

10 de junio de 2022

Compañía General de Combustibles

Compañía General de Combustibles (CGC) es una empresa argentina de energía fundada en 1920 que se dedica principalmente a la exploración, desarrollo y explotación de gas, petróleo y GLP (*upstream*) y, en menor medida, al transporte de gas (*midstream*). Las actividades de *upstream* las realiza mayormente en forma individual, mientras que el transporte de gas lo efectúa a través de compañías asociadas. La Sociedad tiene presencia en los yacimientos de petróleo y gas de las cuencas Austral, Noroeste, Golfo San Jorge, Cuyana y Neuquina en nuestro país. A su vez, CGC posee participación en Termap, empresa operadora de puertos en Comodoro Rivadavia y Caleta Olivia. En lo que respecta al transporte de gas, CGC posee una participación indirecta del 28,23% en TGN a través de su inversión en Gasinvest, compañía en la que participa en partes iguales con Tecpetrol. Asimismo, el grupo posee el 40% de Gasandes Argentina, el 40% de Gasandes Chile, y el 15,8% de Transportadora de Gas del Mercosur (TGM).

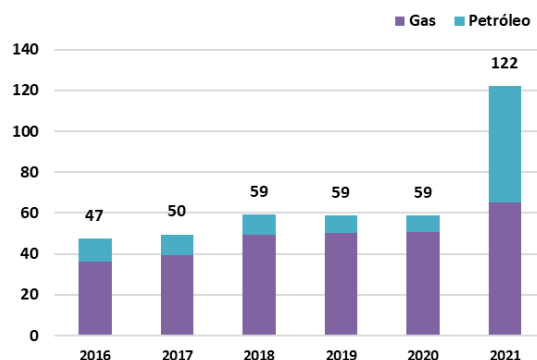
El 70% de las acciones de CGC pertenece a Corporación América (de Eduardo Eurnekian), mientras que el 30% está en posesión de otro holding argentino, Comercial del Plata. CGC cierra su ejercicio en diciembre y sus últimos resultados fueron al cierre del primer trimestre de 2022.

Producción

La firma alcanzó al 1T2022 una producción total de 55 mil barriles de hidrocarburos diarios (Mboe/d). Esto equivalió a un aumento interanual del 51% y a una caída frente al trimestre anterior del 1%. La producción de gas significó el 63% del total, mientras que el crudo sumó el 35% y el GLP el 2%. Estos valores son similares a los alcanzados a partir del 3T2021, momento el cual comenzó a impactar la adquisición del 100% de Sinopec, compañía de exploración y explotación de hidrocarburos que CGC compró a finales de junio 2021.

Como mencionamos en nuestro resumen anterior ([ver resumen](#)), Sinopec opera concesiones de exploración y explotación en las provincias de Santa Cruz (Cuenca Golfo San Jorge) y Mendoza (Cuenca Cuyana) en un área de más de 445 mil hectáreas. La compra de Sinopec más que duplicó las reservas probadas de gas y crudo de CGC, pasando de 59 millones de barriles (MMboe) a 122 MMboe.

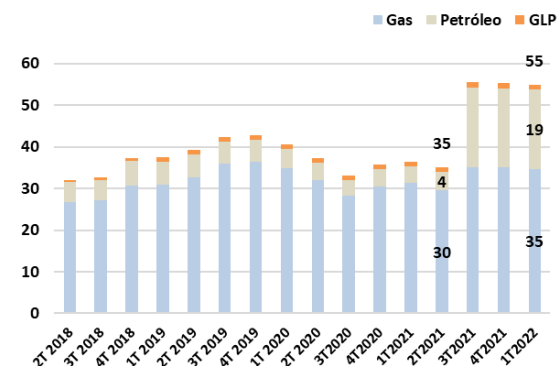
Reservas Probadas (en MMboe)



Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones CGC.

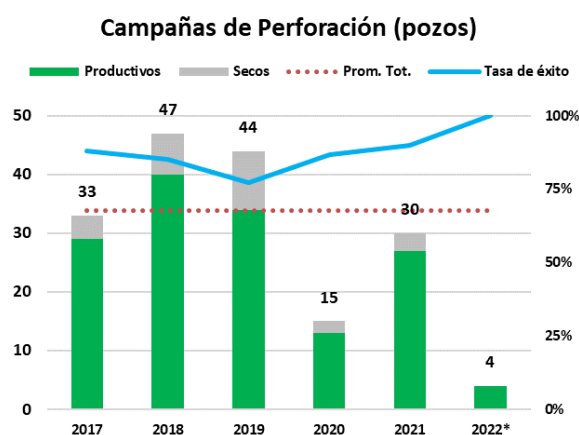
A su vez, la adquisición logró equilibrar la relación de producción entre petróleo y gas. La producción de crudo aumento más que 4 veces desde la compra, bajando la alta exposición al gas brindando a CGC mayor diversificación y cobertura contra riesgos de mercado y regulatorios. Asimismo, en diciembre de 2021, CGC logró renovar por 10 años la concesión del Golfo San Jorge con el gobierno de Santa Cruz, dando mayor previsibilidad a los futuros negocios que la compañía posee en esta cuenca.

