

21 de abril de 2023

Transportadora de Gas del Sur

Transportadora de Gas del Sur (TGS) es una compañía argentina líder de energía que ofrece servicios integrados para la industria del gas. Comenzó sus operaciones en 1992 y es la principal empresa de transporte de gas natural del país. Su sistema de gasoductos troncales conecta yacimientos gasíferos del sur y oeste del país con distribuidoras de gas, generadoras eléctricas y plantas industriales. La empresa transporta el 60% del gas anual consumido en Argentina a través de más de 9.200 km de gasoductos.

TGS es también el segundo procesador de gas licuado (GLP) del país con capacidad de procesamiento de 47 MM m³/d. Gracias a sus instalaciones en Bahía Blanca la compañía vende localmente y exporta etano, propano, butano y gasolina natural. Asimismo, TGS es el primer Midstreamer de Vaca Muerta. La empresa posee 150 km de gasoductos con capacidad de inyección de 60 MM m³ diarios y 4 plantas de acondicionamiento, tratamiento y compresión de gas. TGS enfoca sus planes de expansión en la zona para acompañar los mayores volúmenes de gas producidos.

La sociedad controlante de TGS es Compañía de Inversiones de Energía (CIESA), quien posee el 51% del capital social. Los accionistas de CIESA son: Pampa Energía con el 50%, el Grupo Inversor Petroquímica (familia Sielecki) con el 27% y PCT LLC con el 23%. TGS 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 accionarios de New York y Buenos Aires.

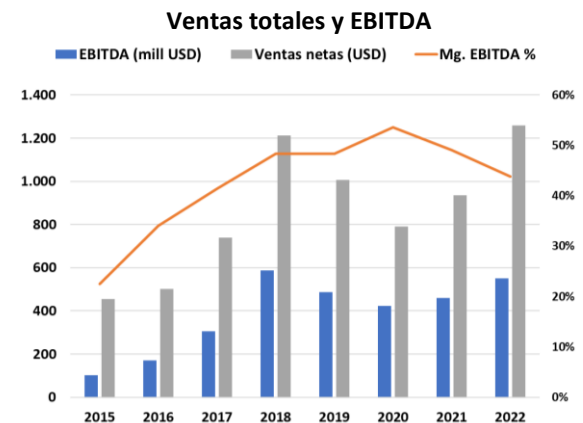
Evolución de ventas y EBITDA

Tal cual realizamos en nuestro informe anterior ([ver aquí](#)), analizaremos el desempeño de TGS observando los avances tanto en los volúmenes de producción como de ventas en los últimos años.

Debido a la naturaleza de su negocio, la participación de las exportaciones en sus ventas y para facilitar su comparación en el tiempo, las ventas y resultados del presente análisis se plasmarán en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según se corresponda a cada periodo. TGS presentó recientemente sus resultados del ejercicio 2022. Las

ventas totales alcanzaron los USD 1.258 millones. Esto equivalió a un incremento anual del 35% con respecto a 2021 y a una suba del 59% con respecto a 2020.

Observando la performance histórica de los últimos años, 2022 casi equiparó las ventas del 2018, quedando 4% por debajo. Como detallaremos más adelante, los ingresos por ventas de gases licuados y servicios de Midstream fueron compensando en los últimos años la caída de los ingresos del transporte de gas, segmento que sufre el peso de las regulaciones. En lo que respecta a los flujos operativos, el EBITDA de 2022 acompañó el incremento de las ventas y totalizó los 551 USD millones, quedando solo 6% por debajo del EBITDA de 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

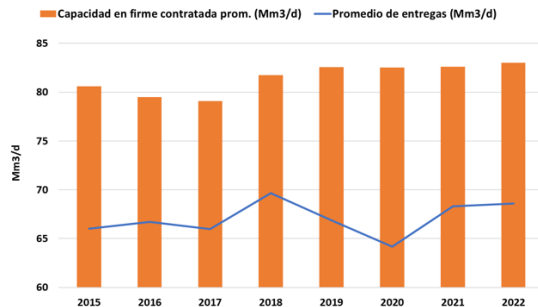
Análisis por segmentos

Transporte de gas natural. Durante el 2022 el segmento de transporte de gas natural reportó una mejora en las ventas netas en dólares al respecto del año anterior, poniéndole fin a tres años de caída consecutivos. Las ventas de este segmento totalizaron el 25% de las ventas de TGS.

