

29 de octubre de 2021

Compañía General de Combustibles

Compañía General de Combustibles (CGC) es una empresa de energía Argentina fundada 1920 que se dedica a la exploración, desarrollo y explotación de gas y petróleo. Está principalmente enfocada en la exploración y producción de hidrocarburos - *upstream*- en la Cuenca Austral ubicada en la Provincia de Santa Cruz. CGC también es parte del negocio del *midstream* a través de sus inversiones en Gasinvest, grupo en el cual tiene como socio a Tecpetrol. A su vez, la compañía tiene participación en los sistemas de gasoductos de Transportadora de Gas del Norte (28,23%), GasAndes Argentina (40%), GasAndes Chile (40%) y Transportadora de Gas del Mercosur (15,8%). El 70% del paquete accionario de CGC pertenece a Corporación América (Eurnekian), mientras que el 30% restante corresponde a Comercial del Plata.

Repasando algunos números de la compañía, al segundo trimestre del 2021 (últimos resultados presentados) la producción total de hidrocarburos alcanzó los 34,1 mil barriles equivalentes por día (Mboe/d), lo que representó una caída interanual del 8,4%. El 84% a la producción corresponde a gas natural, el 12.6% a la producción de crudo y el 3.4% a GLP.

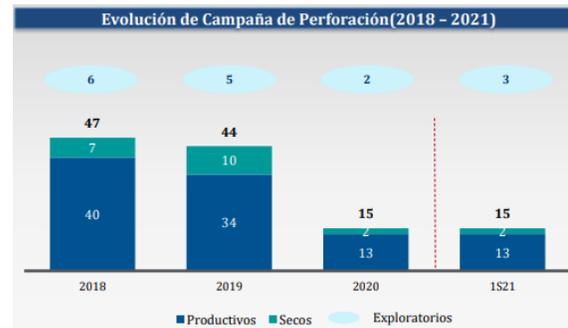
En este sentido, la compañía incrementó consistentemente su producción desde 2017 hasta el pico previo al inicio de la pandemia. Luego redujo aproximadamente un 20% su producción hasta el 3er trimestre 2020 (pandemia) y en los últimos trimestres estabilizó sus volúmenes.



Fuente: Presentación institucional.

CGC ha operado con dos equipos de perforación desde el último trimestre de 2020, con el fin de compensar los meses en los que no hubo actividad de perforación y también completar algunos pozos exploratorios. Se espera que este equipo adicional opere hasta septiembre de 2021.

En este sentido, durante el primer semestre de 2021, se realizaron 15 perforaciones de los cuales 3 fueron exploratorias obteniendo una tasa total de éxito del 87%. En lo que va del año, la compañía recuperó parcialmente su actividad de perforación de gas natural igualando lo realizado en todo el año 2020 y pero todavía en niveles del 55% en relación al primer semestre de 2019. Cabe recordar que en el año 2019 la empresa realizó una importante campaña de perforación con 44 pozos totales con 77% de efectividad y 5 pozos exploratorios. Observando la evolución histórica en la actividad de perforación entre 2015 y 2019, la empresa alcanzó un índice de efectividad con el 83%.



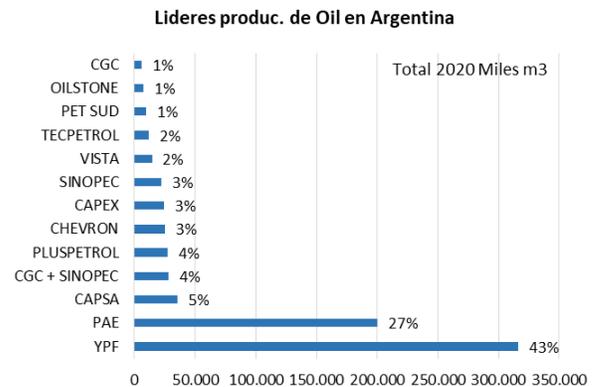
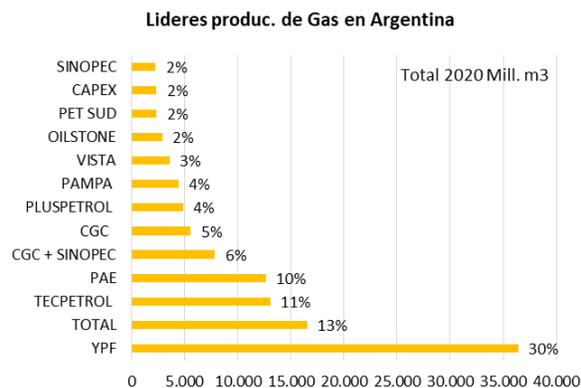
Fuente: Presentación institucional.

Con una visión de largo plazo en la Argentina, en junio de 2021 CGC adquirió Sinopec Argentina Exploration

and Production (Sinopec)¹. Los activos de Sinopec Argentina cubren más de 4.600 km², con la mayor parte de ellos ubicados en la Cuenca del Golfo de San Jorge y también en la Cuenca Cuyana. También tiene participación en Termap, la operadora de las terminales portuarias de Caleta Olivia (Santa Cruz) y Caleta Córdova (Chubut).

En este sentido, las reservas probadas de CGC se incrementan en aproximadamente un 50% (de 59 a 90 millones de boe) y crece sustantivamente la producción en forma consolidada de petróleo a más de 3.100 m3 diarios (m3/d) y su producción de gas a 5.600 Mm3 diarios (Mm3/d). A su vez, optimiza significativamente el mix de producto, pasando a un 63% en gas y a un 37% en petróleo, en forma consolidada.

De esta forma, CGC se posiciona como uno de los mayores productores de Oil & Gas de la Argentina consolidando su liderazgo en la producción de gas y reposicionándose como uno de los cinco principales productores de petróleo a nivel nacional.



Fuente: Secretaria de Energía de la Nación.

Resultados

Las ventas, medidas al dólar oficial promedio del período, alcanzaron los USD 236 millones, un aumento del 23% interanual y un 22% superior en comparación con el primer trimestre del 2021. La continua mejora los últimos resultados trimestrales se debe principalmente a la suba de los precios internacionales de petróleo y gas. Este incremento se vio parcialmente compensado por una baja en la producción de gas y por los menores ingresos por incentivos.

En este sentido, observando la performance de cada segmento; las ventas de gas natural totalizaron un 75%, con una merma de 12 puntos porcentuales respecto de igual periodo del año anterior. En cuanto a las ventas relacionadas al petróleo (Crudo + GLP) estas fueron de un 20% (del cual se exportó el 93%), lo que implicó un crecimiento de 16 puntos porcentuales comparado con el primer semestre de 2020. El restante 4% se mantuvo sin variación y corresponde a la prestación de servicios.

En lo que respecta al EBITDA, en los primeros seis meses de 2021, CGC alcanzó los USD 152 millones, un aumento del 27% interanual. Estas mejoras se traducen en un aumento de 300 puntos básicos del margen EBITDA y una normalización del margen operativo en 40% sobre el nivel de ventas.

¹ Los estados financieros consolidados intermedios no auditados de CGC consolidan línea por línea las cuentas patrimoniales de Sinopec. Es importante destacar que en el estado de resultados consolidados aún no se reflejan los resultados de Sinopec, debido a que el cierre de la adquisición tuvo lugar el 30 de junio de 2021.

Aun así, dado que el endeudamiento financiero de la compañía absorbida es nulo, la falta de consolidación de los estados de resultados no modifica los ratios.

RESUMEN ECONÓMICO

| CGC (millones USD) | 6M21 | 6M20 | Var (%) |
|---------------------|------|------|---------|
| Ingresos | 236 | 192 | 23% |
| EBITDA | 152 | 119 | 27% |
| Resultado operativo | 95 | 2 | 5408% |
| Resultado neto | 26 | -23 | -214% |
| EBITDA Margen | 64% | 62% | - |
| Margen operativo | 40% | 1% | - |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Perfil de Deuda y Bonos.

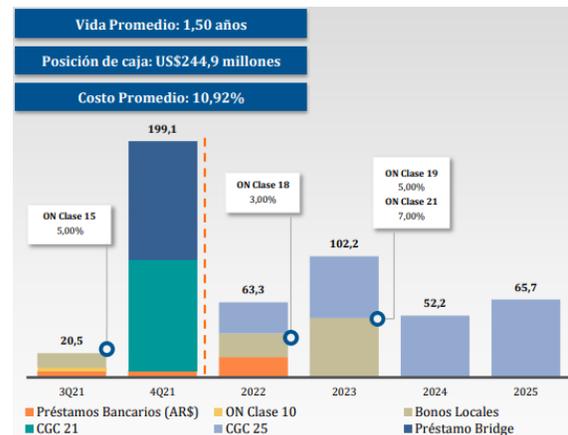
Con respecto al perfil de deuda, en 2020 la empresa logró reestructurar de forma parcial su bono emitido en 2016 (clase A) por USD 300 millones con vencimiento en 2021 e intereses pagaderos semestralmente del 9,5%. CGC ofreció a los acreedores una nueva emisión (clase 17) con mismos intereses pero con vencimiento en marzo 2025 y amortizaciones en seis cuotas semestrales. La reestructuración voluntaria logró capturar el 69% de los tenedores, la nueva emisión alcanzó los USD 196 millones, quedando pendiente de amortización USD 93 millones en la serie original con vencimiento en noviembre de 2021.

A la fecha de elaboración de este *Resumen*, la nueva apertura del canje consiguió la aceptación del 8,6% de los tenedores de la clase 17. Adicionalmente, en julio la compañía canceló la totalidad de su obligación negociable clase 10.

La empresa también posee otras deudas financieras de menor plazo que se rigen bajo legislación local emitidas con el objetivo de refinanciación de otros pasivos (Clase 12, 13 y cancelación anticipada de la clase 15). En este sentido, en Junio de este año emitió dos series de bonos por un total de USD 50 millones. La obligación negociable clase 19 en ARS dollar linked (USD 36 millones con vencimiento en junio de 2023 y tasa del 5% con pagos trimestrales) y la clase 21 en ARS dollar linked (USD 14 millones con vencimiento en junio de 2023 y tasa del 7% con pagos trimestrales).

Por el lado, al cierre del segundo trimestre de 2020, la compañía presentó pasivos por préstamos sindicados por USD 45 millones. Este fue cancelado en agosto de 2021 también por medio de un préstamo sindicado por USD 115 millones amortizable en dos cuotas a 12 y 18 meses. El mismo devenga una tasa del 8.5% anual en su parte no garantizada (USD 100 millones) y del 7% en su segmento garantizado mediante el cumplimiento de ciertos ratios de endeudamiento (USD 15 millones).

Por último, la empresa tomó un préstamo puente con Eurbanco Bank Ltd por USD 100 millones con vencimiento en septiembre de 2021 que puede ser precancelación, a tasa de interés variable LIBOR + 9% anual pagaderos trimestralmente.



Fuente: Presentación institucional.

La deuda financiera neta al último cierre (deuda menos efectivo de caja y equivalentes) se ubicó en los USD 228 millones. Vale remarcar que las disponibilidades en efectivo de la compañía se encuentran mayormente en dólares. La deuda financiera neta representa 0,8 veces el EBITDA un nivel de apalancamiento conservador para la empresa. Por otro lado, el EBITDA representa más de 6,7 veces el pago de intereses anuales. Dicha posición de caja, ratios de endeudamiento y sobre todo el reposicionamiento productivo de la compañía hace que su obligación negociable que históricamente cotizaba con un descuento del 10% respecto de las de compañías de primera línea, hoy se encuentre en una paridad cercana al 100% cotización clean cable (más cara en el mercado local por el precio del canje).

| CGC (millones USD) | 6M21 | 6M20 | Var (%) | 3M21 | Var (%) |
|--------------------------------|------|------|---------|------|---------|
| Deuda Financiera Total | 503 | 460 | 9% | 390 | 29% |
| Caja y equivalentes | 276 | 141 | 96% | 78 | 253% |
| Deuda Neta | 228 | 319 | -29% | 312 | -27% |
| EBITDA (anualizado) | 303 | 238 | 27% | 273 | 11% |
| Deuda Neta/EBITDA (anualizado) | 0,8 | 1,3 | -44% | 1,1 | -34% |
| Intereses (anualizado) | 45 | 50 | -9% | 51 | -11% |
| EBITDA /Intereses (anualizado) | 6,7 | 4,8 | 39% | 5,4 | 24% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance



Fuente: Bloomberg.

Los riesgos que enfrenta la compañía son principalmente regulatorios y de precio, los que tarde o temprano terminan definiendo los ingresos de la compañía y por ende su capacidad de pago. En este sentido, la compañía se encuentra en un interesante proceso de reposicionado estratégico para no depender enteramente del gas y obtener un mayor flujo de divisas en el mercado internacional mediante la venta de crudo y GLP.

Otro riesgo a tener en cuenta, son las regulaciones que pueda seguir imponiendo el BCRA en el mercado cambiario a las compañías emisoras de deuda en dólares ante la falta de dólares genuinos y el preocupante nivel de goteo de las reservas. En este sentido, dada la capacidad de pago y considerando su solidez financiera, CGC muestra un perfil de deuda más que prudente. Gran trabajo de la empresa en materia financiera durante los últimos años. Gran inversión fue el bono 2021 que esta por vencer, con cierta volatilidad en términos de paridad pero con un excelente flujo de fondos. A estos precios, el bono 2025 lo vemos algo caro, preferimos otros emisores simplemente por relación riesgo/retorno.

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar