

25 de abril de 2025

Transportadora de Gas del Sur S.A.

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es una compañía argentina del sector energético que ofrece servicios integrados para la industria del gas, siendo la principal empresa de transporte del país. Sus segmentos se dividen en: regulados (Transporte de Gas Natural), y no regulados (Producción y Comercialización de Gases Líquidos, Midstream y otros servicios).

A través de 9.200 km transporta el 60% del gas de Argentina. TGS es también el segundo procesador de líquidos en el país. Gracias a sus instalaciones del Complejo Cerri y Puerto Galván en Bahía Blanca, con una capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d, vendió más de 1 millón de toneladas de GLP (propano y butano), gasolina natural y etano en 2024. Asimismo, la compañía es el líder midstreamer de Vaca Muerta. Posee 182 km de gasoductos a 60 MM m³/d, y plantas de tratamiento con una capacidad de acondicionamiento recientemente extendida de 28 MM m³/d totales.

Su controlante es CIESA con el 51%. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño Safrá con el 23%. De esta manera, indirectamente, Pampa posee el 25,5%. El resto del capital se divide entre: ANSES con un 24%, flotación como ADR y acción local con un 20%, y el restante 5% está en manos de la propia empresa (a ser canceladas prontamente por aprobación de la Asamblea).

Resultados

TGS presentó sus últimos resultados al cierre del ejercicio 2024. Para facilitar el análisis, dolarizamos sus flujos y stocks al tipo de cambio mayorista según se corresponda a cada periodo. En nuestro informe anterior, al cierre del 1S24 ([ver aquí](#)), destacamos la gran recuperación de

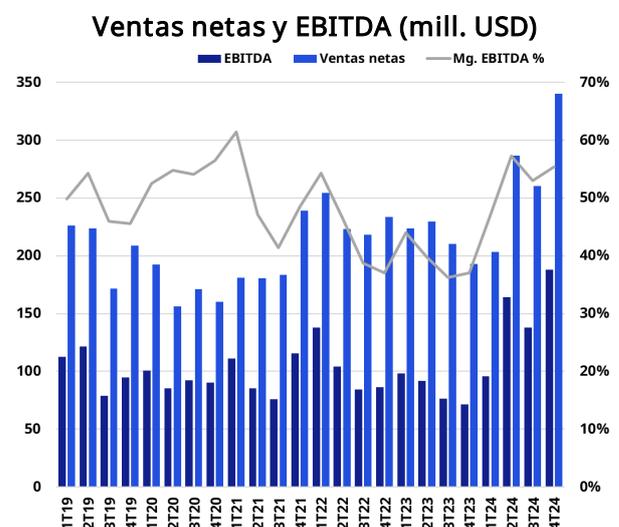
los ingresos en el transporte de gas, y la expansión en el midstream. Esta tendencia se afianzó durante el resto del año, con crecimiento y un récord de ventas y EBITDA en el 4T24.

El fuerte aumento tarifario en el transporte de gas a partir de abril del año pasado, y sus sucesivos incrementos, cambiaron la ecuación del segmento en forma rotunda. TGS pasó de computar pérdidas operativas para el transporte en el 4T23 y el 1T24 a alcanzar niveles de EBITDA del 2018, previos al congelamiento tarifario. Asimismo, el midstream acompañó con mayores volúmenes transportados y acondicionados de gas en Vaca Muerta gracias a la expansión de la actividad productiva en la cuenca.

Como resultado, las ventas anuales totalizaron los USD 1.090 millones. Una mejora i.a. del 27%. El año también finalizó con una notable mejora del EBITDA, alcanzando USD 586 millones, nada menos que un 74% mayor al 2023. Asimismo, los márgenes operativos y EBITDA alcanzaron niveles del 53% y 54% respectivamente, valores que no se observaban desde el año 2020.

Mill. de USD	2024	2023	Var (%)	2022	Var (%)
Ventas	1.090	856	27%	929	17%
Resultado Operativo	577	323	79%	394	47%
EBITDA	586	338	74%	413	42%
Margen Operativo	53%	38%	1525 pb	42%	1056 pb
Margen EBITDA	54%	39%	1434 pb	44%	932 pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Transporte de Gas Natural. Como estimamos, el segmento tuvo un excelente 2024. Con USD 405 millones en ventas superó por 118% las del 2023 y regresó rápidamente a niveles rentables. Las ventas significaron el 37% del total anual, contra el 22% el año previo. En términos de productividad los indicadores fueron muy positivos. La inyección promedio al sistema ascendió a 83,4 MMm³/d, un 14% mayor al respecto del 2023 gracias a la mayor capacidad de evacuación de gas de Vaca Muerta que permitió el Gasoducto Perito Moreno (GPM ex GPNK). A su vez, el promedio de entregas se elevó a 69,5 Mm³/d y la capacidad en firme contratada fue la mayor en los últimos 10 años, totalizando los 83,5 Mm³/d.

