



Capital
Markets
Argentina

Petróleo y Gas

Enel Generación Costanera 2T19

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

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

Enel Generación Costanera (BCBA: CECO2)

AR\$ 8,50

Precio estimado: \$ 13,40

Calificación:

Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52 Semanas

4,55

Mayor en 52 Semanas

11,40



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (x)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	6.125	5.622	2.893	1,55	1,40	2,06	4,12
2019E	10.719	3.661	1.905	4,54	2,13	3,13	2,71
2020E	13.934	4.769	1.356	4,04	2,60	4,40	1,93
Acciones Emitidas (\$ m)			702	Rango 12 Meses		4,55 / 11,40	
Float (%)			24,30%	EPS Trailing		4,12	
Capitalización Bursátil (\$ m)			5.967	P/E Trailing		2,06	
Deuda Neta (\$ m)			982	EPS Forward		2,71	
Valor de la Compañía (\$ m)			6.949	P/E Forward		3,13	

El sector más complicado con el “Albertismo”

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 en las reglas de juego, las inversiones y la actualización tarifaria.

Considerando los dichos de Alberto Fernández, el candidato con más chances de ganar las elecciones el 27 de octubre próximo, acerca de **“desdolarizar las tarifas energéticas”**, el sector que se encuentra **más expuesto a cambios es el de generación**, no así el de transporte ni distribución.

En este sentido, **Enel Generación Costanera (CECO2)** se encuentra comprometida por dos frentes: las tarifas dolarizadas que reciben por el precio de GW/h, y el crédito VOSA que percibe por parte de CAMMESA que se encuentra dolarizado.

Bajo el mencionado escenario de estrés y la actual incertidumbre futura sobre el sector, contemplamos diversos eventos para nuestra valuación.

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

Valuación

Considerando un Riesgo País en torno a los 1.800 puntos básicos y un WACC de 21,75%, el precio objetivo al que arribamos es de AR\$ 13,40.

Si bien implica un potencial alcista en pesos de 57%, el riesgo en esta cadena de valor de la industria energética es elevado.

Análisis de Sensibilidad			
Riesgo País / WACC	1.100bps 16,73%	1.800bps 21,75%	2.200 bps 24,62%
Precio Objetivo (AR\$)	18,45	13,40	11,55

Recomendación: Market Performer.

Hechos principales 2T19

- Los ingresos por venta del 2T19 crecieron apenas un 4% interanual, hasta los \$ 1.799,8 millones (vs. los \$ 1.850 millones esperados), por aumento de tipo de cambio y generación con combustibles propios, que compensó la menor demanda por la recesión económica.
- La ganancia operativa fue de \$ 273 millones en el trimestre (-70,8% a/a) como consecuencia del incremento de los costos atados al dólar.
- El endeudamiento neto al 2T19 subió a \$ 982,3 millones, como consecuencia de una disminución de la Caja & Equivalentes a \$ 1.563 millones luego de la distribución de Dividendos en efectivo por \$ 2.000 millones (equivalente a \$ 2,84 por acción).

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

Valuación por DCF

Escenario Post-PASO

DCF (AR\$ m)	2019E	2020E	Año Terminal
Crecimiento anual Ventas	75,0%	30,0%	15,0%
Ventas	10.719	13.934	13.934
Margen EBIT	17,8%	18,9%	33,5%
Margen EBITDA	34,2%	34,2%	34%
EBT	1.936	1.808	1.808
Tasa de Impuesto Efectiva	35%	25%	25%
NOPAT	1.905	1.356	2.550
Depreciaciones	1.753	2.139	2.139
Intereses Pagados	1.138	1.398	1.398
Capex	(1.863)	(2.385)	(2.385)
Capital de Trabajo	(185)	(650)	(650)
FCF	2.747	1.857	1.857
WACC	21,7%	21,7%	21,7%
VP FCF			10.393
Deuda Neta			982
FCFE			9.410
Acciones Emitidas			702,0
Target Price			13,41

Supuestos utilizados

Riesgo País	18,00%
Tasa Libre de Riesgo	2,50%
Exceso de Retorno	5,00%
Beta	1,25
Costo del Equity	26,75%
Costo del Endeudamiento	14,00%
WACC	21,75%

Análisis de Sensibilidad

Riesgo País / WACC	1.100bps 16,73%	1.800bps 21,75%	2.200 bps 24,62%
Precio Objetivo (AR\$)	18,45	13,40	11,55

Valuación por Múltiplos

Empresa	Ticker	Market Cap (Millones USD)	Price / Earnings	Price / Earnings Fwrd.	EV /EBITDA Fwrd.	Price / Sales	Price / Book Value
Enel Central Costanera	CECO2	108,49	2,06	3,13	4,43	1,26	0,93
Central Puerto	CEPU2	559,3	12,50	3,55	3,89	1,34	0,73
Edenor	EDN	375,7	11,40	7,50	4,94	0,23	1,00

Fuente: Reuters

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

Estados Financieros

Millones de AR\$	2016	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos netos	1.966	3.933	6.125	10.719	13.934
Var % a/a		100,1%	55,7%	75,0%	30,0%
Costo de Ventas	(1.212)	(2.685)	(2.916)	(8.360)	(10.729)
Var % a/a		121,6%	8,6%	186,7%	28,3%
Resultado Bruto	754	1.248	3.209	2.358	3.205
Margen Bruto	38,4%	31,7%	52,4%	22,0%	23,0%
Gastos de Comercialización y Adm.	(133)	(329)	(245)	(325)	(439)
Var % a/a		148,2%	-25,8%	33,0%	35,0%
Otros ingresos/gastos operativos	136	635	1.683	(125)	(135)
Resultado Operativo	758	1.553	4.648	1.908	2.631
Margen Operativo	38,5%	39,5%	75,9%	17,8%	18,9%
EBITDA	1.032	2.555	5.622	3.661	4.769
Margen EBITDA	52,5%	65,0%	91,8%	34,2%	34,2%
Ingresos Financieros	8	357	1.721	2.667	3.334
Gastos Financieros	(624)	(1.111)	(3.215)	(3.697)	(4.806)
RECPAM (*)	0	96	1.157	1.058	650
Resultado Antes de Impuestos	141	895	4.311	1.936	1.808
Impuesto a las ganancias	(25)	(233)	(1.418)	(31)	(452)
Participación no Controlante	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	117	662	2.893	1.905	1.356
Margen Neto %	5,93%	16,83%	47,24%	17,77%	9,73%
Depreciaciones	400	1.002	974	1.753	2.139
Intereses	16	483	794	1.138	1.398
Capex	(1.141)	(313)	(1.620)	(1.863)	(2.385)
Capital de Trabajo	255	68	1.210	(185)	(650)
FCFF	-354	1.902	4.250	2.747	1.857

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

Hoja de Balance

	2018	2019e	2020e
Activo Corriente			
Inventarios	282.726.884	312.228.580	400.172.253
Otros Activos No Financieros	33.623.071	28.005.000	29.000.005
Cuentas por Cobrar	167.760.206	1.286.229.000	1.699.965.995
Otros Activos Financieros	82.287.194	88.870.170	95.979.783
Deudores Comerciales	1.838.009.688	2.250.900.750	2.786.829.500
Efectivo & Equivalentes	2.723.725.341	1.750.000.000	2.555.000.000
Total Activo Corriente	5.128.132.384	5.716.233.500	7.566.947.536
Activo No Corriente			
Propiedades, planta y equipos	9.081.334.353	9.807.841.101	10.298.233.156
Inversiones en sociedades	122.700.639	145.000.000	42.282.813
Otros activos financieros	996.763.364	1.794.174.055	1.883.882.758
Total Activo No Corriente	10.200.798.356	11.747.015.156	12.224.398.727
Total Activo	15.328.930.740	17.463.248.656	19.791.346.264
Pasivo Corriente			
Deuda CAMMESA	634.691.873	1.254.073.275	1.394.808.165
Cuentas por pagar comerciales	2.386.233.766	2.675.356.320	3.218.788.073
Cuentas por pagar entidades	567.935.478	1.003.258.620	1.072.929.358
Remuneraciones y Cargas	322.564.667	329.015.960	335.596.280
Deudas y Préstamos	539.479.504	728.297.330	873.956.796
Deudas Fiscales	572.030.873	501.629.310	590.111.147
Pasivo beneficio empleados	9.365.875	55.000.000	65.000.000
Total Pasivo Corriente	5.032.302.036	6.546.630.816	7.551.189.817
Pasivo No Corriente			
Deuda CAMMESA	1.485.382.516	2.926.170.975	3.433.373.944
Cuentas por pagar comerciales	173.508.438	585.234.195	697.404.082
Cuentas por pagar entidades	95.629.581	99.454.764	105.422.050
Deudas y préstamos	1.515.360.898	2.090.122.125	2.467.737.522
Pasivo beneficio empleados	98.001.465	107.801.612	118.581.773
Deudas Fiscales	156.279.999	190.661.599	219.260.839
Pasivo impuesto diferido	1.244.040.555	501.629.310	858.343.486
Total Pasivo No Corriente	4.768.203.452	6.501.074.580	7.900.123.696
Total Pasivo	9.800.505.488	13.047.705.395	15.451.313.513
Total Patrimonio Neto	5.528.425.252	4.415.543.261	4.340.032.750

Ratios			
Liquidez Corriente	1,02	0,87	1,00
Liquidez Ácida	0,91	0,61	0,71
Deuda LP / Activos	0,196	0,287	0,298
ROE	52,3%	43,1%	31,2%
ROA	18,9%	10,9%	6,9%

Enel Generación Costanera 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

JULIO 2019

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.