

3 de marzo de 2023

Compañía General de Combustibles

Compañía General de Combustibles (CGC) es una empresa argentina de energía fundada en 1920 que se dedica principalmente a la exploración, desarrollo y explotación de gas, petróleo y GLP (*upstream*) y, en menor medida, al transporte de gas (*midstream*). Las actividades de *upstream* las realiza mayormente en forma individual, mientras que el transporte de gas lo efectúa a través de compañías asociadas. La Sociedad tiene presencia en los yacimientos de petróleo y gas de las cuencas Austral, Noroeste, Golfo San Jorge, Cuyana y Neuquina en nuestro país. A su vez, CGC posee participación en Termap, empresa operadora de puertos en Comodoro Rivadavia y Caleta Olivia. En lo que respecta al transporte de gas, CGC posee una participación indirecta del 28,23% en TGN a través de su inversión en Gasinvest, compañía en la que participa en partes iguales con Tecpetrol. Asimismo, el grupo posee el 40% de Gasandes Argentina, el 40% de Gasandes Chile, y el 15,8% de Transportadora de Gas del Mercosur (TGM).

El 70% de las acciones de CGC pertenece a Corporación América (de Eduardo Eurnekian) a través de Latin Exploration SLU, mientras que el 30% está en posesión de otro holding argentino, Comercial del Plata. CGC cierra su ejercicio en diciembre de cada año, siendo el tercer trimestre de 2022 sus últimos resultados presentados.

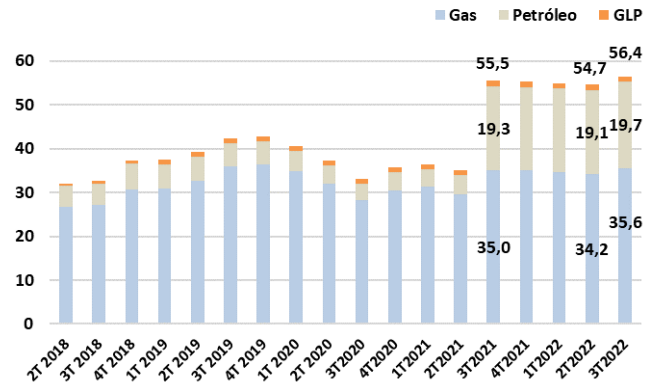
Producción

La empresa alcanzó en el 3T2022 una producción total de 56,4 mil barriles de hidrocarburos diarios (Mboe/d). Esto representa un aumento interanual del 2% y a una suba vs. el trimestre anterior del 3%, alcanzando un nuevo récord histórico para la firma.

La producción viene aumentando paulatinamente tras el salto que significó la compra de Sinopec (actualmente CGC Energía) a finales de junio 2021. CGC Energía opera concesiones en Santa Cruz en la

Cuenca del Golfo San Jorge y en Mendoza en la Cuenca Cuyana. La empresa 100% controlada por CGC cubre un área de 450 mil hectáreas.

Prod. promedio neta (en Mboe/d)



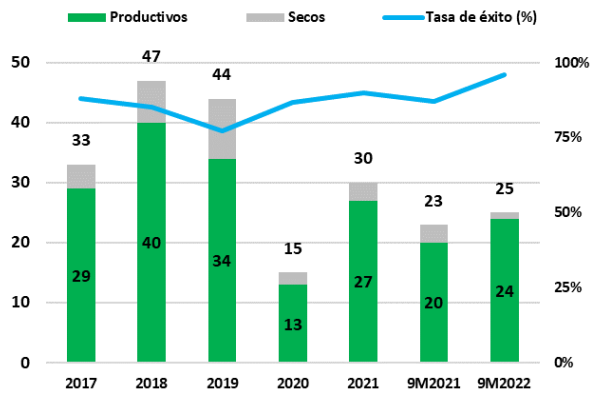
Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En el 3T2022 el gas significó el 63% del total producido, el crudo el 35% y el GLP el 2%. La puesta en marcha de Sinopec viene equilibrando la relación de producción entre el petróleo y el gas. La producción de crudo ya aumentó más de 4 veces, generando mayor diversificación y cobertura contra los riesgos de mercado y regulatorios del gas.

