

RESUMEN ECONÓMICO

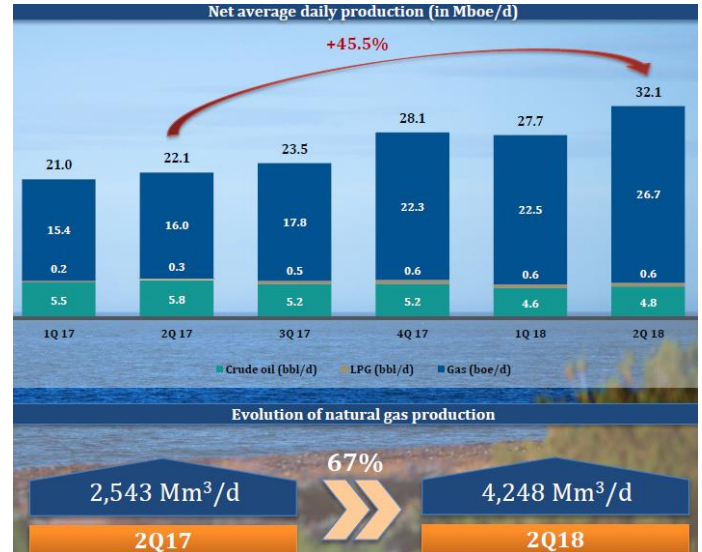
09 de noviembre de 2018

Compañía General de Combustibles

CGC es una compañía de energía que opera principalmente en Argentina que se dedica a la exploración, desarrollo y explotación de gas y petróleo. Su actividad está principalmente enfocada en la exploración y producción de hidrocarburos -upstream- en la cuenca Austral ubicada en la Provincia de Santa Cruz. CGC también está en el negocio del midstream a través de sus participaciones en Gasinvest, grupo inversor donde tiene como socio a Tecpetrol. Tiene participación en los sistemas de gasoductos de TGN (23%), GasAndes (40%) y TGM (10,9%). A su vez, el 70% del paquete accionario de CGC es de Corporación América (Eurnekian) y el 30% restante de Comercial del Plata.

La empresa tiene reservas probadas por 72 millones de barriles equivalentes con una vida promedio de 9 años. El 78% corresponden a gas y el resto a petróleo. De la producción de gas, más de la mitad es tight (no convencional). En julio de este año la empresa informó el descubrimiento de un nuevo yacimiento en la Cuenca Austral. La zona había sido explorada en 2006 por Petrobras Argentina, para luego ser abandonados al considerarse que no había recursos utilizables. Sin embargo, CGC identificó un potencial exploratorio remanente, por lo que decidió retomar la exploración con muy buenos resultados.

La producción de la firma viene creciendo fuertemente. La producción de gas natural en el segundo trimestre del 2018 promedió los 4.248 metros cúbicos diarios de gas (Mm³) por día, nada menos que un 67% por encima del segundo trimestre del año anterior. La producción total (petróleo, gas y gas licuado) superó los 32 millones de barriles equivalentes por día, mostrando un salto interanual del 45%. En los gráficos a continuación sobresale el fuerte incremento en los niveles de producción. Estos saltos productivos provocan que trimestre a trimestre los balances cambien rápidamente, las ventas y los resultados de la compañía presentan un crecimiento muy fuerte. Como veremos, este es un factor clave a la hora de analizar la capacidad de pagos y la solidez financiera de la compañía.



Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>

La mayor parte de los ingresos de la compañía están atados al dólar. El salto en las ventas del semestre se explica tanto por el aumento descrito en la producción como en los mejores precios de venta medidos en pesos. Cerca del 90% de las ventas corresponden al segmento de gas y petróleo, atadas al dólar. El 10% restante se explica por los ingresos de sus gasoductos, atados a la inflación.

Como se puede ver en el primer siguiente cuadro, las ventas de la empresa vienen mostrando un importante crecimiento. En el primer semestre, las ventas en dólares exhibieron un crecimiento interanual de nada menos que el 76%. Por otra parte, según se conoció en algunos medios, durante este verano la empresa comenzaría a exportar gas a Chile.

