

Comparación de empresas del mercado de generación termoeléctrica

Es difícil encontrar un auto usado a mitad de precio, pero el mercado bursátil le vende varias usinas de ciclo combinado de última tecnología que valen cientos de millones de dólares a mitad de precio o más. El Valor Neto Empresario o NFV es útil para descubrir estas cosas y más aún: hacer ejercicios de simulación bursátil.

Una de las ventajas del Net Firm Value (NFV), o Valor Neto Empresario es tener una medida del valor de las empresas, y puede ser usado con sus pronósticos de Flujos de Fondos (FF) para tomar decisiones de inversión, proyectando posibles retornos según los supuestos, en estudios del tipo "qué pasa si".

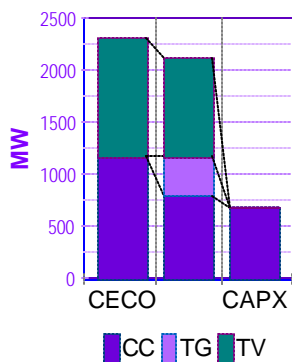
Usaré en este caso al NFV para comparar a las generadoras eléctricas por tres motivos, porque tenemos 3 empresas cotizantes, porque el Gobierno prometió retorno a las reglas de los 90 cuando se normalice el mercado y porque las empresas no valen hoy como en los 90.

Cambios suceden en el mercado: la acción de Capex (CAPX) ha experimentado una suba muy fuerte poco antes de escribir este artículo y luego Central Puerto (CEPU) tras el nuevo acuerdo por su deuda. Capex no es solo generadora sino que también produce gran parte del gas que consume y además extrae petróleo y otros derivados.

Un poco de historia

Vemos en el gráfico del Net Firm Value que en los 90 Endesa Costanera (CECO) era la más valorada; con valores entre Mu\$ 700 - 800. Con la devaluación para el mercado

Capacidad instalada



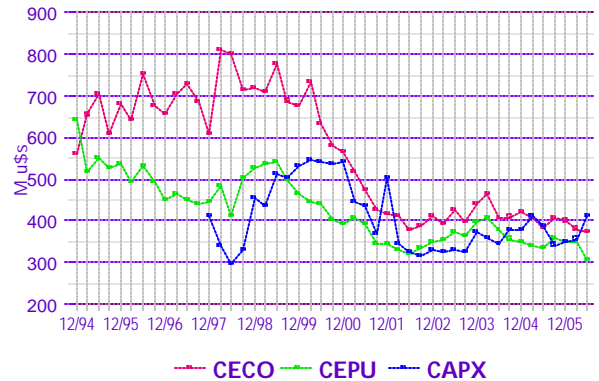
no vale más que la mitad. La caída fue la más estrepitosa de las tres empresas

A la Privatización se pagaron por el 60% del Capital de CECO Mu\$ 90, asumiendo deuda por Mu\$ 106, es decir un NFV de Mu\$ 327 por una capacidad instalada de poco más de la mitad que la actual en usinas a Termovapor (TV) de 30 o más años de antigüedad por las que se debió invertir Mu\$ 200 en el *revamping*, acumulando Mu\$ 527.

Luego se agregó valor por Mu\$ 104 con la conversión de la TV 5 en un ciclo combinado (CC) de 322 MW de Siemens en 1995 y Mu\$ 256 en un CC de 851 MW de Mitsubishi. Un total de Mu\$ 887 para una empresa que en diciembre de 2001 para Miguel Ortiz Fuentes, Gerente General de la empresa, nos decía que tenía equipos con un valor de reposición de Mu\$ 1.100. Vemos que aún los Mu\$ 811 que pagaba el mercado en los 90 no era mucho y que lo que paga ahora es mucho menos.

Es importante destacar que estos equipos se pueden considerar siempre como "nuevos" debido al exhaustivo mantenimiento a que son sometidos. Solamente se pude

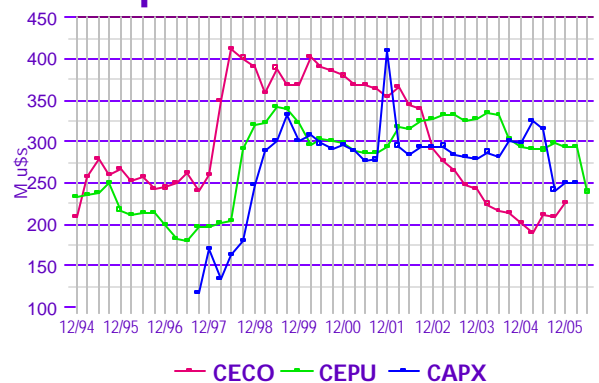
Net Firm Value



restar valor tras muchísimo tiempo por motivos de obsolescencia.