En diciembre de 2021, CGC renovó por 10 años la concesión del Golfo San Jorge. Diferenciándose de otros competidores, en lugar de poner el foco en el desarrollo de Vaca Muerta (Neuquén), CGC ha decidido expandir sus yacimientos en la provincia de Santa Cruz. CGC considera que los activos adquiridos de CGC Energía tienen un importante potencial para el crudo convencional. La firma apunta a lograr que en los próximos años su producción sea mitad gas y mitad crudo.

A mediados de 2022, CGC comenzó a operar un segundo equipo de perforación en la Cuenca del Golfo San Jorge. Gracias a ello, en los primeros 9 meses del año, la compañía perforó 25 pozos (3 exploratorios), aumentando la cantidad de pozos perforados con respecto al mismo periodo del año anterior y llevando la tasa de éxito al 96%.

Campañas de Perforación (pozos)

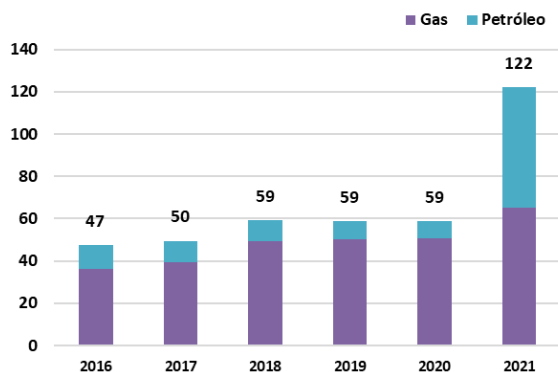


Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

En lo que respecta a las reservas probadas, tras la compra de Sinopec en 2021, la firma duplicó sus reservas totales de gas y petróleo. Las reservas de crudo de CGC se multiplicaron por más de 7 veces. Se espera que al cierre del ejercicio 2022 la compañía informe el estado de sus reservas probadas, dato relevante para observar cuales fueron los resultados oficiales de sus perforaciones.

En relación a ello, en febrero reciente CGC confirmó en los medios el hallazgo de petróleo no convencional en el norte de Santa Cruz en la Cuenca del Golfo San Jorge. La firma notificó que obtuvo producciones de petróleo del tipo shale y tight durante el plan de perforación. Para CGC estos pozos representan una fuerte apuesta para incrementar su actividad en la zona. Según sus directores todavía existe espacio para mayor exploración, las expectativas futuras en el área que operaba la antigua Sinopec son altas.

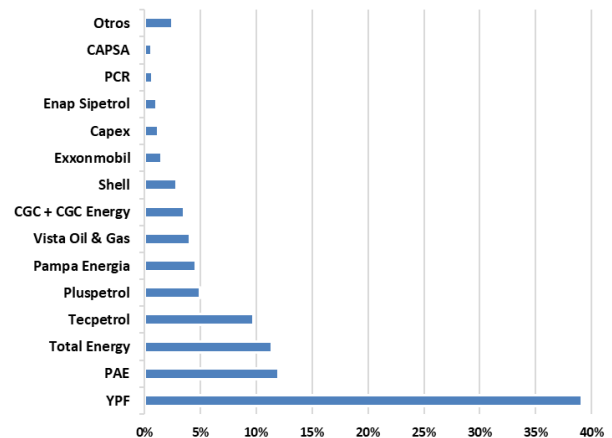
Reservas Probadas (en MMboe)



Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

Como observamos en nuestro anterior informe ([ver resumen](#)), la compra de Sinopec llevo a CGC a ser la sexta compañía de mayor volumen productivo de hidrocarburos de la Argentina en 2021. En 2022 mantuvo su posición dentro del top 10, siendo la octava compañía con una participación del 3,6% del mercado, por detrás de Pampa Energía y Vista Oil & Gas, de muy fuerte crecimiento productivo en el último año.

Participación Oil&Gas 2022 (Boe)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaria de Energía.

Ventas y resultados

Analizaremos los resultados de la compañía en forma consolidada. Asimismo, debido a la naturaleza de su negocio atado al mercado internacional, la participación de sus ventas en exportaciones y para facilitar su comparación en el tiempo, las ventas y resultados se plasmarán en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre que se corresponda a cada periodo.

