



Capital
Markets
Argentina

Eléctrico

EDENOR 2T19

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

Edenor 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Edenor (BCBA: EDN)

AR\$ 17,40

Precio estimado: \$ 13,40

Calificación:

Market Under Performer

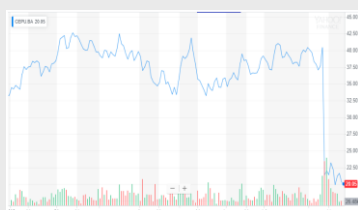
Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52
Semanas

17,4

Mayor en 52
Semanas

58,0



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (X)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	55.954	5.956	4.297	8,19	1,49	3,67	4,74
2019E	69.382	7.345	14.617	2,97	0,39	1,08	16,13
2020E	86.728	8.836	7.001	2,76	0,33	6,75	7,72

Acciones Emitidas (\$ m)	906	Rango 12 Meses	17,4 / 58,0
Float (%)	25,10%	EPS Trailing	4,74
Capitalización Bursátil (\$ m)	15.772	P/E Trailing	3,67
Deuda Neta (\$ m)	7.740	EPS Forward	16,13
Valor de la Compañía (\$ m)	23.512	P/E Forward	1,08

Edenor: Sobre llovido, mojado

Tal como venimos hablando en nuestros trimestrales previos, **Edenor (EDN)** no presentaba demasiado atractivo desde la óptica fundamental debido a la imposibilidad de generar valor a los accionistas.

Ahora, 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.

Si bien **Edenor (EDN)** no se encuentra dentro de la “desdolarización de tarifas” planteada por el principal candidato a presidente de la oposición, Alberto Fernández, sabemos que las firmas del sector de distribución energética son el principal blanco de críticas por parte de la ciudadanía.

En este sentido, cualquier giro populista en materia de política energética pone en la mira a Edenor para una eventual “estatización”.

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

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.

Recomendación: Market Under Performer.

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

Hechos Principales 2T19

- El EBITDA ajustado aumentó un 24,7%, 20 puntos porcentuales por debajo del nivel de inflación, a \$ 2.936 millones (vs \$ \$ 3.100 millones esperados) como consecuencia de un débil aumento de los ingresos por ventas de tan solo 21% interanual.
- El resultado neto llegó a los \$ 10.684 millones en el 2T19 que compara con los \$ 149 millones de ganancia del 2T18. Sin embargo, la totalidad de la mejora se explica por el resultado proveniente del Acuerdo de Regularización de Obligaciones entre la empresa y el Estado Nacional.
- La implementación de este acuerdo implicó, por única vez, el reconocimiento parcial del reclamo realizado por la Sociedad por un monto de \$ 6.906,4 millones en compensación por los incumplimientos del Estado en materia tarifaria (2006-2016), como así también un ajuste de los pasivos registrados al momento del acuerdo registrando una ganancia de \$ 6.160 millones. Edenor no percibe suma de dinero alguna y, a su vez, se compromete a un plan de inversiones por un monto total aproximado por \$ 7.600 millones.
- El 16 de julio pasado, Moody's mantuvo la calificación de Edenor en B1, aunque disminuyó su perspectiva de estable a negativa. Prevemos que luego de los cambios políticos, **Edenor** podría ser sujeto a una rebaja de su calificación crediticia.

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
Edenor	EDN	287,35	3,67	1,08	2,69	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	13.079	39.603	55.954	69.382	86.728
Var % a/a		203%	41%	24%	25%
Compra de Energía	(6.060)	(20.820)	(31.876)	(40.936)	(50.302)
Var % a/a		244%	53%	28%	23%
Resultado Bruto	7.019	18.783	24.078	28.447	36.426
Margen Bruto	53,7%	47,4%	43,0%	41,0%	42,0%
Gastos de Comercialización y Adm.	(2.779)	(6.072)	(7.905)	(9.486)	(12.142)
Var % a/a		119%	30%	20%	28%
Gastos de transmisión y distribución	(6.147)	(9.247)	(10.913)	(13.641)	(18.006)
Var % a/a		50%	18%	25%	32%
Otros ingresos/gastos operativos	1.251	(1.102)	(1.319)	(1.253)	(1.441)
Resultado Operativo	-657	2.362	3.941	4.067	4.837
Margen Operativo	-5,0%	6,0%	7,0%	5,9%	5,6%
EBITDA	-1.891	1.904	5.956	7.345	8.836
Margen EBITDA	-14,5%	4,8%	10,6%	10,6%	10,2%
Acuerdo Regularización Obligaciones	0	0	0	13.066	0
Resultado Financiero Neto	(1.276)	(2.285)	(6.270)	(4.850)	(3.585)
RECPAM	0	5.505	8.504	10.205	8.750
Resultado Antes de Impuestos	-1.932	5.590	6.175	22.488	10.002
Resultado antes impuest	(69)	(69)	(69)	(69)	(69)
Impuesto a las ganancias	743	(510)	(1.877)	(7.871)	(3.001)
Resultado Neto	-1.189	5.080	4.297	14.617	7.001
Margen Neto %	-9,09%	12,83%	7,68%	21,07%	8,07%
Depreciaciones	352	2.148	2.561	3.278	3.999
Intereses	173	272	424	618	813
Capex	(2.474)	(7.897)	(8.550)	(9.405)	(10.816)
Capital de Trabajo	250	337	2.282	2.250	2.650
FCFF	-2.889	-60	1.014	11.357	3.647

Hoja de Balance

Millones AR\$	2018	2019e	2020e
Activo Corriente			
Inventarios	1.260	833	867
Otros créditos	241	350	350
Créditos por Ventas	7.588	12.489	11.275
Efectivo & Equivalentes	4.618	3.122	4.770
Total Activo Corriente	13.706	16.794	17.262
Activo No Corriente			
Propiedades, planta y equipos	62.475	81.217	97.461
Participación en Negocios Conjuntos	8	0	0
Activo Impuesto Diferido	0	0	0
Otros créditos	801	1.804	4.053
Total Activo No Corriente	63.284	83.021	101.513
Total Activo	76.990	99.815	118.775
Pasivo Corriente			
Deudas Comerciales	14.609	16.374	19.618
Otras deudas	1.922	901	855
Préstamos	1.077	285	200
Ingresos Diferidos	5	6	6
Remuneraciones y Cargas	1.743	1.433	1.761
Planes de Beneficios	32	31	31
Impuesto Ganancias a pagar	617	3.935	1.500
Deudas Fiscales	784	1.433	1.761
Previsiones	188	244	318
Total Pasivo Corriente	20.978	24.642	26.050
Pasivo No Corriente			
Deudas Comerciales	286	508	651
Otras Deudas	7.624	10.439	12.576
Préstamos	7.192	7.912	8.703
Ingresos Diferidos	275	280	285
Remuneraciones y Cargas	163	195	234
Planes de Beneficios	385	443	509
Pasivo Impuesto Diferido	8.048	9.800	7.550
Previsiones	1.070	1.445	144
Total Pasivo No Corriente	25.044	31.021	30.652
Total Pasivo	46.022	55.664	56.702
Total Patrimonio Neto	30.968	44.151	62.074

Ratios	2018	2019	2020
Liquidez Corriente	0,65	0,68	0,66
Liquidez Ácida	0,58	0,63	0,62
Deuda LP / Activos	0,192	0,184	0,179
ROE	13,9%	33,1%	11,3%
ROA	5,6%	14,6%	5,9%

Graciela Cairolí

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelch@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause

Gerente de Asset Management

Portfolio Manager

Noelia Lucini, CFA

Fixed Income Strategy.

Portfolio Manager

Nicolas Viveros

Analista Semi Senior de Renta Fija

nviveros@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA

Analista Senior Renta Variable

agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva

Analista de Macroeconomía

mleiva@capitalmarkets.com.ar

Juan José Guma

Analista

jguma@capitalmarkets.com.ar

Valeria Flores

Administrador Biblioteca Virtual

Asistente

vflores@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui

Comunicación con analistas externos

Asistente.

djauregui@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.