

Endesa Costanera (CECO2)

Las mejoras en los resultados han excedido básicamente nuestros pronósticos, pero hasta el presente el Gobierno se ha quedado con los fondos generados por la mejora de los márgenes. El Valor Empresarial continúa en los valores mostrados y el desarrollo bursátil estará condicionado al cash flow que efectivamente se perciba. La empresa opera en un segmento que es hoy muy apetecible por los compradores de pichinchas.

Tradicionalmente el sector de generación eléctrica, segmento de los "Utilities", era ideal para inversores bursátiles poco amigos del riesgo. Era lo más parecido a los bonos por la estabilidad del negocio en que operan, de las reglas y la facilidad de calcular retornos.

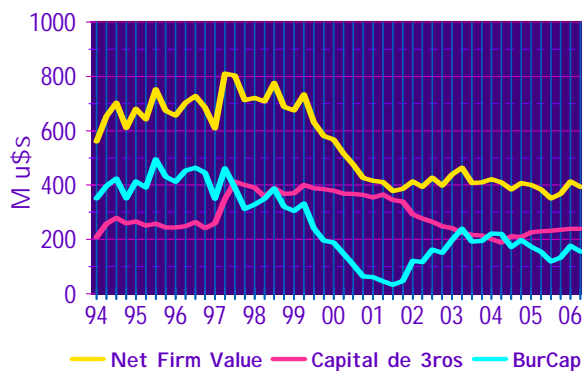
Esto era antes. Nada tiene que ver con lo que son estas empresas en la Argentina actual. La demanda depende las llamadas telefónicas de un funcionario público si se está cerca del tope. Los acuerdos con el Gobierno se cumplen solo por una de las partes. Hay no menos de 6 márgenes distintos según cómo se reciba el combustible que se consume. Una regla durará solo hasta que algún funcionario crea que debe alterarla. En este marco debemos interpretar a este trabajo.

Por estos motivos, Endesa Costanera está en precios mínimos, no vale nada.

El Valor de Endesa Costanera

Para el mercado bursátil Endesa Costanera vale muy poco. Si tomamos el Net Firm Value (Capital de terceros + Capital propio valuado según el mercado, es decir la Capitalización Bursátil) una empresa con dos ciclos combinados por 1173 MH y 6 unidades de termovapor por 1131 MW, libre de toda deuda vale 394 millones de dólares. Desde que se desató la crisis en el 2002, CECO2 no vale más que eso. Aunque muchos crean que el mercado la premió en algunos momentos, no es así, nunca pagó mucho más desde mediados de 2001.

Net Firm Value CECO



Corto plazo y largo plazo

El Gobierno se apresta a efectivizar nuevamente el programa Energía Plus, algo que todos los especialistas del mercado consultados reconocen como anticonstitucional, pero que asumen que igualmente se implementará. Energía Plus creará dos mercados: el menemista y el kirchnerista. La oferta y la demanda de cada uno de ellos estará impedida de buscar mejores condiciones en el otro, algo que contradice al artículo 42 de nuestra Carta Magna.

CECO opera en el primero de estos mercados –desarrolló sus inversiones en la década del 90– y por ello el mercado bursátil cree que su situación no se alterará en el corto plazo. Por este motivo es que su valor como empresa es una constante suceda lo que suceda, y solo cambia su valor bursátil en la medida que cambia el capital de terceros. En este aspecto hay un empate, por un lado las cosas sí mejoraron, pero por otro lado el Gobierno se ha quedado con todo el cashflow para implementar dos nuevos Ciclos Combinados en el 2008. Lo cierto es que las contribuciones al FONINMEM son fundamentales para evaluar el precio de la acción en el corto y mediano plazo, aunque determinadas medidas del mercado en que opera y la habilidad del management también pueden contribuir un poco.

Como hemos explicado en otras oportunidades, el margen es dependiente fundamentalmente del precio del gas y del aumento de la demanda. La suba que viene desarrollando este combustible desde el 2004 ha cesado y ha dejado el precio en dólares por millón de BTUs por encima de la época de la convertibilidad. El aumento en la demanda, adicionalmente, al despachar unidades menos eficientes eleva el precio de la energía y el margen de las unidades más eficientes. Hoy siempre se despachan las usinas más ineficientes casi todo el tiempo (guardando el agua para los picos de demanda) haciendo que los precios se amesenten tanto en períodos de alta hidraucidad como en la conformación de los precios diarios. Es decir, los precios (y los márgenes de los Ciclos Combinados) son altos durante más tiempo y la ganancia por el concepto energía es hoy mayor en dólares a la época de la convertibilidad cuando se cuenta con gas propio.

CECO es una de las pocas empresas que tiene una gran proporción de gas propio y últimamente (enero) ha logrado dos nuevas vías de obtención de gas que le mejorarán algo el margen, especialmente en el período estival. En el invernol, se han mejorado los márgenes utilizando fuel oil doméstico propio en 2006. Este es un recurso capital intensivo pues se puede requerir hasta 100 millones de dólares para operar a full, cosa que es difícil de lograr en

este mercado y más cuando el Estado se queda con todo el flujo de fondos y habrá que ver las chances para el 2007.

Casi todos los especialistas consultados consideran que el gas terminará valiendo localmente lo que pagamos a Bolivia. Si esto es así resta mucha mejora en el margen por delante, pero nadie estima que la suba de este año exceda un 10%. Todos coinciden que las negociaciones entre el Gobierno y los Productores están por buen camino, y si finalmente hay acuerdo, muchos creen que aparecerá el gas.

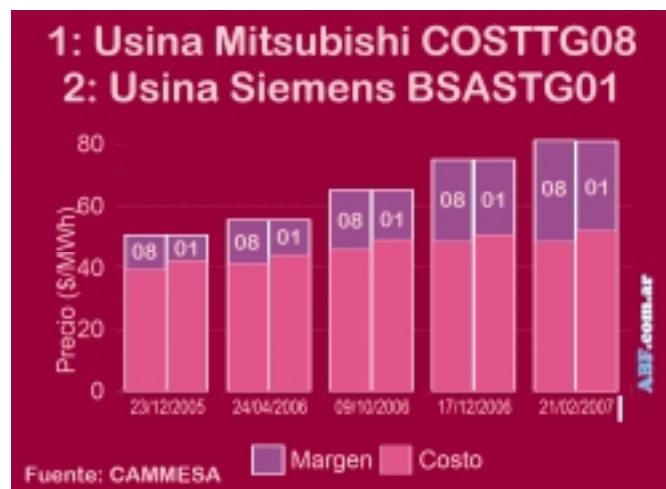
Los contratos de reserva firme que reglamentó la Resolución 1281-2006 como respaldo de la demandas de grandes usuarios están proveyendo también ingresos extra.

El trimestre pasado y los que vendrán

El trimestre pasado fue relativamente bueno. El mantenimiento del Ciclo Combinado de Mitsubishi mantuvo a este equipo detenido por más de un mes, disminuyendo la facturación de Potencia por la falta de disponibilidad. Si bien el gas se aprovechó en otras unidades TV, la menor eficiencia de éstas disminuyó el margen.

Tal como vienen las cosas el 1er trimestre de 2007 será muy bueno, no solo por la disponibilidad a full de las usinas, sino además por las mejoras mencionadas en algunas provisiones de gas y por los nuevos contratos de respaldo físico.

Poca gente aprecia los cambios que se han producido en el mercado, los que no son siempre fáciles de ver. Tomando información proporcionada por Cammesa, podemos ver que entre diciembre de 2005 y el mismo mes del año siguiente los costos de generación se han incrementado como consecuencia de la suba el precio del gas (principalmente) y del tipo de cambio (en menor proporción). La gráfica muestra dos unidades, la 08 –la TurboGas 08 del ciclo combinado 2 de Mitsubishi– y la 01 –la TurboGas 01, parte del ciclo combinado 1 de Siemens de la Central Buenos Aires–. Observe que si bien entre diciembre de 2006 y febrero de 2007 los costos son similares (no hubo variaciones en el precio del gas) el margen se incrementa como resultado de la mayor demanda. Dado que esta es información puntual, es posible que haya días de febrero con menor margen que diciembre, en realidad el margen se calcula hora por hora.



Allí se puede ver cómo a medida que se incrementaron los costos se incrementa el margen para ambas unidades tomadas como ejemplo. Nótese que si bien el incremento del mismo para la unidad TG08 es superior, el incremento

porcentual de la unidad TG01 es notablemente mejor. Mientras el de la TV08 mejoró en \$ 21,66/MWh o un 198%, en la TG01 la mejora fue de \$ 20,78/MWh pero de un 252%. Si bien estos son precios puntuales diarios, los 4 primeros son muy similares a los precios medios publicados por Cammesa para cada mes.

Tenga en cuenta que hasta fin de 2006 la mayor parte de esta mejora de márgenes sirvió para incrementar los aportes al FONINVEMEM.

Las penurias de los minoritarios

¿Qué podría hacer subir el precio de la acción? Dos cosas. Por un lado está claro que a medida que baje la deuda, la Capitalización Bursátil (BurCap) subirá otro tanto. O viceversa. En segundo lugar la tranquilidad de los inversores, la que no se ganará fácilmente. En resumen, aparenta que solo si la empresa recupera cashflow habrá subas consistentes en el precio de la acción.

Lo cierto es que las pálidas no cesan nunca. Devaluación, pesificación, 7 años sin dividendos y a medida que se cede margen cada vez faltará más. Fuertes ventas de las acciones poco antes de que se caigan los contratos de exportación.

Desde esta óptica, es claro que la decisión del management de ceder el 65% del margen para contribuir con el FONINVEMEM ha impedido disminuir la deuda y ello ha deprimido al precio de la acción. La colaboración con el FONINVEMEM debería haber concluido en diciembre pasado. ¿Habrá concluido?

La vida continúa, aun se necesitan inversiones y tras esos dos ciclos otros serán necesarios. Mientras el acuerdo por el FONINVEMEM se selló con desconocimiento de Energía Plus, uno se pregunta si las empresas avalarán un sistema tan injusto respecto de cuándo se hicieron las inversiones y encima complementado por uno claramente anticonstitucional. Endesa Costanera es una de las pocas empresas que suscribió al Pacto de Sostenibilidad, y si bien el aspecto de medidas anticonstitucionales no forma parte del decálogo de los Principios del Pacto, cuesta creer en un apoyo formal a algo así.

Por si la incertidumbre fuese poca hay otra espada de Damocles: las AFJPs deberían liquidar acciones que equivalen al 34 % del Floating antes de fin de año. Si bien se está trabajando en un eventual waiver, eso no soluciona el problema, solo lo demora. El tema es que Standards & Poors no reconoce que el precio de la electricidad está basado en el dólar, como efectivamente lo está por ser la base del precio de los combustibles. Por lo tanto considera que puede haber un eventual descalce entre ingresos (en pesos) y deuda (en dólares).

El tema AFJPs dejaría un importante caudal de acciones al alcance de un mercado que presenta hoy avidez en comprar activos del segmento eléctrico baratos. Estos Fondos tienen las acciones de CECO valuadas en \$ 1,865 y si éstas deben vender alguien podría tomar un control importante en la Dirección empresaria pues el Grupo Endesa posee solo el 32,1 % de las acciones Clase B, las que cotizan en Bolsa. Al momento de la privatización el Gobierno les asignó a los inversores bursátiles un 44,4% de las sillal del órgano de dirección empresaria, pero parece que la experiencia de Total en Central Puerto ha asustado a la gente de Endesa que se apresta a eliminar las Clases de acciones. También se hará variable el número de Directores, lo que facilitará el

bloqueo de cualquier intento de colocar un Director en la empresa que no corresponda al grupo de Control, aunque ahora los votos de los no controlantes tengan un peso mayor.

Pero los minoritarios podrían sufrir pérdidas importantes si las AFJPs debieran algún día vender y si bien la eliminación de clases preservará cohesión en el Directorio, las Asambleas podrían tener un matiz más colorido. De todas formas es un tema en el cuál se está trabajando y considero que habrá una solución.

En el mercado también se hacen apuestas sobre quién se quedaría con la tenencia que ostenta Southern Cone Power Argentina S.A. si los chilenos que las compraron por

centavos deciden tomar ganancias. Aquí no es solo importante el quién compra, sino a cuánto está dispuesto a vender un grupo que posee un representante en el Directorio de la empresa.

 <http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro
22 de febrero de 2007

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios, de Economática y de Cammesa
Prohibida su reproducción o distribución total o parcial
