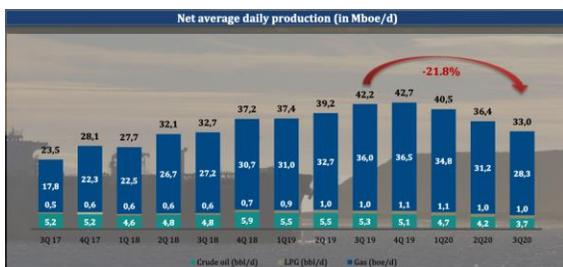


27 de noviembre de 2020

Compañía General de Combustibles

Compañía General de Combustibles (CGC) 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 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 tercer trimestre del 2020 (últimos resultados presentados) la producción total de hidrocarburos alcanzó los 33 mil barriles equivalentes por día (Mboe/d), lo que representó una caída interanual del 21,8%. Como se observa en el gráfico a continuación, luego del incremento consistente de la producción en los últimos años, los últimos tres trimestres presentaron una caída. Este efecto se explicó mayormente por el parate en la producción debido a las restricciones impuestas para enfrentar el covid-19 y la posterior caída de la demanda de gas y el petróleo en todo el mundo que aún no logra reestablecerse.

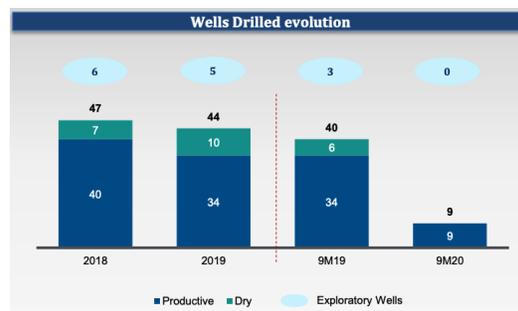


Fuente: Presentación institucional.

De todas formas, a pesar del fuerte cambio contextual en la industria, lo producido en el acumulado de los primeros nueve meses del 2020 significó sólo una merma del 7,5% en relación al mismo periodo del año anterior. Estos valores reflejan el crecimiento productivo que tuvo la

empresa gracias a las exitosas campañas de exploración llevadas adelante los últimos años.

Durante 2020, CGC tuvo que interrumpir sus actividades de perforación el 17/3 cuando las medidas sanitarias de aislamiento y prevención fueron impuestas por el gobierno en la industria. No fue hasta junio cuando la actividad fue declarada esencial, que la compañía pudo regresar a la exploración y perforación. En lo que va del año solo se pudieron realizar 9 perforaciones, comparadas a las 40 realizadas en el mismo periodo del año anterior. A pesar de esto, cabe recordar que durante el 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 alto índice de efectividad con el 83%.



Fuente: Presentación institucional.

Por otro lado, para ganar eficiencia y atacar la estacionalidad, a principios de este año la compañía puso en marcha un sistema de almacenamiento subterráneo de gas natural en su producción de la Cuenca Austral. El sistema permitirá a CGC contener los excedentes de producción en épocas de baja demanda y al mismo tiempo incrementar la producción. El gas producido y no demandado podrá inyectarse en el sistema de almacenaje durante la época de baja demanda interna (verano) y podrá extraerse cuando la demanda sea mayor (invierno). Para los directivos esta nueva infraestructura mejorará la eficiencia del suministro al mercado interno, dando lugar a que se puedan buscar nuevos mercados de exportación.

Por otra parte, podemos observar que a pesar de la caída de la demanda de gas y petróleo en suma a la baja abrupta de los precios internacionales, CGC

presenta un adecuado nivel de solvencia financiera para el repago de sus obligaciones.

Las ventas, medidas al dólar oficial promedio del periodo, alcanzaron los USD 298 millones, un 34% inferior a las obtenidas en los primeros nueve meses del 2019. A pesar de la pronunciada baja, el cierre trimestral mostró signos de recuperación con respecto al trimestre anterior. Las ventas mejoraron 20 puntos porcentuales ya que habían registrado una caída interanual del 54% el cierre del segundo trimestre de este año.

Observando la performance de cada segmento; las ventas de gas totalizaron un 41% y las de crudo (que se exportan casi en su totalidad) fueron de un 10%. Mientras que un 4% correspondieron a ingresos por otros servicios y equipamiento, y el restante 45% fueron cobros por estímulos del Plan de Producción de Gas No Convencional. En comparación a 2019, el segmento que más sufrió la caída fue el petróleo. En el acumulado del tercer trimestre de 2019 había alcanzado un 23% de las ventas totales de la compañía.

En lo que respecta al EBITDA, en los primeros nueve meses de 2020, CGC alcanzó los USD 188 millones, un 33% inferior al del año 2019, manteniendo casi el mismo nivel de caída con respecto al cierre del segundo trimestre de 2020 que había sido del 34%.

CGC (millones USD)	9M20	9M19	Var (%)
Ingresos	298	449	-34%
EBITDA	188	281	-33%
Resultado operativo	37	119	-69%
Resultado neto	-8	29	-128%
Margen operativo	13%	27%	-53%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

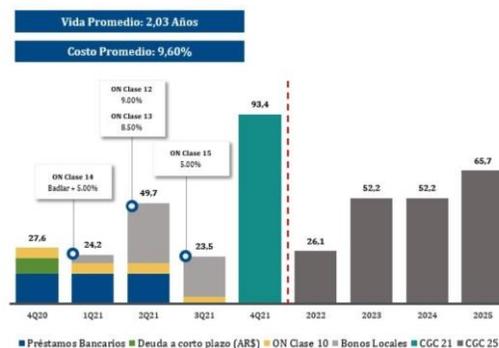
Con respecto al perfil de deuda, la empresa logró reestructurar en septiembre en forma parcial su bono emitido en 2016 (clase A) por USD 300 millones con vencimiento en 2021 e intereses pagaderos semestralmente del 9,5%.

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 estructura sinkable (no bullet) parece adecuada para el contexto argentino donde la acumulación de vencimientos en la misma fecha no es aconsejable. El canje incluyó un pago parcial de los nominales canjeados en efectivo en forma de "endulzante" y el pago de los intereses acumulados impagos desde el último corte de

cupón. La reestructuración logró capturar el 69% del capital de los tenedores, siendo la emisión del nuevo bono por un total de USD 196,2 millones, quedando pendiente de amortización USD 93,4 millones en la serie original con vencimiento en noviembre de 2021. Vale remarcar que el canje fue totalmente voluntario.

Por otro lado, la compañía también posee otras deudas financieras de menor plazo que se rigen bajo legislación local. En marzo de este año emitió tres series de bonos por un total de USD 34,7 millones: las obligaciones negociables clase 12 (USD 15,3 millones USD con vencimiento en junio de 2021 y tasa del 9% con pagos trimestrales), clase 13 en ARS "dollar linked" (ARS 895 millones con vencimiento en junio de 2021 y tasa del 8,5% con pagos trimestrales) y la clase 14 en tasa BADLAR + 5% (ARS 314,6 millones con vencimiento en marzo de 2021 y pagos trimestrales). Adicionalmente, en mayo CGC emitió la obligación negociable clase 15 por ARS 1.352 millones "dollar linked" con vencimiento en agosto de 2021.

A su vez, CGC tiene una ON (clase 10) emitida en 2018 que tiene un valor residual actual de USD 12,6 millones y vencimiento en julio de 2021 pero cuya única fuente de pago son los fondos provenientes de las empresas transportadoras de energía o ventas de las acciones de dichas empresas. La compañía no está obligada a pagar los intereses o amortizaciones si no cuenta con fondos disponibles en el fideicomiso que lo administra. Esta obligación será incluida en los ratios de deuda para ser más conservadores en el análisis. Por el lado de los préstamos bancarios, a cierre del tercer trimestre de 2020, la compañía presentó deudas bancarias por USD 43,8 millones. En resumen, las deudas financieras de la compañía totalizaron a cierre del segundo trimestre del 2020 los USD 400 millones con un costo promedio del 9,6%.