Prod. promedio neta (en Mboe/d)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

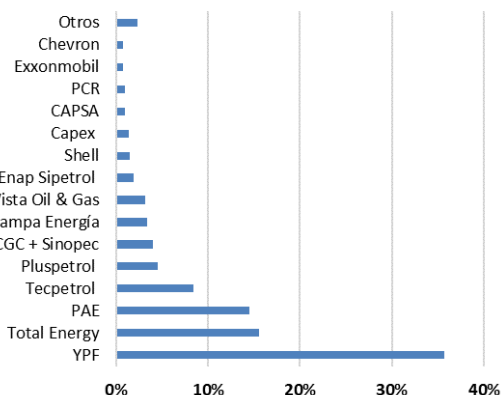
En lo que respecta a la perforación, la compañía disminuyó levemente su actividad con respecto al mismo periodo del año anterior, pero lo hizo con una mejor performance. En el 1T22 CGC operó con un solo equipo de perforación en 4 pozos (1 exploratorio) alcanzando una tasa de éxito del 100%. En 2021, la firma había perforado 6 pozos, 1 de ellos exploratorio y 4 de ellos productivos (tasa de éxito del 80%). Observando los últimos años, el ritmo actual de perforaciones de CGC está lejos de alcanzar las cantidades de pozos de las ambiciosas campañas llevadas adelante durante 2018 y 2019.



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

A modo de resumen, como destacamos en nuestro informe pasado, tras la compra de Sinopec, CGC se posicionó como uno de los mayores productores de Oil&Gas de nuestro país. Medido en barriles diarios equivalentes de gas y petróleo, en 2021 CGC fue el sexto productor de la Argentina, solo detrás de YPF, Total Energy, PAE, Tecpetrol y Pluspetrol.

Participación Oil&Gas 2021 (Boe)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaria de Energía.

Ventas y resultados

Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada. Asimismo, debido a la naturaleza de su negocio y para facilitar su comparación en el tiempo, las ventas y resultados se plasmarán en dólares al tipo de cambio mayorista promedio de cada periodo.

Las ventas de la compañía en 1T2022 alcanzaron los USD 176 millones, esto significó un aumento del 73% con respecto al mismo trimestre del año anterior. El gran salto se explicó por la incorporación de Sinopec en el balance consolidado desde 3T2021, un mayor volumen producido de hidrocarburos y los fuertes aumentos de los precios del crudo y el gas que generó el conflicto bélico de Rusia y Ucrania. Estas mejoras en los ingresos fueron compensadas parcialmente por un menor devengamiento de incentivos al gas tras el fin de la Resolución 46 (Plan Gas de 2017) en 2021.

En términos históricos los ingresos de la compañía vienen reflejando su expansión productiva. En 2021, las ventas alcanzaron los USD 766 millones de USD, creciendo un 72% interanualmente y superando los valores alcanzados previos a la pandemia de los años 2019 y 2018.

En lo que respecta al EBITDA, el 2022 comenzó con una contracción del 23% con respecto al mismo periodo de 2021. Esto se debió principalmente a los mayores costos de producción reflejados en repuestos y reparaciones, mantenimiento de pozos y pagos por regalías, canon y servidumbre. Todo ello impacto en el Margen Bruto, que arrastró al Margen EBITDA y al Margen Operativo. De todas formas, si observamos la performance con un horizonte de tiempo más amplio, es de esperar que en la medida que los gastos extraordinarios aminoren y las sinergias operativas de CGC y Sinopec aumenten, la compañía regrese con facilidad a los márgenes que ha venido obtenido en los últimos años. CGC y Sinopec comparten en parte concesiones dentro de las mismas provincias, bajo mismas autoridades y sindicatos, lo que le da mayor poder de negociación.

