shipper Transportation Agreements*), celebrados entre los accionistas/cargadores y VMOS. Estos contratos establecen compromisos firmes de contratación de capacidad de transporte por un plazo de 15 años.

Bajo esta estructura, los accionistas/cargadores asumen obligaciones de tipo *ship-or-pay* por un plazo de 15 años, por las cuales los cargadores deben pagar por la capacidad reservada con independencia del volumen de crudo efectivamente transportado. Es decir, el ingreso de VMOS no depende exclusivamente del flujo físico de petróleo, sino de compromisos contractuales de pago asociados a la capacidad garantizada. Aun en un escenario en que el inicio de la operación comercial se demore, a partir del 1 de febrero de 2028 la tarifa *ship-or-pay* resulta exigible aun sin finalización del proyecto.

Adicionalmente, dichos compromisos se encuentran reforzados por una modalidad *hell-or-high-water*, que implica una obligación de pago incondicional durante el plazo contractual. Esto limita la posibilidad de que los cargadores suspendan, reduzcan o difieran sus pagos ante eventos operativos, comerciales o de mercado que pudieran afectar el envío efectivo de crudo.

FIX considera que el riesgo de ingresos es bajo dada la robustez de los contratos y la estructura tarifaria asociada.

Riesgo operacional

VMOS será responsable directo de la operación del ducto, que estará interconectado con otros sistemas de transporte de Vaca Muerta. Actualmente se construyen conexiones con Vaca Muerta Centro, operado por YPF, y con Oldelval. Para la puesta en marcha temprana del proyecto estará disponible únicamente la conexión con Vaca Muerta Centro, mientras que la interconexión con Oldelval entraría en servicio algunos meses después.

Durante la etapa operativa, VMOS tendrá a su cargo la administración, operación y mantenimiento del sistema, incluyendo la recepción, transporte, almacenamiento, mezcla, carga y entrega del crudo. Asimismo, mantendrá la custodia del producto desde su recepción hasta su entrega, deberá informar eventuales interrupciones y emitir reportes mensuales sobre volúmenes transportados, inventarios, cargas, utilización de capacidad y ajustes por calidad. La operación deberá cumplir con la normativa aplicable, los contratos de transporte, las regulaciones internas de VMOS y las prácticas prudentes de la industria.

FIX considera que el riesgo de operación es bajo por el tipo de tecnología utilizada y la posibilidad que tiene VMOS de cambiar libremente a su operador/subcontratista de O&M.

Riesgo de contraparte / accionistas

VMOS S.A. está integrada por nueve compañías petroleras que, en conjunto, concentran la mayor parte de la producción de hidrocarburos no convencionales del país: YPF, Pluspetrol,

Pan American Energy (a través de Pan American Sur), Vista, Pampa Energía y Tecpetrol, todas ellas calificadas por FIX en Categoría AAA(arg), con Perspectiva Estable, junto a Shell Argentina, Chevron Argentina y CDC ApS. Adicionalmente, la provincia de Neuquén, a través de la empresa estatal Gas y Petróleo del Neuquén (GyP), figura como parte del consorcio en algunos acuerdos firmados con la provincia de Río Negro, aunque con una participación minoritaria.

Por el lado de la comercialización, VMOS mantiene un contrato de venta de crudo con un *trader* internacional. Bajo este acuerdo, el *trader* se compromete a recibir la totalidad del crudo disponible para comercialización por VMOS (excepto respecto del volumen entregado por un cargador, el cual tendrá su acuerdo ad hoc), con un volumen mínimo comprometido. La obligación de compra comienza una vez que VMOS se encuentra en condiciones efectivas de entregar el producto y no contempla compromisos mensuales de entrega.

FIX considera bajo el riesgo de contraparte, en función de la elevada calidad crediticia de los accionistas y cargadores, la solidez del *offtaker* y los resguardos provistos por la estructura contractual, tarifaria y de garantías del proyecto.

Riesgo de aportación de fondos

El proyecto contempla una estructura de financiamiento compuesta por aproximadamente 70% de deuda y 30% de capital. La mayor parte de los fondos requeridos ya se encuentra asegurada mediante un préstamo sindicado por hasta USD 2.000 MM, cuyos desembolsos se realizan conforme a las necesidades del proyecto. A junio de 2026, VMOS había recibido USD 1.370 MM del préstamo sindicado y USD 597 MM de aportes de capital, totalizando USD 1.967 MM.