Fuente: Presentación institucional.

La deuda financiera neta al último cierre, deuda menos efectivo de caja y equivalentes, se ubicó en los USD 337 millones. Vale remarcar que las disponibilidades en efectivo de la compañía se encuentran mayormente en el exterior en dólares. La deuda financiera neta representa 1,3 veces el EBITDA, un nivel de apalancamiento tolerable para la empresa. Por otro lado, el EBITDA representa más de 3 veces y medio el pago de intereses anuales. El alto cupón de los bonos emitidos hace que este ratio sea alto para su nivel de apalancamiento. Sin embargo, de recuperar cierta normalidad en la producción y entregas, los ratios debieran mejorar los próximos trimestres.

CGC (millones USD)	9M20	9M19	Var (%)	6M20	Var (%)
Deuda Financiera Total	400	431	-7%	460	-13%
Caja y equivalentes	63	41	54%	113	-44%
Deuda Neta	337	391	-14%	347	-3%
EBITDA (anualizado)	250	374	-33%	238	5%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	1,3	1,04	29%	1,46	-8%
Intereses (anualizado)	67	40	66%	50	34%
EBITDA/Intereses (anualizado)	3,7	9,3	-60%	4,8	-22%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Bond Description		Issuer Information		Identifiers	
12 Addit Info	Name	COMPANIA GENERAL COMBUST	ID Number	Z03100344	
13 Reg/Tax	Industry	Independent (BCLASS)	ISIN	USP3063DAB84	
14 Comments	Security Information		FIGI	BBG003VM2B4	
15 Guarantors	Mkt Iss	EURO-DOLLAR	Bond Ratings	S&P	CCC
16 Bond Ratings	Country	AR	Series	REGS	
17 Identifiers	Rank	Sr Unsecured	Currency	USD	
18 Exchanges	Coupon	9,500000	Type	Fixed	
19 Inv Parties	Day Count	ISMA-30/360	Iss Price		
20 Fees, Restrict	Maturity	03/08/2025			
21 Schedules	Day Cnt	ISMA-30/360	Iss Price		
22 Coupons	Iss Spred				
23 Quot Links	MAKE WHOLE @50.000000 until 03/08/25/SINKAL				
24 ALLG Pricing	Calc Type	(77)PRO-RATA-PAR SINKS			
25 ORD Of Receipt	Pricing Date	08/06/2020	Aggregated Amount	196,110,000 (M)	
26 DR Trade Hist	Interest Accrual Date	09/08/2020	USD	196,110,000 (M)	
27 CACS Corp Action	1st Settle Date	09/08/2020	USD	196,110,000 (M)	
28 CF Projection	1st Coupon Date	03/08/2021	Par Amount	1,000,000	
29 CN Sec Name	Reporting		Book Runner		
30 HDS Holders	Reporting		Reporting	TRACE	
31 Bond Bond	ISS'D IN EXCHANGE OF CUSIPs 204480A8 AND P3063DA0.				

Fuente: Bloomberg.

Resumen de emisión y flujo de fondos c/100 VNs:

- ISIN: USP3063DAB84
- Moneda: Dólar estadounidense
- Total emitido: 196.110.000 USD
- Fecha de vencimiento: 08/03/2025
- Tasa: 9,5% - Pagos: Semestrales
- Amortización: semestrales 13,3% y última 33,5%
- Mínimo: 1.000 VNs - Incremental: 1.000 VNs
- Calificación de Riesgo: S&P CCC

Fecha	Cupón	Amort.	Flujo
08/03/2021	4,7500		\$ 4,75
08/09/2021	4,7500		\$ 4,75
08/03/2022	4,7500		\$ 4,75
08/09/2022	4,7500	13,30	\$ 18,05
08/03/2023	4,7500	13,30	\$ 17,42
08/09/2023	4,7500	13,30	\$ 16,79
08/03/2024	4,7500	13,30	\$ 16,15
08/09/2024	4,7500	13,30	\$ 15,52
08/03/2025	4,7500	33,50	\$ 35,09
			\$ 133,27

