

17 de noviembre de 2023

Transportadora de Gas del Sur

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es una destacada compañía argentina en el sector de la energía, que ofrece servicios integrados para la industria del gas. Sus segmentos se dividen en: Transporte de Gas Natural, Producción y Comercialización de Gases Líquidos (GLP) y Midstream, junto con otros servicios.

Comenzó sus operaciones en 1992 y es la principal empresa de transporte de gas natural en el país. Su sistema de gasoductos troncales conecta yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con distribuidoras de gas, generadoras eléctricas y plantas industriales. En este segmento altamente regulado, la empresa transporta cada año el 60% del gas anual consumido en Argentina a través de más de 9.200 km de gasoductos.

TGS es el segundo procesador de GLP en el país, con una capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d. La compañía vende localmente y exporta a precios internacionales más de 1 millón de toneladas anuales de etano, propano, butano y gasolina natural. Asimismo, TGS tiene presencia en Vaca Muerta como Midstreamer, con 182 km de gasoductos y una capacidad de inyección de 60 MM m³/d, además de plantas de tratamiento de gas con una capacidad de compresión de 14.8 MM m³/d. En este segmento, también realiza la operación y el mantenimiento de 573 km del gasoducto GPNK.

La sociedad controlante de TGS es Compañía de Inversiones de Energía (CIESA), que posee el 51% del capital. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (familia Sielecki) con el 27%, y PCT LLC del brasileño Safra con el 23%. De esta manera, indirectamente, Pampa posee el 25,5% de TGS. El restante capital se divide entre: ANSES con un 24%, libre flotación en los mercados de Nueva York y Buenos Aires con un 20%, y el restante 5% está en manos de la propia TGS.

Evolución de ventas y EBITDA

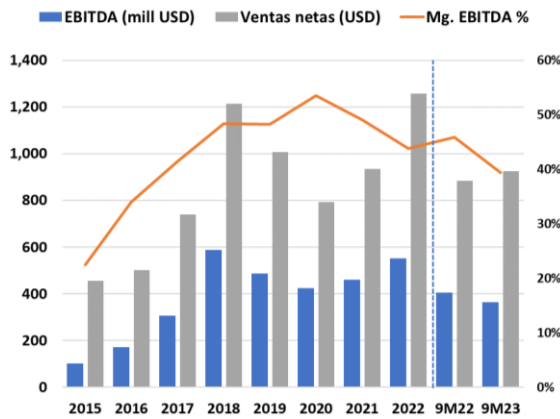
TGS presentó sus últimos resultados al cierre del tercer trimestre de 2023. Debido a que su deuda y activos son mayormente dolarizados, y al pertenecer a un negocio con grandes inversiones de capital, observaremos los valores alcanzados por la compañía dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre, según corresponda a cada periodo analizado.

En nuestro informe anterior ([ver aquí](#)), habíamos destacado la excelente performance de TGS en 2022. El excepcional año fue fruto de los altos precios internacionales del GLP y el crecimiento del Midstream en Vaca Muerta, segmentos que más que compensaron el detrimento de los ingresos del transporte de gas regulado.

En lo que va de 2023, acumulando los primeros 9 meses, las ventas y el EBITDA mostraron resultados mixtos. Las ventas llegaron a los USD 925 millones, mientras que los flujos EBITDA alcanzaron los USD 364 millones. Esto equivalió a un aumento de las ventas del 5% y a una disminución del EBITDA en un 10% contra el mismo periodo del año anterior. Los márgenes operativos y EBITDA cayeron en torno a los 700 puntos básicos. Alternativamente, si comparamos en pesos constantes, la caída se profundiza por el mayor efecto inflacionario en los ingresos. Las ventas y el EBITDA en pesos ajustados cayeron un 10% y 23%, respectivamente contra 2022.