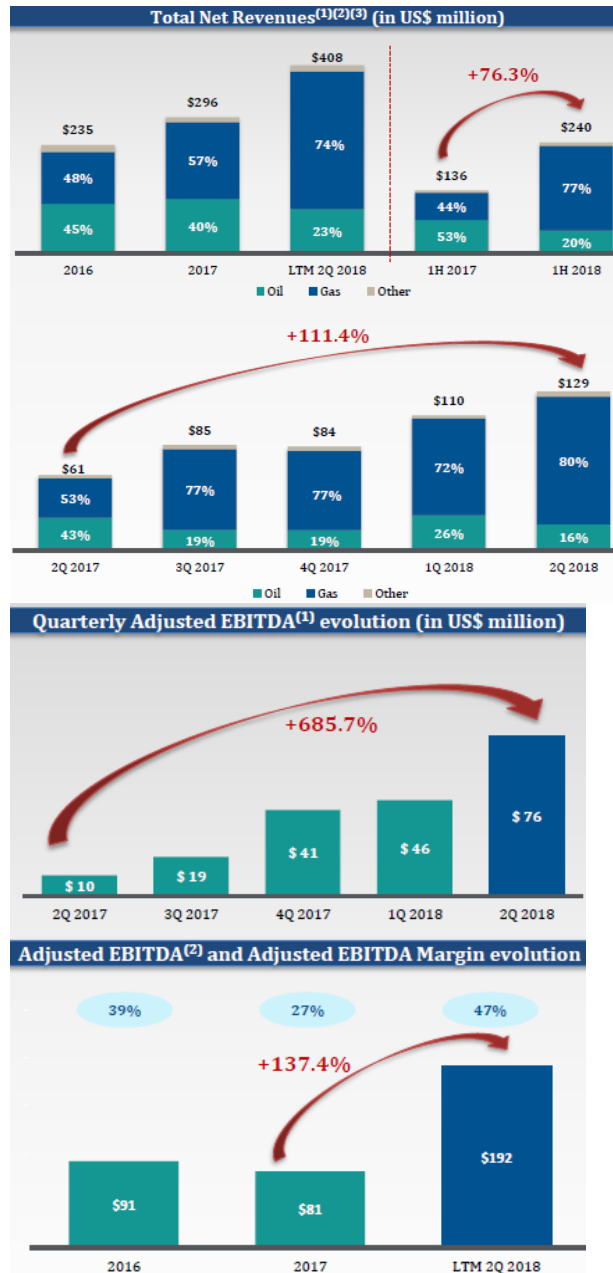
En lo que respecta al EBITDA, el salto es más importante debido a la mayor absorción de los costos fijos a medida que avanza la producción y las ventas. En los últimos 12 meses el EBTIDA se acerca a los U\$200 millones. Seguramente el 2018 cierre con un EBITDA mayor al doble en relación al 2016 y 2017. La empresa, si bien esta fuera de la cuenca neuquina, accede al régimen de incentivos para la inversión en gas no convencional. El precio de este gas es de U\$7.50 el MBTU y se irá reduciendo escalonadamente a U\$6 hasta el 2021. Por medio de un acuerdo con la Provincia de Santa Cruz, CGC es titular de la totalidad de los derechos y obligaciones correspondientes a la explotación en

el área Campo Indio Este-El Cerrito, donde tendría un sendero de precio de U\$7.50.

Dado nuestro poco respeto por los contratos, estos son los principales riesgos de la compañía. Cualquier potencial conflicto con Santa Cruz o cualquier cambio en materia de precios del gas.

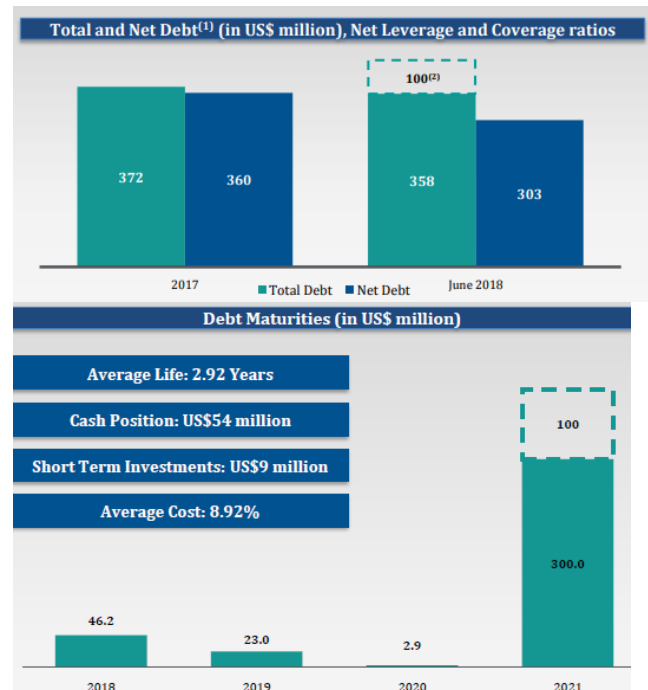
del 2021. En 2017 se suscribió un préstamo bancario por U\$72 millones al 6,25%. Estos son prácticamente los únicos pasivos financieros de la empresa. Tiene otra ON emitida por U\$100 millones pero cuya única fuente de pago son los fondos provenientes de las empresas transportadoras o ventas de las acciones de dichas empresas.