El financiamiento se completaría mediante un tramo de deuda local estimado en aproximadamente USD 300 MM. El reducido monto pendiente, junto con la elevada calidad crediticia de las contrapartes, mitiga este riesgo, que FIX considera bajo.

Riesgo de mercado / FX

Las compañías que integran el consorcio VMOS se encuentran entre las principales productoras de hidrocarburos del país y presentan costos de extracción altamente competitivos a nivel internacional, cercanos a USD 4–4,5/bbl, con precios de equilibrio estimados en torno a USD 40–45/bbl. En consecuencia, aun ante un escenario de caída del precio del crudo, mantendrían una posición relativa favorable frente a otros productores. Esta ventaja permitiría sostener los niveles de actividad durante un período prolongado, por lo que el impacto sobre la producción se manifestaría de manera gradual, mitigando el riesgo de mercado.

Por otro lado, la estructura tarifaria del Proyecto minimiza el descalce de monedas. El componente principal de la tarifa, destinado al servicio de la deuda en dólares (préstamo sindicado internacional), se cobra mediante la entrega de crudo para su exportación y la percepción de las divisas en cuentas de VMOS en el exterior, administradas por un fideicomiso, sin ingresar en el mercado local de cambios. El esquema de cobranza offshore y la cuenta de reserva mitigan el riesgo de transferencia y convertibilidad, mientras que el componente dólar linked, al estar denominado en dólares, limita la ventana de exposición a las variaciones en el tipo de cambio.

Riesgo regulatorio

La autorización de transporte del ducto, en trámite bajo el marco de la Ley Bases, no tiene plazo determinado ni exige la reversión del activo al término de un período, quedando la expropiación como único riesgo relevante en esta dimensión. La autorización vigente corresponde a la etapa de construcción (otorgada en septiembre de 2024); la autorización plena será otorgada una vez que el ducto entre en funcionamiento. Asimismo, la modificación del artículo 6 de la Ley de Hidrocarburos prohíbe al Poder Ejecutivo intervenir en los precios internos y garantiza la libre exportación, reduciendo el riesgo de interferencia regulatoria sobre la tarifa.

Adicionalmente, mediante la Resolución N° 302/2025 el Proyecto VMOS fue admitido al Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) como Proyecto de Exportación Estratégica de Largo Plazo del sector Petróleo y Gas. El RIGI otorga estabilidad normativa,

tributaria, aduanera y cambiaria por 30 años desde la adhesión, junto con beneficios fiscales y cambiarios, lo que mitiga sustancialmente el riesgo regulatorio y de convertibilidad durante la vida de la deuda.

Riesgo ambiental (ESG)

Las licencias ambientales de todos los componentes del Proyecto fueron otorgadas por la Provincia de Río Negro entre 2023 y 2024. Las resoluciones imponen condicionantes por etapa (previa a la construcción, constructiva, operativa y de abandono), medidas compensatorias por el desmonte y un monitoreo reforzado del ecosistema marino del Golfo San Matías, dada su sensibilidad ambiental, bajo apercibimiento de las sanciones de la Ley M N° 4.741. El cumplimiento de estos condicionantes constituye el principal factor de seguimiento en materia ambiental, en particular durante la construcción y operación de la infraestructura offshore.

Riesgo de desarrollo y renovación de infraestructura

Se trata de un activo nuevo, sin mantenimiento diferido ni riesgos de obsolescencia, y con necesidades de mantenimiento acotadas, estimadas en aproximadamente USD 8 MM anuales, recuperables a través del componente operativo de la tarifa. La capacidad instalada resulta consistente con la demanda comprometida bajo los contratos ISTA, mientras que una eventual ampliación a 700 Mbbl/d (mediante la incorporación de una nueva estación de bombeo) presenta una complejidad limitada y se encuentra dentro de la experiencia de los accionistas y contratistas. Asimismo, el financiamiento del plan de inversión se encuentra prácticamente asegurado mediante el préstamo sindicado, los aportes de capital comprometidos y un tramo de deuda local pendiente de monto poco significativo.

Riesgos macro y de evento

La calificación incorpora el entorno operativo argentino, caracterizado por un historial de volatilidad macroeconómica y cambiaria. La estructura del Proyecto mitiga estos riesgos mediante la cobranza *offshore* de los ingresos por exportación, la estabilidad normativa de 30 años del RIGI y el carácter estratégico del Proyecto para la balanza comercial energética del país. En cuanto a los riesgos de la industria, VMOS presenta una posición competitiva fuerte, elevadas barreras de entrada, demanda no discrecional respaldada contractualmente y una perspectiva sectorial positiva asociada al crecimiento de la producción de Vaca Muerta.