Las ventas a los 9 meses acumulados del ejercicio 2022 alcanzaron los USD 769 millones, esto significó un aumento del 58% con respecto al mismo periodo del año anterior. El gran crecimiento se explicó principalmente por el inicio de la consolidación de resultados de CGC Energy a partir del 3T2021. La producción de hidrocarburos totales en los primeros 9 meses de 2022 aumentó un 31% interanual.

A nivel segmentos, los ingresos por crudo aumentaron un 178%, mientras que los ingresos

por venta de gas lo hicieron un 22%. Por su parte, los incentivos disminuyeron fuertemente tras la finalización de la Resolución 46 a finales de 2021, el Plan Gas iniciado en 2017. Considerando el aumento de la producción de gas, la finalización del Plan Gas significó una merma de aproximadamente USD 115 millones de ingresos para la compañía.

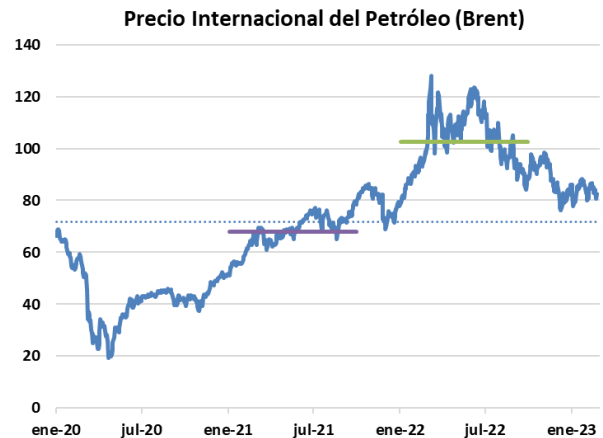
Como bien se destaca en el cuadro debajo, la participación de las ventas del crudo sobre el total aumentó del 37% al 65%, modificando totalmente la ecuación de ingresos de CGC. La empresa pasó de ser una compañía volcada al negocio del gas local a ser una firma enfocada en la venta de crudo.

CGC (millones USD)	9M22	% Part.	9M21	% Part.	Var. USD (%)	Var. Part. (pb)
Entregas de crudo	501	65%	180	37%	178%	2.819
Gas	227	30%	186	38%	22%	-857
Servicios y otros	29	4%	17	4%	68%	24
Incentivos	12	1,5%	104	21%	-89%	-1.986
Total	769	100%	488	100%	58%	-

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Los incrementos de las ventas no solo fueron reflejo del comienzo de la operación de CGC Energía, los precios internacionales hicieron su parte. Tras el inicio del conflicto bélico en Ucrania en febrero 2022 el precio internacional del crudo y el gas se disparó. El crudo Brent negociado promedio del periodo 9M2021 fue de USD 72, mientras que en el promedio 9M2022 se negoció en torno a los USD 102. Un salto de casi el 42%.

En el periodo 9M2022 el 100% de las ventas de crudo de la Cuenca Austral fueron exportaciones, mientras que toda la producción de crudo de la Cuenca Golfo San Jorge fue vendida localmente. Los crudos locales promediaron valores relativamente más bajos que el Brent ya que los precios se fueron ajustando de manera gradual al respecto de la fuerte evolución de los precios internacionales.



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

Como se observó en 2021, los ingresos de la compañía continúan reflejando la expansión productiva de CGC y el buen momento del sector. Las ventas acumuladas hasta el 9M2022 ya superaron a las ventas de todo el ejercicio 2021. En una estimación lineal de las ventas del último trimestre, el 2022 habría sobrepasado la barrera de los USD 1.000 millones en ventas, lo que significaría un salto del 33% con respecto a 2021.

En relación al EBITDA, el periodo 9M2022 acumuló USD 245 millones, se contrajo un 10% con respecto a 2021 y cayó un 1% con respecto a 2019. La caída se debió principalmente al aumento en los costos de ventas. Los costos más que se duplicaron. En el periodo 9M2022 hubo mayores compras (+286% en dólares al respecto de 2021) y mayores costos de producción (+121% en dólares al respecto de 2021). CGC desembolsó mayores pagos en servicios contratados, sueldos, repuestos, reparaciones, mantenimiento de pozos, regalías, cánones, etc. Los mayores costos hicieron caer fuertemente al Margen Bruto que arrastró al Margen EBITDA y al Margen Operativo.

CGC (millones USD)	9M22	9M21	Var (%)	9M19	Var (%)
Ventas	769	488	58%	396	94%
Costo de Ventas	601	274	119%	246	144%
Resultado Bruto	168	214	-21%	149	13%
EBITDA Ajustado	245	274	-10%	247	-1%
Resultado Operativo	99	171	-42%	105	-6%
Margen Bruto	22%	44%	-2196 pb	38%	-1586 pb
Margen EBITDA	32%	56%	-2419 pb	63%	-3062 pb
Margen Operativo	13%	35%	-2227 pb	27%	-1370 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Por el lado positivo, la compañía incrementó sus inventarios un 49%, duplicado sus inventarios en petróleo y derivados un 116% en un año. Habrá que observar si los gastos extraordinarios realizados en el ejercicio 2022 para la puesta en marcha de la antigua Sinopec brindarán sus frutos en próximos trimestres, de manera de que la compañía pueda recuperar sus márgenes históricos.

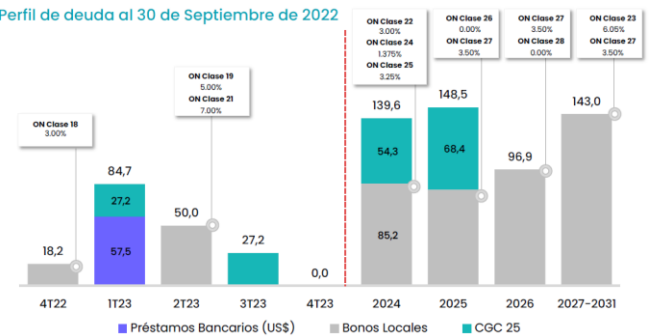
Perfil de Deuda y Bonos

Al cierre de los últimos resultados, CGC informó una deuda financiera total de USD 714 millones. La misma está completamente denominada en dólares. Un 91% corresponde a Obligaciones Negociables (ONs), un 8% a préstamos bancarios y el restante 1% a deudas con partes relacionadas.

La deuda aumentó un 21% al respecto del cierre del 3T2021, ya que, a pesar de haber abonado amortizaciones, en 2022 CGC emitió 5 nuevos títulos de deuda por un total de USD 265 millones. La empresa emite en el mercado en forma frecuente, de los USD 650 millones de capital en bonos, 52,4% se corresponden a dollar linked (clases 18, 19, 22, 23, 24, 26 y 28), 25% a la ON hard dollar clase 17 Ley New York con vencimiento en 2025 y el restante 22,5% a bonos Ley Argentina pagaderos en moneda dura (clases 21, 25 y 27). Por su parte, los préstamos bancarios son mayormente sin cobertura, totalizan al último cierre los USD 57,5 millones y vencen en el primer trimestre de 2023.

Por la deuda cotizada en el mercado y los préstamos bancarios, la empresa deberá pagar aproximadamente USD 34,5 millones anuales en concepto de intereses. Observando las condiciones de emisión de las deudas actuales el costo de financiamiento de la compañía es de aproximadamente el 4,9% anual. Una tasa muy baja por el efecto de las emisiones dollar linked a tasas que llegan a mínimos del 0%. Del total, el 26% de la deuda financiera vence en menos de un año, mientras que el restante 74% se distribuye hasta el año 2031. El promedio de vida de la misma alcanza los 2,8 años.

Perfil de deuda al 30 de Septiembre de 2022



Fuente: Presentación institucional.

La deuda financiera neta, esto es la deuda menos la posición de caja y los activos financieros líquidos, se ubicó al último cierre en USD 505 millones, casi duplicándose al respecto del año anterior.

La caja y equivalentes de CGC totalizó los USD 205 millones, disminuyendo contra el año anterior un 38%. La misma está denominada en dólares en un 72% con depósitos bancarios en dólares y ONs ley extranjera, mientras que el restante 28% se explica por FCI en pesos y Letras del Tesoro Nacional. Por su parte, las inversiones están totalmente denominadas en dólares, se valúan a su valor razonable y alcanzaron los USD 5 millones (acciones con cotización y títulos de deuda soberanos).

Como se observa en la tabla debajo, si proyectamos linealmente el EBITDA para el último trimestre de 2022, la compañía podría hacer frente a los vencimientos de deuda en 1,5 años de operaciones. La caída del EBITDA en suma al aumento de la deuda y la disminución de la caja elevaron considerablemente el ratio de apalancamiento. De todas formas, considerando que la empresa está en expansión, CGC mantiene una posición financiera controlable. Asimismo, gracias a la caída del costo de la deuda, el EBITDA siguió representando más de 9 veces el pago de intereses anuales.

CGC (millones USD)	3T22	3T21	Var (%)	3T19	Var (%)
Deuda Total	714	592	21%	431	66%
Caja y equivalentes	205	330	-38%	41	405%
Inversiones	5	8	-44%	42	-89%
Deuda Neta	505	255	98%	349	45%
EBITDA (anualizado)	327	365	-10%	330	-1%
Deuda Neta/EBITDA	1,5	0,7	121%	1,1	46%
Intereses (anualizado)	35	40	-13%	41	-16%
EBITDA/Intereses	9,5	9,2	3%	8,0	19%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

La ON Ley NY tiene un cupón de interés anual de 9,5% y paga intereses semestralmente. El título comenzó a amortizar en septiembre de 2022, y su valor residual actual es del 86,7%. Le restan 4 cuotas semestrales de 13,3% y una 1 cuota a vencimiento del 33,5% en marzo 2025, por lo que su duration se reduce a tan solo 1,1 años.

Fecha	Interes	Capital	Residual	Total
3/8/2023	4,12	13,30	86,70	17,42
9/8/2023	3,49	13,30	73,40	16,79
3/8/2024	2,85	13,30	60,10	16,15
9/8/2024	2,22	13,30	46,80	15,52
3/8/2025	1,59	33,50	33,50	35,09
Total				100,97

Fuente: Elaboración propia en base a datos del prospecto.

El bono tuvo origen en el canje por otro título internacional de CGC 2021, realizado durante la pandemia en 2020 y promovido por el BCRA para controlar el acceso a las divisas de los emisores. De la mano de la expansión productiva el título fue comprimiendo riesgo. La ON cotiza hoy en el exterior a valor clean (sin intereses corridos y sin considerar la amortización) cercano al 101% con una TIR del 8.9%. Los participantes del canje tuvieron una ganancia de capital formidable, el bono salió a cotizar clean USD 73 en agosto 2020.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

CGC ha venido impulsando su actividad en crudo, y tiene espacio financiero para hundir mayor capital en pos de expandir la producción convencional y no convencional. Por sus reservas, la CGC Energy tiene capacidad para seguir incrementando su producción de crudo orientado al mercado exterior. La compra de Sinopec cambió completamente el perfil de la compañía dando otro salto de calidad, ganó diversificación, exportaciones y reservas.

CGC 2025 es un bono con buen rendimiento, corta duration y atractivo esquema de amortización para sumar a cartera. La firma posee buena salud financiera, bajo apalancamiento y prudente manejo de liquidez. Como venimos mencionando, los corporativos argentinos que cotizan en el mercado internacional comprimieron fuertemente en relación a comparables de la región, pero todavía hay nombres atractivos. CGC es uno de ellos. Por esta razón, en nuestros fondos seguimos manteniendo una importante posición de su ON con legislación New York.

Para carteras locales que no puedan acceder al tipo de cambio MEP debido a las restricciones cambiarias, las ON hard dollar Ley Argentina son una excelente alternativa para hacerse de dólares. Asimismo, para aquellos importadores que necesiten cobertura cambiaria, recomendamos sus bonos dollar linked. Seguiremos atentos por nuevas emisiones de esta excelente compañía.

Buen fin de semana.

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