CEPU, fue perdiendo valor día a día para el mercado bursátil, a pesar de la instalación de una unidad de Turbogas (TG) de 375 MW en Neuquén. Parte lo recuperó sobre fines de los 90 con la instalación de un ciclo combinado de 798 MW de General Electric, el que ha presentado problemas de funcionamiento en algunos momentos. Y finalmente CAPX también fue ganando valor en relación a su proceso de implementación de ciclos abiertos Westinghouse y la posterior conversión a un ciclo combinado de 686 MW.

Capital de terceros



El gráfico de Capital de Terceros muestra el efecto de la financiación de estos equipos, y su evolución dispar tras la devaluación y renegociación de deudas.

CECO disminuyó su endeudamiento gracias al *hedging* de su negocio con contratos de exportación a Brasil -que hoy están en renegociación-, pero en el mercado doméstico nada se pudo hacer con la pesificación de la Potencia y del

precio del gas y el cambio de las reglas del mercado. Las deudas de CEPU y CAPX bajaron fuerte tras la negociación con los acreedores, que incluyó el pago con acciones en CAPX.

Perspectivas del mercado eléctrico

Es interesante revisar la valuación en el tiempo pues la tremenda pérdida del valor tras la devaluación, podría quizás recuperarse en el futuro, y aún excederse, si el Estado cumple con su compromiso de restaurar la vigencia de la normativa con que éstas y otras empresas decidieron inversiones por varios cientos de millones de dólares. Ese cambio de reglas llevó a la Argentina desde un proceso de sobre inversión gracias a la cuál los precios de la energía bajaron drásticamente a que ahora sean los mismos usuarios del servicio eléctrico quienes tengan que poner dinero de sus bolsillos para instalar dos nuevos ciclos combinados, y que el costo de la energía esté en ascenso.

Mientras que el gas y la potencia pesificados fueron unas de las ruinas del sector, ahora con precios del gas en dólares superiores a los del 2001 y proyectados aún más altos para fin de año, una hidráulicidad normal y con aumento de demanda, todo comenzará a ser muy distinto en el 2006. En estos momentos el talón de Aquiles para las centrales de Buenos Aires es la disponibilidad de gas, y para todas la contribución al FONdo para INVERsiones en el Mercado Eléctrico Mayorista (FONINVEEM) durante 2006, gracias al cuál el Gobierno les ha prometido regresar a los parámetros legales anteriores.

Cuando se eliminen las restricciones a considerar los precios de la generación con Fuel Oil y con Gas Oil y cuando se pague por la Potencia nuevamente u\$s 10/MWh en lugar de 12 pesos, todo podría ser mejor que antes, cuando había exceso de hidráulicidad, sobreoferta de generación y menor demanda. Los cambios ya comenzaron a implementarse, y la mejora del margen de generación en dólares es verificable, pero no la busque en los balances porque no la encontrará. Paulatinamente otras mejoras llegarán hasta el 2008.

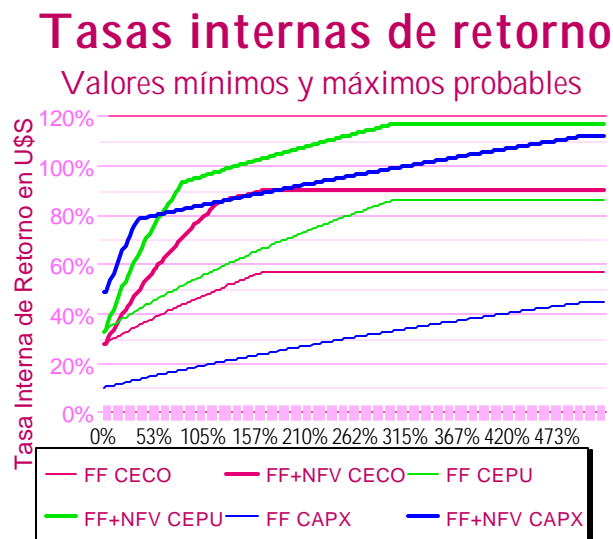
Cambios ya hay, hora, si el resto sucederá o no, si las empresas volverán solo a valer lo mismo o mucho más si es que ganan más dólares, es otro tema. No nos olvidemos que el mercado no olvida fácilmente y que muchos quieren ver para creer. Si es así, hasta habría nuevamente un incentivo a volver a invertir, pues la oferta debería seguir creciendo más allá de del 2008. El encendido de los acondicionadores de aire vendidos este verano, hubiesen demandado la potencia que despacharán estas unidades recién en el 2008.

El temor, o riesgo argentino, seguramente jugará un rol importante, no solo en las decisiones de inversión, sino en las valuaciones bursátiles. Pero también es cierto que la Bolsa es anticipación y también es cierto que cuando reaccionan los mercados se suelen pasar de los límites racionales.

Ejercicios de simulación

El gráfico de Tasas Internas de Retorno muestra un análisis a tres años, el que cubre el compromiso del Gobierno de

restaurar la normativa del mercado eléctrico al implementar los dos nuevos CC por 1.600 MW y el aumento de las capacidades de transporte de gas que les permitirá a las centrales mejorar el uso de su capacidad instalada.



Tenemos parámetros ciertos: la Capitalización Bursátil (CB) actual, el Capital de Terceros, e inciertos como la Valuación Empresarial futura (NFV) y el Flujo de Fondos (FF).

No parece razonable que después de la pesificación de la Potencia, el cambio de reglas del mercado, la falta de gas y la renegociación de los contratos con Brasil (CECO) el mercado bursátil vuelva a considerar un nuevo valor más bajo por mucho tiempo. Una baja en el NFV luce poco probable. Con un NFV constante, la CB (es decir el precio de la acción) continuará modificándose en relación al Flujo de Fondos, como lo ha hecho en los últimos años. Por este motivo, la estimación del FF futuro es uno de los aspectos de proyección principales.

	CECO	CEPU	CAPX
<i>En Mu\$s:</i>			
CB actual	146,5	65,1	159,6
NFV actual	372,6	304,5	409,9
NFV Max/2000	810,9	549,6	546,6
NFV Min/2000	567,9	92,0	298,4
NFV Med/2000	687,9	221,0	460,3
FF Min 3 años	159,0	88,7	54,3
FF Max 3 años	421,9	357,8	326,4
M Acciones	146,99	88,51	59,93
<i>En u\$s:</i>			
Precio Actual	1,00	0,74	2,66
Min Objetivo FF	2,08	1,74	3,57
Max Objetivo FF+NFV	6,85	7,85	10,02

Adicionalmente, una mejora sostenida en el FF podría significar una mejora en el Valor Empresarial (NFV), con un cierto acercamiento a valores previos, e inclusive superar a los máximos anteriores en base a las nuevas condiciones

del mercado eléctrico y del de gas. Fíjese que el mercado bursátil lo intentó entre mediados de 2002 y principios de 2004.

En base a los Flujos de Fondos mínimos y máximos para cada empresa, el modelo calcula cuál sería en 3 años el Capital de Terceros, el propio (CB), el precio de la acción y la tasa de retorno si uno compra ahora. Se parte del FF mínimo (línea FF en gráfico) para cada empresa (la continuidad de la situación actual) y mejoras porcentuales sucesivas (eje x), hasta alcanzar los máximos estimados (se restauran las reglas del mercado). También se analiza la posibilidad de una mejora concurrente en el NFV (línea FF+NFV), estimando la CB y la tasa de retorno de la inversión. La cuenta es sencilla (si cuenta con un FF estimado), toda vez que la CB futura es la actual más el Flujo de Fondos de los próximos 3 años.

La curva superior es idéntica a la inferior, pero asumiendo mejoras en el NFV. Es de suponer que la sustentabilidad en el crecimiento del FF provocaría un aumento del NFV que, junto con el que produce la baja del Capital de Terceros hace subir más fuertemente a la CB (precio de la acción).

