



Capital
Markets
Argentina

Petróleo y Gas

Transener 2T19
Post Paso

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\$ 22,10

Precio estimado: AR\$ 24

Calificación

Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52
Semanas

Mayor en 52
Semanas

21,30

51,20



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (X)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	9.839	6.079	3.055	3,30	1,73	3,22	6,87
2019E	11.216	7.095	3.586	1,50	0,89	2,74	8,06
2020E	12.898	9.050	4.487	1,41	1,05	5,17	10,09

Acciones Emitidas (\$ m)	445	Rango 12 Meses	21,3 7 51,2
ADR Emitidos (\$ m)	47,35%	EPS Trailing	6,87
Float (%)	9.827	P/E Trailing	3,22
Capitalización Bursátil (\$ m)	2.995	EPS Forward	8,06
Deuda Neta (\$ m)	12.822	P/E Forward	2,74
Valor de la Compañía (\$ m)	445		

Incertidumbre política hace todo “cuesta arriba”

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 en las reglas de juego, las inversiones y la actualización tarifaria.

Considerando los dichos de Alberto Fernández, el candidato con más chances de ganar las elecciones el 27 de octubre próximo, acerca de desdolarizar las tarifas energéticas, el sector que se encuentra más expuesto a cambios es el de generación, no así el de transporte ni distribución.

Más allá de esto, la incertidumbre acerca de los planes de gobierno y política hacia el sector del eventual nuevo gobierno, se ve reflejado en la prima actual de riesgo país de Argentina, que se encuentra en la zona de los 1.800 puntos básicos.

Ante un eventual Gobierno de Fernández, creemos que las tarifas “se pisarán” lo máximo posible durante el 2020, intentando una inflación más controlada que habilite un proceso de recuperación del poder adquisitivo de los trabajadores y jubilados.

Así, una posible reformulación de los acuerdos RTI puede tener cierta probabilidad, afectando el flujo de fondos estimado para 2020 y 2021.

En el caso de Transener, si bien el ajuste semestral contempla un peso más que proporcional del componente salarial que de la inflación, vemos con baja chance que sus tarifas sean ajustadas por encima del IPC general.

Así, en medio de esta incertidumbre, contemplamos diversos eventos para nuestra valuación.

Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

Conclusión

Previo a las PASO, 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 arrojaba un precio objetivo de \$ 60 para Transener (30% de potencial upside).

Post PASO, el escenario cambia dramáticamente.

Considerando un Riesgo País en torno a los 1.800 puntos básicos, el precio objetivo es AR\$ 24. Una comprensión significativa de spreads, a la zona de 1.100 bps, dejaría nuestro precio objetivo en la zona de los AR\$ 38,00.

Calificación: Market Performer.

Análisis de Sensibilidad			
Riesgo País / WACC	1.100bps / 15,1%	1.800bps / 19,9%	2.200 bps / 22,6%
Precio Objetivo (AR\$)	38	23,97	19,1

Acerca del segundo trimestre de 2019

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 cambios) 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.

Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar
AGOSTO 2019

Valuación por DCF

Escenario Pre-PASO

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
Target Price			60,44

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

Escenario Post-PASO

DCF (AR\$ m)	2019E	2020E	Año Terminal
Crecimiento anual Ventas	14,0%	15,0%	11,0%
Ventas	11.216	12.898	14.500
Margen EBIT	53,2%	52,1%	53,0%
Margen EBITDA	63,3%	70,2%	65%
EBT	6.034	6.914	7900
Tasa de Impuesto Efectiva	38%	32%	30%
NOPAT	3.586	4.487	5.021
Depreciaciones	915	1.144	1.144
Intereses Pagados	520	650	650
Capex	(2.796)	(3.355)	-3.355
Capital de Trabajo	(855)	(550)	-550
FCF	1.371	2.376	2.376
WACC	22,6%	22,6%	22,6%
VP FCF			11.532
Deuda Neta			2.995
FCFE			8.538
Acciones Emitidas			444,7
Target Price			19,20

Supuestos utilizados

Riesgo País	22,00%
Tasa Libre de Riesgo	2,50%
Exceso de Retorno	5,00%
Beta	0,95
Costo del Equity	29,25%
Costo del Endeudamiento	12,00%
WACC	22,61%

Análisis de Sensibilidad

Riesgo País / WACC	1.100bps / 15,1%	1.800bps / 19,9%	2.200 bps / 22,6%
Precio Objetivo (AR\$)	38	23,97	19,1

Valuación Relativa

Empresa	Ticker	Market Cap (Millones USD)	Price / Earnings	Price / Earnings Fwd.	EV /EBITDA Fwd.	Price / Sales	Price / Book Value
Transener	TRAN	178,68	3,22	2,74	1,50	0,95	0,81
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

Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar
AGOSTO 2019

Estados Financieros

Millones de Pesos	2016	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos netos	2.201	9.746	9.839	11.216	12.898
Var % a/a		342,8%	0,9%	14,0%	15,0%
Costo de Ventas	(1.677)	(4.162)	(4.031)	(4.655)	(5.288)
Var % a/a		148,2%	-3,1%	15,5%	13,6%
Resultado Bruto	524	5.585	5.807	6.561	7.610
Margen Bruto	23,8%	57,3%	59,0%	58,5%	59,0%
Gastos de Comercialización y Adm.	(346)	(586)	(505)	(671)	(839)
Var % a/a		69,5%	-13,9%	33,0%	25,0%
Otros gastos operativos	(54)	(75)	99	75	(45)
Resultado Operativo	124	4.924	5.401	5.965	6.726
Margen Operativo	5,6%	50,5%	54,9%	53,2%	52,1%
EBITDA	222	5.631	6.079	7.095	9.050
Margen EBITDA	10,1%	57,8%	61,8%	63,3%	70,2%
Ingresos Financieros	331	410	921	1.244	1.679
Gastos Financieros	(197)	(309)	(442)	(690)	(966)
Otros resultados financ.	(327)	172	(904)	(485)	(525)
Resultado Antes de Impuestos	(69)	5.196	4.976	6.034	6.914
Impuesto a las ganancias	18	(1.204)	(1.800)	(2.293)	(2.213)
Participación no Controlante	6	144	122	155	215
Ganancia/perdida neta	-58	3.958	3.055	3.586	4.487
Margen Neto %	-2,62%	40,62%	31,05%	31,97%	34,79%
Depreciaciones	98	682	678	915	1.144
Intereses	105	201	287	520	650
Capex	(223)	(1.036)	(2.663)	(2.796)	(3.355)
Capital de Trabajo	50	(2.052)	(1.565)	(855)	(550)
FCFF	-28	1.753	-207	1.371	2.376
Valor actual del FCFF				1.144	1.654
Ganancia por Acción \$	-0,13	8,90	6,87	8,06	10,09

Transener 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar
AGOSTO 2019

Hoja de Balance

Millones AR\$	2017	2018	2019e	2020e
Activo Corriente				
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
Total Activo Corriente	7.071	7.302	7.005	8.407
Activo No Corriente				
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
Total Activo No Corriente	10.645	12.567	14.515	14.893
Total Activo	17.716	19.869	21.520	23.300
Pasivo Corriente				
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
Total Pasivo Corriente	3.315	2.837	2.948	3.675
Pasivo No Corriente				
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
Total Pasivo No Corriente	4.411	5.476	6.636	7.571
Total Pasivo	7.726	8.313	9.583	11.246
Total Patrimonio Neto	9.991	11.556	11.937	12.054
Ratios				
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
aquech@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.