Luego del aumento tarifario del 675% en abril del 2024, el ENARGAS aprobó sucesivas subas: del 4% en agosto, 1% en septiembre, 2,7% en octubre, 3,5% en noviembre y 3% en diciembre. A su vez, en lo que va del 2025, el gobierno ya aplicó aumentos del 2,5% en enero y del 1,5% en febrero. Aún queda pendiente la definición final de la Revisión Tarifaria Quinquenal (RQT). En la última audiencia pública celebrada para tal fin en febrero pasado, el ENARGAS propuso un ajuste periódico compuesto por un 50% IPC y un 50% IPIM.

La mejora productiva y en precios del transporte se reflejó notablemente en el EBITDA. El transporte cerró el 2024 con un aporte de USD 252 millones de EBITDA (el 43% del total). Casi USD 200 millones extras al respecto de 2023. Asimismo, el margen EBITDA del segmento pasó del 39% al 54% en tan solo un año.

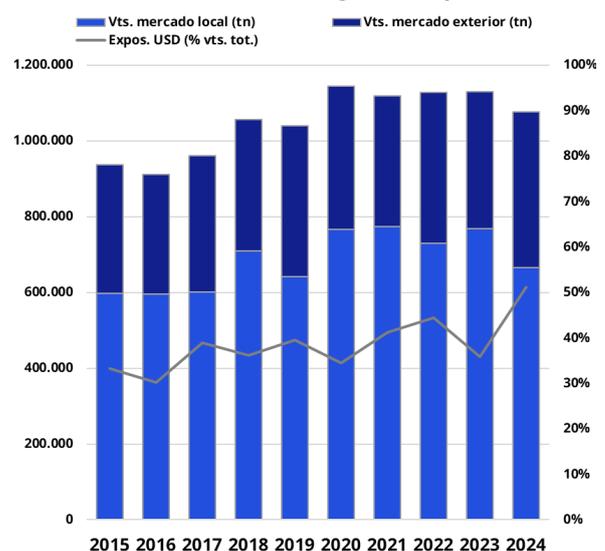
TGS tiene licencia para operar el transporte hasta 2027 pero el periodo de extensión puede ser extendido por decreto hasta por 20 años más. Se espera que durante el 1S25 el poder ejecutivo decrete la prórroga. En este contexto, TGS presentó en 2024 un plan de inversiones de

USD 700 millones; USD 500 millones serían destinados a ampliar la capacidad del GPM (bajo el marco del Régimen de Incentivo a Grandes Inversiones, RIGI) y USD 200 millones para elevar la presión en su sistema de transporte actual. La obra permitiría incrementar los volúmenes transportados para cubrir los periodos de alta demanda.

Producción y Comercialización de Gases Líquidos. En 2024, las ventas de este segmento alcanzaron los USD 488 millones, lo que representó el 45% del total de ingresos de TGS. Esto implicó una caída del 3% vs. 2023. Por primera vez, las exportaciones superaron a las ventas locales. Estas exportaciones equivalen al 23% de las ventas totales de la compañía, siendo este el único segmento en el que TGS tiene presencia en mercados internacionales.

Las toneladas vendidas mermaron un 5% al respecto del 2023 (38% fueron expos). Debido a dificultades operativas por parte del cliente PBB (Dow) y tareas de mantenimiento, el volumen de etano vendido localmente cayó un 21%. Por contrario, las toneladas de butano exportado aumentaron un 58% i.a., mientras que las de propano crecieron un 20%. La suba de los precios internacionales fomentó la exportación.

Ventas anuales de gases líquidos



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

En lo que respecta al EBITDA, los datos fueron muy positivos. La producción y comercialización de líquidos totalizó los USD 201 millones, un 18% más que el 2023. El menor costo en dólares del gas natural adquirido para el procesamiento benefició a la expansión del margen EBITDA, que pasó del 34% en 2023 al 41% en 2024.

En el mercado local de GLP, TGS participa en los programas de abastecimiento definidos por el gobierno. Una vez cubierto el cupo obligatorio, dirige el excedente a la exportación. En enero de 2025, el gobierno eliminó los precios máximos para la venta local de propano y butano, reemplazándolos por un nuevo tope: la paridad de exportación.

En cuanto a la producción de líquidos, desde marzo de 2025 la operatividad de TGS se vio gravemente afectada por las inundaciones en Bahía Blanca. Como consecuencia, la compañía tuvo que suspender por completo la producción de líquidos y enfrentar interrupciones parciales en el transporte de gas en la zona. Ante esta situación, el ENARGAS adoptó medidas de emergencia, restringiendo el suministro a usuarios interrumpibles y ordenando a la generación eléctrica cambiar a combustibles líquidos para priorizar la demanda esencial. El complejo sigue fuera de servicio, mientras TGS continúa con la evaluación de daños y tareas de recuperación. Estimamos que la interrupción impactará significativamente los resultados del segmento de líquidos en el 1S25.