A pesar del retroceso, gracias a los negocios desregulados, TGS continua con buenos niveles de actividad en términos históricos. Proyectando las ventas y el EBITDA para el resto del año (USD 1.233 millones y USD 486 millones), estas superan con holgura los años previos al sinceramiento tarifario de la anterior gestión y los años de pandemia.

Ventas totales y EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Análisis por segmentos

Transporte de gas natural. Acumulado a los 9M23, el segmento reportó USD 208 millones en ventas, lo que implicó una disminución del 8% en dólares con respecto al año anterior. Como viene sucediendo desde 2019, el aporte del transporte a los ingresos totales de TGS ha venido retrocediendo. En lo que va del año, las ventas totalizaron solo el 22% de las ventas totales, mientras que en el mismo período del año anterior representaron el 26%, y en todo 2019 llegaron al 47%. Una gran transformación de los ingresos de la compañía.

La caída en los ingresos se explicó por el atraso tarifario. Después del ajuste del 60% que entró en vigor en marzo de 2022, en abril de 2023, ENARGAS mediante la Resolución N° 186/2023 aprobó nuevas tarifas con un incremento del 95%. A pesar de este incremento con vigencia a partir de mayo, debido a la galopante inflación del período, los ingresos medidos en pesos constantes cayeron un 21% con respecto al año anterior.

Asimismo, el deterioro del segmento se evidenció con mayor magnitud en el EBITDA, cuya caída en dólares fue del 30% con respecto a 2022. Con una utilidad operativa negativa, el EBITDA a los 9M23 alcanzó los USD 79 millones, que anualizado para lo que resta del año significaría el peor EBITDA en

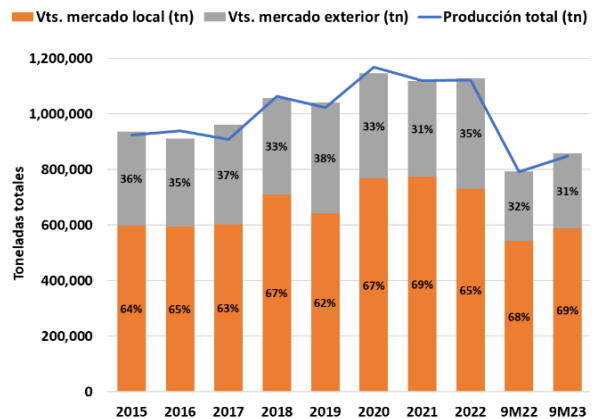
transporte de gas desde 2016 para TGS. El margen EBITDA cayó del 50% en 9M22 al 38% en 9M23, y el EBITDA aportó a TGS en lo que va del año solo el 22% del total (en 2018, con tarifas sinceradas, había totalizado el 66%).

En términos de productividad, no hubo merma. En los últimos 12 meses, la capacidad en firme contratada se mantuvo en los 83 Mm3/d, mientras que el promedio de entregas diarias disminuyó levemente a 67,5 Mm3/d, siendo ambos valores históricamente altos en eficiencia.

Producción de gases líquidos (GLP). El segmento estrella de los últimos años continúa con muy buenos resultados tanto en volúmenes como en ventas. Las ventas en lo que va del año alcanzaron los USD 555 millones, valores ligeramente superiores a los acumulados hasta el 9M22 de USD 553 millones. A este mismo ritmo, la compañía estaría solo un 7% por debajo del récord de ventas de casi USD 800 millones en 2022, con precios internacionales mucho menos favorables.

El segmento representó el 60% de las ventas totales a los 9M23, siendo nuevamente el más relevante para la compañía. En términos de volúmenes, TGS produjo hasta el 9M23 847 mil toneladas de GLP, un 7% más de lo producido durante los 9M22. A estos niveles, rompería el récord de producción de 2022, alcanzando casi 1,13 millones de toneladas anuales de GLP.

