

15 de noviembre de 2019

Compañía General de Combustibles

El Resumen de hoy lo dedicamos a Compañía General de Combustibles. Gracias a sus sólidos balances, el bono CGC 2021 había soportado de buena forma el cimbronazo en la renta fija argentina durante gran parte del 2018 y 2019. Sin embargo, los bonos no pudieron resistir la embestida de las PASO y la paridad cayó 20 puntos. El precio cotiza (clean en el exterior) cerca de 78%, antes de las PASO cotizaba en torno a 98%. Repasemos algunos números de la compañía.

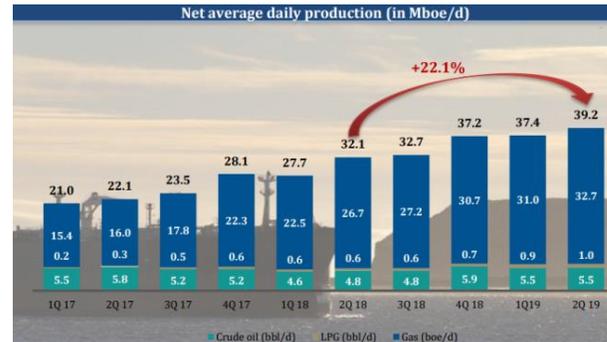


Fuente: Bloomberg

Compañía General de Combustibles es una empresa de energía que se dedica a la exploración, desarrollo y explotación de gas y petróleo. 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.

Al tercer trimestre del 2019 la producción total de hidrocarburos superó los 41 mil barriles equivalentes por día (Mboe/d), lo que representa un incremento interanual del 29%. Como se observa en el gráfico a continuación, el incremento de la producción fue consistente en

los últimos trimestres. La producción actual es prácticamente el doble en relación a los niveles de inicios de 2017. Durante la primera mitad de 2019 la empresa realizó inversiones por más de U\$100 millones. Se perforaron 27 pozos, entre ellos, pozos exploratorios.



Fuente: Presentación institucional.

La empresa tiene reservas probadas por cerca de 10.000 Mm³, de las cuales más del 80% corresponden a gas y el resto a petróleo. De la producción de gas, la mayor proporción es no convencional. En 2018 la empresa informó el descubrimiento de un nuevo yacimiento en la concesión "Campo Indio Este – El Cerrito" en la Cuenca Austral. La zona había sido explorada en 2006 por Petrobras Argentina, para luego ser abandonada al considerarse que no había recursos utilizables. Sin embargo, CGC identificó un potencial, por lo que decidió retomar la exploración con muy buenos resultados.

Los Estados Financieros al cierre tercer trimestre de 2019 se presentaron ajustados por inflación. Recordar que las normas contables establecen que los balances se expresen en términos de unidad de medida corriente a la fecha de ejercicio, hasta acá no cambia nada dado que serían pesos corrientes, pero las cifras correspondientes al mismo período del 2018 deben re expresarse y ajustarse por inflación para fines comparativos. En nuestro caso esto nos importa muy poco, dado que nos interesa ver su solvencia financiera para el repago de sus obligaciones en dólares. Por eso nos centraremos en sus flujos en dólares.

Las ventas, medidas al dólar promedio del período alcanzaron los USD 436 millones, un 13% superior a los primeros nueve meses del 2018. En

RESUMEN ECONÓMICO

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. La licuación de los gastos de administración y comercialización medidos en moneda dura también ayuda. En los últimos 9 meses el EBITDA se acerca a los USD 250 millones, un 23% superior al mismo período del 2018. Una parte del crudo se exporta, y este ingreso por expo representa cerca del 20% de las ventas totales.