Las ventas en el transporte de gas alcanzaron los 311 USD millones, un aumento del 21% con respecto a 2021. La recuperación se debió principalmente por el aumento tarifario del 60% aprobado por ENARGAS aplicado desde marzo 2022. Las tarifas de transporte no se ajustaban desde abril 2019. Asimismo, hubo mejoras productivas y mayor demanda. El transporte de gas operó con índices de eficiencia operativa y de confiabilidad de casi el 100%, la capacidad en firme contratada aumentó de 82,6 Mm³/d en 2021 a 83,0

en 2022 y el promedio de entregas diarias subió de 68,3 Mm3/d a 68,6.

Capacidad y entrega de transporte de gas



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

De todas formas, las ventas del segmento siguen muy por debajo de valores históricos. Fueron 7% menores que el 2020, y se mantienen 44% por debajo de las de 2018, año el cual la política tarifaria respetaba los mecanismos de ajustes de la Revisión Tarifaria Integral (RTI).

En enero de 2023, TGS expuso en audiencia pública la necesidad de un nuevo ajuste tarifario indicando un pendiente de aplicación a cierre de 2022 del 270%. TGS solicitó un aumento provisorio del 135% para 2023, el cual hasta el momento ENARGAS no ha emitido resolución alguna. Difícilmente veamos algún ajuste en pleno año electoral por lo que podemos estimar mayores niveles de atrasos para lo que resta del año.

A pesar del incremento de las ventas en el transporte TGS no pudo canalizar un aumento del EBITDA en la misma magnitud. Los costos que ajustan por inflación llevaron al EBITDA a incrementarse solo un 8%. Como resultado, en 2022, el segmento de transporte de gas natural sólo representó el 27% del EBITDA total de TGS, cuando en 2018 había totalizado el 66%.

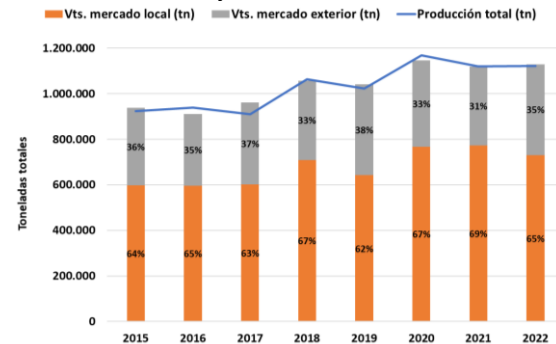
Producción de gases líquidos (GLP). Por tercer año consecutivo el segmento de producción de GLP se expandió tanto en volúmen como en ventas. Las ventas en 2022 fueron de USD 797 millones, un 36% más con respecto a 2021 y más del doble que las de 2020. Asimismo, el segmento significó el 63% de las ventas totales de TGS, siendo nuevamente por efecto del atraso tarifario en el transporte del gas y los buenos precios del GLP, el de mayor relevancia para la compañía.

En 2022 TGS produjo 1.120 toneladas de gases licuados, superando levemente los volúmenes de

2021. Se destacó la gasolina natural, que aumentó su producción un 13% con respecto al año anterior y alcanzó un nuevo récord de producción.

El segmento de GLP le permite a TGS ingresar en mercados internacionales. En 2022 las exportaciones significaron el 44% de las ventas del segmento y el 35% de las toneladas despachadas. De esta manera, el 28% de los ingresos totales de TGS se correspondieron a estas exportaciones.

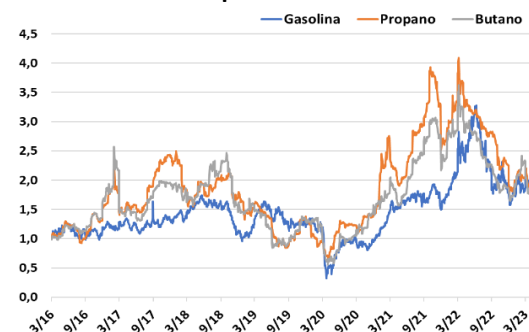
Producción y ventas de Gases Licuados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Los precios internacionales promedio de GLP crecieron con respecto a 2021. El primer semestre se destacó por el rally alcista impulsado por la recuperación global y la problemática energética desatada por la guerra. En promedio los precios de la gasolina natural, el butano y el propano crecieron 41%, 12% y 7% respectivamente. Como se observa en el gráfico debajo, el GLP se mantiene en precios históricos atractivos.

Evolución de los precios internacionales de GLP



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Con respecto a las ventas locales de GLP, TGS vende propano y butano bajo programas creados por el gobierno para el abastecimiento interno. A pesar de

la regulación, la empresa informó que el 80% de las toneladas despachadas en el país en 2022 fueron en dólares o aprecios que se ajustan a la evolución del tipo de cambio oficial.

El EBITDA del segmento se incrementó un 17% con respecto a 2021 y contribuyó con el 56% del total de TGS. Los márgenes EBITDA se vieron perjudicados pasando de ser el 45% en 2021 al 39% en 2022 debido al aumento del gas natural procesado y el incremento de las retenciones.

Segmento Midstream. Tal cual destacamos en nuestros informes anteriores, el segmento Midstream de TGS es el más prometedor y de mayor crecimiento. Las inversiones realizadas en 2018 en Vaca Muerta siguieron madurando.

En 2022 el segmento totalizó ventas por USD 143 millones, un 65% más que 2021 y un 132% más que 2020. El segmento significó el 11% de las ventas totales. Impulsada por la implementación del Plan Gas.Ar (extendido hasta 2028), la cuenca Neuquina alcanzó niveles de producción de gas suficientes para llenar los ductos de transporte del sistema de TGS. En 2022 la empresa firmó nuevos contratos con Shell Argentina, YPF, Pampa Energía y Vista Oil & Gas. El mayor volumen de gas producido en la cuenta llevó a niveles de utilización de las instalaciones Midstream al máximo de su capacidad. La capacidad de acondicionamiento contratada en firme promedio paso de 4,9 MMm3 diarios en 2021 a 7,4 en 2022, mientras que el promedio diario de gas natural acondicionado paso de 5,6 MMm3 diarios a 7,3.

Por su parte, el EBITDA totalizó los USD 94 millones incrementándose un 58% con respecto a 2021, participando sobre el EBITDA total un 17% (aumentando 410 puntos básicos). El margen EBITDA se mantuvo cercano a valores de los últimos años, alcanzando el 66%.

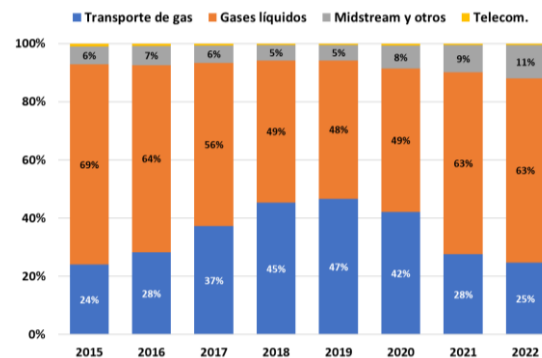
En Midstream, TGS busca expandir la capacidad de sus plantas de acondicionamiento, tratamiento y compresión de gas. Con una inversión de USD 32 millones, iniciada en febrero de este año y con fecha de finalización junio de 2023, instalará dos plantas modulares de acondicionamiento de gas y una nueva torre estabilizadora que incorporarán 3,5 MM m/3 diarios. Asimismo la compañía aprobó nuevas inversiones por USD 270 millones; instalará dos nuevas plantas de acondicionamiento que

incorporarán 13,2 MM m/3 diarios, una con puesta en marcha para finales de 2023 y otra que se espera inicie operaciones a mediados de 2024. Asimismo, en agosto de 2022, TGS inició obras de extensión de su red de gasoductos en la zona. Con una inversión de USD 60 millones incorporará a la red 32 nuevos km. Planea finalizar esta obra en julio de este año.

A su vez, la compañía sigue pendiente al avance del gasoducto Nestor Kirchner. La primera etapa de esta obra uniría los gasoductos operados por TGS entre Tratayén (Neuquén) y Salliqueló (Buenos Aires), aportando una capacidad de 21 MMm3 diarios extras al transporte de su red.

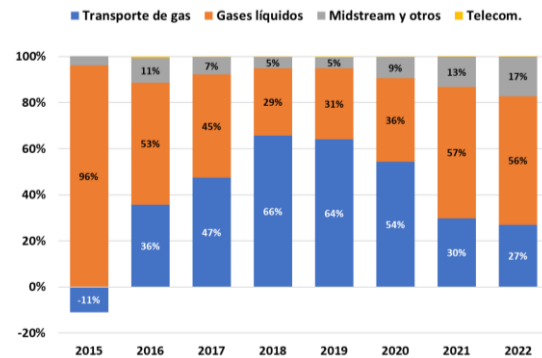
A modo de resumen, observando la participación de los segmentos de TGS en las ventas y el EBITDA totales de los últimos años, el transporte de gas disminuyó fuertemente su peso, el GLP pasó a liderar los flujos de la compañía, y el Midstream fue tomando mayor protagonismo.

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.

Los márgenes, tanto operativo como EBITDA, se mantienen por debajo de los alcanzados en años anteriores, el segmento de transporte impacta muy

negativamente a los márgenes, en suma a la alta inflación de la economía local que repercute en toda la estructura de costos.

mill. de USD	2022	2021	Var (%)	2020	Var (%)	2019	Var (%)
Ventas	1.258	935	35%	791	59%	1.007	25%
Resultado operativo	401	358	12%	292	37%	410	-2%
EBITDA	551	459	20%	424	30%	486	13%
Resultado neto	247	220	12%	47	431%	265	-7%
Margen operativo	32%	38%	-643 pb	37%	-506 pb	41%	-881 pb
Márgen EBITDA	44%	49%	-533 pb	54%	-977 pb	48%	-452 pb

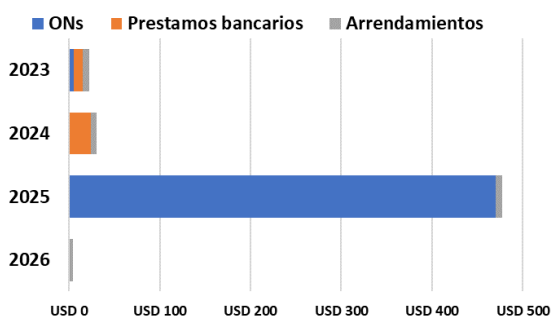
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Perfil de deuda

A la fecha de cierre del ejercicio 2022, TGS informó una deuda financiera total de USD 534 millones, un 4% mayor a la reportada en 2021. La misma se denominó 100% en dólares, y estuvo compuesta por; 88% a la Obligación Negociable (ON) emitida en 2018 Ley NY clase 2 con vencimiento en 2025, 7% a préstamos bancarios y 5% a arrendamientos.

La ON tiene un cupón de 6,75% con pagos semestrales y amortización al vencimiento. Tras una serie de recompras el circulante se redujo de USD 500 millones a USD 470 millones.

Deudas financieras según plazo de vencimiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

La caja y equivalentes de TGS cerró el 2022 con USD 17 millones, USD 26 millones menos que el año anterior. La caja de la compañía se compone un 90% por activos denominados en moneda local, mayormente fondos comunes de inversión. En contraposición, los activos financieros de la empresa se incrementaron en más de USD 100 millones, totalizando los USD 449 millones. Los instrumentos financieros están denominados un 90% en dólares, siendo estos mayormente plazos fijos en moneda dura y deuda dollar linked.

En resumen, la deuda financiera neta, es decir la deuda menos la caja y los activos financieros, cerró el 2022 en solo USD 68 millones. Contra el cierre de 2021, la deuda neta cayó un 43%.

El mayor EBITDA en suma a la reducción de la deuda neta plasmaron una situación financiera inmejorable. El ratio de apalancamiento muestra que solo el 12% del EBITDA anual alcanza para pagar la totalidad de su deuda. A su vez, el flujo operativo de un mes podría cubrir los intereses anuales a pagar. Tal cual observamos al cierre de 2021, TGS mejora sus ratios de deuda y lleva al apalancamiento de la compañía a niveles mínimos.

mill. de USD	2022	2021	Var (%)	2020	Var (%)
Deuda Financiera	534	512	4%	521	2%
Caja y equivalentes	17	43	-61%	55	-70%
Activos Financieros	449	348	29%	189	137%
Deuda Neta	68	120	-43%	277	-75%
EBITDA	551	459	20%	424	30%
Deuda Neta/EBITDA	0,1	0,3	-0,1	0,7	-0,5
Intereses	44	39	11%	39	12%
EBITDA/Intereses	12,6	11,7	0,9	10,9	1,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Por otro lado, teniendo cuenta el bajo nivel de reservas del BCRA, podemos considerar un escenario que no permita a TGS acceder al dólar mayorista para el pago de deuda. En este caso, TGS debería obtener dólares al tipo de cambio contado con liquidación (CCL). Este escenario le permitiría acceder a los dólares ganados por exportaciones, pero no permitiría dolarizar los ingresos locales al tipo de cambio oficial.

