

## ¿Capex, Central Costanera o Central Puerto? (CAPX, CECO2, CEPU2)

**Durante años se ha discutido sobre las ventajas de una empresa sobre las otras. Sin embargo, los profundos cambios ocurridos en el 2002 no dejan dudas de que habrá una sola ganadora.**

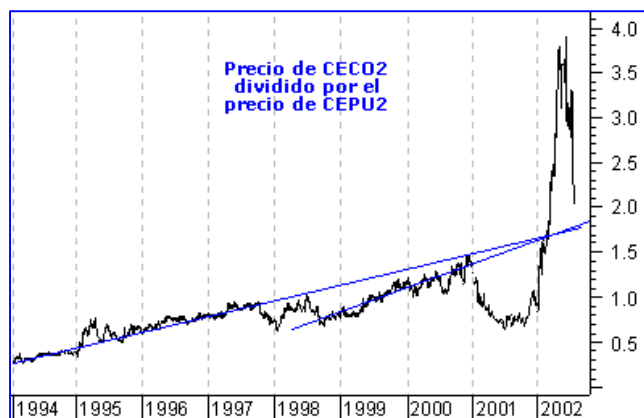
### ¿Una u otra?

Esta es una larga discusión en el mercado argentino y, como siempre, hubo y hay fervientes defensores de cada una de las tres opciones posibles. Al leer este informe usted debe tener en cuenta que siempre hemos privilegiado a Central Costanera sobre las otras dos opciones.

En este momento en que la cotización de Central Puerto se ha disparado, y hay rumores que no hemos podido confirmar, que hay quienes están arbitrando unas acciones por otra, es tal vez conveniente revisar algunos aspectos para proceder con ecuanimidad.

### CECO y CEPU

Esta fue tal vez la más larga discusión desde que ambas empresas se privatizaron. Pero con los años, el mercado fue privilegiando a la primera, inicialmente (1994-1997) con un sesgo, en una segunda etapa aumentando las apuestas por CECO (1999-2000), y luego enloqueciéndose. Aún estamos en esta tercera etapa de desconcierto total.



Como vemos, durante el 2001 el mercado deshizo mucho de lo andado, después parece haberse ido a la opinión contraria, y ahora tal vez está pensando en retomar alguno de los dos caminos perdidos.

La pregunta es entonces si esto es lo correcto. ¿qué cambió en el 2002 que justificó el privilegio tan fuerte de CECO por sobre CEPU?

### CECO y CAPX

Aquí no hubo tanta discusión. En realidad existían dos mundos, el escrito y el de mercado.

En el escrito, Capex siempre fue la privilegiada. El mote del “generador más eficiente”, “el de mejores márgenes”, “un productor integrado de gas y generación eléctrica” fueron siempre frases prehechas que se usaron

constantemente en privilegio de Capex. El condimento de “es además productor de petróleo”, o “reservas comprobadas crecientes”, daba siempre una posibilidad de un cierre que reforzara el escrito. Algo así como: por si esto fuera poco...

Sin embargo el mercado privilegió a CECO en los primeros años (1994-1996). De allí en más el mercado no mostró más que la posibilidad de haber hecho fabulosas



diferencias simplemente arbitrando entre una y otra si uno hubiera tenido la información de antemano.

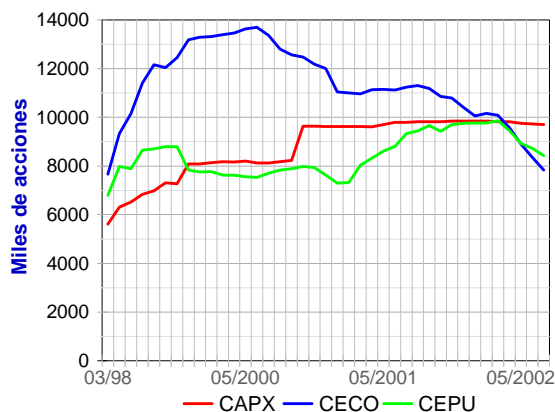
Por este momento la relación favorece a Central Costanera, y nuevamente la pregunta es entonces si esto es lo correcto. ¿qué cambió en el 2002 que justifica el privilegio de CECO por sobre CAPX?

### Las AFJPs

Antes de contestar a las preguntas que quedaron abiertas es prudente ver qué han hecho las AFJPs. Analizando las inversiones del conjunto de Fondos de Pensión, vemos que mientras el mercado ha privilegiado a CECO por

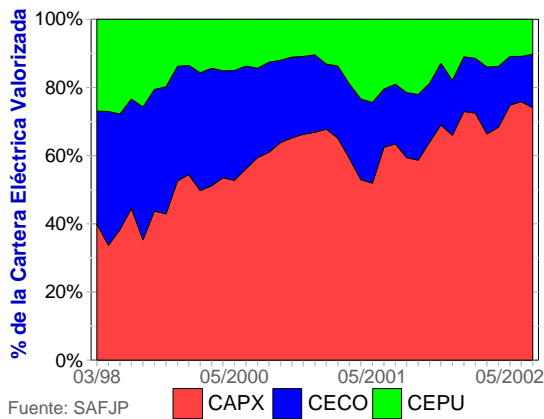
### Tenencia de AFJPs

Fuente: SAFJP



sobre CEPU, pero principalmente (al menos por el momento, por sobre CAPX, las AFJPs han elegido a esta última.

### Tenencia Valorizada de AFJPs



Vemos esto tanto desde el punto de la cantidad de acciones, como principalmente desde la óptica de la cartera valorizada. En el gráfico que muestra la cantidad de acciones, usted debe tener en cuenta que Capex abonó en octubre de 1999 y de 2000 dividendos en acciones por el 12,432% y 17,275%, por lo que las subas en las tenencias solo corresponden al pago de dividendos.

Creemos que las fuertes ventas de los Fondos de Pensión de acciones de Central Costanera ha sido una de las causas de la relación actual.

### ¿Qué cambió en el 2002?

Todos sabemos de los importantes cambios que se han dado. Pocos sabemos sobre los cambios que sobrevendrán.

### Pesificación

La devaluación y la pesificación de contratos afectan a las tres empresas. Pero mientras que ello lo hace negativamente sobre Capex y Central Puerto, no lo es de la misma forma con Central Costanera.

A las generadoras les han convertido los u\$s 10 de retribución por Potencia en \$a 10 (\$12 desde agosto).

Ellas habían invertido millones de dólares para ganar la diferencia entre el precio de la energía del mercado y el de su costo marginal de generación. El precio congelado del gas hace ahora que esa diferencia sean unos pocos centavos de dólar y no alcance, no solo para justificar la inversión, sino a pagar la deuda que han contraído para esas inversiones.

En el caso de Capex la situación es aún más dramática. Mientras que CECO y CEPU compran el gas, y si el precio es malo pierde el que vende el gas a ese precio, en el caso de Capex es quien regala sus reservas de gas. Sus interesantes reservas ahora valen muy poco, en un mercado donde los principales productores gasíferos miran hacia otro lado por el precio del gas mientras puedan exportar petróleo y sus derivados.

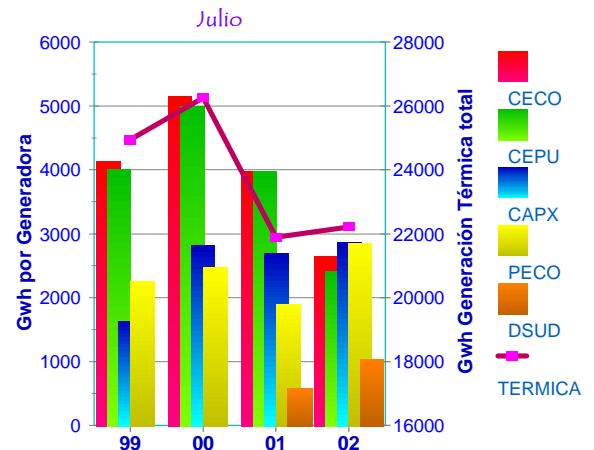
Pero mientras CECO pierde por la situación descrita, cada vez que exporta energía invierte la ecuación, ya que vende la energía a un precio pactado en dólares y la produce o compra en el mercado a valores ridículos en dólares. Lo que sucede que esta empresa ha firmado unos muy criticados contratos de exportación. Pocos han comprendido el verdadero sentido de éstos. En realidad, para Central Costanera la exportación tiene dos matices: por un lado le permite obtener ingresos importantes por los equipos de turbovapor (TV) que han quedado obsoletos en Argentina luego del fabuloso proceso de inversiones en Usinas de última generación, pero por el otro lado le permite contar con un hedge que le balancea los ingresos y resultados entre la situación del mercado local y el de exportación.

Así, cuando la situación del negocio en Argentina es buena, los contratos de exportación hacen que la situación no sea tan buena. Pero cuando la situación del mercado local es mala, como lo es ahora, los contratos de exportación hacen de que el negocio no sean tan malo. En realidad ese "hedge" es el que le permitirá un negocio más constante a través del tiempo entre los vaivenes de la ciclología argentina sobre el mercado externo.