CGC (millones USD)	9M19	9M18	Var (%)
Ingresos	436	386	13%
EBITDA	249	203	23%
Resultado operativo	116	159	-27%
Resultado neto	30	26	14%
Margen operativo	27%	41%	-35%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Con respecto al perfil de deuda, la empresa emitió en 2016 una ON por USD 300 millones a una tasa del 9,5%, pagadera semestral, con vencimiento en noviembre del 2021. En 2017 se suscribió un préstamo bancario por USD 72 millones al 6,25%. Estos son prácticamente los únicos pasivos financieros de la empresa. Tiene otra ON emitida en 2018 que tiene un valor residual de USD 44 millones pero cuya única fuente de pago son los fondos provenientes de las empresas transportadoras o ventas de las acciones de dichas empresas. La compañía no está obligada a pagar los intereses o amortizaciones si no tiene fondos disponibles en el fideicomiso que lo administra. Si bien la podríamos excluir de los ratios de deuda, la dejaremos para ser más conservadores en el análisis.

La deuda financiera neta, deuda menos efectivo, ronda los USD 380 millones. Vale remarcar que las disponibilidades se encuentran mayormente en el exterior en dólares. La deuda financiera neta representa 1,1 veces el EBITDA, poniendo en evidencia el reducido apalancamiento de la empresa. Por otro lado, el EBITDA representa más de 8 veces el pago de interés al año.

CGC (millones USD)	sep-19	sep-18	Var (%)
Deuda Total	419	452	-7%
Caja y equivalentes	39	30	29%
Deuda Neta	380	422	-10%
Deuda Neta/EBITDA 12M	1,1	1,6	-27%
Intereses (anualizado)	40	43	-7%
EBITDA 12M/intereses	8,4	6,3	32%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Es difícil estimar que pasará con los subsidios a la producción de gas no convencional y como las empresas ajustarán la producción a dichos recortes. Pero supongamos que podría provocar una caída en los ingresos del 15/20% y en el EBITDA del 30/40%. Aún con estos supuestos, la deuda financiera neta representaría cerca de dos veces el EBITDA y la cobertura de intereses (EBITDA/intereses) se ubicaría en torno a 5, ambos indicadores mostrarían una todavía sólida posición financiera. Estos ratios no incluyen ningún tipo de crecimiento en la producción. Con lo cual, la posición financiera sería más holgada si la producción continúa creciendo.

El rendimiento del título al 2021 ronda el 22% anual en dólares. El primer riesgo naturalmente tiene que ver con el precio del crudo y el gas, que tarde o temprano terminan definiendo los ingresos de la compañía. Recordar que el precio del gas en el mundo no logra recuperarse y que en el mercado local tenemos sobre oferta en el último tiempo. Otro riesgo es cualquier cambio abrupto en el marco regulatorio por parte del nuevo gobierno, principalmente en relación a los incentivos de plan gas. El tercer riesgo tiene que ver con el roleo o la refinanciación de la deuda. Si bien la empresa cuenta con una muy buena solidez financiera, cuando el mercado financiero presente algún tipo de normalización la compañía debería aprovechar para extender el vencimiento.

Mencionados estos riesgos, nos parece uno de los créditos más interesantes a nivel local. Como siempre mencionamos, estos rendimientos en el mundo de hoy son el reflejo de nuestro triste riesgo país y poco respeto por los contratos.

RESUMEN ECONÓMICO

Issuer Information		Identifiers	
Name	COMPANIA GENERAL COMBUST	ID Number	AL0862337
Industry	Independent (BCLASS)	ISIN	USP00630AA02
Security Information		FIGI	BGG00F5NQGK5
Mkt Iss	Euro-Dollar	Bond Ratings	
Country	AR	S&P	CCC+
Rank	Sr Unsecured	Fitch	CCC+
Coupon	9.500000	Composite	CCC+
Con Freq	S/A	Issuance & Trading	
Day Cnt	ISMA-30/360	Iss Price	100.00000
Maturity	11/07/2021	Aggregated Amount Issued/Out	
CALL	12/13/19@104.75	USD	300,000.00 (M) /
Iss Sprd		USD	300,000.00 (M)
Calc Type	(1)STREET CONVENTION	Min Piece/Increment	
Pricing Date	11/02/2016	1,000.00 / 1,000.00	
1st Coupon Date	05/07/2017	Par Amount	1,000.00
Tender Notice Date	07/25/2019	Book Runner	CITI,ITAU,MLPFS
Tender Expiration Date	07/31/2019	Reporting	TRACE
MINIMUM SUBSCRIPTION: USD150,000.			

Fuente: Bloomberg.

Buen fin de semana,

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