Como resultado, la deuda neta pasaría a ser de USD 88 millones, aumentando un 28% principalmente por efecto de la caja en pesos. Por su parte, tomando el tipo de cambio CCL promedio del periodo, el nuevo EBITDA dolarizaría los flujos operativos del transporte de gas, el Midstream y las ventas locales de GLP a un mayor tipo de cambio y se reduciría a unos USD 345 millones.

Tomando estos nuevos flujos y stocks, la relación Deuda Neta/EBITDA desmejoraría a 0,3 veces, y la cobertura de los intereses disminuiría a valores de casi 8 veces. La muy baja deuda, los activos dolarizados y las exportaciones le darían a TGS un amplio espacio para sortear momentos de mayor tensión cambiaria y así cumplir sus compromisos.

ON Ley NY 2025



Fuente: Bloomberg.

La ON opera en torno a 90%-91% clean en el exterior, con una TIR del 12% y duration de 1,9. Sus mínimos para operar son de 150.000 nominales. El bono cayó 5,5% desde inicios del año, por el efecto de la pérdida de reservas del BCRA y el magro desempeño de la macroeconomía local de los últimos meses. De todas formas, observando la vida del bono, es notable que ante contextos difíciles tanto internacionales como locales el bono siempre logró recuperarse a gran velocidad, brindando oportunidades de entrada en momentos de mayor incertidumbre.

ADR TGS



Fuente: Bloomberg.

TGS – Merval (a CCL) pre-PASO 2019



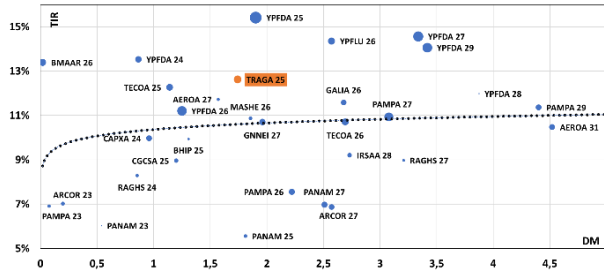
Fuente: Bloomberg.

El ADR de TGS cotiza en la actualidad en 10,2 USD. Ha tenido un formidable segundo semestre en 2022, culminando con una suba del 132% durante este periodo tras testear valores casi de pandemia durante la crisis cambiaria y política en Argentina en julio de 2022. En la actualidad el papel se encuentra 33% por debajo de los valores previos a las PASO 2019. En lo que va del año opera con volatilidad y acumula una caída del 13%. Durante los años de acumulación de retrasos tarifarios, la acción local tuvo un menor desempeño en comparación con el índice Merval. No fue hasta comienzos de 2022 con los primeros rumores de cambios en la política tarifaria y el alza en los precios de la energía en el contexto internacional que TGS recuperó fuertemente su valorización.

Perspectivas

Tras su reciente baja, el bono brinda un rendimiento atractivo. No operaba a la TIR actual desde oct-2022, bajo un contexto de fuerte crisis política. El bono se posiciona por encima de la curva de ONs Ley NY, y brinda mayor retorno que comparables como Pampa Energía, Capex y CGC.

Curva Corporativa Argentina Ley NY



Fuente: Elaboración propia en base a datos Bloomberg.

TGS es una de las mejores compañías locales emisoras de deuda en función de su muy bajo apalancamiento. Como su lámina mínima es alta, sería oportuno que los inversores se posicionen en estos títulos por medio de Fondos Comunes de Inversión. En este sentido nuestros dos fondos de renta fija, mantienen una alta ponderación.

En lo que respecta a la renta variable, la acción acompañó la suba en 2022 de las empresas argentinas ligadas a la energía, pero sigue por debajo de valores pre-PASO 201. A mediano plazo, una nueva política tarifaria para el transporte de gas bajo una nueva administración debería brindar mayor espacio para incrementar los ingresos, y por ende los resultados netos de la compañía. Al dólar oficial el valor de la compañía representa casi 6 veces el Ebitda (EV/Ebitda). Al CCL el múltiplo es básicamente la mitad. No es de las acciones más baratas en múltiplos, pero sí con un potencial de negocio muy alentador. Sus negocios atados al mercado internacional y a precios dolarizados le brindan cobertura en caso de producirse la necesaria corrección cambiaria. En esta apuesta y apoyándose en los ingresos consolidados de GLP y en crecimiento del Midstream ante los avances productivos en Vaca Muerta, TGS es una excelente opción para posicionarse en el mercado local. En la misma línea, el fondo local CYC Renta Mixta mantiene una alta ponderación en TGS, siendo la tercer mayor tenencia en su portafolio.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy