

15 de agosto de 2024

Transportadora de Gas del Sur S.A.

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es una destacada compañía argentina del sector energético que ofrece servicios integrados para la industria del gas, siendo la principal empresa de transporte en el país. Sus segmentos se dividen en: Transporte de Gas Natural, Producción y Comercialización de Gases Líquidos (GLP, etano y gasolina natural), y Midstream, junto con otros servicios.

Su sistema de gasoductos troncales conecta yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con distribuidoras de gas, generadoras eléctricas y plantas industriales. En este segmento altamente regulado, la empresa transporta cada año el 60% del gas anual consumido en Argentina a través de más de 9.200 km de gasoductos. TGS es también el segundo procesador de líquidos en el país, con una capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d. La compañía vende localmente y exporta a precios internacionales más de 1,1 millones de toneladas anuales de líquidos. Asimismo, la compañía tiene presencia en Vaca Muerta como Midstreamer, con 182 km de gasoductos y una capacidad de transporte de 60 MM m³/d, además de plantas de tratamiento de gas con una capacidad de acondicionamiento de 14.8 MM m³/d. En este segmento, también realiza la operación y el mantenimiento del gasoducto GPNK.

El controlante de TGS es Compañía de Inversiones de Energía (CIESA), que posee el 51% del capital. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (familia Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño Safra con el 23%. De esta manera, indirectamente, Pampa posee el 25,5% de TGS. El restante capital se divide entre: ANSES con un 24%, libre flotación en los mercados de

Nueva York y Buenos Aires con un 20%, y el restante 5% está en manos de la propia TGS.

Resultados

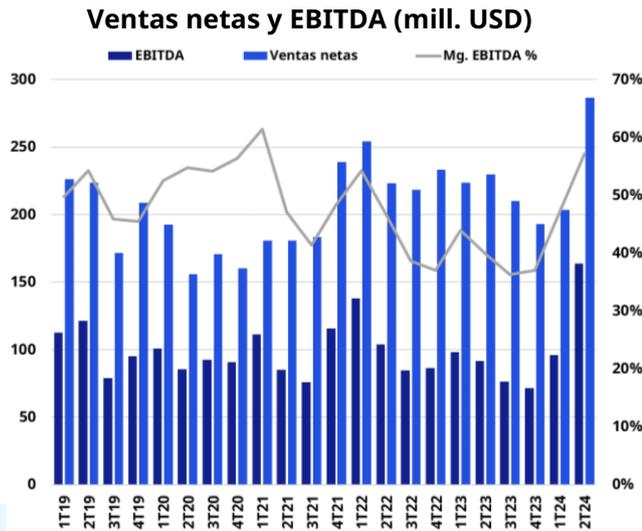
TGS presentó resultados al cierre del 1S24. Debido a que sus pasivos y activos están mayormente dolarizados, observaremos los números dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre, según se corresponda.

En nuestro informe anterior ([ver aquí](#)), habíamos identificado una importante caída del EBITDA y de los márgenes de TGS durante los 9M23. La merma se dió principalmente por la acumulación del atraso tarifario en el transporte de gas y el fuerte impacto de los costos en dólares en todos los segmentos ante la elevada inflación y el fuerte atraso cambiario. La devaluación de diciembre, que licuó los costos en moneda local, en suma a la importante mejora tarifaria en el transporte de gas, y el continuo crecimiento en Midstream permitieron alcanzar resultados muy positivos en lo que va del 2024.

Al cierre del 1S24, las ventas totalizaron los USD 490 millones. Esto significó una mejora del 8% contra el 1S23 y del 3% al respecto del 1S22. Por su parte, el EBITDA tuvo una formidable performance, alcanzando USD 260 millones, un 37% mayor al totalizado en el 1S23 y 7% superior al 1S22. El margen operativo llegó al 52%, nivel que no se observaba desde 2020, y el margen EBITDA alcanzó el 53%, una mejora de más de 1.100pb al respecto del 1S23. Si observamos las operaciones de los últimos 12 meses, la recuperación también es evidente.

mill. de USD	1S24	1S23	Var (%)	12M	2023	Var (%)
Ventas	490	453	8%	893	856	4%
Resultado Operativo	256	182	41%	397	323	23%
EBITDA	260	190	37%	408	338	21%
Margen Operativo	52%	40%	1213 pb	44%	38%	676 pb
Margen EBITDA	53%	42%	1115 pb	46%	39%	621 pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Análisis por segmentos

Transporte de Gas Natural. En el acumulado al 1S24, el segmento reportó USD 148 millones en ventas, lo que implicó una mejora nada menos que del 50% con respecto al 1S23. Al contrario de lo que veníamos comentando en cierres anteriores, gracias a la política de sinceramiento tarifario de la nueva administración, el transporte de gas retomó el sendero de la normalización, abandonando las pérdidas operativas que observamos en 2023. Las ventas del segmento totalizaron el 30% del total de TGS vs. 22% del 1S22. El transporte aún tiene espacio de mejora, si nos retrotraemos al ejercicio 2019, las ventas anuales del segmento alcanzaron los USD 386 millones.

A partir de abril, ENARGAS otorgó un aumento del 675%. La nueva tarifa iba a ser ajustada mensualmente a partir de mayo según la evolución de un índice compuesto por salarios e inflación, sin embargo, la fórmula fue suspendida. En su lugar, el gobierno aprobó un nuevo aumento del 4% a partir de agosto y tiene pendiente definir un nuevo índice de ajuste en base a la inflación esperada. Para inicios del año próximo, el gobierno se comprometió a completar el proceso de Revisión Tarifaria

Integral (RTI), para establecer un programa tarifario de largo plazo con las empresas.

La mejora del segmento se evidenció notablemente en el EBITDA, que repuntó un 115% en USD al respecto del 1S23, y ya representa el 32% del EBITDA total de TGS (habiendo sido solo el 16% en el ejercicio 2023). Asimismo, el margen EBITDA pasó del 39% al 56% en tan solo un año. Es esperable que de continuar la política tarifaria de actualizaciones, TGS incremente aún más los márgenes del segmento. En términos de productividad, la capacidad en firme contratada se mantuvo estable en los 83,2 Mm3/d en el 1S24, mientras que el promedio de entregas diarias aumentó a 67,6 Mm3/d desde los 63,4 Mm3/d del 1S23.

Para acompañar su plan de inversiones, en septiembre de 2023, TGS solicitó la extensión de su licencia de transporte hasta el 2037 al ENARGAS. En junio pasado, el regulador emitió un informe indicando el total cumplimiento de las obligaciones de TGS. Se espera que realizada una nueva audiencia pública en los próximos meses el poder ejecutivo decrete la extensión de la prórroga. En este contexto, y bajo el marco del Régimen de Incentivo a Grandes Inversiones (RIGI), TGS presentó un nuevo plan de inversiones de USD 700 millones para ampliar su sistema de transporte actual. La obra permitiría incrementar los volúmenes transportados para sustituir, durante la época invernal, las importaciones de gas y líquidos. La producción incremental se calcula en 14 Mmm3/d para el invierno de 2026.

Producción y Comercialización de Gases Líquidos. Las ventas al 1S24 llegaron a los USD 250 millones. Esta fueron 12% menores a las del 1S23. A diferencia de periodos anteriores, donde observamos récord de producción y ventas, la recesión de la economía local repercutió negativamente en la comercialización de líquidos. Las toneladas vendidas localmente

(58% del total) disminuyeron un 18% al respecto del año anterior. Por su parte, el volumen de exportaciones (42% del total) mejoró un 2%, principalmente gracias al aumento del butano exportado en un 42%. En suma, las toneladas vendidas disminuyeron un 10% al respecto del año anterior. Asimismo, los precios no ayudaron a compensar la merma en cantidades.

En el 1S24 los líquidos disminuyeron su representación, siendo el 51% de las ventas totales. El 49% de las ventas de líquidos fueron exportaciones (25% de todo TGS), siendo el único segmento que brinda ingresos en divisas para la compañía. En propano y butano TGS debe primeramente abastecer al mercado local, pero una vez completado el cupo, puede compensar ventas locales con exportaciones según conveniencia de precio.

Ventas en toneladas de gases líquidos



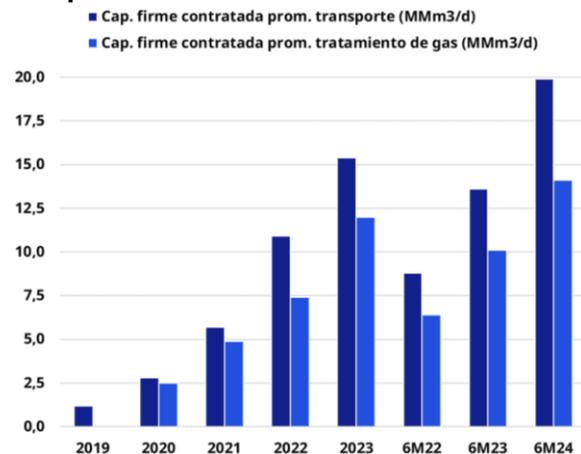
Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Ahora bien, al observar el EBITDA del segmento, el menor costo del gas natural adquirido para la producción de líquidos aminoró el costo de producción. En un negocio de márgenes más bajos, la baja del gas provocó una mejora en el EBITDA del 8% al respecto del año anterior, llegando a los 115 USD millones. De igual forma, el margen EBITDA paso del 37% en el 1S23 al 46%. Sin embargo, por la peor performance comparable, la contribución de los líquidos al EBITDA total de TGS disminuyó del 56% al 44% en el mismo periodo.

Midstream. TGS sigue acompañando el crecimiento productivo de Vaca Muerta. Durante el 2023 la capacidad de tratamiento de gas de la planta de Tratayén se expandió a los 14,8 MMm3/d. A su vez, la empresa extendió hasta los 182 km su red de gasoductos en la cuenca neuquina totalizando una capacidad de transporte de 60 MMm3/d. Con este impulso, TGS acordó nuevos contratos de servicios de transporte y tratamiento de gas y volvió a superar su nivel de ventas. En el 1S24 los ingresos totalizaron los USD 89 millones, un incremento del 33% al respecto del 1S23 (siendo el 18% de las ventas totales de TGS).

Tal cual venimos observando, la maduración de las inversiones han ido mejorando los resultados operativos del segmento. Al 1S24 el EBITDA totalizó los 63 USD millones, 38% más que el mismo período del año anterior, siendo el 24% del total de TGS con un elevado margen del 70%.

Capacidad en firme contratada Midstream



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

TGS avanza con su inversión de USD 320 millones para la instalación de dos nuevos módulos en Tratayén que espera poner en marcha durante el 2S24. Como resultado, la compañía casi duplicaría su capacidad de tratamiento, llegando a los 28 MMm3/d, con 13,2 MMm3/d convertibles para extraer GLP. Asimismo, en julio de 2023, TGS inició la operación del GPNK en el tramo Tratayén-

Salliqueló de 573 km. Desde diciembre pasado la empresa también sumó a sus servicios al tramo Mercedes-Cardales, gasoducto de 80 km complementario al GPNK.

Perfil de deuda

Al 1S24 TGS informó una deuda financiera de USD 561 millones, un 6% mayor a la reportada al 1S23. Denominada 100% en dólares y compuesta en un 85% por la Obligación Negociable (ON) Ley NY a 2025, un 12% en préstamos bancarios y un 3% en leasings. Días después del cierre del 1S24, TGS ofreció el rescate anticipado de su ON 2025. Con una participación del 64%, la compañía procedió luego a rescatar los restantes USD 171 millones en circulación, cancelando totalmente la deuda. Para hacer frente a este pago, la empresa emitió una nueva ON Ley NY con vencimiento en 2031. El título tiene un cupón de 8,5% con pagos semestrales y amortización al vencimiento. El capital emitido resultó en USD 490 millones.

De esta manera, TGS generó un nuevo perfil de deuda, libre de pagos relevantes de capital hasta el 2031. La empresa sólo debe afrontar pagos por USD 76 millones en los próximos 12 meses y de 10 USD millones entre los años 2025-2027. La caja y equivalentes de TGS cerró el 1S24 en USD 42 millones. Fondos mayormente destinados a capital de trabajo, 92% compuesto por FCIs en moneda local. Por su parte, los activos financieros de la compañía se incrementaron al respecto del 1S23 y totalizaron USD 586 millones. Los instrumentos están denominados un 87% en dólares (32% en dólar linked y 55% en hard dollar). La posición de la caja y los activos es destacable, teniendo en cuenta que la empresa realizó inversiones de capital por 128 USD millones durante el 1S24.

La deuda neta volvió a cerrar en forma negativa en USD -53 millones. Al respecto del 1S23, la cobertura del EBITDA sobre intereses mejoró,

gracias al ahorro que significó el rescate anticipado de la ON 2025, con menores intereses a pagar en 2024.

La situación financiera es inmejorable. TGS podría aprovechar un nuevo contexto de baja de los tipos de interés de la Reserva Federal y/o la compresión del riesgo país argentino para financiar sus futuros proyectos de inversión.

mill. de USD	2T24	2T23	Var (%)
Deuda Financiera	576	534	8%
Caja y equivalentes	42	33	27%
Activos Financieros	586	506	16%
Deuda Neta	-53	-5	1045%
EBITDA 12M	408	361	13%
Deuda Neta/EBITDA	-0,1	0,0	-0,1
Intereses anuales	31	38	-17%
EBITDA/Intereses	13,1	9,6	3,5

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

TRAGAS 8 ½ 2031

La ON opera clean cable en torno al 100,75%-101,25% en el exterior, lo que brinda una TIR en torno al 8,3% con una duration modificada de 5,2 años. A diferencia de su antigua emisión a 2025, los títulos a 2031 son accesibles al inversor minorista, ya que tienen mínimo de 10.000 nominales con incrementales de 1.000.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Desde su emisión, el bono ha ido comprimiendo riesgo acompañando la baja de los rendimientos de los Bonos del Tesoro Americano. Observando la curva de corporativos argentinos Ley NY de la parte larga, con los bonos de YPF, Pampa y PAE, TRAGAS 8.5% 2031 se presenta como una de las mejores opciones en relación riesgo/retorno. En este view, nuestros fondos de renta fija en dólares mantienen una alta ponderación del título.

Considerando su deuda neta negativa y su holgada posición financiera es una excelente opción para obtener un rendimiento atractivo a bajo nivel de riesgo. Asimismo, la compañía aún tiene espacio de mejora, en los próximos trimestres los ajustes tarifarios otorgados deberían mejorar los márgenes en el transporte de gas, a su vez que el Midstream seguirá expandiéndose en Vaca Muerta. Ideal para quienes participen en el Régimen de Regularización de Activos y que, con bajo nivel de exposición, busquen recuperar en poco tiempo los costos de participar en el blanqueo.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia

juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho

manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber

ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino

tomasmandino@cucchiara.com.ar