

25 de marzo de 2022

Transportadora de Gas del Sur S.A.

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es la principal compañía de transporte de gas natural del país. Su sistema de gasoductos troncales conecta yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con distribuidoras de gas y clientes industriales de siete provincias argentinas. La empresa transporta el 61% del gas consumido en el país a través de más de 9.200 km de gasoductos, siendo el sistema más extenso de América Latina.

TGS es también el segundo procesador de gas natural del país con capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d. Gracias a sus instalaciones en Bahía Blanca la compañía vende localmente y exporta etano, propano, butano y gasolina natural.

Adicionalmente, TGS es midstreamer en Vaca Muerta. La empresa fue pionera en la zona y ya posee 150 km de gasoductos con capacidad de inyección de 60 MM m³ diarios y 4 plantas de acondicionamiento, tratamiento y compresión. Por último, la empresa presta servicios de telecomunicaciones a carriers y clientes corporativos a través de su controlada Telcosur.

La sociedad controlante de TGS es Compañía de Inversiones de Energía (CIESA), quien posee el 51% del total del capital social. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50% y Grupo Inversor Petroquímica (integrante del grupo GIP, liderado por la familia Sielecki) y PCT LLC con el restante 50%. La empresa posee 5% de acciones propias en cartera, mientras que un 24% está en manos de la ANSES, y un 20% es de libre flotación en los mercados de New York (12%) y Buenos Aires (8%).

Producción y ventas por segmento

Analizaremos el desempeño de TGS observando los avances de su volumen de producción y ventas a lo largo de los últimos años. Cabe aclarar que debido a la naturaleza del negocio, las ventas de cada periodo y los activos y pasivos de la compañía descriptos en este resumen fueron calculados en USD a tipo de cambio mayorista.

Segmento de Transporte de gas natural. Tal cual identificamos en nuestro resumen anterior ([ver reporte](#)), el segmento siguió achicándose debido a la

política tarifaria que mantuvo los precios sin actualizaciones desde abril 2019.

La capacidad en firme contratada apenas aumentó de 82.5 miles de m³ diarios en 2020 a 82.6 en 2021 y el promedio de entregas diarias subió del 64.2 Mm³/d a 68.3 como consecuencia del rebote económico. De todas formas, TGS no pudo canalizar este mayor volumen en ventas. Las ventas netas del segmento cayeron 23% en USD contra el año anterior, y debido a la baja utilidad operativa con parte de los costos que ajustan por inflación, el EBITDA se derrumbó un 40% en USD. Como resultado, en 2021, este segmento sólo representó el 28% de las ventas totales de TGS, cuando en 2019 había significado el 47%.

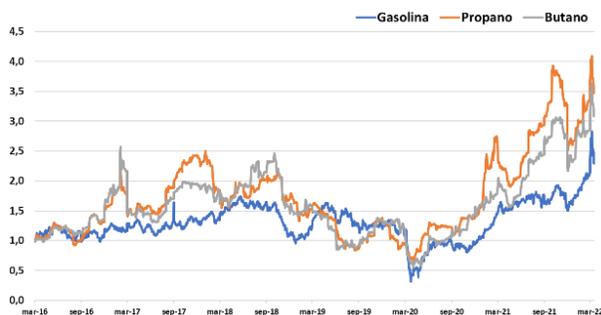
En febrero de este año, luego de varias idas y vueltas con ENARGAS en 2020 y 2021, TGS obtuvo una ansiada adecuación tarifaria. El decreto 91/2022 estableció un incremento del 60% que entró en vigencia en marzo de este año. Considerando que la inflación del periodo abril-19 marzo-22 fue de más del 200%, este incremento parece insuficiente. Sin embargo, conociendo los vaivenes de la política tarifaria argentina, el ajuste no deja de ser un avance hacia la normalización de un negocio que, como sucedió en 2015, estaba a punto de comenzar a operar con EBITDA negativo.