Los riesgos de evento (siniestros naturales, accidentes industriales, interrupciones operativas) se encuentran mitigados por un programa de seguros que el ISTA exige mantener conforme a prácticas prudentes de la industria para sistemas internacionales de transporte de la escala del ducto, contratado con aseguradoras de reconocido prestigio internacional con calificación mínima internacional A- (o aseguradoras locales reaseguradas al menos en un 90% con reaseguradores internacionales). Asimismo, la obligación de pago de la tarifa *ship-or-pay* subsiste incluso ante eventos de fuerza mayor, trasladando a los cargadores el impacto de eventuales interrupciones. En materia climática, la exposición física es acotada (con monitoreo reforzado de la infraestructura costera y marina) y el riesgo de transición energética, inherente a un activo de transporte de crudo con contratos a 15 años, se ve mitigado por la posición de bajo costo de producción de Vaca Muerta y el horizonte de la deuda, sustancialmente más corto que la vida útil del activo.

Riesgo de estructura de deuda

La deuda presenta una estructura de prelación claramente definida, dado que cada instrumento cuenta con un componente tarifario específico destinado a su repago. Asimismo, la deuda se amortiza íntegramente a través de la tarifa, lo que elimina el riesgo estructural de refinanciación. El riesgo vinculado con los desembolsos pendientes se considera bajo, en función del elevado grado de avance del préstamo sindicado y del acceso esperado del consorcio al mercado financiero local.

Riesgo del sector

El sector midstream argentino atraviesa una fase de expansión impulsada por el crecimiento sostenido de la producción no convencional de Vaca Muerta, cuyo principal limitante estructural ha sido la capacidad de evacuación y exportación de crudo. Las ampliaciones recientes (proyecto Duplicar de Oldelval) y los nuevos desarrollos orientados a la exportación

por el Atlántico responden a esa restricción. El riesgo del negocio de transporte con contratos firmes de largo plazo es sustancialmente menor al de los segmentos expuestos a precio y volumen, y el marco de la Ley Bases y el RIGI reduce el riesgo de interferencia regulatoria, históricamente relevante en la infraestructura energética local. Persisten como factores de seguimiento la ejecución de las obras, la evolución macroeconómica y cambiaria del país y la trayectoria de la producción de la cuenca, de la cual depende la utilización del sistema en el largo plazo.

FIX estima que la producción de hidrocarburos mantendrá una trayectoria creciente durante 2026, impulsada por la ampliación de la capacidad de evacuación y transporte, con proyectos ya en operación y otros próximos a completarse, y por un entorno operativo y macroeconómico más previsible. No obstante, se espera que el sector continúe expuesto a una elevada volatilidad derivada de la evolución de los precios internacionales y de las tensiones geopolíticas. Hacia el mediano plazo, el ritmo de expansión estará condicionado por la evolución de los precios, la continuidad del marco regulatorio, operativo y macroeconómico, la materialización de nuevas inversiones en infraestructura de midstream y logística y el acceso al financiamiento necesario para su ejecución, así como por la disponibilidad de recursos críticos, principalmente equipos (en menor proporción a los años anteriores) y personal especializado.

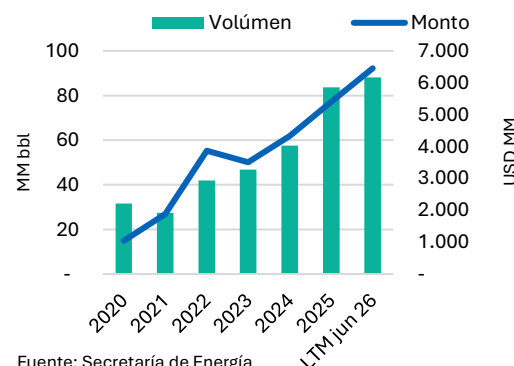
El año 2025 finalizó con una producción de crudo promedio cercana a 800 Mbbl/d, en línea con la estimación de FIX y aproximadamente un 13% superior a 2024, mientras que en diciembre se alcanzaron niveles cercanos a 865 Mbbl/d. Durante 2026 la producción continuó aumentando, impulsada principalmente por el shale oil de la Cuenca Neuquina, alcanzando en junio un récord de aproximadamente 915 Mbbl/d. En este contexto, FIX estima que la producción promedio de crudo de Argentina se ubicará en torno a 900-950 Mbbl/d en 2026. La producción incremental tendrá como principal destino la exportación, favorecida por la expansión de la infraestructura de evacuación.