### Baja demanda termoeléctrica

Como podemos apreciar en el gráfico de Producción anual acumulada, una combinación de factores climáticos (alta hidraulicidad) y de demanda (proceso recesivo), hace que sean precisamente CECO y CEPU las que se vean más afectadas por la baja demanda termoeléctrica. Ello inhibe el despacho de tanto a las viejas de TV, como algunas de las centrales nuevas (Central Buenos Aires en el caso de CECO y Central Neuquén en el caso de CEPU).

### Producción anual acumulada



Pero mientras que Puerto pierde ingresos por la baja demanda, Costanera factura al menos los cargos por exportación de Potencia de Central Buenos Aires y las TV. Y en dólares.

### Perspectivas

Es claro que el mercado actuó correctamente en su impulso inicial. Sin embargo con más tiempo fueron

surgiendo dudas. Creemos que a medida que vaya pasando el tiempo todo va a ir quedando más claro.

Es que en el caso de Central Costanera, algunos contratos de exportación vigentes se mantuvieron durante el primer trimestre, y parte del segundo a una relación de 1 a 1 (pesificado). Esto ya cambió, y adicionalmente ha entrado en vigencia nuevos contratos de exportación, que incrementarán los ingresos en dólares en el segundo trimestre, pero completamente en el tercer trimestre cuando quede implementada completamente la segunda línea de transmisión y conversión a Brasil por el segundo tramo de 1.000 MW. Solo por Potencia, CECO tiene asegurada una facturación de u\$s 73,5 millones anuales con solo el costo de mantener a las usinas operativas. Con las exportaciones proyectadas de Energía se prevé una facturación adicional de u\$s 90 millones anuales promedio, con un costo de compra o generación extremadamente bajos en el contexto actual de Potencia y combustibles pesificados.

Los contratos se van implementando paulatinamente, pero ya muchos inversores han anticipado, y han tomado posición en la Central.

Confirma este panorama la situación financiera de estas empresas. Central Puerto está en default y renegociando con los Bancos acreedores con el soporte de Meryll Lynch. En uno de los Bancos acreedores participa TEF, la controlante de CEPU, y los Bancos deberán decidir entre acceder o quedarse con la Central. Descontamos un acuerdo, pero veremos los intereses que se acuerden.

Capex ha diferido parcialmente el pago de intereses, pero ya obtuvo la aprobación del Banco Central para transferir los fondos. Pero la situación es provisoria y necesariamente deberá hacer nuevos acuerdo con sus acreedores.

Mientras, Costanera hasta el presente ha satisfecho sus obligaciones financieras, ha obtenido nuevos créditos, ya sea directamente, o indirectamente a través de la firma de un contrato de mantenimiento a largo plazo con Mitsubishi. La empresa no cumplió con algunos indicadores técnicos acordados con los Bancos durante


2001 y se encuentra renegociando directamente con ellos. Sus ingresos por exportaciones son un punto a favor muy fuerte en la negociación. Solamente la facturación por Potencia a Brasil excede en varias veces la deuda total en dólares a los Bancos.

En breve debería haber un ingreso puntual para Central Puerto. De acuerdo al contrato que realizara esta Central con General Electric (GE), el proveedor de su Ciclo Combinado, GE deberá compensar a CEPU en caso de baja disponibilidad de la unidad, cosa que ha ocurrido. En breve, CEPU debería contabilizar alguna parte de lo que seguramente está demandando, al menos unos 12 millones de dólares, que tardará bastante en hacerse efectivo. Sin embargo no hay que confundirse al proyectar o comparar resultados.

Por el lado de Central Costanera, prevemos que el mercado se sorprenderá por el próximo Balance, aún cuando Brasil prácticamente no está demandando energía, cosa que hubiera generado una ganancia aún mayor.

Entendemos que si los Fondos de Pensión reconsideran la política de venta que han venido realizando desde septiembre de 2001 y principalmente durante 2002, pronto habrá una nueva recomposición del mercado. Si no, tardará algo más. De todas formas, la verdad siempre llega.

---

 [Http://www.ABF.com.ar/](http://www.ABF.com.ar/)  
 [Más informes sobre el tema](#)  
 [Envíenos sus comentarios](#)

Cont. Gabriel Castro  
16 de agosto de 2002

---

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

---

El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Hacemos el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero no damos garantías. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aún las basadas en la información provista, por lo que no se asume responsabilidad alguna. El entorno de inversión es el largo plazo. Los cuadros se expresan en miles de dólares (\$K), los informes en millones de dólares (\$M), o eventualmente en pesos argentinos (\$a, K\$a, M\$a).