Segmento de Procesamiento de gases líquidos. El segmento pasó a ser el de mayor peso en TGS. En 2021, la empresa produjo más de 1.100 toneladas de gases líquidos, despachó más de 34.000 camiones, y, por primera vez, exportó por vía marítima hacia Brasil. Las ventas en USD crecieron 50% con respecto al año anterior y alcanzaron el 63% del total, con un EBITDA contribuido del 57% y un Margen EBITDA que pasó del 39% al 45%. Como sucedió en épocas de congelamiento tarifario, el GLP volvió a ser con holgura el principal negocio de TGS.

La cantidad de toneladas vendidas no superaron a las de 2020, pero el rally de los precios internacionales por la escasez energética y la recuperación económica global explicaron la excelente performance. Los precios promedio de venta en 2021 de la gasolina natural, el butano y el propano crecieron 85%, 89% y 104% respectivamente. Como se observa en el gráfico a continuación, los gases líquidos se mantienen aún hoy en precios históricos muy altos. La invasión de

Rusia a Ucrania y las consecuentes sanciones al gas ruso produjeron el último rally.

Evolución precio internacional de Gases Líquidos

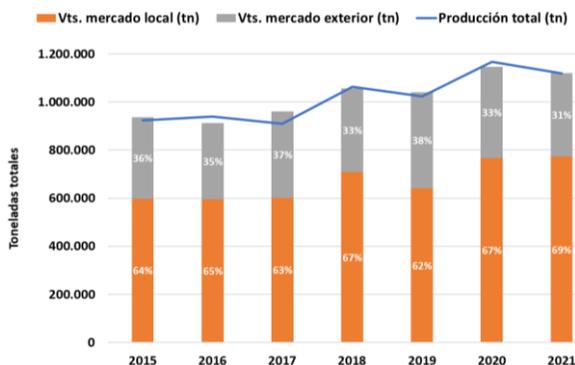


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

El segmento de gases líquidos es el único que le permite a TGS generar divisas. Las exportaciones significaron el 41% de las ventas del segmento. La alícuota de retenciones es del 8%, siempre cuando el petróleo Brent no este por debajo de los 60 USD, valores que difícilmente observemos en 2022. De esta manera, el 26% de los ingresos totales de la compañía se explicaron por exportaciones de GLP, cuando en 2020 esta cifra había alcanzado el 17%.

A su vez, a pesar de estar obligado a vender una parte de su producción en el mercado local a precios regulados con leves ajustes y subsidios tardíos, TGS informó que en 2021 el 73% de las toneladas locales despachadas fueron efectuadas a precios denominados en dólares o que se ajustan a la evolución del tipo de cambio. Como mencionamos anteriormente, la compañía tiene flexibilidad para destinar lo producido según sea más favorable el contexto local o el internacional.

Producción y ventas en toneladas de Gases Líquidos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

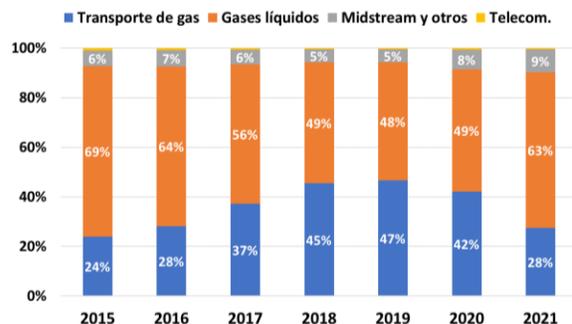
Segmento Midstream. En 2021 TGS puso en funcionamiento inversiones que incrementaron los

volumenes de transporte y acondicionamiento de gas. A su vez, la compañía celebró nuevos contratos con YPF, Shell y Pampa Energía, capitalizando los incentivos del Plan Gas.Ar. El 2021 comenzó con caudales de 3.5 MM3/d y finalizó con 9 MM3/d. Este segmento significó el 9% de las ventas, con un crecimiento en ventas del 41% y del EBITDA en orden del 53% (que paso de contribuir el 9% al 13%).

