

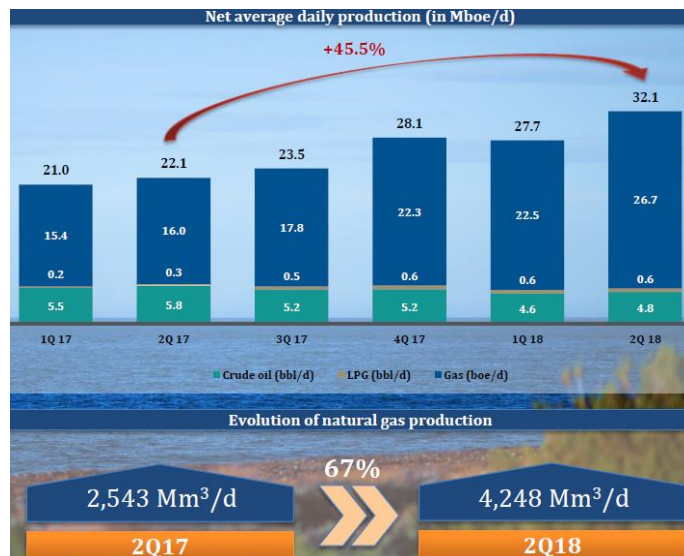
09 de noviembre de 2018

Compañía General de Combustibles

CGC es una compañía de energía que opera principalmente en Argentina que se dedica a la exploración, desarrollo y explotación de gas y petróleo. Su actividad está principalmente enfocada en la exploración y producción de hidrocarburos -upstream- en la cuenca Austral ubicada en la Provincia de Santa Cruz. CGC también está en el negocio del midstream a través de sus participaciones en Gasinvest, grupo inversor donde tiene como socio a Tecpetrol. Tiene participación en los sistemas de gasoductos de TGN (23%), GasAndes (40%) y TGM (10,9%). A su vez, el 70% del paquete accionario de CGC es de Corporación América (Eurnekian) y el 30% restante de Comercial del Plata.

La empresa tiene reservas probadas por 72 millones de barriles equivalentes con una vida promedio de 9 años. El 78% corresponden a gas y el resto a petróleo. De la producción de gas, más de la mitad es tight (no convencional). En julio de este año la empresa informó el descubrimiento de un nuevo yacimiento en la Cuenca Austral. La zona había sido explorada en 2006 por Petrobras Argentina, para luego ser abandonados al considerarse que no había recursos utilizables. Sin embargo, CGC identificó un potencial exploratorio remanente, por lo que decidió retomar la exploración con muy buenos resultados.

La producción de la firma viene creciendo fuertemente. La producción de gas natural en el segundo trimestre del 2018 promedió los 4.248 metros cúbicos diarios de gas (Mm³) por día, nada menos que un 67% por encima del segundo trimestre del año anterior. La producción total (petróleo, gas y gas licuado) superó los 32 millones de barriles equivalentes por día, mostrando un salto interanual del 45%. En los gráficos a continuación sobresale el fuerte incremento en los niveles de producción. Estos saltos productivos provocan que trimestre a trimestre los balances cambien rápidamente, las ventas y los resultados de la compañía presentan un crecimiento muy fuerte. Como veremos, este es un factor clave a la hora de analizar la capacidad de pagos y la solidez financiera de la compañía.



Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>

La mayor parte de los ingresos de la compañía están atados al dólar. El salto en las ventas del semestre se explica tanto por el aumento descrito en la producción como en los mejores precios de venta medidos en pesos. Cerca del 90% de las ventas corresponden al segmento de gas y petróleo, atadas al dólar. El 10% restante se explica por los ingresos de sus gasoductos, atados a la inflación.

Como se puede ver en el primer siguiente cuadro, las ventas de la empresa vienen mostrando un importante crecimiento. En el primer semestre, las ventas en dólares exhibieron un crecimiento interanual de nada menos que el 76%. Por otra parte, según se conoció en algunos medios, durante este verano la empresa comenzaría a exportar gas a Chile.

En lo que respecta al EBITDA, el salto es más importante debido a la mayor absorción de los costos fijos a medida que avanza la producción y las ventas. En los últimos 12 meses el EBITDA se acerca a los U\$200 millones. Seguramente el 2018 cierre con un EBITDA mayor al doble en relación al 2016 y 2017. La empresa, si bien esta fuera de la cuenca neuquina, accede al régimen de incentivos para la inversión en gas no convencional. El precio de este gas es de U\$7.50 el MBTU y se irá reduciendo escalonadamente a U\$6 hasta el 2021. Por medio de un acuerdo con la Provincia de Santa Cruz, CGC es titular de la totalidad de los derechos y obligaciones

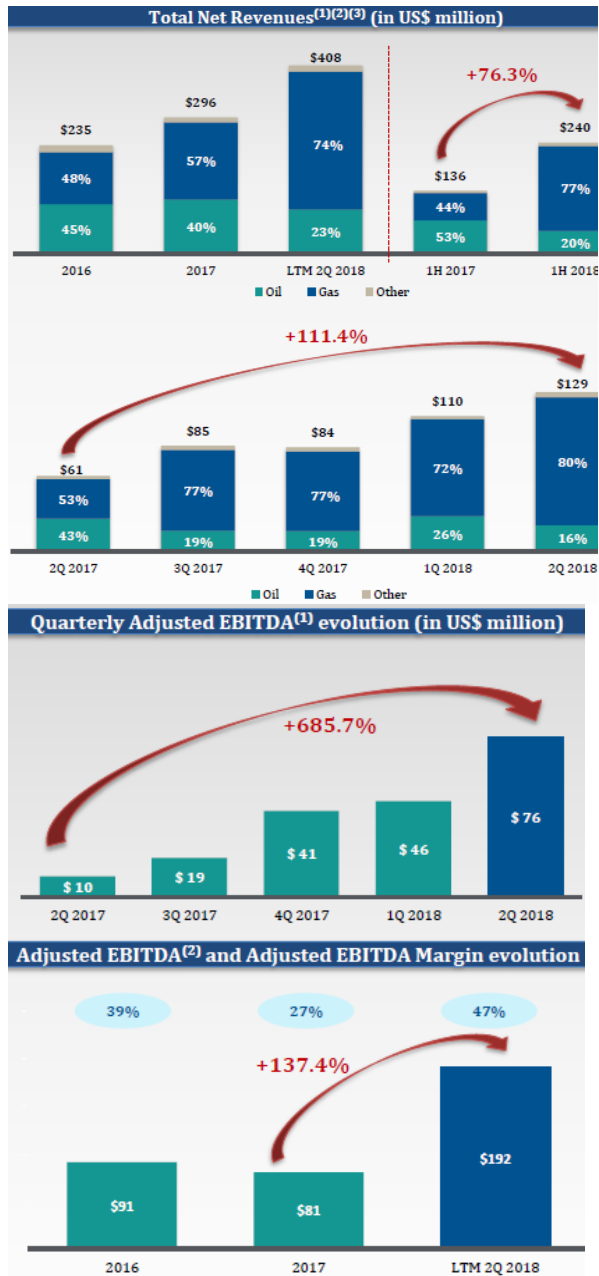
RESUMEN ECONÓMICO

correspondientes a la explotación en el área Campo Indio Este-El Cerrito, donde tendría un sendero de precio de U\$7.50.

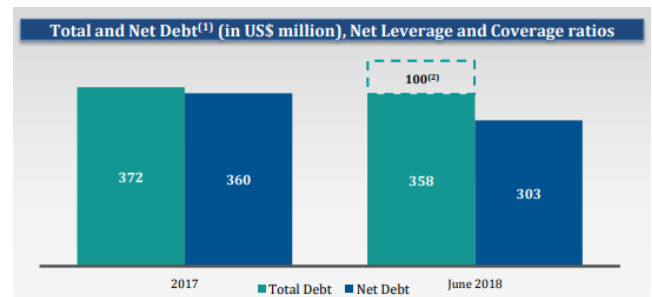
Dado nuestro poco respeto por los contratos, estos son los principales riesgos de la compañía. Cualquier potencial conflicto con Santa Cruz o cualquier cambio en materia de precios del gas.

pagadera semestral, con vencimiento en noviembre del 2021. En 2017 se suscribió un préstamo bancario por U\$72 millones al 6,25%. Estos son prácticamente los únicos pasivos financieros de la empresa. Tiene otra ON emitida por U\$100 millones pero cuya única fuente de pago son los fondos provenientes de las empresas transportadoras o ventas de las acciones de dichas empresas.

Dicho esto, la deuda financiera neta total serían U\$ 303 millones, que junto con la exitosa evolución del EBITDA alcanzaron reducir el apalancamiento financiero (deuda neta/EBITDA) de 4.5 en diciembre 2017 a 1.6 en junio 2018 y aumentar la cobertura de intereses (EBITDA/intereses) un 145% pasando de 2.45 a 6.01 en igual período. La empresa muestra cada trimestre una mejoría considerable en su salud financiera. Los resultados en las etapas de exploración durante el primer semestre del año son muy auspiciosos, con lo cual la producción seguramente continuará en aumento. El programa de exploración de 2018 a 2021 también es muy ambicioso. Dejando de lado cualquier potencial incremento fuerte en la producción y sólo considerando que la empresa puede mantener las ventas y el EBITDA en los niveles actuales, el apalancamiento, la cobertura de intereses y el calce cambiario de la deuda son más que adecuados.

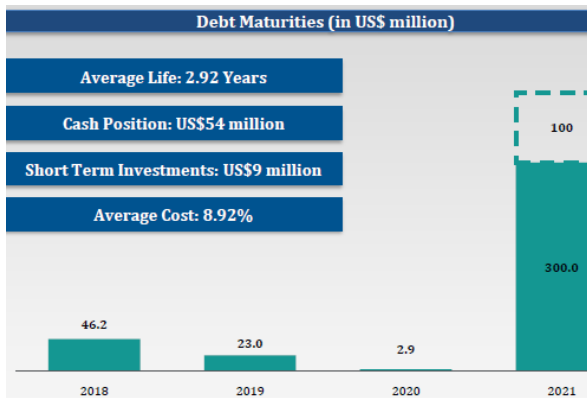


Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>



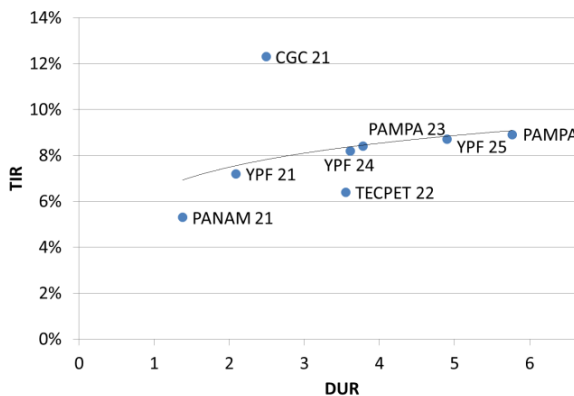
Veamos el perfil de deuda. La empresa emitió en 2016 ON por U\$300 millones a una tasa del 9,5%,

RESUMEN ECONÓMICO



Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>

El rendimiento del título al 2021 ronda el 12%. El primer riesgo naturalmente tiene que ver con el precio del crudo y el gas, que tarde o temprano (más allá de cualquier programa de incentivo), terminan definiendo los ingresos de la compañía. A parte de esto, tiene 2 castigos. En primer lugar, el altísimo riesgo país argentino, mayor aún en un sector muy dependiente del marco regulatorio. El segundo, es el propio riesgo de la empresa. Como se observa en el gráfico a continuación, su rendimiento está muy por encima de la curva de la deuda en dólares de las petroleras locales. Es una empresa más chica, opera en una provincia conflictiva y su actividad de exploración es relativamente nueva. Con estos números, la relación rendimiento/duration es muy atractiva. Como siempre mencionamos, estos rendimientos en el mundo de hoy son el reflejo de nuestro triste riesgo país.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

CGCSA 9 11/07/21 \$ 193.213 +.258 Yld 12.284		Source BMRK	
CGCSA 9 11/07/21 Corp Paráms		Descripción de valor: bono	
99 Notas		99 Comprar 99 Vender	
29 Descripción de bono			
20 Descripción de emisor			
Información de emisor		Identificadores	
Nombre	COMPANIA GENERAL COMBUST	Número ID	AL0843188
Industry	Exploración y producción	CUSIP	204480AA8
Información de valor		ISIN	US204480AA85
Mkt Iss	Emisión privada	Ratings	
País	AR	S&P	B-
Ranking	Sr Unsecured	Fitch	B
Cupón	9,500000	Composite	B-
Frec	Sem	Emisión y operación	
Días	ISMA-30/360	Aggregated Amount Issued/Out	
Vence	11/07/2021	USD	300,000.00 (M) /
Sprd emi		USD	300,000.00 (M)
Cálculo (1)STREET CONVENTION		Mínimo/Incremento	
Fecha de valuación	11/02/2016	1,000.00 / 1,000.00	
Fecha de devengo	11/07/2016	Nominal	1,000.00
Ira liquidación	11/07/2016	Contable	CITI,ITAU,MLPFS
1er cupón	05/07/2017	Informe	TRACE
MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.			

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar