

22 de enero de 2021

Tecpetrol S.A.

Tecpetrol es una compañía petrolera fundada en 1988 que realiza actividades de exploración de petróleo y gas. Sus áreas incluyen plantas e instalaciones para la recuperación, acondicionamiento y procesamiento de gas y generación de energía. A su vez, la compañía se expandió hacia actividades de transporte y distribución de hidrocarburos y ha desarrollado diversos proyectos de integración energética en Ecuador, México, Colombia, Bolivia, Perú y Venezuela.

En Argentina, posee una importante presencia en Vaca Muerta a través de las concesiones de explotación no convencional en las áreas Fortín de Piedra y Punta Senillosa, las cuales fueron otorgadas en julio de 2016 por un período de 35 años. Adicionalmente, participa en áreas hidrocarburíferas convencionales en las cuencas Neuquina, Noroeste y Golfo San Jorge a través de operaciones conjuntas y posee la totalidad de los derechos de explotación sobre el área Los Bastos ubicada en la provincia del Neuquén.

En 2018, obtuvo la totalidad de un permiso de exploración y explotación del área Gran Bajo Oriental, en Santa Cruz, por un período de tres años, con posibilidad de prórroga. Y en 2019, se le adjudicó a un consorcio, del cual Tecpetrol participa en un 10%, la exploración de la cuenca marina de Malvinas a 100 Km de Tierra del Fuego. También posee participaciones en Transportadora de Gas del Norte (TGN), Transportadora de Gas del Mercosur (TGM) y Litoral Gas.

En síntesis, cuenta con más de 760 pozos en producción, 6.400 empleados y contratistas, 170.000 bdp/día, equivalente al 13% del gas de la Argentina, 9.000 Km de gasoductos operados y 180.000 acres en Vaca Muerta.

En la actualidad Tecpetrol es controlada por Tecpetrol Internacional S.L. con un 96% de la

participación sobre el patrimonio y un 98% de los votos, la cual pertenece en última instancia al Grupo Techint. Los ejecutivos que encabezan la compañía y sus equipos son profesionales que poseen vasta experiencia en la industria de petróleo y gas. La espalda financiera del Grupo Techint es quizás el principal atractivo del bono Tecpetrol 2022.

Al cierre del último balance, Tecpetrol informó que posee reservas de petróleo crudo probadas desarrolladas por 2,95 millones de metros cúbicos y no desarrolladas por 4,78 millones de metros cúbicos, como también reservas de gas natural probadas por 13.780 millones de metros cúbicos y no desarrolladas por 50.620 millones de metros cúbicos. Están representan casi la mitad de las reservas de Tecpetrol internacional S.L.

Resultados

Como en la mayoría de las compañías del sector, Tecpetrol registró una merma en su producción total debido los impactos que generó la pandemia. En el tercer trimestre de 2020, a pesar de mostrar una recuperación de la producción del 19% respecto al trimestre anterior, la producción de gas y petróleo alcanzó los 1.436 Mm³, un 12% menos que el mismo trimestre de 2019. Este último registro representó una caída del 18% si se compara la producción de los primeros nueve meses de 2020 contra los primeros nueve meses de 2019.

Tecpetrol	3T20	3T19	Var (%)
Producción (Mm ³ Equivalentes)*	1.436	1.633	-12%

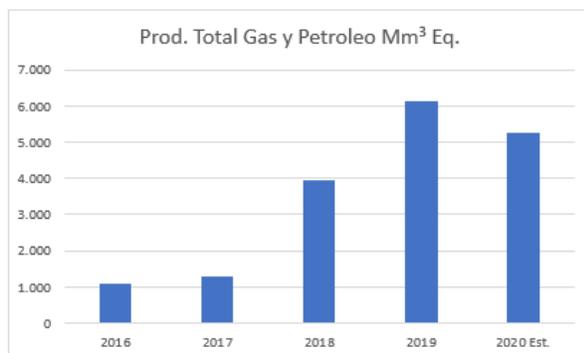
* 1.000 m³ de gas = 1 m³ de petróleo

Tecpetrol	9M20	9M19	Var (%)
Producción (Mm ³ Equivalentes)*	3.941	4.832	-18%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Si observamos la producción anual histórica (suponiendo una producción del cuarto trimestre igual al trimestre anterior) la producción anual se mantendría en niveles superiores a la alcanzada en 2018. Esto se

debe la fuerte inversión que realizó la compañía en el área de Vaca Muerta en los años recientes, que le permitió expandir sus fronteras de producción.



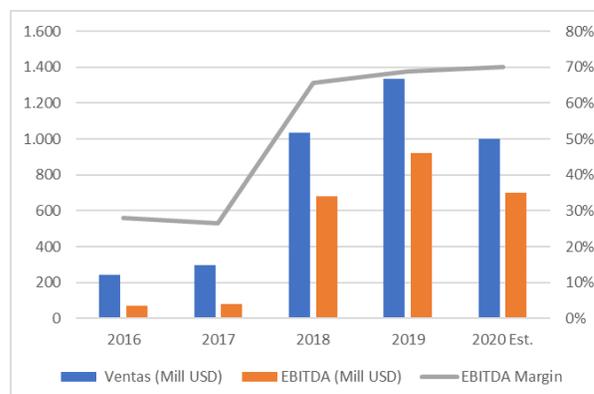
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Por otra parte, al cierre del tercer trimestre de 2020, las ventas (medidas en el dólar oficial promedio del periodo) acumuladas del año muestran una caída interanual del 26%. Asimismo, se puede observar que la compañía ha acompañado la disminución de la producción y las ventas con un importante recorte en los costos, lo que permitió prácticamente mantener el margen EBITDA.

En lo que respecta al EBITDA, en los primeros nueve meses del año Tecpetrol alcanzó los USD 549 millones, un 26% menos que en el mismo periodo de 2019. La empresa registró una contracción del resultado operativo del 47% (9M2020 vs 9M2019). Esta caída se explica en parte importante por los cargos por desvalorizaciones de propiedades, planta y equipos, los costos exploratorios y al incremento en el cargo de la previsión para créditos incobrables.

Tecpetrol (mill. USD) - TC MULC	3T20	3T19	Var (%)	9M20	9M19	Var (%)
Ingresos	291	364	-20%	782	1062	-26%
Costos	-161	-207	-22%	-493	-631	-22%
EBITDA	211	263	-19%	549	738	-26%
Resultado operativo	91	126	-28%	185	347	-47%
Margen operativo	31%	35%	-9%	24%	33%	-28%
EBITDA Margin	73%	72%	1%	70%	69%	1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

En la misma línea, la compañía cuenta con una muy buena salud financiera. En tal sentido, conforme transcurrieron los últimos trimestres la empresa incrementó su liquidez. El gran aumento de liquidez viene de la mano de una fuerte reducción en las actividades de inversión como la inmensa mayoría de petroleras a nivel global. Por lo que desprende de Balance, llamativamente la empresa mantiene la liquidez en moneda local, cerca de \$13.000 millones.

Con respecto al perfil de deuda, en el análisis excluimos un préstamo por USD 480 millones que posee la compañía con su controlante del exterior, el cual fue prorrogado reiteradas veces debido a la actual coyuntura cambiaria local. La empresa tiene sólo una Obligación Negociable en moneda dura por USD 500 millones con vencimiento en 2022, que constituye su principal pasivo financiero.

En conjunto, el resistente EBITDA y la abundante liquidez obtenida principalmente por una gran desaceleración en la inversión, dan como resultado un apalancamiento neto de 0.5 (deuda financiera neta representa la mitad del EBITDA), mostrando buenos niveles de solvencia. Asimismo, la compañía muestra una cobertura de intereses (EBITDA/Intereses) de 4.5 veces, lo que representa una alta cobertura.

Tecpetrol (mill. USD) - TC MULC	3T20	3T19	Var (%)	2T20	Var (%)
Deuda Financiera Total	574	498	15%	590	-3%
Caja y equivalentes	172	92	87%	102	68%
Deuda Neta	402	406	-1%	488	-18%
EBITDA (LTM)	742	984	-25%	794	-6%
Apalancamiento Neto (LTM)	0,5	0,4	31%	0,6	-12%
Intereses (LTM)	164	180	-9%	271	-39%
Cobertura de Intereses (LTM)	4,5	5,5	-17%	2,9	54%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Como mencionamos, estimamos que la compañía posee su liquidez en moneda local. En un escenario de mayor control cambiario en el cual Tecpetrol deje de acceder al mercado mayorista para el pago de su deuda y deba obtener dólares vía CCL, los ratios de deuda naturalmente se debilitan. La relación Deuda Neta/EBITDA (Apalancamiento Neto) pasa a niveles cercanos a 1. Mientras que la relación EBITDA/Intereses (Cobertura de intereses) disminuye del 4.5 a niveles más cercanos a 3.1. Vale remarcar que estamos suponiendo el peor escenario.

Bond Description		Issuer Information		Identifiers	
13 Bond Info	Name	TECPETROL S.A.	ID Number	AQ3161298	
13 Bond Info	Industry	Independent (BCLASS)	ISIN	USP90187AE86	
13 Bond Info	Security Information		FIGI	BG000JF6HGJ4	
13 Bond Info	Country	AR	Currency	USD	Caol
13 Bond Info	Rank	Sr Unsecured	Series	REG5	Fitch
13 Bond Info	Coupon	4.875000	Type	Fixed	Composite
13 Bond Info	Can Freq	S/A			B
13 Bond Info	Day Cnt	ISMA-30/360	Iss Price	100.00000	
13 Bond Info	Maturity	12/12/2022			
13 Bond Info	MAKE WHOLE	650,000000 until 12/12/20/ CALL ...			
13 Bond Info	Iss Yield	4.875			
13 Bond Info	Calc Type	(1)STREET CONVENTION			
13 Bond Info	Pricing Date	12/05/2017			
13 Bond Info	Interest Accrual Date	12/12/2017			
13 Bond Info	1st Settle Date	12/12/2017			
13 Bond Info	1st Coupon Date	06/12/2018			
13 Bond Info	Aggregated Amount	Issued/Ou			
13 Bond Info	USD	500,000.00 (M)			
13 Bond Info	USD	500,000.00 (M)			
13 Bond Info	Min Piece/Increment	1,000.00 / 1,000.00			
13 Bond Info	Par Amount	1,000			
13 Bond Info	Book Runner	JOINT LEA			
13 Bond Info	Reporting	FR			

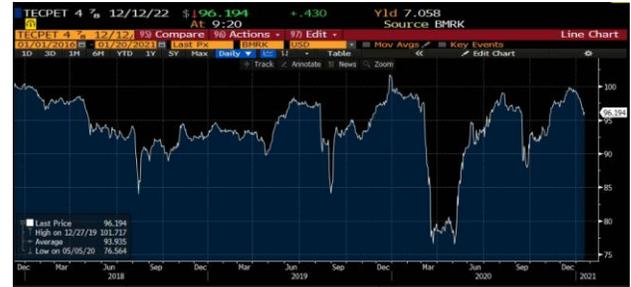
Fuente: Bloomberg

Fecha	Cupón sem	Amortización	Flujo de Fondos
12/06/2021	2,4375%		USD 2,438
12/12/2021	2,4375%		USD 2,438
12/06/2022	2,4375%		USD 2,438
12/12/2022	2,4375%	100%	USD 102,438

Fuente: Elaboración propia en base a datos del prospecto

Su bono internacional con vencimiento en 2022 se recuperó marcadamente luego de la gran crisis. Recordar que la empresa tuvo el impacto de la pandemia sumado a la crisis local de deuda. Desde el lado positivo, el precio del gas a nivel internacional resistió en gran forma en relación al crudo. El bono mostró otra caída cuando se dio media sanción al presupuesto 2021, momento en 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 semanas del año el precio mostró signos de recuperación. Hoy cotiza levemente debajo de la par (clean en el exterior), y dado que es un bono corto, esto deja un rendimiento cercano al 6.5%.



Fuente: Bloomberg

Una cuestión menor es que cerca del 35% de los cobros de la compañía provienen de los subsidios para el estímulo del “Plan de promoción de la producción de gas natural argentino” (Plan Gas), uno de los principales riesgos que se debe tener en cuenta al analizar la compañía, es el marco regulatorio en el que opera ya que depende de dichos incentivos. En este sentido, en diciembre de 2020, la Secretaría de Energía de la Nación mediante la Resolución N° 317/2020, resolvió adjudicar a la sociedad el total de las propuestas presentadas.

A continuación, se resaltan los puntos más importantes en relación a los incentivos que se presentan en el nuevo Plan Gas que el gobierno instrumentó sobre la base del reporte semanal de Latin Energy Group ([ver aquí](#)). El nuevo esquema se traducirá en un menor EBITDA, llevando el apalancamiento neto a niveles cercanos a 2.

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 invertir 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 NQN para los 4 años.

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

Volúmenes 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 períodos de baja demanda
- (iii) la prioridad para exportar (de acuerdo al volumen a contratar con CAMMESA).

Fuente: Latin Energy Group

Bono corto con rendimiento arriba del 6%, algo que cuesta mucho conseguir en el mundo de hoy en el universo de high yields. Si bien la empresa tiene una gran dependencia del Plan Gas y opera en el cambiante contexto institucional de la Argentina, tiene detrás el Grupo Techint. Aunque el bono no está garantizado en sus condiciones de emisión por el Grupo, la gran solvencia, reputación y credibilidad del Techint le brindan un gran respaldo.

Buen fin de semana.

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