

5 de enero de 2024

Compañía General de Combustibles

Desde 1920 la empresa argentina Compañía General de Combustibles (CGC) se dedica al desarrollo, producción y exploración de gas natural, petróleo crudo y GLP (*upstream*) y, en menor medida, al transporte de gas (*midstream*). Las actividades de upstream las realiza mayormente en forma individual, mientras que el transporte de gas lo efectúa a través de compañías asociadas.

La petrolera tiene actividad de exploración y explotación en los yacimientos de petróleo y gas de las cuencas Austral, Noroeste, Golfo San Jorge y Cuyana de nuestro país, siendo el principal operador de la cuenca Austral. CGC cuenta con plazos de concesiones promedio hasta 2035. A su vez, la firma posee participación en Termap, empresa operadora de puertos en Comodoro Rivadavia y Caleta Olivia. En lo que respecta al midstream, CGC participa en el 40% del gas natural transportado en Argentina por medio de su participación indirecta del 28,23% en TGN a través de Gasinvest, compañía que posee en partes iguales con Tecpetrol. Asimismo, el grupo es dueño del 43,5% de Gasandes Argentina, del 43,5% de Gasandes Chile, y del 15,8% de Transportadora de Gas del Mercosur (TGM).

En el año 2014, el grupo Corporación América de Eduardo Eurnekian (CAAP) adquirió el 70% de las acciones de CGC través de Latin Exploration SLU, mientras que el restante 30% quedó en posesión de otro holding argentino, Comercial del Plata (COME). CGC cierra su ejercicio en diciembre de cada año, siendo el tercer trimestre de 2023 sus últimos resultados presentados.

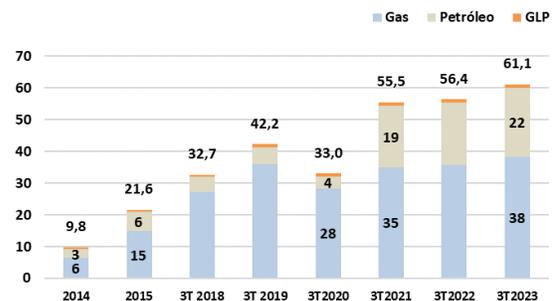
Producción

La empresa alcanzó en el 3T23 una producción total de 61,1 mil barriles de hidrocarburos diarios (Mboe/d). Esto representa un aumento interanual

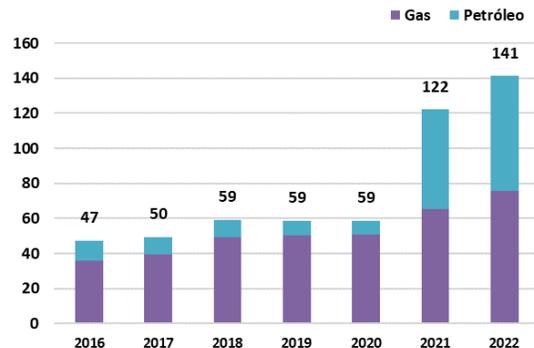
del 8%, alcanzando un nuevo récord histórico para la firma.

La empresa viene desarrollando un ambicioso plan de expansión en los últimos años. La compra de mayor peso más reciente, a mediados de 2021, fue Sinopec (actualmente CGC Energía). La adquisición implicó la producción consolidada de más de 60 Mboe/d y duplicó las reservas probadas a más de 140 MMboe.

Prod. promedio neta (en Mboe/d)



Reservas Probadas (en MMboe)



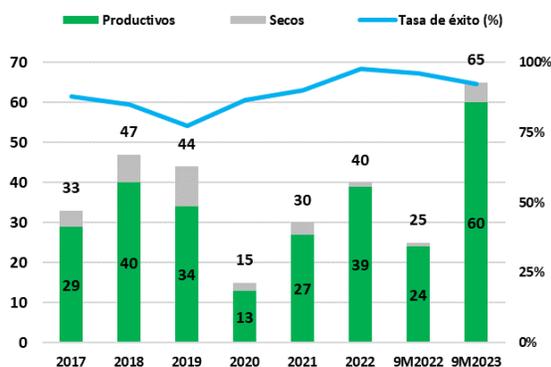
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En el 3T23 el gas significó el 63% del total producido, el crudo el 35% y el GLP el 2%. La puesta en marcha de Sinopec viene equilibrando la relación de producción entre el petróleo y el gas. La producción de crudo ya aumentó más de 4 veces, generando mayor diversificación y cobertura contra los riesgos de mercado y regulatorios del gas.

Como mencionamos en *Resúmenes* anteriores ([ver](#)), la compañía busca diferenciarse de sus competidores expandiendo su desarrollo en las

provincias argentinas más australes. En este sentido, en 2022, CGC inició la exploración offshore a través de un acuerdo con la estatal noruega Equinor. Adquirió el 25% de participación en dos permisos de exploración atractivos con alto potencial ubicados al este de Tierra del Fuego. En 2023, junto a YPF perforó el primer pozo de la formación shale de Palermo Aike (el segundo play no convencional más importante de Argentina). En los primeros 9 meses del año, la compañía perforó nada menos que 65 pozos (12 exploratorios), de los cuales 60 fueron productivos y un 57% correspondieron a explotación de gas natural.

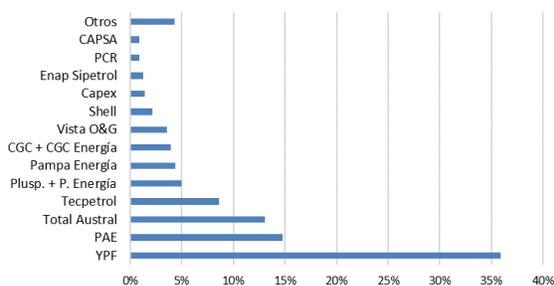
Campañas de Perforación (pozos)



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

Tras diez años de fuertes inversiones de capital, CGC logró un notable reposicionamiento de mercado pasando de la cuadragésima posición a ser la sexta compañía con mayor volumen productivo de hidrocarburos de la Argentina en 2021. En 2023 mantuvo su posicionamiento dentro del top 10, siendo la sexta compañía no estatal con una participación del 3,9% del market share, aportación similar a la de Pampa Energía y Vista Oil & Gas.

Participación Mercado Oil & Gas 2023 (Boe)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía.

Ventas y resultados

Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada. Asimismo, debido a la naturaleza de su negocio atado al mercado internacional, la participación de sus exportaciones y para facilitar su comparación en el tiempo, las ventas y resultados se plasmarán en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre que se corresponda a cada periodo.

Las ventas a los 9 meses acumulados del ejercicio 2023 alcanzaron los USD 1.036 millones, esto significó un aumento del 35% respecto al mismo periodo del año anterior y 112% respecto de 2021. El gran crecimiento se explicó principalmente por el inicio de la consolidación de resultados de CGC Energía a partir del 3er trimestre de 2021.

En este sentido, observando la performance de cada segmento, las ventas de petróleo (Crudo + GLP) representaron el 56% de los ingresos alcanzando los USD 584 millones un 17% más que en los 9 meses de 2022. Dicho segmento se benefició de precios internacionales estables a lo largo de 2023 y por encima de los USD 80 tanto del Brent como del WTI.

Los ingresos por venta de gas representaron el 40%, unos USD 415 millones, lo que significó un 83% más que en 2022. La gran diferencia radica en que tras la finalización de la Resolución 46 del Plan Gas a finales de 2021, en diciembre de 2022, CGC obtuvo la extensión hasta 2028 de los contratos originales de la Ronda 5.1 del Plan GasAR con un nuevo precio de 3,45 USD/MMBTU. A su vez, CGC participó de la Ronda 5.2 de licitaciones por un volumen de producción incremental, devengando un precio adicional de 9,50 USD/MMBTU.

CGC (millones USD)	9M22	% Part.	9M23	% Part.	Var. USD (%)	Var. Part. (pb)
Entregas de crudo	584	56%	501	65%	17%	-881
Gas	415	40%	227	30%	83%	1.049
Servicios y otros	24	2%	29	4%	-15%	-138
Incentivos	13	1,2%	12	1,5%	8%	-30
Total	1036	100%	769	100%	35%	0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Por otro lado, vale remarcar la mejora del EBITDA ajustado en los nueve meses acumulados de 2023, que alcanzó los USD 326 millones y se expandió un 33% al respecto de 2022. Por otro lado, hubo un fuerte incremento de los costos de ventas en comparación a periodos anteriores. Los mayores costos hicieron caer fuertemente los márgenes de la compañía. Como contrapartida, la compañía continúa incrementando sus inventarios que alcanzaron los USD 113 millones, un 63% más que el mismo cierre de 2022 y 133% más que 2021.

CGC (millones USD)	9M23	9M22	Var (%)	9M21	Var (%)
Ventas	1.036	769	35%	488	112%
Costo de Ventas	849	601	41%	274	210%
Resultado Bruto	187	168	11%	214	-12%
EBITDA Ajustado	326	245	33%	274	19%
Resultado Operativo	77	99	-22%	171	-55%
Margen Bruto	18%	22%	-379 pb	44%	-2575 pb
Margen EBITDA	31%	32%	-44 pb	56%	-2464 pb
Margen Operativo	7%	13%	-544 pb	35%	-2772 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Perfil de Deuda

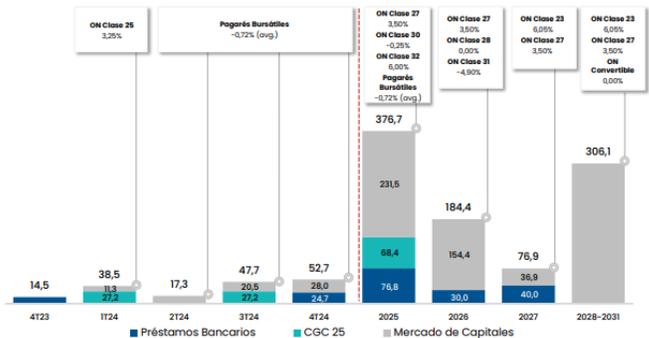
En el último año, CGC accedió al mercado de capitales por aproximadamente USD 770 millones colocando mayoritariamente deuda ajustada por tipo de cambio con un vencimiento promedio a 30 meses y una tasa promedio de solo el 1.10%. La deuda financiera total alcanzó los USD 1.115 millones, lo que significó un aumento de 56% al respecto del cierre 3T22. Esto modificó completamente su perfil de deuda que, al cierre de los últimos resultados contables, se conformó de la siguiente manera: 83% en Obligaciones Negociables (ONs) y pagarés bursátiles, 13% en préstamos bancarios y un 2% en deudas con partes relacionadas.

A su vez, en el pasado mes de julio, tras un acuerdo privado con Dow Chemical Company, CGC suscribió ONs convertibles en acciones por un monto de capital de USD 200 millones. La suscripción le permitió a CGC rescatar anticipadamente deuda dólar linked del mercado. De este modo, del total de la deuda, el 62% se corresponde a ONs dólar linked; el 11% a la ON hard dólar clase 17 Ley New York con vencimiento en 2025; un 9% en ONs Ley

Argentina pagaderos en moneda dura y el restante 18% a préstamos bancarios e intercompany.

Por la deuda financiera, la empresa deberá pagar aproximadamente USD 35,6 millones anuales de intereses. Debido a la gran oportunidad que presentó el mercado local para la emisión de dólar linked y el notable acceso al mercado de la compañía, el costo de financiamiento disminuyó a aproximadamente el 3,2% anual. Una tasa muy baja por el efecto de las emisiones dólar linked. Del total, el 49% de la deuda financiera vence en menos de dos años, mientras que el restante 51% se distribuye hasta el año 2031, lo que arroja un promedio de vida de 2,7 años.

Perfil de deuda al 31 de Octubre de 2023



Fuente: Presentación institucional.

La caja y equivalentes de CGC totalizó los USD 147 millones, siendo el 74% denominado en dólares. Por su parte, los activos financieros están totalmente denominados en dólares, se valúan a su valor razonable y alcanzaron los USD 150 millones (compuesto por acciones con cotización y títulos de deuda soberanos). De este modo, la liquidez de la compañía ascendió a los USD 297 millones, una reducción (+del 12% al respecto del año anterior).

En consecuencia, si consideramos la deuda financiera neta (deuda total menos el efectivo y activos financieros líquidos) la misma ronda los USD 818 millones. Lo que representa un aumento del 62%. A estos niveles el endeudamiento representa 1.9 veces el EBITDA (*net leverage*) acumulado de los últimos 12 meses y 12.2 veces el pago de intereses anuales (*interest coverage*).

CGC (millones USD)	3T23	3T22	Var (%)	3T21	Var (%)
Deuda Total	1.115	714	56%	592	88%
Caja y equivalentes	147	205	-28%	330	-55%
Inversiones	150	5	3228%	8	1762%
Deuda Neta	818	505	62%	255	221%
EBITDA (anualizado)	435	327	33%	365	19%
Deuda Neta/EBITDA	1,9	1,5	22%	0,7	169%
Intereses (anualizado)	36	35	3%	40	-11%
EBITDA /Intereses	12,2	9,5	29%	9,2	33%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Obligación Negociable Ley NY

El bono tiene un cupón de interés anual de 9,5% y paga intereses semestralmente en los meses de marzo y septiembre. El título comenzó a amortizar en septiembre de 2022, y su valor residual actual es del 60,1%. Le restan 2 cuotas semestrales de 13,3% y una 1 cuota a vencimiento del 33,5% en marzo 2025, por lo que su duration se reduce a tan sólo 0,8 años.

La ON cotiza hoy en el exterior a valor clean (sin intereses corridos y sin considerar la amortización) cercano al 101% con una TIR del 8.2%. Tiene mínimo de 1.000 nominales.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Hace más de diez años que la compañía invierte fuerte en el sector energético y en los últimos años el contexto global viró a una mayor demanda de combustibles fósiles. Sumado a ello, el reposicionamiento del país como principal jugador en este mercado y su potencial apertura, le dan a CGC el momento y la oportunidad para explotar sus capacidades adquiridas tanto en producción, explotación y reservas, como en transporte y exportación de gas y petróleo a países vecinos.

CGC 2025 es un bono con buen rendimiento, corta duration y atractivo esquema de amortización para sumar a una cartera. La caída de los márgenes operativos en suma al aumento de la deuda y la disminución de la caja elevaron sus ratios de apalancamiento. De todas formas, considerando que la empresa está en expansión, CGC mantiene una posición financiera controlable.

Como venimos mencionando, los corporativos argentinos que cotizan en el mercado internacional comprimieron fuertemente en relación a comparables de la región, pero todavía hay nombres atractivos. CGC es uno de ellos. Por esta razón, en nuestros fondos seguimos manteniendo una importante posición en la ON con legislación New York.

Buen fin de semana.

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