

20 de agosto de 2021

Transportadora de Gas del Sur S.A.

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es la principal compañía de transporte de gas natural de la Argentina. El sistema de gasoductos troncales de TGS conecta los principales yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con las distribuidoras de gas y clientes industriales en esas áreas y en el Gran Buenos Aires. La empresa transporta aproximadamente el 60% del gas consumido en el país a través de más de 9.000 km de gasoductos, siendo el sistema más extenso de América Latina.

La Sociedad comenzó sus operaciones en 1992 como parte del proceso de privatización de Gas del Estado. En ese momento la compañía obtuvo licencia para operar por 35 años, siendo su vencimiento en 2027 con posibilidad de prórroga bajo aprobación del ENARGAS por 10 años.

TGS es también uno de los principales procesadores y comercializadores de gas natural del país. En 2020 la compañía alcanzó un nivel récord de producción diaria de 3.826 toneladas de gas líquido. Gracias a sus instalaciones del Complejo Cerri y Puerto Galván ubicado estratégicamente en Bahía Blanca, la compañía exporta y vende en el mercado interno etano, propano, butano y gasolina natural.

Adicionalmente, desde 2019 la empresa se consolidó como el primer Midstreamer en Vaca Muerta. Sus más recientes inversiones y sus futuros proyectos en infraestructura están enfocados en extender su red de gasoductos y plantas de acondicionamiento en la zona. TGS busca liderar la evacuación de los volúmenes que se han comprometido a producir los productores de gas bajo el último Plan Gas.Ar.

Por último, a través de la sociedad controlada Telcosur, la Sociedad presta servicios de telecomunicaciones a carriers y clientes corporativos.

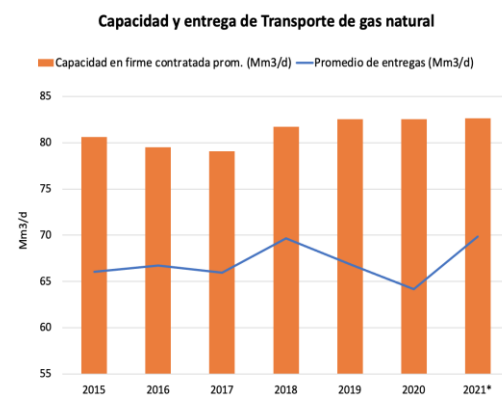
La sociedad controlante de TGS es Compañía de Inversiones de Energía (CIESA), quien posee el 51% del total del capital social. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50% y Grupo Inversor Petroquímica (integrante del grupo GIP, liderado por la familia Sielecki) y PCT LLC con el restante

50%. La empresa posee 5% de acciones propias en cartera, mientras que un 24% está en manos de la ANSES, y un 20% es de libre flotación en los mercados. La compañía cotiza sus acciones en NYSE (New York Stock Exchange) y localmente en BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos S.A.).

Evolución de producción y ventas

La empresa cierra balance en diciembre de cada año y sus últimos estados contables disponibles corresponden al segundo trimestre de 2021. Para tener una visión de largo plazo, antes de analizar sus últimos resultados, observaremos la evolución de la producción y las ventas de los diferentes segmentos de TGS en los últimos años.

En lo que respecta a la capacidad y entrega de transporte de gas, la compañía aumentó su capacidad en firme contratada apenas un 2,5% desde 2015 (del 80,6 al 82,6 miles de m3 diarios). Por su parte, en línea con la caída de la actividad en el país, el promedio de entregas diarias sufrió en los últimos dos años caídas consecutivas, siendo 66,9 Mm3/d para 2019 y 64,2 Mm3/d para 2020. De todas maneras, en lo que va de 2021 las entregas muestran cierta recuperación, alcanzando los 69,8 Mm3/d promedio al primer semestre.



