



Capital
Markets
Argentina

Petróleo y Gas

TGS 2T19

www.capitalmarkets.com.ar
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

TGS (BCBA: TGSU2)

AR\$ 92.80

Precio estimado: AR\$ 101

Calificación
Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52
Semanas

70,1

Mayor en 52
Semanas

143,75



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (x)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	34.063	16.480	11.416	5,50	2,82	9,83	14,62
2019E	41.216	20.194	13.721	8,46	4,28	8,32	17,27
2020E	51.520	25.492	23.923	7,53	5,01	6,63	21,68

Acciones Emitidas (\$ m)	794	Rango 12 Meses	70,1 / 143,7
Float (%)	25,10%	EPS Trailing	14,62
Capitalización Bursátil (\$ m)	73.729	P/E Trailing	6,35
Deuda Neta (\$ m)	13.473	EPS Forward	17,27
Valor de la Compañía (\$ m)	87.202	P/E Forward	5,37

A pesar del shock político, hay valor de largo plazo

El impacto político que causó la fuerte victoria de la oposición en las elecciones presidenciales PASO cambió dramáticamente las perspectivas económicas de la Argentina hacia 2020.

Uno de los sectores que más ha sufrido este cimbronazo político fue el energético, donde la regulación gubernamental juega un rol central en la previsibilidad de las reglas de juego, las inversiones y la actualización tarifaria.

En el caso puntual de **Transportadora Gas del Sur (TGSU2)**, los principales elementos de incertidumbre tienen tres frentes:

1. Cuáles serán los ejes sobre las reglas de juego en Vaca Muerta si una nueva administración llega al Ejecutivo.
2. Qué ocurrirá con los derechos de exportación de gas.
3. Cuál va a ser el criterio de ajuste de tarifas domésticas en el transporte de gas.

Aún con los actuales riesgos en la valuación, todavía pensamos que TGS es una muy buena alternativa de valor de largo plazo si el escenario económico futuro de Argentina no llega a un extremo difícil de manejar y predecir.

Conclusión

Considerando un Riesgo País en torno a los 1.800 puntos básicos y un WACC de 17,64%, nuestro precio objetivo se encuentra en torno a \$ 100,6. Consideramos que ante cualquier atisbo de compresión de los spreads de riesgo, **TGS** presenta un interesante potencial alcista.

Recomendación: Market Performer.

Análisis de Sensibilidad			
Riesgo País	1.100 bps	1.800 bps	2.200 bps
WACC	13,33%	17,64%	20,10%
Precio Objetivo (AR\$)	163,7	100,6	80,83

Hechos relevantes 2T19

- La entrada en vigencia de los ajustes tarifarios permitió una recuperación de los ingresos secuenciales, aunque la comparación interanual se desaceleró tal cual estimamos.
- El resultado operativo de 2T19 se ubicó en \$ \$ 4.732 millones, por debajo de los \$ 4.950 millones esperados, un 3,5% superior al 2T18. El margen operativo fue de 46,7% vs 47% estimado. A nivel sectorial, los principales hitos fueron:
 - Las ventas de **Transporte de Gas** cayeron un 8% interanual, hasta los \$ 4.918,7 millones. El ajuste tarifario se vio negativamente compensado por el efecto del ajuste por inflación (- \$ 1.874 millones) y menor transporte de contratos interrumpibles (- \$ 275 millones). El EBITDA se ubicó en \$ 3.646 millones, mostrando una caída de 12,1%.
 - Los ingresos de **Producción y Comercialización de Líquidos** se ubicaron en \$ 4.666 millones (-6% respecto el 2T18). La variación positiva del dólar permitió mayores ingresos en pesos por \$ 2.505 millones, los cuales fueron compensados por efecto de reajuste inflacionario negativo en \$ 1.753 millones, menos volumen vendido de etanol (- \$ 521 millones) y menores precios internacionales (- \$ 501 millones). El EBITDA se ubicó en \$ 1.625 millones, mostrando una caída de 5,13% interanual.
- El EBITDA del trimestre fue de \$ 5.492,5 millones que compara con los \$ 6.090,4 millones del 2T18. Así, el margen EBITDA cayó en 150 bps, hasta los 54,2%.

Programa de Recompra

El 26 de agosto, el Directorio de **Transportadora Gas del Sur (TGU2)** decidió reformular su programa de adquisición de acciones propias, considerando la actual distorsión entre el valor económico de la Sociedad y la cotización de las acciones en el mercado.

El monto a invertir es de hasta \$ 3.200 millones (US\$ 57 millones) y el precio máximo a pagar es hasta \$ 116 en la plaza local y US\$ 10,50 por ADR en Wall Street.

Consideramos que se trata de una señal muy interesante de la compañía para defender el precio de la acción.

Valuación por DCF

DCF (AR\$ m)	2019E	2020E	Año Terminal
Crecimiento anual Ventas	21,0%	25,0%	10,0%
Ventas	41.216	51.520	N/A
Margen EBIT	42,4%	43,1%	43%
Margen EBITDA	49,0%	49,5%	50%
EBT	19.602	23.923	N/A
Tasa de Impuesto Efectiva	38%	32%	30%
NOPAT	13.721	17.225	5.021
Depreciaciones	2.712	1.085	1.085
Intereses Pagados	780	650	650
Capex	(8.529)	(9.382)	-3.495
Capital de Trabajo	(650)	850	-550
FCF	8.034	12.879	77.310
WACC	17,6%	17,6%	17,6%
VP FCF			93.446
Deuda Neta			13.473
FCFE			79.973
Acciones Emitidas			794,5
Target Price			100,66

Supuestos utilizados

Riesgo País	18,00%
Tasa Libre de Riesgo	2,50%
Exceso de Retorno	5,00%
Beta	0,94
Costo del Equity	25,20%
Costo del Endeudamiento	8,50%
WACC	17,64%

Análisis de Sensibilidad

	Riesgo País	1.100 bps	1.800 bps	2.200 bps
WACC		13,33%	17,64%	20,10%
Precio Objetivo (AR\$)		163,7	100,6	80,83

Valuación Relativa

Empresa	Ticker	Market Cap (Millones USD)	Price / Earnings	Price / Earnings Fwrd.	EV /EBITDA Fwrd.	Price / Sales	Price / Book Value
TGS	TGSU2	1339,52	6,35	5,37	4,39	2,56	2,03
Edenor	EDN	287,35	3,67	1,08	2,97	0,83	0,33
Enel Central Costanera	CECO2	108,5	2,06	3,13	4,54	1,26	0,93
Transener	TRAN	163,2	3,22	2,74	1,50	0,95	0,81

Fuente: Reuters

Estados Financieros

Millones de Pesos	2016	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos netos	7.402	19.953	34.063	41.216	51.520
Var % a/a		169,6%	70,7%	21,0%	25,0%
Costo de Ventas	(4.436)	(11.935)	(16.188)	(19.907)	(24.214)
Var % a/a		169,1%	35,6%	23,0%	21,6%
Resultado Bruto	2.966	8.018	17.874	21.309	27.305
Margen Bruto	40,1%	40,2%	52,5%	51,7%	53,0%
Gastos de Comercialización y Adm.	(669)	(1.541)	(2.727)	(3.572)	(4.358)
Var % a/a		130,4%	76,9%	31,0%	22,0%
Otros ingresos/gastos operativos	(66)	(272)	(891)	(255)	(765)
Resultado Operativo	2.232	6.206	14.257	17.482	22.183
Margen Operativo	30,2%	31,1%	41,9%	42,4%	43,1%
EBITDA	2.519	8.226	16.480	20.194	25.492
Margen EBITDA	34,0%	41,2%	48,4%	49,0%	49,5%
Ingresos Financieros	405	1.137	10.989	8.455	9.550
Gastos Financieros	(1.219)	(2.131)	(15.040)	(7.650)	(8.500)
Participación en resultados asociadas	2	22	18	(35)	35
RECPAM (ajuste x inflación)	0	466	1.205	1.350	655
Resultado Antes de Impuestos	1.420	5.699	11.429	19.602	23.923
Impuesto a las ganancias	(489)	53	(13)	(5.881)	(6.698)
Participación no Controlante	3	0	0	6	8
Resultado Neto	931	5.752	11.416	13.721	17.225
Margen Neto %	12,57%	28,83%	33,51%	33,29%	33,43%
Depreciaciones	287	2.020	2.223	2.712	3.309
Intereses	280	304	1.032	780	878
Capex	(596)	(1.309)	(8.123)	(8.529)	(9.382)
Capital de Trabajo	250	106	(2.250)	(650)	850
FCFF	1.151	6.873	4.298	8.034	12.879

Hoja de Balance

Millones AR\$	2017	2018	2019e	2020e
Activo Corriente				
Otros Activos Financieros	577	902	974	1.052
Deudores Comerciales	2.011	1.676	3.481	4.167
Efectivo & Equivalentes	4.483	4.725	2.550	3.188
Total Activo Corriente	7.071	7.302	7.005	8.407
Activo No Corriente				
Propiedades, planta y equipos	10.213	12.129	13.949	14.158
Inversiones a costo amortizado	30	0	0	0
Inventarios	395	432	561	730
Otros créditos	8	5	5	5
Total Activo No Corriente	10.645	12.567	14.515	14.893
Total Activo	17.716	19.869	21.520	23.300
Pasivo Corriente				
Provisiones	106	84	166	206
Préstamos	101	139	51	51
Pasivo por Impuesto Ganancia	1.620	572	717	897
Remuneraciones y Cargas	639	614	782	999
Deuda Comerciales	540	1.181	853	1.058
Deudas Fiscales	221	163	284	294
Pasivo beneficio empleados	87	84	61	61
Otros	0	0	1	1
Total Pasivo Corriente	3.315	2.837	2.916	3.568
Pasivo No Corriente				
Deudas y préstamos	2.638	3.636	4.546	5.227
Pasivo beneficio empleados	439	444	640	794
Pasivo impuesto diferido	1.334	1.396	1.450	1.550
Total Pasivo No Corriente	4.411	5.476	6.636	7.571
Total Pasivo	7.726	8.313	9.552	11.139
Total Patrimonio Neto	9.991	11.556	11.968	12.161
Ratios				
Liquidez Corriente	2,13	2,57	2,40	2,36
Liquidez Ácida	1,96	2,26	2,07	2,06
Deuda LP / Activos	0,149	0,183	0,211	0,224
ROE	39,6%	26,4%	30,0%	36,9%
ROA	22,3%	15,4%	16,7%	19,3%
Cambios Capital de Trabajo		-247	-217	2.053

Graciela Cairolí

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelch@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva

Analista de Macroeconomía

mleiva@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause

Gerente de Asset Management

Portfolio Manager

Juan José Guma

Analista

jguma@capitalmarkets.com.ar

Noelia Lucini, CFA

Fixed Income Strategy.

Portfolio Manager

Valeria Flores

Administrador Biblioteca Virtual

Asistente

vflores@capitalmarkets.com.ar

Nicolas Viveros

Analista Semi Senior de Renta Fija

nviveros@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui

Comunicación con analistas externos

Asistente.

djauregui@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA

Analista Senior Renta Variable

agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de CMA para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El informe no tiene por objeto proveer los fundamentos para la realización de ninguna evaluación crediticia o de otro tipo. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables y/o instrumentos financieros mencionados en este informe y deberá basarse en la investigación personal que dicho inversor considere pertinente realizar. El presente no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Algunos de los valores negociables y/o instrumentos financieros bajo análisis pueden no estar autorizados a ser ofrecidos públicamente en Argentina. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que CMA considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y CMA no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación (económica, financiera o de otro tipo) relativa a los emisores descripta en este informe. CMA no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Ninguna persona ni funcionario de CMA ha sido autorizada a suministrar información adicional a la contenida en este informe. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Capital Markets Argentina S.A., Esmeralda 130, piso 5 (1035) Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4320-1900, Fax (54 11) 4320-1935. Web Site: www.capitalmarkets.com.ar.