Fuente: Elaboración propia en base al prospecto

A la salida al mercado internacional del bono con vencimiento 2025 operó entre los 70/80% de paridad. Sin embargo, durante los primeros días de noviembre las paridades no escaparon a la influencia de la suba del riesgo país y la incertidumbre del contexto argentino. Esto se dio cuando se obtuvo media sanción al presupuesto 2021, momento el cual el poder legislativo decidió eliminar el texto completo del artículo 92 que reconocía una deuda importante del Estado con compañías petroleras. La determinación terminó afectado el precio de los bonos emitidos por todas las empresas del sector. En las últimas ruedas el precio mostró signos de recuperación y cotiza (clean en el exterior) entre los 70/75% de paridad, con rendimientos anuales superiores al 18,5%.



Fuente: Bloomberg.

El primer riesgo del bono naturalmente está relacionado con el precio del crudo y el gas, que tarde o temprano terminan definiendo los ingresos de la compañía y por ende su capacidad de pago. Lo positivo es que el precio del gas a nivel global mostró un importante sostén en las cotizaciones durante todo el año.

Otro riesgo a tener en cuenta, y a nuestro juicio el principal, es el marco regulatorio en el que opera la compañía, principalmente en relación a los incentivos que se presentan en el nuevo Plan Gas que tiene en vista instrumentar el gobierno y en 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.

Con respecto al Plan Gas, las condiciones a priori lucen favorables para el sector. A continuación se indican los puntos más importantes en base al reporte semanal de Latin Energy Group ([ver acá](#)).

Habilita a los productores a comprometer hasta el 70% de su producción en la demanda prioritaria y CAMMESA.



El 30% del volumen restante se comercializará en el mercado no regulado (Industrias).



Se licitan 70 millones de m³/d de gas que entran en el bloque base de 4 años.

Esto define un volumen mínimo a inyectar de 100 MM de m³/d, a partir de mayo de 2021.



Cada productor oferta un precio único que será el que percibirá a lo largo de los 4 años

Se ha fijado precio máximo de 3,7 USD/MMBTU en NGN para los 4 años.

Factor de corrección:
-verano: 1,25
-invierno: 0,82

Volumenes adicionales de invierno tendrán un factor de ajuste de 1.3



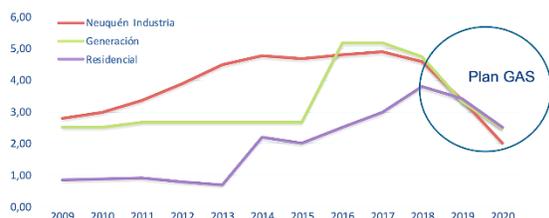
El orden de mérito resultante de la licitación define:

- (i) el ingreso en el bloque al precio ofertado;
- (ii) el orden en el que se corta la inyección ante excedentes de oferta en periodos de baja demanda
- (iii) la prioridad para exportar (de acuerdo al volumen a contratar con CAMMESA).



Fuente: Latin Energy Group

Evolucion Precios Gas Natural USD/MMBTU



Fuente: Latin Energy Group

En relación a la capacidad de pago o refinanciación de la deuda, considerando la buena solidez y el reciente canje, CGC muestra un perfil de deuda ordenado que no debería afectar las cotizaciones por riesgos de insolvencia en el corto plazo.

Mencionados estos riesgos, CGC 2025 es un crédito interesante a nivel local considerando las paridades actuales y los atractivos cupones que posee. Si bien su dependencia con el Plan Gas es su principal debilidad, considerando la poca fortaleza institucional existente en Argentina, comparando el precio del bono con otras empresas del sector el mismo ya parece descontar esta fragilidad.

Buen fin de semana.

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