Dicho esto, la deuda financiera neta total serían U\$ 303 millones, que junto con la exitosa evolución del EBITDA alcanzaron reducir el apalancamiento financiero (deuda neta/EBITDA) de 4.5 en diciembre 2017 a 1.6 en junio 2018 y aumentar la cobertura de intereses (EBITDA/intereses) un 145% pasando de 2.45 a 6.01 en igual período. La empresa muestra cada trimestre una mejoría considerable en su salud financiera. Los resultados en las etapas de exploración durante el primer semestre del año son muy auspiciosos, con lo cual la producción seguramente continuará en aumento. El programa de exploración de 2018 a 2021 también es muy ambicioso. Dejando de lado cualquier potencial incremento fuerte en la producción y sólo considerando que la empresa puede mantener las ventas y el EBITDA en los niveles actuales, el apalancamiento, la cobertura de intereses y el calce cambiario de la deuda son más que adecuados.



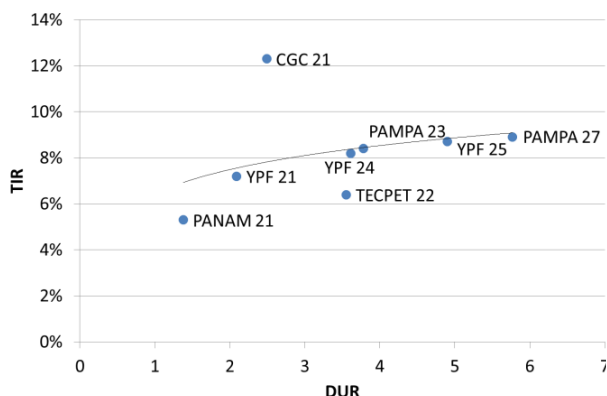
Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>

Veamos el perfil de deuda. La empresa emitió en 2016 ON por U\$300 millones a una tasa del 9,5%, pagadera semestral, con vencimiento en noviembre



Fuente: Presentación institucional. <https://cgc.com.ar/>

El rendimiento del título al 2021 ronda el 12%. El primer riesgo naturalmente tiene que ver con el precio del crudo y el gas, que tarde o temprano (más allá de cualquier programa de incentivo), terminan definiendo los ingresos de la compañía. A parte de esto, tiene 2 castigos. En primer lugar, el altísimo riesgo país argentino, mayor aún en un sector muy dependiente del marco regulatorio. El segundo, es el propio riesgo de la empresa. Como se observa en el gráfico a continuación, su rendimiento está muy por encima de la curva de la deuda en dólares de las petroleras locales. Es una empresa más chica, opera en una provincia conflictiva y su actividad de exploración es relativamente nueva. Con estos números, la relación rendimiento/duration es muy atractiva. Como siempre mencionamos, estos rendimientos en el mundo de hoy son el reflejo de nuestro triste riesgo país.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg.

