



Capital  
Markets  
Argentina

---

Eléctrico

**TRANSENER 2T19**

[www.capitalmarkets.com.ar](http://www.capitalmarkets.com.ar)  
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

# Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

## TRANSENER (BCBA: TRAN)

AR\$ 46

Precio estimado: AR\$ 60

Retorno esp. (AR\$): 30%

Calificación

Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52  
Semanas

29,45

Mayor en 52  
Semanas

51,30



|                                | Vtas.<br>Netas<br>(AR\$<br>mill) | EBITDA<br>(AR\$<br>mill) | Rdo<br>Neto<br>(AR\$<br>mill) | EV/<br>EBITDA<br>(x) | P/BV<br>(x)  | P/E<br>(x) | EPS<br>(AR\$) |
|--------------------------------|----------------------------------|--------------------------|-------------------------------|----------------------|--------------|------------|---------------|
| 2018                           | 9.839                            | 6.079                    | 3.055                         | 3,30                 | 1,73         | 6,80       | 6,87          |
| 2019E                          | 11.216                           | 7.185                    | 3.744                         | 3,74                 | 2,25         | 5,55       | 8,42          |
| 2020E                          | 14.020                           | 9.050                    | 5.021                         | 3,56                 | 2,68         | 4,62       | 11,29         |
|                                |                                  |                          |                               |                      |              |            |               |
| Acciones Emitidas (\$ m)       | 445                              |                          | Rango 12 Meses                |                      | 29,45 / 51,3 |            |               |
| ADR Emitidos (\$ m)            | 47,35%                           |                          | EPS Trailing                  |                      | 6,87         |            |               |
| Float (%)                      | 20.788                           |                          | P/E Trailing                  |                      | 6,80         |            |               |
| Capitalización Bursátil (\$ m) | 2.039                            |                          | EPS Forward                   |                      | 8,42         |            |               |
| Deuda Neta (\$ m)              | 22.828                           |                          | P/E Forward                   |                      | 5,55         |            |               |
| Valor de la Compañía (\$ m)    | 445                              |                          |                               |                      |              |            |               |

## Transener: Inflación erosiona márgenes

Tal como lo citamos en el trimestral previo, la persistente inflación en Argentina continuó erosionando los márgenes de Transener debido a que el proceso de revisión tarifaria está atado a los salarios, al tiempo que hay un desfase entre la revisión y la entrada en vigencia de las nuevas tarifas.

Así, el margen bruto del 2T19 llegó a 57,08% que compara contra el 61,09% del 2T18. El EBITDA trimestral fue de \$ 1.783,4 millones (-6,6% a/a), por debajo de los \$ 1.810 M estimados. Para el 2019, rebajamos nuestra estimación de EBITDA de \$ 7.408 M a \$ 7.185 M.

Para el 2020, nuestra estimación de EBITDA se ubica en \$ 9.050 millones, llevando a un EV/EBITDA estimado de 3,5x.

Los resultados financieros mejoraron por la menor depreciación del dólar (+ \$ 276 millones por diferencia de cambio) y el resultado reflejado por el ajuste por inflación (+\$ 619,6 millones en el semestre).

## Hechos relevantes del trimestre

Pese a la incertidumbre económica, el plan de inversiones continuó por el rumbo prefijado en la revisión del acuerdo tarifario. Transener desembolsó \$ 1.412 millones para CAPEX en los primeros seis meses del año.

La empresa hizo una provisión de \$ 6 millones por el apagón del día 16 de junio, de acuerdo al análisis propio de la responsabilidad de la firma en dicho evento.

Si bien la firma se mantiene sólida financieramente, luego de la distribución de dividendos por \$ 3.300 millones el Endeudamiento Neto pasó de una posición acreedora de \$ 1.835 millones al 31/12/18 a una deudora de \$ 2.039 millones.

No esperamos nuevas distribuciones de dividendos en lo que resta del año.

## Perspectivas

### Ventajas

- 1- Transener se encuentra con bajo nivel de apalancamiento, un ratio de Deuda / Capital sólido y una posición de caja relevante para afrontar el plan de inversiones sin asfixia financiera.
- 2- Si bien los márgenes se han deteriorado, a nivel promedio se encuentran aún elevados.

### Desventajas

- 1- En un contexto de persistente y elevada inflación, el ajuste tarifario no compensa la suba general de precios debido al componente mayoritario del salario en el esquema de ajuste del RTI.
- 2- La empresa opera en una industria altamente sensible a la situación política del país. El marco regulatorio podría cambiar drásticamente dependiendo del resultado de las elecciones presidenciales.

## Conclusión

Con un nivel de riesgo país de 800 puntos básicos, una tasa libre de riesgo de 2,5% y un WACC de 12,72%, nuestro análisis por DCF arroja un precio objetivo de \$ 60 para Transener (30% de potencial upside).

A los precios actuales, creemos que se encuentra justamente valuada considerando el esquema de riesgo-retorno actual. Una victoria del oficialismo en las elecciones presidenciales podría desencadenar un rally alcista como consecuencia de la reducción de spreads de riesgo contra los pares de la región.

**Calificación: Market Performer.**

# Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

## Valuación por DCF

| DCF (AR\$ m)              | 2019E   | 2020E   | Año Terminal |
|---------------------------|---------|---------|--------------|
| Crecimiento anual Ventas  | 14,0%   | 25,0%   | 11,0%        |
| Ventas                    | 11.216  | 14.020  | 14.500       |
| Margen EBIT               | 54,4%   | 53,9%   | 53%          |
| Margen EBITDA             | 64,1%   | 64,6%   | 65%          |
| EBT                       | 6.288   | 7.700   | 7900         |
| Tasa de Impuesto Efectiva | 38%     | 32%     | 30%          |
| NOPAT                     | 3.744   | 5.021   | 5.021        |
| Depreciaciones            | 868     | 1.085   | 1.085        |
| Intereses Pagados         | 520     | 650     | 650          |
| Capex                     | (2.796) | (3.495) | -3.495       |
| Capital de Trabajo        | (855)   | (550)   | -550         |
| FCF                       | 1.481   | 2.711   | 2.711        |
| WACC                      | 13,0%   | 12,7%   | 12,7%        |
| VP FCF                    |         |         | 28.917       |
| Deuda Neta                |         |         | 2.039        |
| FCFE                      |         |         | 26.878       |
| Acciones Emitidas         |         |         | 444,7        |
| <b>Target Price</b>       |         |         | <b>60,44</b> |

### Supuestos utilizados

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Riesgo País             | 8,00%  |
| Tasa Libre de Riesgo    | 2,50%  |
| Exceso de Retorno       | 5,00%  |
| Beta                    | 0,95   |
| Costo del Equity        | 15,25% |
| Costo del Endeudamiento | 9,00%  |
| WACC                    | 12,72% |

### Análisis de Sensibilidad

| Valor Terminal / WACC | 11,72% | 12,72% | 13,72% |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| 4%                    | 69     | 60,4   | 57     |

## Valuación Relativa

| Empresa                      | Ticker | Market Cap<br>(Millones USD) | Price /<br>Earnings | Price /<br>Earnings<br>Fwd. | EV /EBITDA<br>Fwd. | Price /<br>Sales | Price /<br>Book Value |
|------------------------------|--------|------------------------------|---------------------|-----------------------------|--------------------|------------------|-----------------------|
| Transener                    | TRAN   | 458,91                       | 6,80                | 6,80                        | 3,56               | 3,28             | 1,72                  |
| Cía. Energética Minas Gerais | CIG    | 5717,1                       | 12,50               | 13,10                       | 9,05               | 0,80             | 1,40                  |
| Edenor                       | EDN    | 375,7                        | 11,40               | 7,50                        | 4,94               | 0,23             | 1,00                  |

Fuente: Reuters

## Estados Financieros

| Millones de Pesos                   | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos netos                      | 2.201        | 9.746        | 9.839        | 11.216       | 14.020       |
| Var % a/a                           |              | 342,8%       | 0,9%         | 14,0%        | 25,0%        |
| Costo de Ventas                     | (1.677)      | (4.162)      | (4.031)      | (4.542)      | (5.608)      |
| Var % a/a                           |              | 148,2%       | -3,1%        | 12,7%        | 23,5%        |
| <b>Resultado Bruto</b>              | <b>524</b>   | <b>5.585</b> | <b>5.807</b> | <b>6.673</b> | <b>8.412</b> |
| Margen Bruto                        | <b>23,8%</b> | <b>57,3%</b> | <b>59,0%</b> | <b>59,5%</b> | <b>60,0%</b> |
| Gastos de Comercialización y Adm.   | (346)        | (586)        | (505)        | (646)        | (807)        |
| Var % a/a                           |              | 69,5%        | -13,9%       | 28,0%        | 25,0%        |
| Otros gastos operativos             | (54)         | (75)         | 99           | 75           | (45)         |
| <b>Resultado Operativo</b>          | <b>124</b>   | <b>4.924</b> | <b>5.401</b> | <b>6.103</b> | <b>7.560</b> |
| Margen Operativo                    | 5,6%         | 50,5%        | 54,9%        | 54,4%        | 53,9%        |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>222</b>   | <b>5.631</b> | <b>6.079</b> | <b>7.185</b> | <b>9.050</b> |
| Margen EBITDA                       | 10,1%        | 57,8%        | 61,8%        | 64,1%        | 64,6%        |
| Ingresos Financieros                | 331          | 410          | 921          | 1.198        | 1.557        |
| Gastos Financieros                  | (197)        | (309)        | (442)        | (637)        | (892)        |
| Otros resultados financ.            | (327)        | 172          | (904)        | (375)        | (525)        |
| <b>Resultado Antes de Impuestos</b> | <b>(69)</b>  | <b>5.196</b> | <b>4.976</b> | <b>6.288</b> | <b>7.700</b> |
| Impuesto a las ganancias            | 18           | (1.204)      | (1.800)      | (2.390)      | (2.464)      |
| Participación no Controlante        | 6            | 144          | 122          | 155          | 215          |
| <b>Resultado Neto</b>               | <b>-58</b>   | <b>3.958</b> | <b>3.055</b> | <b>3.744</b> | <b>5.021</b> |
| Margen Neto %                       | -2,62%       | 40,62%       | 31,05%       | 33,38%       | 35,81%       |

## Hoja de Balance

| Millones AR\$                    | 2017          | 2018          | 2019e         | 2020e         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Activo Corriente</b>          |               |               |               |               |
| Otros Activos Financieros        | 577           | 902           | 974           | 1.052         |
| Deudores Comerciales             | 2.011         | 1.676         | 3.481         | 4.167         |
| Efectivo & Equivalentes          | 4.483         | 4.725         | 2.550         | 3.188         |
| <b>Total Activo Corriente</b>    | <b>7.071</b>  | <b>7.302</b>  | <b>7.005</b>  | <b>8.407</b>  |
| <b>Activo No Corriente</b>       |               |               |               |               |
| Propiedades, planta y equipos    | 10.213        | 12.129        | 13.949        | 14.158        |
| Inversiones a costo amortizado   | 30            | 0             | 0             | 0             |
| Inventarios                      | 395           | 432           | 561           | 730           |
| Otros créditos                   | 8             | 5             | 5             | 5             |
| <b>Total Activo No Corriente</b> | <b>10.645</b> | <b>12.567</b> | <b>14.515</b> | <b>14.893</b> |
| <b>Total Activo</b>              | <b>17.716</b> | <b>19.869</b> | <b>21.520</b> | <b>23.300</b> |
| <b>Pasivo Corriente</b>          |               |               |               |               |
| Provisiones                      | 106           | 84            | 166           | 206           |
| Préstamos                        | 101           | 139           | 51            | 51            |
| Pasivo por Impuesto Ganancia     | 1.620         | 572           | 749           | 1.004         |
| Remuneraciones y Cargas          | 639           | 614           | 782           | 999           |
| Deuda Comerciales                | 540           | 1.181         | 853           | 1.058         |
| Deudas Fiscales                  | 221           | 163           | 284           | 294           |
| Pasivo beneficio empleados       | 87            | 84            | 61            | 61            |
| Otros                            | 0             | 0             | 1             | 1             |
| <b>Total Pasivo Corriente</b>    | <b>3.315</b>  | <b>2.837</b>  | <b>2.948</b>  | <b>3.675</b>  |
| <b>Pasivo No Corriente</b>       |               |               |               |               |
| Deudas y préstamos               | 2.638         | 3.636         | 4.546         | 5.227         |
| Pasivo beneficio empleados       | 439           | 444           | 640           | 794           |
| Pasivo impuesto diferido         | 1.334         | 1.396         | 1.450         | 1.550         |
| <b>Total Pasivo No Corriente</b> | <b>4.411</b>  | <b>5.476</b>  | <b>6.636</b>  | <b>7.571</b>  |
| <b>Total Pasivo</b>              | <b>7.726</b>  | <b>8.313</b>  | <b>9.583</b>  | <b>11.246</b> |
| <b>Total Patrimonio Neto</b>     | <b>9.991</b>  | <b>11.556</b> | <b>11.937</b> | <b>12.054</b> |
| <b>Ratios</b>                    |               |               |               |               |
| Liquidez Corriente               | 2,13          | 2,57          | 2,38          | 2,29          |
| Liquidez Ácida                   | 1,96          | 2,26          | 2,05          | 2,00          |
| Deuda LP / Activos               | 0,149         | 0,183         | 0,211         | 0,224         |
| ROE                              | 39,6%         | 26,4%         | 31,4%         | 41,7%         |
| ROA                              | 22,3%         | 15,4%         | 17,4%         | 21,5%         |
| Cambios Capital de Trabajo       |               | -247          | -186          | 2.129         |

# Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Graciela Cairolí

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelech@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](http://www.capitalmarkets.com.ar).