El 2026 se ha caracterizado por una elevada volatilidad de los precios internacionales del crudo, principalmente como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y las restricciones al tránsito por el Estrecho de Ormuz. Luego de superar los USD 100/bbl en distintos períodos del año, el Brent se ubica actualmente en torno a USD 85-90/bbl. FIX considera que la persistencia de los riesgos geopolíticos y las restricciones logísticas mantendrán elevada la volatilidad durante el segundo semestre. No obstante, los precios actuales continúan por encima de los breakevens operativos del sector, estimados en aproximadamente USD 45/bbl para los principales desarrollos de Vaca Muerta.

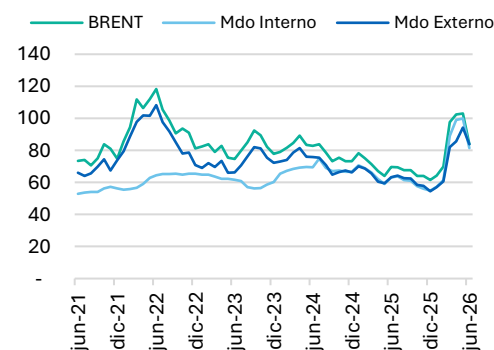
En este contexto, el diferencial entre precios realizados y costos de extracción favorece la generación de caja operativa y brinda a las compañías mayor flexibilidad para ejecutar sus planes de inversión, reducir apalancamiento y mejorar sus condiciones de financiamiento. El impacto es particularmente favorable para los productores no convencionales, dada su mayor competitividad relativa y escalabilidad, aunque también genera márgenes de maniobra para los productores convencionales. Asimismo, el RIGI está facilitando la estructuración de proyectos de inversión de gran escala en upstream e infraestructura asociada, con distintos proyectos vinculados al desarrollo de Vaca Muerta presentados o aprobados bajo el régimen durante 2026.

A nivel nacional, la capacidad de transporte de crudo continúa expandiéndose para acompañar el crecimiento esperado de la Cuenca Neuquina. Entre los principales proyectos se destaca el Oleoducto Vaca Muerta Oil Sur (VMOS), que prevé incorporar una primera capacidad de aproximadamente 180 Mbbl/d hacia fines de 2026 y alcanzar alrededor de 550 Mbbl/d durante 2027, con potencial de ampliación por encima de 700 Mbbl/d. Adicionalmente, Oldelval inició la construcción del proyecto Duplicar Norte, que comprende un nuevo ducto de 207 km entre Auca Mahuida y Allen y permitirá incrementar progresivamente la capacidad operativa del sistema hacia aproximadamente 74.000 m³/d de crudo transportado a Allen. Su puesta en marcha definitiva está prevista para marzo de 2027. Estas inversiones deberían reducir progresivamente los cuellos de botella de evacuación y acompañar el crecimiento esperado de las exportaciones.

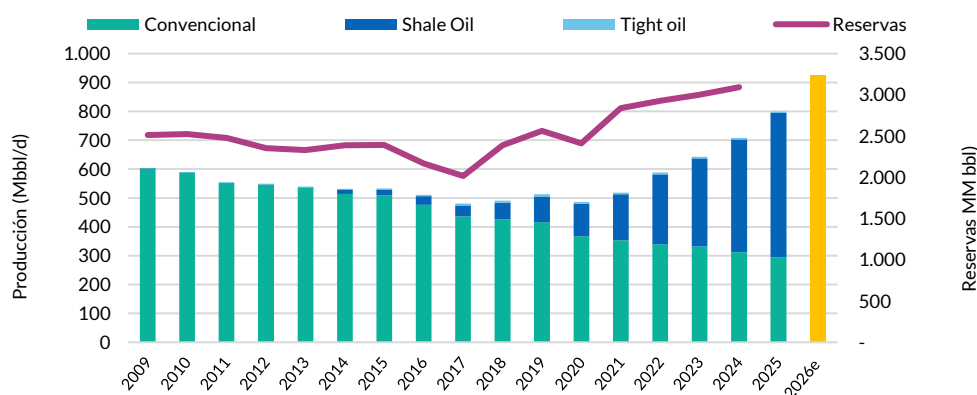
Argentina: Exportaciones de petróleo



Precio de Exportación vs. Mercado Interno en USD/barril



Argentina: producción y reservas de petróleo



Fuente: Secretaría de Energía (2024 último dato disponible).

