

15 de marzo de 2019

## Compañía General de Combustible

El Resumen de hoy lo dedicamos a unos de nuestros bonos preferidos desde hace mucho tiempo. CGC 2021 resistió de buena forma el cimbronazo en la renta fija local. El precio de la ON cotiza clean hoy en 97%, un año atrás cotizaba en 102%. Si consideramos el retorno total, cupón del 9.5% más variación de precio, probablemente sea el único título local que pueda mostrar un desempeño positivo durante la crisis. Los alentadores resultados de la compañía compensaron el brutal aumento del riesgo país.



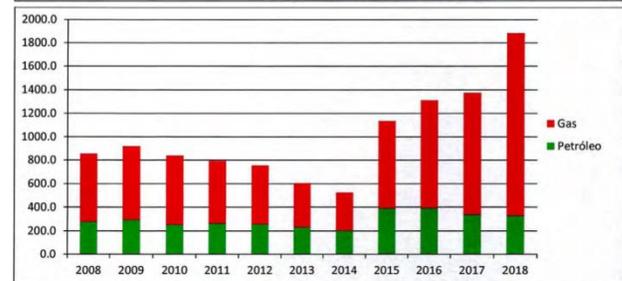
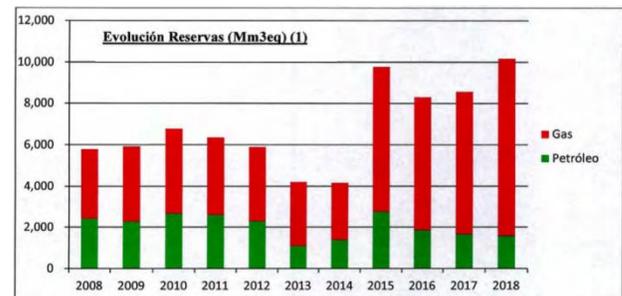
Fuente: Bloomberg

Compañía General de Combustible es una empresa de energía 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 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.

Durante el 2018 la producción total de hidrocarburos fue de 1.883 Mm3 equivalentes, lo que representa un incremento del 37% en relación al año anterior. La producción de gas se incrementó en un 52% con una reposición de

reservas del 200%. En el cuatro trimestre la producción continuó creciendo. La empresa tiene reservas probadas por 10.165 Mm3, de las cuales el 84% 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 concesión "Campo Indio Este – El Cerrito" en la Cuenca Austral. La zona había sido explorada en 2006 por Petrobras Argentina, para luego ser abandonada al considerarse que no había recursos utilizables. Sin embargo, CGC identificó un potencial, por lo que decidió retomar la exploración con muy buenos resultados. Por otra parte, luego de más de una década, será la primera empresa argentina en volver a exportar gas a Chile.

En los gráficos a continuación sobresale el fuerte incremento en los niveles de producción (segundo gráfico). Estos saltos productivos potencian las ventas y los resultados de la compañía. Como veremos, este es un factor clave a la hora de analizar la capacidad de pagos y la solidez financiera de la compañía.



Fuente: Balance Contable 2018.

Los Estados Financieros al cierre de 2018 se presentaron ajustados por inflación. Recordar que las normas contables establecen que los balances se expresen en términos de unidad de medida corriente a la fecha de ejercicio, hasta acá no cambia nada dado que serían pesos corrientes, pero las cifras correspondientes al año

previo (2017) deben re expresarse y ajustarse por inflación para fines comparativos. En nuestro caso esto nos importa muy poco, dado que nos interesa ver su solvencia financiera para el repago de sus obligaciones en dólares. Por eso nos centraremos en sus flujos en dólares.

La mayor parte de los ingresos de la compañía están atados al dólar. El salto en las ventas en el año 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.

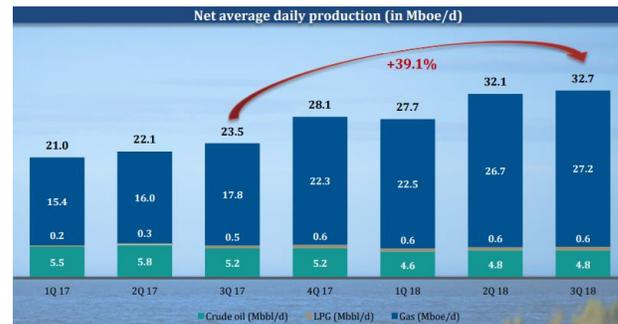
Las ventas, medidas al dólar promedio del año, alcanzaron los U\$625 millones, más del doble en relación al 2017. En lo que respecta al EBITDA, el salto es más importante debido a la mayor absorción de los costos fijos a medida que avanza la producción y las ventas. La licuación de los gastos de administración medidos en moneda dura también ayuda. En los últimos 12 meses el EBITDA se acerca a los U\$320 millones, en torno a 3 veces el logrado en 2016 y 2017.