Producción y ventas de GLP

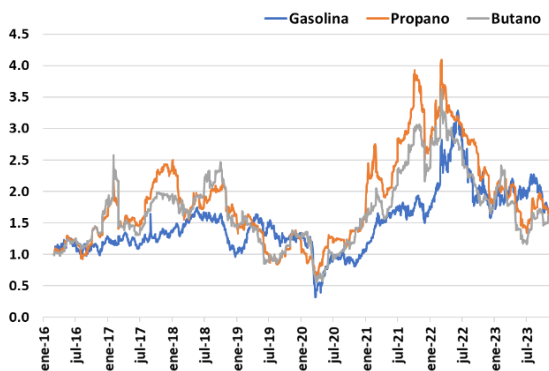


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Como siempre destacamos, el GLP es actualmente el único segmento que permite a TGS ingresar en mercados internacionales y, a su vez, generar ingresos en moneda dura. Hasta los 9M23, las exportaciones representaron el 35% de las ventas del segmento y el 31% de las toneladas despachadas. Visto de otra manera, el 21% de los ingresos de todos los negocios de TGS fueron exportaciones.

De todas formas, la participación de las exportaciones sobre las ventas totales de GLP disminuyó. Hasta los 9M22, habían alcanzado el 57%. Esto se debió principalmente a que los precios del etano, que se vende 100% localmente a la multinacional química Dow, se volvieron mucho más atractivos en comparación con los precios internacionales. Los precios promedio del 9M23 del butano, el propano y la gasolina cayeron un 16%, 41% y 37% respectivamente, contra el año anterior. Por su parte, el GLP volvió a operar a sus precios promedio de los últimos años. De todas formas, es destacable la flexibilidad que el segmento le brinda a TGS, que opta por sobreponderar el abastecimiento al mercado interno o externo según el contexto de mercado.

Evolución de los precios internacionales de GLP



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Ahora bien, al observar el EBITDA del GLP, la inflación en dólares sobre los costos de producción también impactó en los márgenes. Hasta los 9M23, el EBITDA alcanzó los USD 189 millones, un 19% menos en comparación con lo acumulado hasta los 9M22. Los márgenes EBITDA se vieron

perjudicados, disminuyendo del 39% en 2022 al 33%, y la contribución del GLP al EBITDA total de TGS disminuyó del 56% en 2022 al 50%.

Segmento Midstream. A diferencia del transporte de gas y el GLP, los servicios de Midstream alcanzaron excelentes resultados en lo que va del año. Hasta los 9M23, las ventas totalizaron USD 157 millones, un incremento de nada menos que el 57% en comparación con lo acumulado hasta los 9M22. Proyectando el cierre del ejercicio 2023, las ventas de este segmento más que duplicarían a las de 2022. Este salto productivo significó el 17% de las ventas totales de TGS. La expansión productiva se debió principalmente a la maduración de las inversiones de TGS en Vaca Muerta que acompañan el impulso de los mayores volúmenes producidos de gas impulsados por el nuevo Plan Gas.Ar 2023-2028. La compañía mantiene contratos con los principales productores en Neuquén: Chevron, Exxon, GyP, Oilstone, Pampa Energía, PAE, Pluspetrol, Shell, Tecpetrol, Total, Vista e YPF.

Durante el primer semestre de 2023, se finalizó en la planta de Tratayén la instalación de dos plantas modulares de acondicionamiento de gas, cada una con una capacidad de 3,5 MM m3/d, y una nueva torre estabilizadora de gasolina. La inversión de USD 22 millones expandió la capacidad de tratamiento de gas natural a 14.8 MM m3/d. Esto significó un incremento del 36% de la capacidad con respecto al cierre del ejercicio 2022. Como resultado de estas inversiones, la capacidad de acondicionamiento contratada en firme se expandió de 7,3 MM m3/d en 9M22 a 10,1 en 9M23, mientras que el promedio diario de gas acondicionado se expandió de 7,2 MM m3/d a 11,3.