Las curvas delimitan un área para cada empresa. Es de esperar que en principio el mercado siga pagando poco por las acciones, es decir manteniendo retornos muy altos para el comprador, hasta que, típico de los mercados bursátiles, la continuidad o crecimiento del FF merezca para el mercado una suba del NFV y rápidamente el mercado salte a pagar más, incluyendo los típicos sobrepagos originados por la anticipación del mercado a lo que vendrá.

Claro que existen siempre riesgos, más en Argentina, pero no todo corresponde al Estado. EL nivel de demanda, la hidráulicidad y la disponibilidad de gas son claves en este sector. Pero esos no son los únicos y CECO hace ya 10 meses que tiene casi la mitad de su capacidad instalada sin cobrar Potencia, cosa que el ejercicio asume que se subsanará a la brevedad. Habrá que esperar que la renegociación que se logre con Brasil justifique tanta pérdida de facturación.

Tenga en cuenta que este artículo se escribe a fines de abril y los balances de marzo no serán tampoco fáciles de comprender. Ya desde mediados del año pasado el mayor precio del gas viene produciendo mejores márgenes, los que no quedan a la vista en los balances ni son mencionados en las cartas de anuncio de los resultados, produciendo que muchos socios minoritarios malvendan sus tenencias accionarias. El mercado bursátil aún no se enteró lo que sucede y personalmente creo que tampoco se enterará con los balances a llegar, mejora que solo la vi documentada en la escueta calificación de acciones de CAPX hecha por Standards & Pooors. Sin embargo la detallada calificación hecha por ellos sobre CECO no menciona ese hecho tan importante. Ni los balances ni las calificaciones expresan con la claridad esta información que es vital para el público inversor.

Se puede apreciar que solo con la situación de mínima arroja tasas de retorno probables muy altas en dólares.

Cómo analizar los resultados

Evidentemente, de darse los Flujos de Fondos previstos, elaborados con la información y conocimiento del negocio disponible a la fecha, la inversión en acciones de CEPU luce como la más atractiva. Esto es así por la baja Capitalización Bursátil y de su NFV (por la importante baja lograda en la deuda). También lo es por el posible crecimiento de su Flujo de Fondos de lograr una mejora en el funcionamiento de su ciclo combinado y en la disponibilidad y precios del gas, especialmente en Neuquén.

Aún en el caso de CAPX muestra posibles rendimientos altamente atractivos. El menor rendimiento de mínima está relacionado con la reciente suba que experimentó la acción y la constante caída en el uso de su capacidad instalada.

Las curvas se tornan horizontales cuando se alcanza un máximo (en el FF o la NFV). Por ejemplo, la combinación de mayor FF y menor deuda en el caso de CECO hace que los topes se alcancen mucho antes que en las otras empresas. Esto indicaría una mayor probabilidad de esta empresa a retornar a los pagos de dividendos en efectivo que las otras empresas. O a iniciar otro ciclo de inversiones. El efecto sobre la tasa de retorno de dichos pagos o inversiones no puede ser considerado por el modelo ni en el gráfico de rendimientos ni en los precios de las acciones en tablas. Usted podrá asumir mayores retornos a los mostrados, pero no una continuidad de la tendencia. De todas formas, visto los retornos, seguro no estará muy preocupado.

En el nuevo acuerdo por la deuda de CEPU, virtualmente todo el Flujo de Fondos le corresponde a los acreedores. En el caso de CECO existe una ventana muy pequeña al pago de dividendos, que lo mismo requeriría de otras condiciones del mercado eléctrico (e impositivas) para concretarse.

Tal vez las mejoras en el Flujo de Fondos del 100 o 200% puedan parecer grotescas, pero aquí lo único grotesco ha sido la modificación de las condiciones de mercado, que tras lograr caídas abruptas del precio de la energía y hasta la sobre inversión en equipos de generación nos ha llevado nuevamente al borde de los cortes, la falta de inversiones y financiación del Estado y los usuarios de nuevas inversiones.

Es de esperar que la normalización del mercado, si no deja heridas difíciles de curar, permita nuevamente la inversión privada no compulsiva. No parece justo el cambio de reglas en base a las cuáles se decidieron decisiones tan importantes, pero tampoco parece justo que la documentación pública no tenga la información necesaria para que los inversores no se vean damnificados.

✉ <http://www.ABF.com.ar/>

Cont. Gabriel Castro
28 de abril de 2006

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