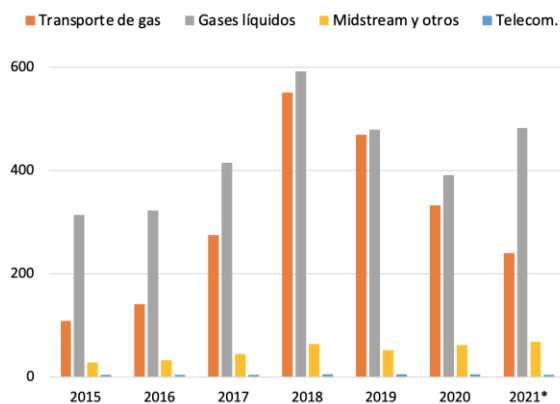
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Observando las ventas netas obtenidas por el transporte de gas, el segmento fue el más castigado en los últimos años. Es de público conocimiento las idas y vueltas de la política tarifaria argentina. La Ley de Emergencia pública de 2002 mantuvo las tarifas del transporte de gas sin variaciones hasta 2014, cuando tras reclamos judiciales TGS logró ajustes lejanos de cubrir

costos operativos. A partir de 2016, durante el gobierno de Macri, se efectuaron varios ajustes tarifarios previos a cerrar en 2018, un nuevo acuerdo tarifario (RTI) que daría por finalizada las negociaciones. El acuerdo planteaba aumentos semestrales en base al índice de precios mayoristas (IPIM) y exigía a la compañía un plan de inversiones obligatorio de 5 años. Sin embargo, a partir de 2019, luego del primer incremento de abril y tras diferir el pago para los usuarios, la Sec. de Energía dispuso trasladar el segundo ajuste a febrero 2020. Para finales de 2019, asumido el nuevo gobierno, entró en vigencia una nueva Ley de Emergencia Pública, que postergó los incrementos y llamó a la revisión del acuerdo tarifario de 2018. Durante todo 2020, pandemia mediante, el ENARGAS continuó prorrogando el congelamiento. En la actualidad, el regulador propuso un nuevo acuerdo tarifario de transición (RTT) sin aumentos de tarifas ni inversiones obligatorias que exige a TGS la no distribución de dividendos y plantea la posibilidad de otorgar un ajuste recién para abril 2022.

Como se observa en el gráfico debajo, los vaivenes tarifarios influyeron fuertemente en los ingresos de la empresa. Anualizando el cierre del 2T 2021 el transporte representaría solo el 30% de las ventas, habiendo sido casi el 50% en 2018 y 2019.

Ventas netas por segmento en mill. USD (tc oficial)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

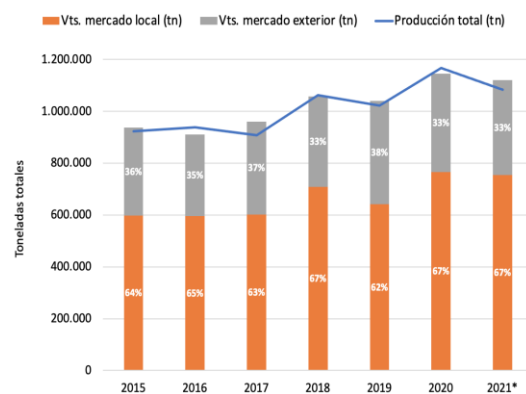
Por otro lado, el segmento de gases líquidos es el de mayor crecimiento productivo en la compañía. TGS ha ido aumentando su producción, habiendo alcanzado un record de más de 1,1 millones de toneladas en 2020, un crecimiento del 26% con

respecto a 2015. Las ingresos del primer semestre de 2021 ya representarían el 61% de la compañía. Como se observa en el gráfico anterior, en años que las tarifas del transporte permanecen atrasadas, los gases líquidos pasan a ser con claridad la principal fuente de ingresos de TGS.

El segmento de gases líquidos es el único que le permite a TGS generar divisas. La compañía exporta propano, butano y gasolina con una alícuota máxima de retenciones del 8%. Gracias al fuerte incremento de los precios internacionales, en lo que va del año, el 33% de las toneladas producidas exportadas generaron el 42% de las ventas netas del segmento y el 26% de las ventas totales de TGS. A su vez, el segmento tiene cierta protección ya que si el precio del barril Brent cae por debajo de los USD 60 (hoy en USD 68), la alícuota de retenciones va disminuyendo y puede alcanzar el 0% en caso de que el Brent vuelva a caer debajo de los USD 45 como sucedió en 2020.

En el plano local la empresa debe vender una parte de la producción de propano y butano a fraccionadores bajo programas creados por el Gobierno para abastecer el mercado interno. La Sec. de Energía define precios debajo de los de mercado por lo que TGS recibe tardíamente subsidios compensatorios. De todas formas, a cierre de 2020, del total de toneladas destinadas al mercado local 77% de las mismas fueron efectuadas a los precios de referencia internacionales o a pesos ajustados por la evolución del dólar. La dinámica de precios permite a TGS tener la flexibilidad de destinar las cantidades producidas al mercado local más redituable según el contexto de mercado.

Producción y ventas en toneladas de Gases Líquidos

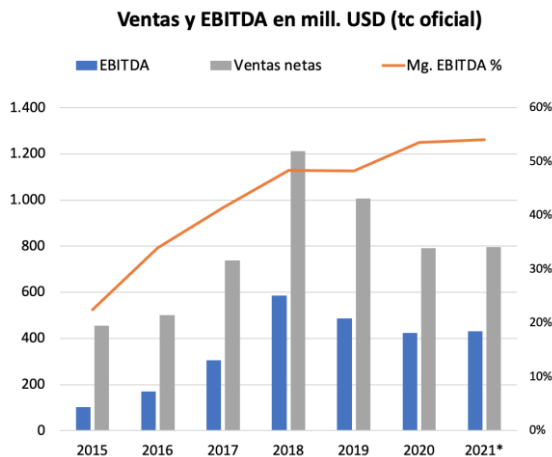


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Por último, en lo que respecta al Midstream, los negocios se fueron incrementando paulatinamente en los últimos años, llegando a representar en la actualidad el 9% de las ventas netas. En 2020 la empresa incrementó su capacidad de compresión y tratamiento de gas finalizando obras y firmó acuerdos comerciales de largo plazo con productores. De todas formas, la crisis económica e incertidumbre local fueron ralentizando y empañando la expansión de Vaca Muerta.

Últimos resultados

Como fue mencionado anteriormente, como consecuencia del congelamiento tarifario a partir de mediados de 2019 la compañía reflejó una importante caída de su ingresos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

De todas maneras, en lo que va de 2021, el sector de gases líquidos mayormente desregulado permitió a TGS mostrar ciertos signos de recuperación. Los resultados del último trimestre reportado identifican una mejora gracias al aumento de los precios de los gases líquidos, compensada parcialmente por la caída de las tarifas medidas en dólares. Las ventas acumuladas del primer semestre de 2021 aumentaron un 9% con respecto al ejercicio anterior. Asimismo, si la comparación es entre el periodo de tres meses del segundo trimestre de cada año la diferencia se estira al 20%. A su vez, al expandirse el segmento de gases líquidos por sobre el transporte de gas el EBITDA mostró también una relevante mejora en el primer semestre.

mill. de USD	6M 2021	6M 2020	Var (%)	2T 2021	2T 2020	Var (%)
Ventas	397,9	364,9	9%	190,0	158,6	20%
EBITDA	215,2	190,9	13%	87,0	85,2	2%
Resultado operativo	172,2	152,4	13%	65,9	66,7	-1%
Resultado neto	84,5	82,7	2%	50,1	25,7	95%
Margen operativo	43%	42%	151 p.b	35%	42%	-733 p.b.
Márgen EBITDA	54%	52%	178 p.b	46%	54%	-796 p.b.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Perfil de deuda

Con respecto al perfil de deuda, TGS posee una deuda financiera total de USD 517 millones. La deuda esta denominada casi 100% en dólares, la cual se corresponde en un 93% a obligaciones negociables Ley NY clase II con vencimiento en 2025. El bono tiene un interés anual de 6,75% con pagos semestrales y amortiza al vencimiento.

Aprovechando la depresión de los precios del mercado, en abril 2020 la compañía recompró 17,6 millones de su ON a un precio promedio del 72%. Recientemente en julio volvió a hacer otra recompra, esta vez por USD 2 millones. De esta forma, los bonos en circulación pasaron de ser USD 480 millones.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y activos financieros, la misma alcanzó al último cierre los USD 197 millones. A comparación del 2T 2020 se identifica una importante merma del 46% en este indicador.

Es destacable el aumento del 159% de los activos financieros en cartera de la compañía con respecto al año anterior, siendo que el 89% del total está denominado en moneda dura, y se compone mayormente por plazos fijos en dólares.

La mejora en el peso de la deuda neta, alivio los principales ratios financieros. Siendo la Deuda Neta prácticamente la mitad del EBITDA del primer semestre de 2021 (anualizado). A su vez, el flujo anual del EBITDA podría cubrir hasta casi 12 veces los intereses de deuda anuales a pagar.

Esto es un nivel de apalancamiento muy bajo, aunque se debe considerar que el atraso tarifario que se sabe continuará hasta al menos 2022, en suma, a la devaluación del BCRA irán empeorando indefectiblemente los ratios mencionados. Es clave entonces la performance futura del segmento desregulado de gases líquidos que protege la situación financiera de TGS.

míll. de USD	2T 2021	2T 2020	Var (%)
Deuda Financiera	517	534	-3%
Caja y equivalentes	24	58	-59%
Activos Financieros	296	114	159%
Deuda Neta	197	362	-46%
EBITDA (anualizado)	430	424	2%
Deuda Neta/EBITDA	0,5	0,9	-0,4
Intereses (anualizado)	36	39	-7%
EBITDA/Intereses	11,9	10,9	1,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Para estresar más nuestro análisis, si consideramos que la compañía pierde el acceso al mercado de cambios, y dolariza su caja y activos financieros en pesos al tipo de cambio CCL al cierre del último semestre, la Deuda Neta pasaría a ser de USD 232 millones, aumentando un 18%.

Asimismo, si estimamos un EBITDA en USD que dolarice los ingresos provenientes del mercado local (mayormente el transporte de gas) al tipo de cambio CCL, el mismo caería un 31% para ser de aprox. USD 296 millones. Este contexto llevaría los ratios Deuda Neta/EBITDA al 0,8x y EBITDA/Intereses al 8,2x. La alta dolarización del activo de la compañía y los ingresos por exportaciones le darían el potencial a TGS para sortear este dificultoso escenario.

por el mercado y compensa con creces la alta prima de riesgo local.

A los precios actuales parece difícil que el bono pueda comprimir más riesgo. Es claro que el contexto global de tasas bajas hace también efectos sobre esta clase de activos. Un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro americano, provocaría un vuelo hacia la calidad que dejaría expuesto al corporativo. Considerando esto y que su lámina mínima de negociación es de 150 mil nominales, sería prudente tomar posición en los bonos indirectamente por medio de Fondos Comunes de Inversión diversificados. En este sentido, el fondo CYC Renta Argentina de Sekoia totaliza 6,6% de bonos de TGS en cartera.



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

La ON opera actualmente en torno al 94% clean en el exterior, con una TIR del 7,9% y duration de 3,2. Los bonos tuvieron una formidable recuperación desde la pandemia y ya alcanzan valores previos a las elecciones PASO de 2019. Indudablemente la solidez financiera de la compañía es reconocida

En contraposición, desde el lado accionario, los precios del ADR de TGS sí parecen reflejan la pobre performance económica local y la incertidumbre regulatoria. La acción se encuentra oscilando en los USD 5, precios que retrotraen al largo periodo de congelamiento de 2002 a 2014. Para carteras que busquen una recuperación cíclica del Merval, TGS podría ser un buen papel para capturar un cambio en las expectativas, que converga hacia una futura renegociación de tarifas y aleje fantasmas de estatización. Es por esta razón que el Fondo local CYC Renta Mixta ha ido aumentando posición en la compañía en la medida que se fueron deprimiendo sus precios durante 2021, siendo su tenencia el 5,2% de su portafolio.

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