Midstream y otros servicios. TGS opera en Vaca Muerta a través de 182 km de gasoductos con una capacidad de transporte de 60 MMm³/d, además de ofrecer servicios de tratamiento y compresión de gas en su planta de Tratayén. Este segmento incluye también la operación y mantenimiento de infraestructuras de terceros. La compañía opera el GPM en el tramo

Tratayén-Salliqueló (573 km) y el gasoducto Mercedes-Cardales, que suma otros 80 km.

En 2024 TGS puso en marcha el primer módulo de la planta de tratamiento de Tratayén, lo que permitió aumentar la capacidad a 21,4 MMm³/d hacia mediados de ese año. En febrero de 2025 se inauguró un segundo módulo, elevando la capacidad total a 28 MMm³/d y concluyendo así el plan de inversión de USD 350 millones iniciado en 2023.

Gracias a la nueva capacidad operativa, TGS logró cerrar nuevos contratos de transporte y tratamiento de gas en 2024. La capacidad contratada promedio en firme para transporte alcanzó los 22,8 MMm³/d, mientras que la de tratamiento llegó a los 14,5 MMm³/d.

Capacidad en firme contratada Midstream



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

En 2024, las ventas alcanzaron los USD 89 millones, lo que representó un incremento del 16% respecto a 2023, y el 18% del total de los ingresos de TGS. Por su parte, el EBITDA fue de USD 133 millones, un 23% del total. El margen EBITDA se mantuvo alto, cercano al 70%.

Perfil de deuda

Al cierre de 2024, TGS reportó una deuda financiera de USD 562 millones. La deuda está completamente denominada en dólares y se compone principalmente de la Obligación Negociable (ON) 2031 bajo la ley Nueva York,

que representa el 89% del total. El 11% restante corresponde a préstamos bancarios y leasings. En 2024, TGS rescató anticipadamente su ON 2025, emitiendo casi simultáneamente la ON 2031 por USD 490 millones. Como resultado obtuvo un perfil de deuda prácticamente libre de pagos de capital hasta 2031.

La caja de TGS cerró el 2024 en USD 58 millones. Un 69% de los fondos fueron en dólares. Por su parte, los activos financieros de la empresa se incrementaron al respecto del 2023 un 34%, alcanzando los USD 716 millones. Estos instrumentos están denominados un 81% en dólares (56% hard dollar y 25% dólar linked).

Como resultado de la buena posición de la caja y los activos financieros, la deuda neta cerró en forma negativa, en USD -212 millones. El ratio Deuda Neta/EBITDA alcanzó las -0,4x (el menor que hayamos registrado) y la cobertura del EBITDA sobre intereses alcanzó las 11,3x.

Mill. de USD	4T24	4T23	Var (%)	4T22	Var (%)
Deuda Financiera	562	583	-4%	534	5%
Caja y equivalentes	58	8	611%	17	245%
Activos Financieros	716	542	32%	448	60%
Deuda Neta	-212	33	-741%	69	-409%
EBITDA 12M	586	338	74%	413	42%
Deuda Neta/EBITDA	-0,4	0,1	-0,5	0,2	-0,5
Intereses anuales	52	52	-1%	41	28%
EBITDA/Intereses	11,3	6,4	4,8	10,2	1,1

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

TRAGAS 8 ½ 2031

El bono tiene un cupón de 8,5% con pagos semestrales y amortiza al vencimiento. Opera clean en el exterior en 102.75/103.75 USD, lo que brinda una TIR del 7,75/7.45% con una duration modificada de 4,7 años. Tiene mínimo de 10.000 nominales con incrementales de 1.000.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

El desempeño de TGS durante el ejercicio 2024 ha sido notablemente positivo. Para 2025, esperamos que el transporte mantenga su rol protagónico, en un contexto donde se aguarda la implementación de un nuevo marco regulatorio que se espere incentive inversiones. A su vez, las recientes exportaciones de gas hacia Brasil implicarán un mayor aprovechamiento de la capacidad de transporte. En el segmento midstream aún queda espacio para el crecimiento: la producción de gas en Vaca Muerta continúa en expansión, y el segundo módulo en Tratayén ya se encuentra operativo. Por otro lado, el segmento de líquidos enfrentará grandes desafíos, las graves inundaciones paralizaron la producción y los precios de los commodities energéticos están siendo afectados por los temores a la recesión.

La sólida posición financiera de TGS le otorga un margen considerable para encarar futuros proyectos de inversión. La compañía está en condiciones óptimas para financiar planes de crecimiento. Desde su salida al mercado a

mediados de 2024, el bono TRAGAS 8.5% 2031 ha ido mostrando una compresión de riesgo. La reciente volatilidad en los mercados globales presionó a los activos de renta fija emergentes, generando una atractiva oportunidad de entrada en instrumentos sólidos como el TRAGAS 8.5% 2031. Comparado con emisores similares como YPF, Pampa y PAE, y considerando su deuda neta negativa, TGS se posiciona como la alternativa más atractiva en términos de riesgo-retorno. En este contexto, nuestros fondos de renta fija mantienen una elevada exposición al bono TRAGAS 8.5% 2031. Probablemente el nombre más sano de Argentina.

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