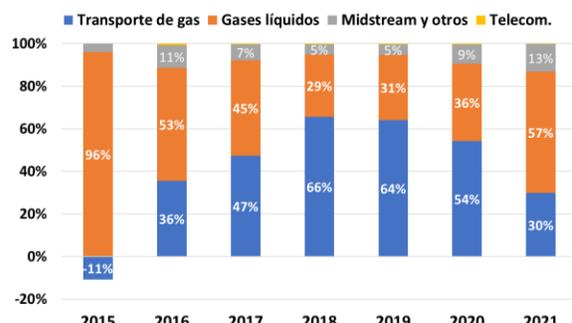
El midstream es el negocio con mayor potencial de la compañía. A finales de 2021 la empresa aprobó inversiones para ampliar la capacidad de su planta de tratamiento Tratayén. En este mismo sentido, la anunciada construcción del gasoducto Néstor Kirchner por parte del gobierno nacional resulta de gran importancia para TGS, ya que le permitirá incrementar su portfolio de negocios en el área.

A modo de resumen, observando la composición de las ventas y el EBITDA en USD de los últimos años, el transporte de gas paso a disminuir su participación debido al atraso tarifario, los precios internacionales récord llevaron al GLP a liderar los flujos de la compañía, y el midstream fue madurando sus inversiones en los últimos años.

Segmentos según % de participación en ventas



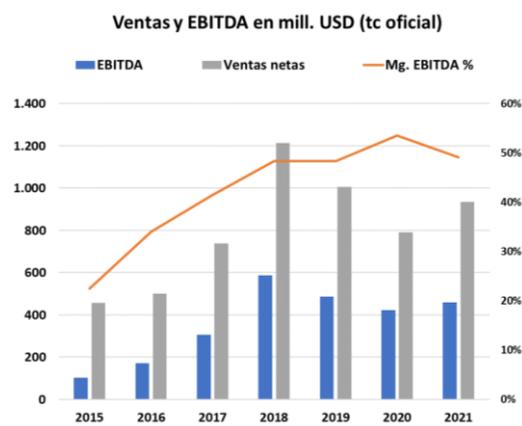
Segmentos según % de participación en EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Últimos resultados

Las ventas netas totales y el EBITDA crecieron al respecto de 2020 el 18% y 8% respectivamente. Las mismas están aún por debajo de los niveles de 2019 y 2018. La mejora del segmento de gases líquidos no logra compensar en su totalidad al fuerte retraso tarifario en el transporte de gas y los efectos de la devaluación del peso. Sin embargo, esto significa que hay mucho lugar para una mejora, teniendo en cuenta que se debe esperar el impacto del nuevo cuadro tarifario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Es destacable la performance de los márgenes, tanto operativo como EBITDA, que se mantienen en niveles cercanos al 40% y 50% respectivamente a pesar del fuerte deterioro de márgenes que produce el segmento regulado de transporte.

mill. de USD	2021	2020	Var (%)	2019	Var (%)
Ventas	935	791	18%	1.007	-7%
EBITDA	459	424	8%	486	-6%
Resultado operativo	358	292	22%	410	-13%
Resultado neto	220	47	373%	265	-17%
Margen operativo	38%	37%	136 pb	41%	-238 pb
Márgen EBITDA	49%	54%	-444 pb	48%	81 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Perfil de deuda

TGS posee una deuda financiera total de USD 512 millones. La deuda está denominada 100% en dólares, la cual se corresponde en un 93% a la ON Ley NY clase 2 de 2025. El bono tiene un interés anual de 6,75% con pagos semestrales y amortiza al vencimiento. La compañía realizó recompras de la ON en 2020 y 2021, por lo que la emisión originaria de USD 500 millones, pasó a tener un circulante de USD 477 millones.

Por su parte, la deuda financiera neta, es decir la deuda menos el efectivo y los activos financieros líquidos que posee la compañía, es de solo USD 120 millones. Contra el cierre de 2020, la deuda neta cayó un 56% principalmente gracias a la importante acumulación de activos financieros. Los activos financieros de la compañía están denominados casi todos en dólares, siendo estos el 82% del total e incluyendo plazos fijos en dólares por USD 219 millones.

El efecto de un mayor EBITDA en suma a la reducción de la deuda neta plasmaron mejoras en las condiciones financieras de la firma. El 30% del EBITDA de TGS resta para pagar la totalidad de su deuda neta. A su vez, el flujo anual del EBITDA podría cubrir hasta casi 12 veces los intereses anuales a pagar. Es notable que, a pesar del atraso tarifario y la devaluación del peso argentino, la compañía pudo mejorar sus ratios y mantenga un nivel de apalancamiento tan bajo. Como mencionamos en el resumen anterior, el segmento más desregulado de gases líquidos es la clave para la protección financiera de TGS.

mill. de USD	2021	2020	Var (%)
Deuda Financiera	512	521	-2%
Caja y equivalentes	43	55	-22%
Activos Financieros	348	189	84%
Deuda Neta	120	277	-56%
EBITDA	459	424	8%
Deuda Neta/EBITDA	0,3	0,7	-0,4
Intereses	39	39	1%
EBITDA/Intereses	11,7	10,9	0,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Para analizar un escenario de mayor estrés financiero vamos a suponer que por regulación los ingresos locales de TGS no podrán ser dolarizados en el mercado de cambios, teniendo que acudir para ello al contado con liquidación (CCL). Asimismo, los activos financieros en pesos y la caja en pesos se deberá también dolarizar al CCL.

Como resultado, la deuda neta pasaría a ser de USD 172 millones, aumentando un 43% principalmente por efecto de una caja del 93% denominada en pesos. Asimismo, por efecto de la brecha del tipo de cambio, el EBITDA pasaría a ser de USD 307 millones, un 33% menor. El escenario de regulación total sobre el dólar llevaría los ratios Deuda Neta/EBITDA al 0,6x y EBITDA/Intereses al 7,8x. La baja deuda, los activos dolarizados y las exportaciones le seguirían dando holgura a TGS para cumplir sus compromisos.

Renta Fija



Fuente: Bloomberg.

La ON opera hoy al 90,5% clean en el exterior, con una TIR del 10,4% y duration de 2,7. El bono se posiciona por debajo de la curva corporativa argentina, siendo uno de los títulos de mayor calidad para su plazo. Desde octubre pasado la ON cayó un 4% principalmente debido a la suba de los rendimientos de los bonos del tesoro americano. De todas formas, es notable lo leve de la baja, considerando que los bonos corporativos emergentes sufrieron caídas en torno al 12%.

Renta Variable



Fuente: Bloomberg.

En lo que respecta a la acción de TGS. El ADR cotiza en la actualidad cerca de los 6 USD. La noticia sobre el ajuste de tarifas fue bien recibida por el mercado. La acción subió 34% desde febrero. De todas formas, debido al cambio brusco de expectativas y sus menores ingresos en dólares, el ADR continua 62% debajo de los valores previos a las Paso 2019. Desde ese momento la acción cotizante en Argentina ha tenido un rendimiento en pesos del 174%, por debajo del índice Merval que alcanzó un rendimiento del 228%.

Perspectivas

El bono se mantiene muy firme, y es indudable que en ello pesa la envidiable posición financiera de TGS. Un rendimiento de 10% en dólares brinda una excelente oportunidad de entrada si tenemos en cuenta la buena relación riesgo retorno en función de los ratios de deuda analizados. Para el ahorrista sería recomendable posicionarse en bonos de TGS a través de Fondos Comunes de Inversión ya que la lámina mínima de negociación es de 150 mil. En esta idea, el bono de TGS es la posición mayoritaria del fondo [CYC Renta Fija Argentina](#) con 15,4% de ponderación.

Por el lado de la renta variable, la acción sigue siendo una excelente opción para aquellos que posicionarse en el mercado local y esperan un cambio de expectativas en el corto plazo. Los resultados de TGS vienen recuperándose a pesar de las dificultades regulatorias. Considerando el contexto global de escasez energética y precios internacionales récord, los negocios de GLP y midstream seguirán sosteniendo los ingresos de la firma. A su vez, el reciente acuerdo del gobierno con el FMI que busca reducir los subsidios energéticos, podría hacer de sostén para evitar mayores retrasos tarifarios en toda la cadena de generación eléctrica. En este sentido, el fondo local [CYC Renta Mixta](#) continua adquiriendo acciones de TGS, siendo su tenencia actual el 7,3% de su portafolio (la tercer mayor tenencia).

Buen fin de semana,

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