La empresa, si bien está fuera de la cuenca neuquina, accedió al régimen de incentivos para la inversión en gas no convencional. En 2018 estos subsidios al tipo de cambio promedio alcanzaron los U\$50 millones, menos del 10% de las ventas. Los recientes cambios en los subsidios planteados por el gobierno van afectar marginalmente a la empresa, dado que tienen impacto sobre el excedente en la producción de gas declarada por las empresas al momento de solicitar el beneficio y no toda la producción. La producción actual excede levemente la declarada.

Con respecto al perfil de deuda, la empresa emitió en 2016 una ON por U\$300 millones a una tasa del 9,5%, 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.

La deuda financiera neta total ronda los U\$300 millones al tipo de cambio actual. Suponiendo que la empresa logra un EBITDA en dólares en torno U\$235 (EBITDA en pesos del 2018 al tipo de cambio de cierre de año, estamos siendo absolutamente conservadores) el apalancamiento financiero (deuda neta/EBITDA) al cierre fue de 1.3 frente a 4.5 al cierre de 2017. Por otro lado, aumentó la cobertura de intereses (EBITDA/intereses) pasando de 2.45 a 8 en igual período. Excelente solvencia financiera.

Otro dato a remarcar es que la empresa realizó inversiones por más de U\$200 millones durante el año pasado. Se perforaron 47 pozos, entre ellos pozos exploratorios. Estos datos se ven reflejados en los importantes saltos en la producción. La evolución trimestral se puede ver en el gráfico a continuación, la producción total (petróleo, gas y gas licuado) creció de forma consecutiva los últimos trimestres. A principios de 2017 la producción alcanzaba los 21 mil barriles de petróleo equivalente por día, mientras que al cierre de 2018 alcanzó los 36 mil boe/d. Los ratios financieros del párrafo anterior no incluyen ningún tipo de crecimiento en la producción. Con lo cual, la posición financiera es muy holgada siendo absolutamente conservador en el análisis.



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

El rendimiento del título al 2021 ronda el 11%. El primer riesgo naturalmente tiene que ver con el precio del crudo y el gas, que tarde o temprano terminan definiendo los ingresos de la compañía. Además es una empresa más chica en relación a otras petroleras y opera en una provincia conflictiva. Sin embargo, 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 y poco respeto por los contratos.

# RESUMEN ECONÓMICO

GGCSA 9 11/07/21 \$196.027 +.027 Yld 11.272	
A 10:11 Source BHRK	
GGCSA 9 11/07/21 Comp Paráms - Actions - Pg 1/12 Descripción de valor: bono	
99 Notas 99 Comprar 99 Vender	
7) Descripción de bono 20 Descripción de emisor	
Páginas	
Información de emisor	
1) Más info	Nombre COMPANIA GENERAL COMBUST
2) Reg/Impuesto	Industry Exploración y producción
3) Cláusulas	Información de valor
4) Factores	Mkt Iss Eurodólar
5) Ratings	País AR Divisa USD
6) Identificadores	Ranking Sr Unsecured Serie REGS
7) Boleas	Cupón 9.500000 Tipo Fijo
8) Partes Inv	Frec Sem
9) Tarifas, restric	Días ISMA-30/360 Precio 100.00000
10) Programas	Vence 11/07/2021
11) Cupones	Emisión y operación
12) Embores rápidos	Aggregated Amount Issued/Out
13) ALIQ. Precios	USD 300,000.00 (H) /
14) ORD. Rt Recap	USD 300,000.00 (H)
15) TDH. Historia ops	Cálculo (1) STREET CONVENTION
16) CACS. Acción corp	11/02/2016
17) CF. Prospecto	Fecha de devengo 11/07/2016
18) CN. Noticias	1ra liquidación 11/07/2016
19) HDS. Tenedores	1er cupón 05/07/2017
20) Enviar bono	MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.
Identificadores	
Número ID	AL0862337
ISIN	USP206304A02
FIGI	BBG00FSNQKKS
Ratings	
S&P	B-
Fitch	B
Composite	B-
Emisión y operación	
Aggregated Amount Issued/Out	
USD	300,000.00 (H) /
USD	300,000.00 (H)
Mínimo/Incremento	
1,000.00 / 1,000.00	
Nominal	1,000.00
Contable	CITI,ITAU,MLPFS
Informe	TRACE

Fuente: Bloomberg.

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)  
[valentina@cucchiara.sba.com.ar](mailto:valentina@cucchiara.sba.com.ar)