Factores ESG

Los principales factores ESG del sector 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 y los programas de cuidado de la biodiversidad en zonas aledañas.

Otros factores incluyen los riesgos ambientales asociados a la calidad del aire, la gestión del agua (especialmente en zonas de estrés hídrico) 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. Se analiza la situación actual y planes a futuro hacia los objetivos de Net Zero y el impacto ante la creación de potenciales impuestos de carbono; como así también los porcentajes de generación por tipo de energía y tecnología y la estrategia corporativa en relación con la resiliencia, mitigación y adaptación frente al cambio climático.

En términos sociales, es material el análisis de políticas que garanticen la seguridad de las tareas e infraestructuras, la continuidad de las operaciones y la integración con la comunidad. Además, se tienen en consideración los riesgos asociados al incumplimiento de normativas fijadas por agentes reguladores o requerimientos de contrapartes.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo, los principales factores incluyen 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 significativa la generación y comunicación periódica de información de sustentabilidad, incluyendo métricas cuantitativas relevantes y otros indicadores de gestión, en línea con estándares y marcos de referencia internacionales aplicables, tales como IFC Performance Standards y los Principios de Ecuador (EP4), promoviendo una comunicación transparente con inversores y demás partes interesadas.

Posición competitiva

VMOS se posicionará como la principal vía de evacuación de crudo de Vaca Muerta orientada a la exportación. Actualmente, el transporte hacia el Atlántico se canaliza por el sistema de Oldelval (recientemente ampliado mediante el proyecto Duplicar) y la terminal de Puerto Rosales, cuyo calado restringe la operación de buques de gran porte. La terminal de aguas profundas de Punta Colorada permitirá operar buques VLCC de hasta 2 MM de barriles, reduciendo significativamente los costos logísticos de exportación y otorgando al Proyecto una ventaja competitiva estructural.

Dada su escala (550 Mbbl/d, ampliable a 700 Mbbl/d), su integración con los sistemas existentes (Vaca Muerta Centro y Oldelval) y los contratos de largo plazo suscriptos con los

principales productores de la cuenca, VMOS operará como infraestructura esencial sin competencia relevante prevista en el mediano plazo.

Administración y calidad de accionistas

La Sociedad fue constituida originalmente el 12 de septiembre de 2024 como VMOS S.A.U., con YPF S.A. como único accionista. Posteriormente, el 13 de diciembre de 2024, la Asamblea de Accionistas aprobó la modificación de su denominación social a VMOS S.A., quedando esta última como continuadora de la sociedad originalmente constituida, modificación que fue inscripta en enero de 2025. Esta evolución societaria acompañó la incorporación progresiva de nuevos socios estratégicos y cargadores del sistema, alineando la estructura de capital con la capacidad comprometida bajo los contratos de transporte.

Al 30 de junio de 2026, la estructura accionaria de VMOS era la siguiente: (i) Accionistas Clase A (con derecho a un voto por acción): YPF S.A. (29,82%); Pan American Sur S.A. (10,00%); Pampa Energía S.A. (9,09%); Vista Energy Argentina S.A.U. (9,09%); Pluspetrol S.A. (14,55%); Shell Argentina S.A. y Shell Overseas Investments B.V. (7,27% de manera conjunta); Chevron Argentina S.R.L. y CDC ApS (12,00% de manera conjunta); y Tecpetrol S.A. (7,27%); y (ii) Accionista Clase B (sin derecho a voto): Gas y Petróleo del Neuquén S.A. (0,91%).

La compañía cuenta con 11 directores determinados en función de la participación accionaria de cada socio: YPF con 3 directores, Pluspetrol 2 directores, mientras que el resto de los accionistas Clase A posee 1 director cada uno.

Perfil Financiero

Rentabilidad

La Sociedad se encuentra actualmente en la etapa de construcción del proyecto, por lo que aún no ha iniciado las operaciones vinculadas con su actividad principal. Una vez comenzada la operación, su rentabilidad estará determinada por el esquema tarifario, que permite trasladar a los cargadores la totalidad de los costos operativos, impuestos y servicios de deuda, además de contemplar la recuperación y remuneración del capital aportado. En consecuencia, se esperan márgenes consistentes con la estructura de costos y el retorno previsto contractualmente.