CGCSA 9 11/07/21 \$ 193.213 +258 Yld 12.284		A 13:33 Source BMRK																																																																																					
CGCSA 9 11/07/21 Corp		Paráms																																																																																					
29 Descripción de bono		79 Descripción de emisor																																																																																					
<table border="1"> <tr> <th colspan="2">Información de emisor</th> <th colspan="2">Identificadores</th> </tr> <tr> <td>Nombre</td> <td>COMPANIA GENERAL COMBUST</td> <td>Número ID</td> <td>AL0843188</td> </tr> <tr> <td>Industry</td> <td>Exploración y producción</td> <td>CUSIP</td> <td>20448QA48</td> </tr> <tr> <th colspan="2">Información de valor</th> <td>ISIN</td> <td>US20448QA485</td> </tr> <tr> <td>Mkt Iss</td> <td>Emisión privada</td> <td>Ratings</td> <td></td> </tr> <tr> <td>País</td> <td>AR</td> <td>S&P</td> <td>B-</td> </tr> <tr> <td>Divisa</td> <td>USD</td> <td>Fitch</td> <td>B</td> </tr> <tr> <td>Ranking</td> <td>Sr Unsecured Serie 144A</td> <td>Composite</td> <td>B-</td> </tr> <tr> <td>Cupón</td> <td>9,500000 Tipo Fijo</td> <td>Emisión y operación</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Frec</td> <td>Sem</td> <td>Aggregated Amount Issued/Out</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Días</td> <td>ISMA-30/360 Precio 100,00000</td> <td>USD</td> <td>300,000,00 (H)</td> </tr> <tr> <td>Vence</td> <td>11/07/2021</td> <td>USD</td> <td>300,000,00 (H)</td> </tr> <tr> <td colspan="2">Enlaces rápidos</td> <td>Mínimo/Incremento</td> <td></td> </tr> <tr> <td>MAKE WHOLE @50,000000 until 11/07/19/ CALL 11...</td> <td></td> <td></td> <td>1,000,00 / 1,000,00</td> </tr> <tr> <td>Sprd emi</td> <td></td> <td>Nominal</td> <td>1,000,00</td> </tr> <tr> <td>Cálculo</td> <td>(1)STREET CONVENTION</td> <td>Contable</td> <td>CITI,ITAU,MLPFS</td> </tr> <tr> <td>Fecha de valuación</td> <td>11/02/2016</td> <td>Informe</td> <td>TRAC</td> </tr> <tr> <td>Fecha de devengo</td> <td>11/07/2016</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1ra liquidación</td> <td>11/07/2016</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1er cupón</td> <td>05/07/2017</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td colspan="2">MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.</td> <td></td> <td></td> </tr> </table>				Información de emisor		Identificadores		Nombre	COMPANIA GENERAL COMBUST	Número ID	AL0843188	Industry	Exploración y producción	CUSIP	20448QA48	Información de valor		ISIN	US20448QA485	Mkt Iss	Emisión privada	Ratings		País	AR	S&P	B-	Divisa	USD	Fitch	B	Ranking	Sr Unsecured Serie 144A	Composite	B-	Cupón	9,500000 Tipo Fijo	Emisión y operación		Frec	Sem	Aggregated Amount Issued/Out		Días	ISMA-30/360 Precio 100,00000	USD	300,000,00 (H)	Vence	11/07/2021	USD	300,000,00 (H)	Enlaces rápidos		Mínimo/Incremento		MAKE WHOLE @50,000000 until 11/07/19/ CALL 11...			1,000,00 / 1,000,00	Sprd emi		Nominal	1,000,00	Cálculo	(1)STREET CONVENTION	Contable	CITI,ITAU,MLPFS	Fecha de valuación	11/02/2016	Informe	TRAC	Fecha de devengo	11/07/2016			1ra liquidación	11/07/2016			1er cupón	05/07/2017			MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.			
Información de emisor		Identificadores																																																																																					
Nombre	COMPANIA GENERAL COMBUST	Número ID	AL0843188																																																																																				
Industry	Exploración y producción	CUSIP	20448QA48																																																																																				
Información de valor		ISIN	US20448QA485																																																																																				
Mkt Iss	Emisión privada	Ratings																																																																																					
País	AR	S&P	B-																																																																																				
Divisa	USD	Fitch	B																																																																																				
Ranking	Sr Unsecured Serie 144A	Composite	B-																																																																																				
Cupón	9,500000 Tipo Fijo	Emisión y operación																																																																																					
Frec	Sem	Aggregated Amount Issued/Out																																																																																					
Días	ISMA-30/360 Precio 100,00000	USD	300,000,00 (H)																																																																																				
Vence	11/07/2021	USD	300,000,00 (H)																																																																																				
Enlaces rápidos		Mínimo/Incremento																																																																																					
MAKE WHOLE @50,000000 until 11/07/19/ CALL 11...			1,000,00 / 1,000,00																																																																																				
Sprd emi		Nominal	1,000,00																																																																																				
Cálculo	(1)STREET CONVENTION	Contable	CITI,ITAU,MLPFS																																																																																				
Fecha de valuación	11/02/2016	Informe	TRAC																																																																																				
Fecha de devengo	11/07/2016																																																																																						
1ra liquidación	11/07/2016																																																																																						
1er cupón	05/07/2017																																																																																						
MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.																																																																																							

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar