

Central Costanera (CECO2) y Central Puerto (CEPU2)

El mercado siempre pagó un plus por la acción de CECO hasta que en 2001 la castigó fuertemente. Pero sobre inicios de 2002 se produce una diferenciación nunca antes lograda. ¿Qué justifica este cambio?

Ambas nacieron de la privatización del área de generación termoeléctrica del Gran Buenos Aires. Ambas han invertido muchos millones de dólares en su negocio: primero volviendo a poner operativas a las centrales de termovapor que recibieron del Estado, luego en nuevas usinas, incluyendo la última tecnología de ciclos combinados (CC). Ambas se vieron beneficiadas durante varios años, primero por los altos precios logrados en los contratos a término a Edenor y Edesur que finalizaron a principios de 2000 y luego por la sequía tras la Corriente del Niño. Los suculentos dividendos en efectivo, principalmente en CECO, no dejaron dudas.

Pero el 2001 fue muy adverso por la extremadamente alta hidraulicidad, récord en los últimos 40 años, provocando precios muy bajos y bajos despachos de los generadores térmicos. Concomitantemente, la demanda creció solo un 2,6% debido a la alta recesión reinante, mientras que lo que más creció, +11% en el año, fue la oferta. Este cuadro anormal ocasionó que ambas empresas no hayan cumplido ratios financieros comprometidos.

Durante 2001 el Gobierno anterior volvió a fallar en su intento de reordenar la regulación del mercado. La devaluación y la conversión de contratos y precios en dólares a pesos al cambio de u\$s 1 a \$a 1 (pesificación) durante 2002 afectan a estas empresas en distinta medida.

Central Puerto:

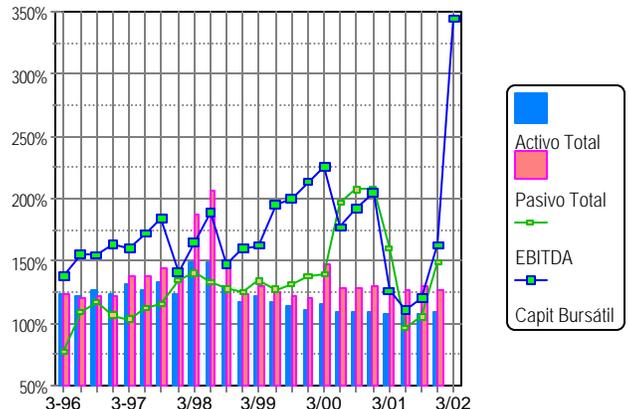
Creció primero con una usina en Neuquén, para beneficiarse con el menor precio del gas. Pero gran parte del tiempo la unidad está ociosa y el upgrade a CC requiere de inversiones en un momento difícil. Luego creció en Buenos Aires, la principal zona de consumo con el con el 47% de la demanda con un moderno CC de General Electric. Durante 2001 participó con el 6,4% de la Generación Neta del mercado.

A mediados de 2001 pasó a formar parte del conglomerado francés TotalELFFina (TEF), un gran productor de gas mundial y uno de los principales de Argentina, tras un breve paso por el control de la americana AES que ese año la había adquirido a la chilena Gener. TEF tiene intereses en Transportadora de Gas del Norte, Gas Andes, la hidroeléctrica Piedra del Aguila y Transportadora de Gas Uruguayana. TEF le permitió refinanciar (a una tasa algo elevada), los MU\$S 100 que vencieron a mediados de 2001, pero el nuevo crédito vence a fin de este mes en un momento muy difícil.

Exporta energía a Uruguay por 165 MW. A fin de 2001 anunció que obtuvo autorización para exportar 1.200 MW de energía eléctrica a Brasil a partir de enero de 2003, pero requiere de la construcción de torres de transmisión en medio de la incertidumbre Argentina. Participará además en la instalación de un nuevo ciclo combinado en Uruguay.

CECO respecto de CEPU

Fuente: Económica



La devaluación y la situación interna de Argentina la ha afectado negativamente. Por un lado posee contratos de venta a término locales que se han pesificado al igual que sus costos, pero el margen en dólares es necesario para el pago de su deuda externa en dólares (su exportación es baja). Debido a ello decidió suspender el pago de intereses y capital de su deuda y renegociar con sus acreedores y solicitó la intervención del Secretario de Energía. Dada su delicada situación crediticia, de disponibilidad de fondos y la incertidumbre respecto de la recuperación de costos en dólares, le es imposible abastecerse del fuel oil que pudiera ser necesario en la época invernal, por lo que podría estar imposibilitada de generar en parte durante ese período.

A la sensible caída de ventas en el mercado spot se debe agregar la morosidad de clientes, en un mercado donde es imposible recuperar lo vendido y difícil de cortar el suministro a las Distribuidoras.

Por si este cuadro fuera sencillo de digerir para los accionistas, el nuevo CC ha presentado durante 2001 algunas dificultades técnicas que redujeron su disponibilidad y pusieron en duda su confiabilidad y que requirieron del fabricante para realizar reparaciones y pruebas para llevar al equipo a su máxima disponibilidad durante 2002.

La empresa destaca que de continuar los efectos de la situación de la devaluación, en que se alteró el equilibrio entre ingresos y egresos, podría ocasionar un panorama significativamente adverso tanto desde el punto de vista financiero como de resultados.

Central Costanera:

Eligió crecer en Buenos Aires, prefiriendo el riesgo de la falta de gas al del transporte de la energía eléctrica. Esto la beneficia cuando hay problemas con las líneas desde el Comahue. Primero creció a través de la subsidiaria CTBA, instalando el primer CC de la Argentina y luego con un CC de

Mitsubishi. Durante 2001 participó con el 6,7% de la Generación Neta del mercado. En diciembre fusionó a CTBA.

El holding de control sufrió algunos cambios. Primero con la salida del Grupo Pérez Companc cuando éste decidió competir en generación por medio de Genelba, y finalmente con el ingreso del Grupo Español Endesa, un fuerte productor y distribuidor español y sudamericano, cuando toma control del Grupo Chileno Enersys. Endesa opera otras Centrales, tanto hidroeléctricas, por ejemplo El Chocón, o la termoeléctrica Central Dock Sud con Repsol. Asimismo tiene fuertes intereses en las distribuidoras Edenor y Edesur y en Brasil, donde CECO exporta energía.

CECO posee muy pocos contratos de venta a término locales, pero participa directa e indirectamente con contratos de exportación por 25 años a Brasil. Actualmente provee una potencia de 750 MW. Con la implementación de la segunda línea de transmisión de 1000 MW, la empresa participará con otros 512 MW.

Por qué la diferenciación de CECO:

Aún cuando hay exceso de malas noticias en Argentina, no todas las noticias son necesariamente malas para CECO:

- El panorama desalentador reinante limitará seguramente la oferta termoeléctrica en el Sistema Interconectado Nacional, ampliando la demanda sobre los que puedan despachar, aunque más no sea en forma temporal. Ya ha realizado el mantenimiento mayor de 32.000 hs. del CC.
- Nuevos CC requieren de inversiones de cientos de millones de dólares. Desde el punto de vista de mediano y largo plazo el inversor bursátil debería imaginar un mercado carente de nuevas inversiones por muchísimo tiempo. Eso lógicamente cambia el panorama desalentador de la década anterior en este segmento, marcado por un exceso de inversiones.
- CECO se encuentra con un muy bajo nivel de contratos en firme locales. De los 3204 GWh vendidos por contratos durante 2001, un 90% correspondieron a despachos de exportación. Esto suena bastante adecuado en el ambiente actual de Argentina. La Exportación durante 2001 fue por un 45% del compromiso, algo menos que el 50% estimado para los 20 años de contratos. El precio promedio de exportación para 2001 fue de u\$s 33,93/MWh.
- Acaba de firmar un nuevo contrato de exportación Brasil por 200 MW adicionales, comprometiendo un 60% de la unidad de CC de CTBA. Esto le asegura otros \$MUS 10,5 anuales por potencia y u\$s 18 por MW de energía. Como en todos los casos de contratos de exportación, las unidades quedan disponibles para su despacho en el mercado local en los momentos en que no se provee al exterior. Este nuevo contrato no ha tenido difusión por los medios.
- Se ha constituido en el principal exportador de potencia firme a Brasil, algo que debe analizarse en conjunción

con la devaluación, la posible pesificación de algunos de sus costos (como podría ser eventualmente el gas), y la posible pesificación de algunos contratos (aunque sea temporalmente), pues parte de la exportación se hace por intermedio de CEMSA, una empresa subsidiaria de Endesa. Este año participará con más del 50% de la segunda interconexión a Brasil que entrará en vigencia entre marzo / junio. Solo por la venta de Potencia Firme en los contratos de exportación, la empresa se asegura el cobro de \$MUS 73,5 anuales. La exportación de energía es en base a la demanda, pero de acuerdo a las estimaciones de largo plazo, se estima una facturación anual de unos \$MUS 90 anuales por este concepto.

- Si bien la pesificación de los contratos a término locales y del cargo por Potencia en los despachos spot la perjudican, desde el punto de vista de la exportación la favorecen, ya que también se pesifican sus costos, principalmente el gas o las compras spot para exportar. Aún en una eventual situación de elevación de precios internos, y dado el adecuado balanceo entre los despachos locales y la exportación, es esperable una compensación entre los mayores costos de compra o generación con los mayores precios en los despachos locales.
- Lo que muchos ven como el Talón de Aquiles: la crisis de la deuda externa en dólares (un total de \$MUS 407 a fines de 2001 en CECO) debe analizarse en conjunción de la exportación. Desde mediados de año no suena descabellado pensar en una facturación de unos \$MUS 150 anuales, incluidas las retenciones del 5%. Estos contratos son por 25 años indexados por el PPI de EEUU.
- Aún a pesar de la suba (con lógicos altibajos) de la acción, una Capitalización Bursátil en dólares de solo \$MUS 48 para una empresa con estos contratos de exportación y con usinas que según la entrevista que hicieramos a su Gerente General requerirían una inversión no inferior a los \$MUS 1.200, marcan a las claras una oportunidad para ser analizada con un poco más de detenimiento.

En resumen, no sin riesgos dada la situación local, consideramos a la inversión en CECO como altamente redituable en el largo plazo.

El mercado accionario debería continuar privilegiando a CECO como lo ha hecho con la mayoría de los exportadores en Argentina.

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

Cont. Gabriel Castro
3 de abril de 2002

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y de Económica
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).