

23 de diciembre de 2025

Compañía General de Combustibles S.A.

CGC S.A. es una empresa dedicada a la exploración y explotación de hidrocarburos, con actividades en 5 cuencas y 160 yacimientos de petróleo y gas. El accionista controlador es Latin Exploration S.L.U, holding controlado en un 70% por Corporación América de Eduardo Eurnekian y un 30% por Sociedad Comercial del Plata.

El grueso de la actividad se concentra en 12 áreas de la Cuenca Austral y representa cerca de dos tercios de la producción total de la empresa. Las 15 áreas que opera en el Golfo San Jorge representan un poco menos de un tercio de la producción total y la mitad de las reservas probadas de la compañía. Sumado a esto, en la Cuenca Cuyana opera 2 áreas y participa en otras 3 áreas a cargo de terceros. Finalmente, en la Cuenca Noroeste la empresa participa con un 5% en Aguarragüe, a cargo de Tecpetrol.

Adicionalmente, desde principios de 2025 CGC también participa en Vaca Muerta como socio no operador, gracias a un acuerdo de farm-in en el área Aguada del Chañar celebrado con YPF. El acuerdo le brinda una participación de 49% y el costo neto para la compañía fue de USD 25 millones. Como parte del acuerdo, CGC tiene el compromiso de solventar el 80,4% de los gastos atribuibles a YPF durante 4 años. Esta nueva operación representa un adicional de 8 Mbbl/d para CGC, hoy un 27% de la producción de petróleo de la empresa.

La adquisición de Aguada del Chañar es muy positiva en términos de eficiencia. El lifting cost estimado para 2026 es de 4 USD/bbl, contra 22 USD/bbl para los pozos del Golfo San Jorge. En el consolidado, la empresa estima para 2026 un descenso en el lifting cost de 16%, a 15 USD/boe, desde los 18 USD/boe actuales.

Sumado al negocio de upstream, la empresa tiene participaciones directas, e indirectas a través del 50% en Gasinvest S.A., en el segmento

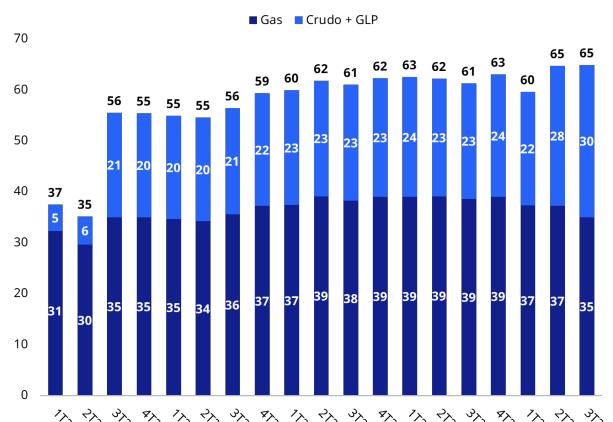
de midstream. Cuenta con una participación de 28% en TGN, 43,5% en Gas Andes y un 15,7% en TGM. Estas participaciones representan un 40% del gas natural transportado en Argentina, y le aportó a CGC cerca de USD 60 millones en dividendos para los nueve meses de 2025.

Producción y Reservas

La empresa tiene un mix de producción balanceado, con una producción de 29 mbbl/d de petróleo/GLP (46% del total) y 36 mboe/d de gas (54 % del total). Previo al ingreso a Vaca Muerta, la producción de petróleo representaba solo un tercio del total.

La producción diaria promedio para los primeros nueve meses del 2025 es un 1,7% mayor al promedio de los nueve meses de 2024. Si bien la producción de petróleo aumentó un 15%, hubo una caída en la producción diaria de gas de 6%.

Producción en Mboe/d



Fuente: Elaboración propia en base estados financieros.

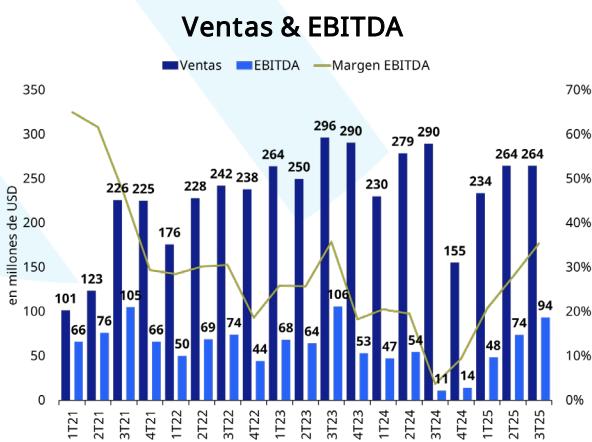
En cuanto a reservas, al cierre anual de 2024 (sin la inclusión de Aguada del Chañar), la empresa informó un total de 207,2 MMboe de reservas 2P (probadas + probables) compuesto en 107,4 MMbbl de petróleo y 99,8 MMboe de gas. El stock de reservas 1P (probadas) es de 157,3 MMboe, el cual aumentó un 2,3% respecto al cierre de 2023. El índice de reposición de reservas informado por la compañía durante el 2024 fue de 170% para el petróleo y 99% para el

gas, mientras que el índice de vida es cercano a 8 años. En comparación, el índice de vida de reservas de Tecpetrol es 14 años, PAE de 19 años y Vista 14 años.

Resultados

Al cierre de los últimos estados financieros (9M2025), las ventas alcanzaron USD 763 millones, un 4,5% menor al mismo periodo del 2024. La producción equivalente de petróleo y gas fue 2.386 Mm3, un 1% mayor respecto a 9M2024, pero con un precio del petróleo (WTI) 14,3% más bajo.

Durante el 2025, la empresa inició un plan de eficiencia operativa, lo que pudo reducir los costos de ventas un 16%. Por otro lado, la baja importante de los costos operativos respecto a los 9M24 se debe a menores gastos de exploración en 2024 por el reconocimiento de pozos no exitosos realizados en Tapi Aike, Estancia Chiripá y Cerro Wenceslao, lo que trajo un aumento considerable en el EBITDA. Adicionalmente, el 2024 incluye una previsión relacionada al pago de CAMMESA con bonos en 2024.



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros.

El EBITDA para el periodo en análisis fue USD 216 millones, un aumento de 92%. Recuperó niveles cercanos a aquellos de la compañía luego de la adquisición de Sinopec en 2021, con márgenes también cercanos al promedio histórico.

CGC. S.A. (Mili. de USD)	9M2025	9M2024	Var %	9M2023	Var %
Ventas	763	798	-4,5%	810	-5,9%
Costo de ventas	-610	-726	-16%	-664	-8,1%
Costos operativos	-91	-173	-48%	-91	-0,7%
EBITDA	216	112	92%	239	-9,6%
Resultado operativo	67	-104	-165%	60	11,7%
Dividendos	59	8	647%	15	289%
Resultado neto	-72	165	-144%	38	-288%
Margen operativo	8,8%	-13,0%	+ 2.180 pbs	7,4%	+ 140 pbs
Margen EBITDA	28,3%	14,1%	+ 1.127 pbs	29,5%	- 120 pbs

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros.

Deuda

Al cierre de los estados contables correspondientes a los primeros nueve meses de 2025, la deuda financiera total ronda los USD 1.269 millones, compuesta en un 68% por obligaciones negociables, un 22% en préstamos y el restante en deuda con partes relacionadas y/o pagarés bursátiles. La caja de la empresa alcanza USD 110 millones, con un EBITDA de los últimos doce meses de USD 230 millones, el apalancamiento neto de la empresa es 5 veces el EBITDA y la cobertura de intereses 2,8x.

Durante los últimos 4 años, la deuda bruta más que se duplicó. La empresa aprovechó a emitir deuda a tasas anormalmente bajas por el cepo, para financiar fuertes gastos de CAPEX específicamente en Palermo Aike, un área con grandes expectativas pero que no brindó incrementos en la producción y el EBITDA. De esta manera, el apalancamiento aumentó considerablemente.

Nosotros estimamos un flujo de dividendos anual de USD 50 millones y ajustando el EBITDA con esto, el apalancamiento neto de la empresa se reduce a 4,1x y la cobertura de intereses aumenta a 3,4x.

CGC. S.A. (Mili. de USD)	9M2025	9M2024	Var %
Deuda total	1.269	1.345	-5,7%
Caja y inversiones financieras	110	172	-36%
Deuda neta	1.159	1.173	-1%
EBITDA LTM	230	166	39%
Apalancamiento neto	5,0	7,1	-29%
Intereses estimados	82	37	120%
EBITDA / Intereses est.	2,8	4,5	-37%

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros.

Sin embargo, para analizar la capacidad de pago de la empresa también es importante tener en cuenta dos factores. El primero es la posibilidad de mayores aportes de capital de Corporación América, ya vimos a principio de año un aporte de USD 150 millones. El segundo, es la posible venta de las tenencias de transportadoras de gas (algo que ya expresó la compañía). Actualmente, las tenencias directas e indirectas en las diferentes distribuidoras de gas representan un valor aproximado de USD 400 millones.

Teniendo en cuenta una posible venta de estas tenencias y la emisión de USD 300 millones de CGC 2030 posterior al cierre del balance, la deuda total de CGC sumaría USD 1.569 millones y la caja sumaría en total USD 810 millones. La deuda neta bajaría a USD 759 millones y el apalancamiento neto a 2,7x. Este sería el mejor escenario para los bonistas.

ISIN	Ticker	Pr.	TIR	Dur	Mín.	Emisión	Rating
USP3063DAC67	CGCSA 11 ½ 11/28/30	98,50%	12,20%	3,6	100/1	300M USD	CCC+

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

El nuevo bono de CGC amortiza bullet en 2030, con un cupón anual de 11,875% pagadero semestral. Actualmente cotiza con una paridad de 98,5%, una TIR de 12,2% y duration de 3,6.

Perspectivas

Las campañas de inversiones en exploración y desarrollo durante el 2023 y 2024 no brindaron resultados especialmente relevantes, pero es positivo el nuevo enfoque hacia Vaca Muerta y el fuerte control en los costos.

El riesgo de corto plazo es claro, un problema de liquidez. La vida promedio de la deuda de CGC es de 2 años con una tasa de interés promedio cercana a 5%. Creemos que la deuda bancaria se podrá renegociar, pero una potencial venta de TGN o capitalización del accionista puede demorar. Seguramente, la empresa llevará adelante un canje voluntario parcial para los

USD 503 millones que tiene que pagar en el primer semestre de 2026.

Un canje exitoso ayudaría a estirar la vida promedio de la deuda y aflojaría el estrés en el corto plazo, pero dada la situación financiera actual de la compañía, es esperable que el costo promedio de la deuda aumente y conlleve una mayor carga de intereses en el futuro. La carga de intereses es muy baja gracias a la emisión de dólar link a tasas ridículas. Esto debería normalizarse. Por ello, CGCSA 11 ½ 11/28/30 nos parece un bono atractivo para clientes con un perfil agresivo.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
Julietamarchione@cucchiara.com.ar