| CGC (millones USD) | 1T22 | 1T21 | Var (%) | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------------|------|------|---------|------|------|------|------|
| Ingresos | 176 | 101 | 73% | 766 | 443 | 640 | 630 |
| Costo de Ingresos | -139 | -26 | 434% | -464 | -269 | -394 | -397 |
| Resultado bruto | 37 | 75 | -52% | 302 | 174 | 246 | 234 |
| EBITDA Ajustado | 53 | 68 | -23% | 360 | 272 | 388 | 341 |
| Resultado operativo | 21 | 42 | -50% | 226 | 100 | 156 | 166 |
| Resultado neto | 10 | 18 | -46% | 5 | 1 | 97 | 17 |
| Margen Bruto | 21% | 74% | -5.400 | 39% | 39% | 38% | 37% |
| Margen EBITDA | 30% | 67% | -3.700 | 47% | 61% | 61% | 54% |
| Margen operativo | 12% | 42% | -3.000 | 30% | 23% | 24% | 26% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Observando la performance por segmento, en el 1T2022 las entregas de crudo significaron el 68% de los ingresos, las ventas por gas el 27% y la prestación de servicios el restante 5%. Aproximadamente el 20% de las ventas de crudo se correspondieron a exportaciones desde la Cuenca Austral, mientras que el restante 80% se comercializó en el mercado local a través de Sinopec. En lo que respecta al gas, según informado por la compañía, el 40% fue destinado a industrias, el 30% a generadoras, 15% a distribuidoras y el 15% fue exportado.

Con respecto al año anterior, los ingresos se dispararon en el segmento del crudo, las ventas por gas aumentaron un 12% y los flujos por incentivos casi desaparecieron. De esta manera, a partir del comienzo de la operación de Sinopec y debido al fuerte rally del petróleo, la ecuación de los negocios de la compañía cambió de dirección, pasando de ser una compañía volcada mayormente al negocio del gas local a una firma enfocada en la comercialización de crudo.

| CGC (millones USD) | 1T22 | % Part. | 1T21 | % Part. | Var. USD (%) | Var. Part. (pb) |
|--------------------|------|---------|------|---------|--------------|-----------------|
| Entregas de crudo | 119 | 68% | 16 | 16% | 650% | 5.198 |
| Gas | 48 | 27% | 43 | 42% | 12% | -1.499 |
| Servicios y otros | 8 | 5% | 4 | 4% | 82% | 23 |
| Incentivos | 1 | 0,4% | 38 | 38% | -98% | -3.722 |
| Total | 176 | 100% | 101 | 100% | 73% | - |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Perfil de Deuda y Bonos

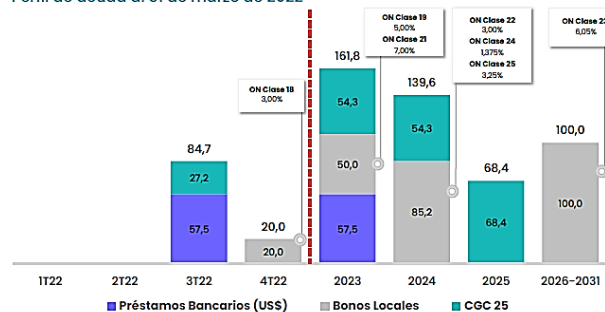
Al cierre de los últimos resultados, CGC informó una deuda financiera total de USD 575 millones (medida en dólares al tipo de cambio mayorista). La misma está completamente denominada en dólares. Un 80% corresponde a obligaciones negociables (ONs), y un 20% a préstamos bancarios. La deuda aumentó con respecto al trimestre pasado, ya que durante el

inicio del año la compañía emitió dos nuevos títulos de deuda por aproximadamente USD 65 millones.

La empresa emite en el mercado en forma frecuente, de los USD 460 millones de capital en ONs, 50% corresponde a bonos dollar linked (clases 18, 19, 22, 23 y 24), 44% a la ON hard dollar clase 17 Ley New York con vencimiento en 2025 y el restante 6% a bonos Ley Argentina pagaderos en moneda dura (clases 17, 21 y 25). Por su parte, los préstamos bancarios son mayormente sin cobertura, totalizan los USD 115 millones y amortizan en dos cuotas iguales hasta su vencimiento en 2023.

Por la deuda cotizada en el mercado y los préstamos bancarios, la empresa deberá pagar aproximadamente USD 37 millones anuales en concepto de intereses. Observando las condiciones de emisión de las deudas actuales el costo de financiamiento de la compañía es de aproximadamente el 7%. Del total, el 33% de la deuda vence en menos de un año, mientras que el restante 67% se distribuye hasta el año 2031.

Perfil de deuda al 31 de marzo de 2022



Fuente: Presentación institucional.

La deuda financiera neta, esto es la deuda menos la posición de caja y los activos financieros líquidos, se ubicó al último cierre en USD 389 millones, aumentando 12% contra diciembre 2021.

La caja de la compañía que totaliza los USD 180 millones y esta denominada en dólares en un 75%, mientras que el restante 25% se corresponde a fondos en pesos para el manejo de liquidez. A su vez, buscando cobertura en moneda dura, todos los activos financieros de la empresa que se valúan a

precio de mercado (acciones extranjeras y bonos soberanos) están denominados en dólares.

Como se observa en la tabla debajo, si consideramos el EBITDA acumulado en los últimos 12 meses de CGC, la compañía podría hacer frente a los vencimientos de deuda en algo más de 1 año de operaciones. Un ratio de apalancamiento neto de 1,1x mantiene a CGC en una cómoda posición considerando que la empresa continúa en expansión. Asimismo, en línea con su buena salud financiera, el EBITDA representa más de 9 veces el pago de intereses anuales.

| CGC (millones USD) | 1T22 | 4T21 | Var (%) | 1T21 | Var (%) |
|------------------------|------|------|---------|------|---------|
| Deuda Total | 575 | 509 | 13% | 393 | 46% |
| Caja y equivalentes | 180 | 173 | 4% | 72 | 149% |
| Inversiones | 6,4 | 7,7 | -16% | 12 | -46% |
| Deuda Neta | 389 | 329 | 18% | 309 | 26% |
| EBITDA (ult. 12 meses) | 344 | 360 | -4% | 280 | 23% |
| Deuda Neta/EBITDA | 1,1 | 0,9 | 0,2 | 1,1 | 0,0 |
| Intereses (anualizado) | 37 | 36 | 3% | 39 | -6% |
| EBITDA/Intereses | 9,4 | 10,1 | -0,7 | 7,1 | 2,2 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

La ON Ley NY tiene un cupón de interés anual de 9,5% y paga intereses semestralmente. El título comenzará a amortizar en septiembre de este año, en lo que serán 5 cuotas semestrales del 13,3% y una cuota a vencimiento del restante 33,5% en marzo 2025.

Desde su lanzamiento en 2020, tras un canje de deuda de su bono a 2021 bajo imposición del BCRA, el título fue comprimiendo riesgo. El bono brindó una ganancia en precio del 35% hasta alcanzar casi la paridad. La ON hoy cotiza en el exterior a valor clean (sin intereses corridos) a USD 99.5-100 con una TIR de 9.7% y una duration de 1.6 años. Los ratios controlados, en suma, a la expansión productiva lograron que CGC comparta terreno con los emisores de deuda de mejor calidad crediticia de la curva corporativa local. En línea con esta excelente performance, durante 2021 la empresa registró una mejora en sus calificaciones, tanto a nivel local (Moody's A+ y FixScr AA-) como internacional (S&P CCC+ y Fitch B-).



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

El precio del petróleo continúa en máximos desde los últimos 15 años. En lo que va del 2T2022, el precio del barril Brent promedió los USD 110. La prolongación del conflicto Rusia-Ucrania, y las mayores restricciones a de importación de gas ruso, seguirán impulsando los precios de los commodities energéticos. Este contexto continuará siendo beneficioso para los márgenes de las petroleras que sepan aprovechar las demandas de energía global que sustituyan al gas y petróleo rusos.

CGC ha venido impulsando su actividad en crudo, y tiene espacio financiero para hundir mayor capital en pos de expandir la producción no convencional. Por sus reservas, Sinopec tiene capacidad de duplicar su producción de crudo actual. En la medida que el contexto de tasas internacionales lo permita, es probable que la compañía salga al mercado con mayores emisiones de deuda con el objetivo de continuar su expansión y aprovechar los altos precios internacionales.

A corto y mediano plazo, creemos que los riesgos que enfrenta la compañía son principalmente regulatorios, en especial los relacionados con el

acceso al mercado de cambios. A pesar de las liquidaciones de granos en niveles récord, debido a los efectos del cepo y la monetización del déficit, el BCRA sigue sin poder acumular reservas genuinas (si no contamos los desembolsos del FMI) en lo que va del año. Esto pone presión a las amortizaciones venideras de las compañías emisoras de deuda del mercado local.

De todas formas, en búsqueda de fomentar una mayor producción local en un contexto de déficit energético (Argentina deberá importar gas para el invierno), el gobierno anunció hace pocos días la puesta en marcha por decreto de un nuevo Régimen de Acceso a Divisas para la Producción Incremental de Hidrocarburos. La norma garantiza a las empresas la libre disponibilidad de dólares por un equivalente al 20% de la inyección adicional que logren en petróleo y del 30% en los proyectos de gas natural en todas las cuencas, respecto a niveles existentes en 2021. El acceso a divisas podrá ser destinado al pago de capital e intereses de pasivos comerciales o financieros con el exterior, incluyendo pasivos con empresas vinculadas no residentes, utilidades y dividendos, y repatriación de inversiones directas de no residentes.

En resumen, no hay dudas que CGC es un emisor que se debe tener en cuenta a la hora de armar una cartera de bonos corporativos. Su buena capacidad de pago, y el hecho de pertenecer a un sector beneficiado por el contexto internacional lo posicionan como un título muy atractivo para perfiles moderados que busquen rendimientos y cobertura en moneda dura. La compra de Sinopec provocó un salto de calidad, tanto en reservas como en diversificación del negocio.

Buen fin de semana.

juan@sekoia.com.uy
manuel@sekoia.com.uy
ian@sekoia.com.uy