Por otro lado, a finales de julio, TGS finalizó obras que había iniciado en 2022 para la extensión de su red de gasoductos en Vaca Muerta. Con una inversión de USD 60 millones, incorporó 32 km en Vaca Muerta Norte desde Los Toldos hasta el yacimiento El Trapial. A la fecha, TGS posee 182

km de gasoductos operativos en la cuenca neuquina. Gracias a estas inversiones, la capacidad en firme contratada promedio pasó de los 10,4 MM m3/d en los 9M22 a 15,1 en 9M23, mientras que el promedio diario de entregas se incrementó de 10,7 MM m3/d a 17,3.

Asimismo, en abril de este año, TGS se adjudicó el servicio de operación y mantenimiento del GPNK en el tramo Tratayén-Salliqueló por un plazo de 5 años, prorrogable por 12 meses adicionales. Tras la inauguración del GPNK en julio de este año, TGS comenzó sus operaciones.

En lo que respecta al EBITDA, los flujos operativos del Midstream también tuvieron una excelente performance, crecieron un 52% contra los 9M22. El EBITDA del segmento contribuyó con el 29% del total de TGS, aumentando 1.200 puntos básicos contra el año anterior y superando por primera vez al EBITDA generado por el transporte.

Continuando su estrategia expansiva, TGS avanza paulatinamente con mayores inversiones. Con una inversión de USD 300 millones, espera finalizar en 2024 la instalación de dos nuevos módulos con capacidad de tratamiento de 6,6 MMm3 en Tratayén. La firma totalizaría el año próximo una capacidad de tratamiento de 28 MM m3/d.

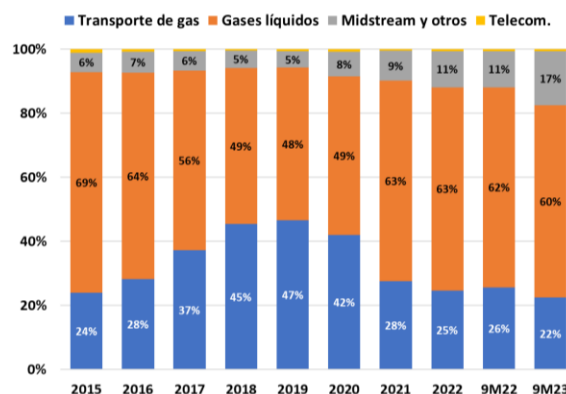
A su vez, TGS se mantiene al pendiente del avance de la segunda etapa del GPNK. El gasoducto planeado a inaugurarse en 2024 se extenderá 524 km, desde Salliqueló en el sur de la provincia de Buenos Aires hasta la localidad santafesina de San Jerónimo.

En este contexto de mayor transporte de gas, TGS comunicó a los inversores que tiene dos proyectos de inversión en evaluación. El primero consiste en la instalación de una planta de procesamiento de GLP directamente en Tratayén con la construcción de un poliducto que transporte el GLP desde la cuenca neuquina hasta Bahía Blanca. El complejo actual de Bahía Blanca funcionaría como una planta de fraccionamiento y almacenamiento de

GLP. Por su parte, el segundo proyecto se trata de la construcción de una planta de licuefacción que permita la producción de gas natural licuado en el puerto de Bahía Blanca.

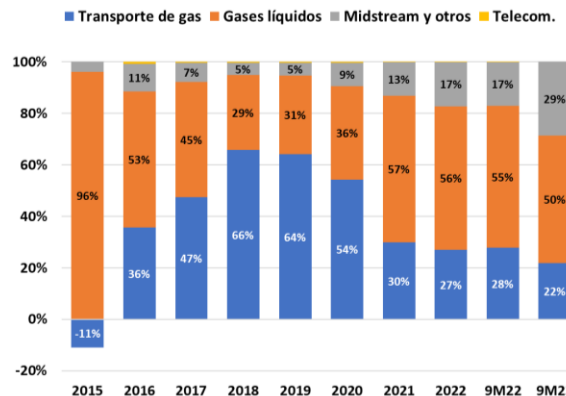
En resumen, el transporte de gas disminuyó fuertemente su peso, el GLP sigue liderando los flujos de la compañía, y el Midstream se consolidó como su segundo negocio.

