



Capital  
Markets  
Argentina

---

Eléctrico

**CENTRAL PUERTO 2T19**

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

# Central Puerto 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

## Central Puerto (BCBA: CEPU)

AR\$ 20,25

Precio estimado: \$ 24,30

### Calificación:

Market Performer

### Rango de Precios (en AR\$)

Menor en 52 Semanas

19,50

Mayor en 52 Semanas

47,50



	Vtas. Netas (AR\$ mill)	EBITDA (AR\$ mill)	Rdo Neto (AR\$ mill)	EV/ EBITDA (x)	P/BV (X)	P/E (x)	EPS (AR\$)
2018	14.265	31.639	17.185	2,19	1,79	1,79	11,35
2019E	24.394	17.806	5.906	3,53	0,87	5,22	3,90
2020E	32.200	24.194	11.530	4,22	0,81	6,85	7,62

  

Acciones Emitidas (\$ m)	1.514	Rango 12 Meses	19,5 / 47,5
Float (%)	25,10%	EPS Trailing	11,35
Capitalización Bursátil (\$ m)	30.810	P/E Trailing	1,79
Deuda Neta (\$ m)	16.657	EPS Forward	3,90
Valor de la Compañía (\$ m)	34.773	P/E Forward	5,22

## El sector más complicado con el “Albertismo”

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 de 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.

En este sentido, **Central Puerto (CEPU)** se encuentra comprometida por dos frentes: las tarifas dolarizadas que reciben por el precio de GW/h, y el crédito VOSA que percibe por parte de CAMMESA que se encuentra dolarizado.

Bajo el mencionado escenario de estrés y la actual incertidumbre futura sobre el sector, contemplamos diversos eventos para nuestra valuación.

# Central Puerto 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019

## Valuación

Considerando un Riesgo País en torno a los 1.800 puntos básicos y un WACC de 19,18%, el precio objetivo al que arribamos es de AR\$ 24,30.

**Calificación: Market Performer.**

Análisis de Sensibilidad			
Riesgo País / WACC	1.100bps 16,73%	1.800bps 21,75%	2.200 bps 24,62%
Precio Objetivo (AR\$)	18,45	13,40	11,55

## Hechos Principales 2T19

- La generación eléctrica del 2T19 tuvo una expansión de 4% a/a hasta los 3.256 GWh, por encima de los 3.220 GWh esperados. Energía hidroeléctrica (+16%) y Eólica (Achiras y La Castellana) compensaron la caída de 36% en algunas unidades hidráulicas.
- Adquisición de Planta Brigadier López aporta 280 MW adicionales (turbina a gas con tecnología Siemens). Se pagó US\$ 165,4 millones financiándose con un préstamo de US\$ 180 millones amortizable en 5 cuotas trimestrales iguales a partir del mes 18.
- Crédito VSA se cobró normalmente en junio y julio por un total de US\$ 57,2 M y US\$ 19,8 M respectivamente.
- **Energías Renovables:** El 14 de julio La Castellana II (14,4 MW) comenzó su operación comercial. El 23 de ese mes, Viento La Genoveva II, subsidiaria de CEPU, firmó contrato de financiación con Banco Galicia por US\$ 37,5 millones.

# Central Puerto 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019



## Valuación por DCF

### Escenario Post-PASO

DCF (AR\$ m)	2019E	2020E	Año Terminal
Crecimiento anual Ventas	71,0%	32,0%	15,0%
Ventas	24.394	32.200	32.200
Margen EBIT	67,3%	69,3%	60,0%
Margen EBITDA	73,0%	75,1%	75%
EBT	9.087	15.373	
Tasa de Impuesto Efectiva	35%	25%	25%
NOPAT	5.906	11.530	
Depreciaciones	1.394	1.882	2.000
Intereses Pagados	1.250	1.650	1.650
Capex	(8.351)	(9.603)	
Capital de Trabajo	2.250	3.250	
FCF	8.131	65.368	65.368
WACC	19,18%	19,18%	19,18%
VP FCF			53.430
FCFE			36.773
Acciones Emitidas			1514,0
<b>Target Price</b>			<b>24,29</b>

### Supuestos utilizados

Riesgo País	18,00%
Tasa Libre de Riesgo	2,50%
Exceso de Retorno	5,00%
Beta	1,2
Costo del Equity	26,50%
Costo del Endeudamiento	7,50%
WACC	19,18%

### Análisis de Sensibilidad

Riesgo País / WACC	1.100bps 14,55%	1.800bps 19,18%	2.200 bps 24,62%
Precio Objetivo (AR\$)	44	24,30	18

# Central Puerto 2T19

Research-Electricas@capitalmarkets.com.ar

AGOSTO 2019



## Valuación por Múltiplos

Empresa	Ticker	Market Cap (Millones USD)	Price / Earnings	Price / Earnings Fwrd.	EV /EBITDA Fwrd.	Price / Sales	Price / Book Value
Enel Central Costanera	CECO2	108,49	2,06	3,13	4,43	1,26	0,93
Central Puerto	CEPU2	559,3	12,50	3,55	3,89	1,34	0,73
Edenor	EDN	375,7	11,40	7,50	4,94	0,23	1,00

Fuente: Reuters

## Estados Financieros

Millones de AR\$	2016	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos netos	1.966	3.933	6.125	10.719	13.934
Var % a/a		100,1%	55,7%	75,0%	30,0%
Costo de Ventas	(1.212)	(2.685)	(2.916)	(8.360)	(10.729)
Var % a/a		121,6%	8,6%	186,7%	28,3%
Resultado Bruto	754	1.248	3.209	2.358	3.205
Margen Bruto	38,4%	31,7%	52,4%	22,0%	23,0%
Gastos de Comercialización y Adm.	(133)	(329)	(245)	(325)	(439)
Var % a/a		148,2%	-25,8%	33,0%	35,0%
Otros ingresos/gastos operativos	136	635	1.683	(125)	(135)
Resultado Operativo	758	1.553	4.648	1.908	2.631
Margen Operativo	38,5%	39,5%	75,9%	17,8%	18,9%
EBITDA	1.032	2.555	5.622	3.661	4.769
Margen EBITDA	52,5%	65,0%	91,8%	34,2%	34,2%
Ingresos Financieros	8	357	1.721	2.667	3.334
Gastos Financieros	(624)	(1.111)	(3.215)	(3.697)	(4.806)
RECPAM (*)	0	96	1.157	1.058	650
Resultado Antes de Impuestos	141	895	4.311	1.936	1.808
Impuesto a las ganancias	(25)	(233)	(1.418)	(31)	(452)
Participación no Controlante	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	117	662	2.893	1.905	1.356
Margen Neto %	5,93%	16,83%	47,24%	17,77%	9,73%
Depreciaciones	400	1.002	974	1.753	2.139
Intereses	16	483	794	1.138	1.398
Capex	(1.141)	(313)	(1.620)	(1.863)	(2.385)
Capital de Trabajo	255	68	1.210	(185)	(650)
FCFF	-354	1.902	4.250	2.747	1.857

## Hoja de Balance

(Miles de AR\$)	2018	2019e	2020e
<b>Activo Corriente</b>			
Inventarios	242.510	341.511	482.995
Otros Activos No Financieros	847.611	1.101.894	1.377.368
Cuentas por Cobrar	13.124.076	15.855.881	22.539.745
Otros Activos Financieros	1.212.551	2.024.674	2.672.570
Efectivo & Equivalentes	1.283.877	950.000	1.609.982
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>16.710.625</b>	<b>20.273.961</b>	<b>28.682.658</b>
<b>Activo No Corriente</b>			
Propiedades, planta y equipos	11.850.455	48.150.000	52.965.000
Inversiones en sociedades	1.232.058	1.453.828	1.671.902
Otros activos no financieros	245.000	245.000	245.000
Activos Intangibles	563.499	704.374	845.249
Deudores Comerciales	23.537.745	17.075.564	24.149.726
Inventarios	48.203	48.203	48.203
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>37.476.960</b>	<b>67.676.969</b>	<b>79.925.080</b>
<b>Total Activo</b>	<b>54.187.584</b>	<b>87.950.929</b>	<b>108.607.738</b>
<b>Pasivo Corriente</b>			
Deuda CAMMESA	2.919.015	1.839.282	2.511.572
Cuentas por pagar comerciales	2.075.744	4.527.464	5.358.019
Pasivo por beneficio empleados	387.694	465.232	558.279
Deudas y Préstamos	1.011.208	1.213.450	1.456.140
Impuesto a las Ganancias	3.962.611	1.908.233	2.305.981
Otros pasivos	2.010.877	3.961.531	4.520.829
Provisiones	496.169	595.403	714.483
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>12.863.317</b>	<b>14.510.594</b>	<b>17.425.302</b>
<b>Pasivo No Corriente</b>			
Deuda CAMMESA	1.946.010	2.122.249	2.846.448
Otros Pasivos	2.350.000	2.585.000	2.714.250
Deudas y préstamos	4.731.933	20.500.000	24.600.000
Pasivo beneficio empleados	120.000	132.000	145.200
Pasivo impuesto diferido	2.724.414	5.659.330	6.362.648
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>11.872.357</b>	<b>30.998.578</b>	<b>36.668.546</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>24.735.674</b>	<b>45.509.173</b>	<b>54.093.848</b>
<b>Total Patrimonio Neto</b>	<b>29.451.910</b>	<b>42.441.757</b>	<b>54.513.891</b>

# Central Puerto 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](http://www.capitalmarkets.com.ar).