Flujo de Fondos

FIX estima que el flujo de fondos libre se mantendrá negativo durante la etapa de construcción y se tornará positivo a partir de 2027. Esta tendencia se sostendría hasta 2031, año desde el cual podría volver a registrar valores negativos como consecuencia de la distribución de dividendos.

Liquidez y Estructura de Capital

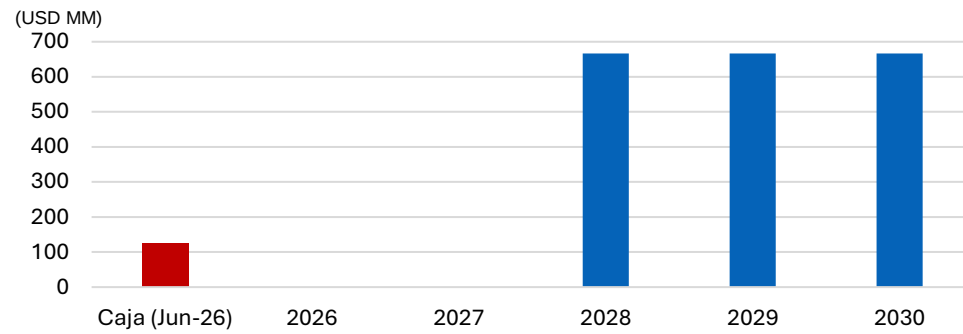
El 8 de julio de 2025, la Compañía firmó un préstamo internacional sindicado por USD 2.000 MM para financiar el Proyecto VMOS, estructurado por Citi, Deutsche Bank, Itaú, JP Morgan y Santander, con participación de 14 bancos e inversores institucionales internacionales. El financiamiento tiene un plazo de cinco años, devenga una tasa Term SOFR + margen fijo y permite desembolsos mensuales hasta la finalización de la obra o el 31 de julio de 2027, lo que ocurra primero. Al 30 de junio de 2026, la deuda financiera era por USD 1.370 MM (incluyendo intereses devengados).

A la misma fecha, la Sociedad mantenía caja e inversiones corrientes por USD 125 MM y una participación acotada de vencimientos de corto plazo (4,1% de la deuda total). El capital de trabajo negativo, propio de la etapa de construcción, se cubre con los desembolsos a demanda del préstamo sindicado y los aportes mensuales de capital.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

El Proyecto cuenta con fuentes de fondeo comprometidas que cubren la totalidad de la inversión estimada: (i) el préstamo sindicado internacional por USD 2.000 MM, con USD 1.370 MM desembolsados al 30/06/2026; (ii) los aportes de capital de los accionistas, con USD 597 MM integrados a junio de 2026, incluyendo aportes irrevocables recibidos en abril; y (iii) el tramo de deuda local por aproximadamente USD 300 MM, pendiente de colocación mediante Obligaciones Negociables y/o deuda bancaria.

VMOS - Vencimiento de capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr. Los montos sólo incluyen capital.

Anexo I. Resumen Financiero

VMOS S.A.

(Millones de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	jun-26	dic-25	dic-24*
	12 meses	6 meses	12 meses	Irregular

Rentabilidad

EBITDA Operativo	(28.904)	(14.892)	(24.899)	(30)
Margen de EBITDA (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(5,8)	(10,8)	(3,7)	(48,5)
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(0,7)	14,2	(31,4)	(72,7)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	(1.999,1)	(1.840,9)	(2.456,3)	N/A
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(344,1)	(175,2)	(1.037,5)	N/A
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,4)	(0,4)	N/A
FGO / Cargos Fijos	(1.999,1)	(1.840,9)	(2.456,3)	N/A
FFL / Servicio de Deuda	(24,2)	(25,2)	(23,0)	N/A
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(21,9)	(23,0)	(21,6)	N/A
FCO / Inversiones de Capital	(0,2)	(0,3)	(0,0)	N/A

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	(12,1)	(6,5)	(19,7)	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(70,3)	(68,2)	(46,6)	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(63,9)	(62,0)	(43,5)	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,0	0,0	0,0	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,1	4,1	4,9	N/A

Balance

Total Activos	3.749.140	3.749.140	2.356.860	50.052
Caja e Inversiones Corrientes	184.734	184.734	78.119	88
Deuda Corto Plazo	83.212	83.212	56.483	0
Deuda Largo Plazo	1.949.109	1.949.109	1.103.647	0
Deuda Total	2.032.321	2.032.321	1.160.130	0
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.032.321	2.032.321	1.160.130	0
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.032.321	2.032.321	1.160.130	0
Total Patrimonio	860.765	860.765	436.457	66
Total Capital Ajustado	2.893.086	2.893.086	1.596.587	66

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(168.008)	(156.564)	(58.976)	(32)
Variación del Capital de Trabajo	(116.128)	(94.255)	1.267	30
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(284.136)	(250.819)	(57.709)	(2)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.728.415)	(799.441)	(1.240.337)	0
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.012.551)	(1.050.260)	(1.298.046)	(2)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0

Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.789.580	796.938	1.023.380	0
Variación Neta del Capital	350.605	350.605	332.615	89
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	127.634	97.283	57.949	87

Estado de Resultados				
Ventas Netas	0	0	0	0
Variación de Ventas (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT Operativo	(28.904)	(14.892)	(24.899)	(30)
Intereses Financieros Brutos	84	85	24	0
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	(4.864)	46.101	(68.468)	(24)

* Ejercicio irregular iniciado el 12/09/2024 y finalizado el 31/12/2024.

VMOS S.A.

(Millones de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF*
Tipo de Cambio USD al Final del Período	1.483,02	1.483,02	1.459,42	1.032,50
Tipo de Cambio Promedio	1.397,99	1.414,86	1.244,26	916,25
Período	jun-26	jun-26	dic-25	dic-24
	Año Móvil	6 meses	12 meses	Irregular

Rentabilidad

EBITDA Operativo	(28)	(11)	(20)	(0)
Margen de EBITDA (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(5,9)	(11,3)	(4,3)	(218,5)
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(2,3)	N/A	N/A	N/A

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	(2.026,6)	(1.840,9)	(2.456,3)	N/A
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(497,5)	(175,2)	(1.037,5)	N/A
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,5)	(0,4)	(0,5)	N/A
FGO / Cargos Fijos	(2.026,6)	(1.840,9)	(2.456,3)	N/A
FFL / Servicio de Deuda	(26,4)	(26,4)	(26,9)	N/A
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(24,1)	(24,2)	(25,6)	N/A
FCO / Inversiones de Capital	(0,2)	(0,3)	(0,0)	N/A

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	(11,9)	(6,2)	(16,8)	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(48,6)	(65,1)	(39,7)	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(44,2)	(59,2)	(37,0)	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,0	0,0	0,0	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,1	4,1	4,9	N/A

Balance

Total Activos	2.528	2.528	1.615	48
Caja e Inversiones Corrientes	125	125	54	0
Deuda Corto Plazo	56	56	39	0
Deuda Largo Plazo	1.314	1.314	756	0
Deuda Total	1.370	1.370	795	0
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.370	1.370	795	0
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.370	1.370	795	0
Total Patrimonio	580	580	299	0
Total Capital Ajustado	1.951	1.951	1.094	0

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(115)	(111)	(47)	(0)
Variación del Capital de Trabajo	(87)	(67)	1	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(202)	(177)	(46)	(0)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.279)	(565)	(997)	0
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.481)	(742)	(1.043)	(0)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0

Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	1.358	563	822	0
Variación Neta del Capital	213	248	267	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	90	69	47	0

Estado de Resultados				
Ventas Netas	0	0	0	0
Variación de Ventas (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT Operativo	(21)	(11)	(20)	(0)
Intereses Financieros Brutos	0	0	0	0
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	(7)	33	(55)	(0)

* Ejercicio irregular iniciado el 12/09/2024 y finalizado el 31/12/2024.

Anexo II. Glosario

- Breakeven: precio de equilibrio a partir del cual un desarrollo cubre sus costos de extracción.
- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- COD: Commercial Operation Date; fecha objetivo de operación comercial del proyecto.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBIT: Resultado Operativo antes de Intereses e Impuestos.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- ESG: Environmental, Social and Governance; factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo.
- FCO: Flujo de Caja Operativo. FGO + Variación del Capital de Trabajo.
- FFL: Flujo de Fondos Libre. FCO + Flujo de Caja No Operativo – Inversiones de Capital – Dividendos.
- FGO: Flujo Generado por las Operaciones. Fondos generados por las operaciones antes de la variación del capital de trabajo.
- FX: Foreign Exchange; tipo de cambio.
- Hell-or-high-water: obligación de pago incondicional que subsiste ante eventos operativos, comerciales, de mercado o de fuerza mayor.
- ISTA: Initial Shipper Transportation Agreement; contrato de transporte en firme entre VMOS y cada cargador inicial.
- Mbbl/d: miles de barriles por día.
- MM: millones.
- MMbbl: millones de barriles.
- NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera.
- O&M: Operación y Mantenimiento (Operation and Maintenance).
- Offtaker: comprador del crudo exportado por VMOS bajo el mecanismo de pago en especie.
- Pago en especie (PIK): cancelación de la tarifa en dólares mediante la entrega de crudo para su exportación.
- Pass-through: traslado a los cargadores de los costos del proyecto a través de la tarifa.
- RIGI: Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (Ley 27.742).
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda de Corto Plazo.
- Ship-or-pay: obligación de pagar por la capacidad contratada con independencia del volumen transportado.
- SOFR: Secured Overnight Financing Rate; tasa de referencia del préstamo sindicado.
- UTE: Unión Transitoria de Empresas.
- VLCC: Very Large Crude Carrier; buques de hasta 2 millones de barriles.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase 1

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta USD 100 MM ampliable por hasta el monto máximo permitido (USD 300 MM).
Descripción:	Las Obligaciones Negociables tendrán recurso limitado y exclusivo en los términos del art. 3 de la Ley de Obligaciones Negociables única y exclusivamente respecto de los Fondos Disponibles de la Tarifa Dólar Linked.
Monto a emitir:	A determinar
Precio:	100%
Moneda de Emisión:	Denominadas y pagaderas en dólares en Argentina (Dólar MEP).
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	A determinar.
Amortización de Capital:	En un único pago en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Tasa fija a licitar.
Frecuencia de Pago de Intereses:	Trimestral, excepto el primer período que será de seis meses.
Destino de los fondos:	(i) Integración de capital de trabajo en el país; y/o (ii) Inversiones en activos físicos situados en la República Argentina (terrenos y edificios, tanques y equipos de almacenamiento y transporte de hidrocarburos, materiales y equipos en depósito, muebles y útiles e instalaciones, entre otros).
Garantías:	Las ON estarán garantizadas mediante la cesión a favor de TMF Trust Company (Argentina) S.A., en su carácter de Agente de la Garantía y en beneficio de los tenedores, de la totalidad de los derechos de cobro correspondientes a la Tarifa Dólar Linked derivados de los Contratos de Transporte Iniciales (ISTA) y del DTA, este último correspondiente al contrato de transporte celebrado entre VMOS y Gas y Petróleo del Neuquén S.A. (GyP), mediante el cual GyP cuenta con capacidad firme de transporte en el proyecto. Mientras no ocurra un supuesto de incumplimiento, VMOS continuará percibiendo y disponiendo normalmente de dichos fondos; sin embargo, ante un incumplimiento y una vez declarada la caducidad de los plazos conforme a las mayorías previstas, el Agente de la Garantía podrá instruir a los cargadores para que los pagos sean depositados directamente en una cuenta bajo su administración, ejercer los derechos de cobro cedidos y aplicar los fondos al pago de capital, intereses y demás montos adeudados bajo las ON.
Opción de Rescate:	Por cuestiones impositivas: en su totalidad y no parcialmente por un importe equivalente al monto de capital no amortizado de las ON, más los intereses devengados e impagos. A opción de la emisora: con una anticipación no mayor a los 18 meses, en su totalidad y no parcialmente por un importe equivalente al monto de capital no amortizado de las ON, más los intereses devengados e impagos.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Ley Aplicable:	Argentina

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, en adelante FIX, realizado el **15 de septiembre de 2026**, confirmó* en Categoría **AAA(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **VMOS S.A.**

Asimismo, asignó en Categoría **AAA(arg)** la calificación del siguiente instrumento de Largo Plazo a ser emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 1 por un valor nominal de USD 100 MM ampliables por hasta el monto máximo permitido en la emisión.

La Perspectiva es Estable.

Categoría AAA(arg): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones 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 calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondeo y la 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 anuales hasta el 31/12/2025 y trimestrales hasta el 30/06/2026 (6 meses).
- Auditor externo del último estado contable: Deloitte & Co. S.A.
- Información de gestión de la compañía.
- Contrato ISTA (Initial Shipper Transportation Agreement).

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 –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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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 LIDER 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. Asimismo, se deberá advertir que cada inversor debe efectuar su propio análisis teniendo en cuenta que la calificación efectuada es una opinión sobre la capacidad de pago de un Emisor de sus emisiones financieras, y que, por ese motivo, la misma puede variar en el tiempo.

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 dissemination 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 excluyente, 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.