Segmentos según % de participación de ventas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Segmentos según % de participación de EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

mill. de USD	9M23	9M22	Var (%)	2023*	2022	Var (%)
Ventas	925	884	5%	1,233	1,258	-2%
Resultado Operativo	248	302	-18%	330	401	-18%
EBITDA	364	406	-10%	486	551	-12%
Resultado Neto	124	191	-35%	165	247	-33%
Margen Operativo	27%	34%	-735 pb	27%	32%	-511 pb
Margen EBITDA	39%	46%	-652 pb	39%	44%	-439 pb

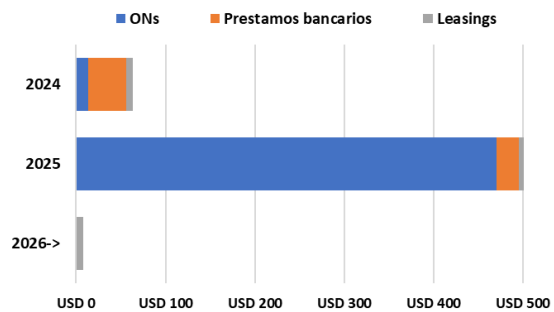
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

*Valores de 2023 proyectados para lo que resta del año.

Perfil de deuda

A la fecha de cierre del 3T23, TGS informó una deuda financiera de USD 574 millones, un 6% mayor a la reportada al 3T22 debido al incremento de los préstamos bancarios y las financiaci3nes por importaciones. La misma está denominada 100% en dólares y está compuesta por: 84% en la Obligación Negociable (ON) a 2025; 12% en préstamos bancarios; y 4% en leasing. La ON tiene un cup3n de 6,75% con pagos semestrales y amortizaci3n al vencimiento. Tras una serie de recompras, el capital circulante se redujo de USD 500 millones a USD 470 millones.

Deudas financieras seg3n plazo de vencimiento



Fuente: Elaboraci3n propia en base a datos de Balances.

La caja y equivalentes de TGS cerr3 el 3T23 en USD 16 millones, USD 30 millones menos que el 3T22, debido principalmente a la ca3da de la caja denominada en pesos, ya que lo denominado en moneda dura permaneci3 casi sin variaci3n. Esto es muy destacable considerando que los flujos de adquisiciones en propiedades, plantas y equipos en lo que va del a3o totalizaron los USD 121 millones. La caja de la compa3a se compone en un 24% en d3lares y un 76% en pesos (colocados en fondos comunes de inversi3n).

Por su parte, los activos financieros de TGS se incrementaron interanualmente en casi USD 147 millones, totalizando los USD 586 millones. Estos instrumentos est3n denominados en un 86% en d3lares (29% en d3lar linked y 57% en hard dollar).

En resumen, la deuda financiera neta, es decir, la deuda menos la caja y los activos financieros

l3quidos, cerr3 el 3T23 en forma negativa, en unos aproximados USD -29 millones. Al 3T22, la deuda neta era positiva en USD 56 millones. Totalmente desendeudada.

La situaci3n financiera de TGS para hacer frente al pago de sus compromisos es inmejorable. Los activos financieros alcanzan por s3 mismos para cancelar la totalidad de la deuda. Por el menor EBITDA, la cobertura sobre intereses desmejora levemente al respecto del a3o anterior, pero se mantiene muy alta, superando las 10 veces. Como venimos observando, al mismo tiempo que se expande en Midstream, TGS lleva una pol3tica de financiamiento muy conservadora y contin3a financiando sus inversiones con caja del negocio.

mill. de USD	3T23	3T22	Var (%)
Deuda Financiera	574	542	6%
Caja y equivalentes	16	46	-65%
Activos Financieros	586	439	33%
Deuda Neta	-29	56	-152%
EBITDA anualizado	486	551	-12%
Deuda Neta/EBITDA	-0.1	0.1	-0.2
Intereses anuales	46	44	4%
EBITDA/Intereses	10.6	12.6	-1.9

Fuente: Elaboraci3n propia en base a datos de Balances.

Alternativamente, podemos plantear un escenario de nulo acceso al mercado oficial de cambios (MULC) para la compra de divisas y el pago de servicios de deuda. Dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio contado con liquidaci3n (CCL), podremos observar qu3 suceder3a en caso en que el BCRA impida directamente a TGS obtener d3lares para el pago de su deuda.

TGS solo posee exportaciones a trav3s de la venta de GLP, por lo que su flujo operativo ser3 bastante castigado. Considerando la brecha promedio del periodo 9M23 del 100%, el EBITDA caer3 un 41%, llegando a los USD 285 millones anuales. Por su parte, la deuda financiera emitida 100% en d3lares y una caja y activos financieros denominados 15% en pesos y 28% en d3lar linked (no asumimos devaluaci3n del oficial en este escenario) llevar3n la deuda neta a unos aproximados USD 118 millones. Con estos nuevos flujos y stocks, la relaci3n Deuda Neta/EBITDA desmejorar3 a 0.4x,

y la cobertura de los intereses disminuiría a 6.2x, niveles igualmente muy bajos para una situación extrema. La muy baja deuda y sus activos dolarizados le dan a TGS muchísima holgura ante cualquier escenario futuro. TGS es uno de los emisores de deuda local mejor posicionados para enfrentar un contexto de fuerte estrés cambiario. Uno de nuestros bonos preferidos

ON Ley NY 2025



Fuente: Bloomberg.

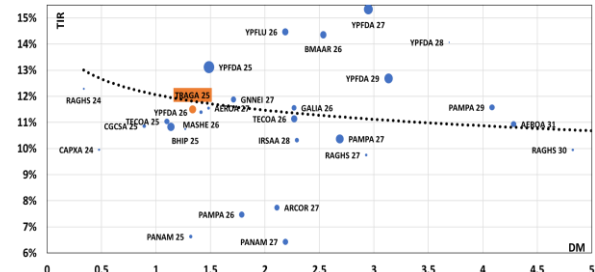
La ON opera actualmente en torno al 93.5%-94.5% clean en el exterior, con una TIR al vencimiento de 11% y una duración de 1.4 años. Los bonos tienen un mínimo para operar de 150,000 nominales. El bono se mantiene muy firme y, ante el reciente contexto de baja de los rendimientos de los Bonos del Tesoro Americano y la subida de precios en la renta fija de toda clase, tuvo un pequeño upside. La pobre macroeconomía argentina, sin capacidad de generar reservas, no ha afectado su valuación.

Dando pautas para futuros financiamientos, la compañía recibió la aprobación reciente de la CNV para la ampliación de su programa de emisión de deuda. El programa extendió por hasta USD 2.000 millones y estableció un nuevo vencimiento del programa para enero de 2029.

Perspectivas

El bono opera algo por debajo de la curva de ONs Ley NY, y brinda más retorno que sus comparables del sector como Pampa Energía, Capex y CGC a pesar de poseer mejores ratios de deuda.

Curva Corporativa Argentina Ley NY



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

TGS es para nosotros una de las empresas argentinas emisoras de deuda más sólidas. No hemos observado casos de deuda neta negativa que combinen una excelente diversificación en ingresos y una continua expansión productiva. Como sus mínimos son altos, seguimos recomendado que los inversores se posicionen en TRAGAS 6.75% 2025 indirectamente por medio de Fondos Comunes de Inversión. En esta línea, nuestros fondos de renta fija en dólares mantienen una alta ponderación.

En 2024 es probable que la compañía ofrezca un canje voluntario de su ON. Propuesta la cual estimamos tenga seguramente una gran adhesión, seguramente traerá un cupón más alto dada la suba de tasas a nivel global.

Gracias.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar