

Central Costanera (CECO2) y Central Puerto (CEPU2)

En base a Balances al 30 de setiembre de 2001

Ambas empresas nacieron de la privatización de la ex SEGBA y tuvieron un período fuertes inversiones y un esplendor con tope a la terminación de sus contratos. Al acercarse la terminación de los mismos los Resultados y el valor de sus acciones, antes relativamente parejas, se volvieron muy volátiles. Tal como muchos preveían, sus Resultados pasaron de pingües ganancias a fuertes rojos. El volumen operado en estas acciones fue disminuyendo fuertemente, y el precio se fue degradando al compás de la caída en sus Resultados. ¿Marca este cuadro el fin de ese esplendor o la gran oportunidad para el inversor avezado?

La privatización del área de generación termoeléctrica en la zona del Gran Buenos Aires dio nacimiento a estas dos cotizantes.

Estas empresas han invertido bastante dinero en su negocio: primero volviendo a poner operativas a las centrales de termovapor que recibieron del Estado Nacional, que se encontraban en un alto porcentaje casi sin mantenimiento. Luego siguieron otras inversiones en nuevas usinas, incluyendo la última tecnología de ciclos combinados.

Central Puerto:

En el caso de Central Puerto creció primero con una usina en la Provincia de Neuquén, tratando de beneficiarse con el menor precio del gas en la zona y el ahorro del transporte de ese combustible, y luego con un moderno ciclo combinado.

Hace poco pasó a formar parte del conglomerado francés TotalELFFina (TEF), un gran productor de gas mundial y uno de los principales de Argentina y que tiene intereses en Transportadora de Gas del Norte, Gas Andes, la hidroeléctrica Piedra del Aguila, y Transportadora de Gas Uruguayana.

Recientemente acaba de anunciar que obtuvo autorización para exportar 1.200 MW de energía eléctrica a Brasil.

Central Costanera:

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 una subsidiaria, Central Buenos Aires (CTBA), instalando el primer ciclo combinado de la Argentina y luego con otro ciclo combinado propio. En diciembre fusionó a CTBA.

En 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.

Fondos de Pensión (AFJP):

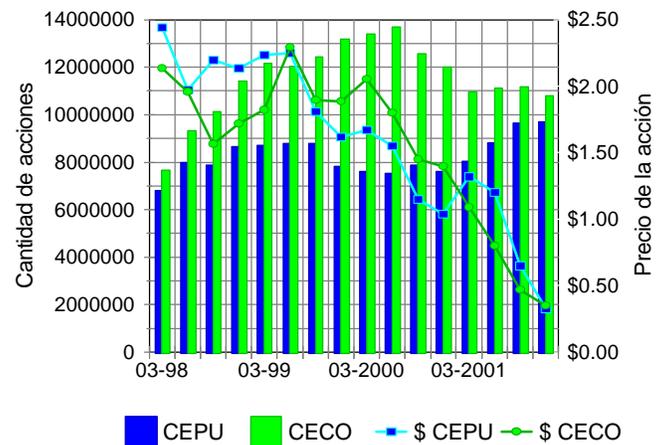
Las AFJPs fueron paulatinamente tomando posición, pero la Cartera es muy baja. El monto en CECO representa el 0,29% de la Cartera en Acciones y en CEPU el 0,31%. Comparativamente, en Capex, otra empresa del Sector de

Generación Eléctrica poseen el 1,07% que es más del triple, aunque ciertamente es muy baja la participación del Sector en la Cartera.

Con un tope a mediados de 2000, los Fondos fueron prefiriendo a Central Costanera. Pero luego parecen haber cambiado de opinión y fueron balanceando la tenencia en ambas empresas. Si uno considera los altos dividendos pagados por CECO, durante este período, se puede pensar que la desinversión ha sido mayor.

Tenencia de AFJPs

Fuentes: SAFJP y Económica



Comparando los Balances:

Si bien uno podría escribir páginas enteras hablando de las diferencias entre una y otra empresa, visto con los números de hoy en día da la sensación que hasta comienzos de 1999 todo parecía muy similar.

Dado que los valores analizados son algo superiores para Central Costanera, hemos elegido en algunos gráficos presentar los datos comparativos para el lector, en los valores para cada variable de Central Costanera, dividido el correspondiente valor de Central Puerto.

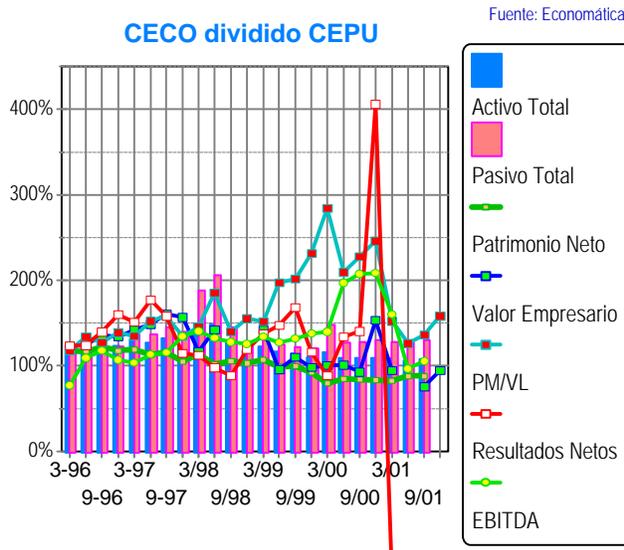
Presentado así, Central Costanera vale en la Bolsa un 39% más que Central Puerto. Pero si analizamos el precio de la acción respecto del valor del Patrimonio Neto (PM/VL=Precio de Mercado sobre Valor de Libros), se está pagando por un peso de Valor de Libros de Central Costanera casi el doble de lo que se paga por el peso de Central Puerto.

Es que si bien Central Costanera tenía un Patrimonio Neto superior al de Central Puerto, la distribución de dividendos le

permitió un premio bursátil, ya que el precio de las acciones no está del todo ligado al valor del Patrimonio Neto, sino a una combinación de otros factores, como las expectativas sobre los Resultados, distribución de dividendos en efectivo, requerimientos de aportes de Capital y otros factores que son tenidos en cuenta por los inversores.

Análisis comparativo:

Analizaremos una serie de parámetros de la relación. Si bien la fusión de CTBA en CECO se hace efectiva desde el 1^o de diciembre, dado que se hace en base al Patrimonio de Junio, hemos actualizado el Capital y Patrimonio Neto desde ese primer momento a efectos de la comparación:



- **Activos:** Los de CECO eran a setiembre un 7% superiores a los de CEPU. Se nota una baja con el tiempo, pues a mediados principios de 1996 eran un 27% superiores. Ultimamente son bastante estables, a pesar de que las empresas utilizan criterios de amortización distintos.
- **Pasivos:** Los de CECO son un 30% superiores a los de CEPU, lo que debería analizarse conjuntamente con el EBITDA y las políticas de distribución de dividendos en efectivo. Central Costanera ha obtenido créditos de largo plazo y a tasas muy bajas. CEPU en vez debió cancelar Obligaciones Negociables por 100 millones de pesos este año, en medio de una situación financiera difícil en Argentina, y a tasas más altas respecto de CECO. Los Pasivos Financieros no son comparables, pues la financiación del nuevo Ciclo Combinado de CECO es por medio de un crédito Comercial y no financiero.

- **Ingresos por Ventas:** Mientras que a principios de 1996 las Ventas Consolidadas de ambas empresas eran similares, o algo superiores las de CECO, por varios motivos ésta empresa pudo facturar más debido a una menor caída de precios en los contratos con Edenor y Edesur primero, luego porque su nuevo Ciclo Combinado se implementó antes y finalmente con motivos de la exportación. De todas formas en el último año los Ingresos por ventas decayeron a solo un 14% por encima de los de CEPU. La Fusión de Central Buenos Aires cambiará algo esta relación.

- **Resultado Operativo:** Durante 1996/1997 el Resultado Operativo de CECO era de un 4 a 15% superior al de CEPU. Luego comenzó una volatilidad (probablemente por el tema de compensaciones por incumplimiento de los proveedores de los Ciclos Combinados), que hizo que los de CECO fueran más del triple de los de CEPU, hasta alcanzar ahora los dos últimos valores donde los Resultados Operativos de CECO fueron un 51% y 64% de los de CEPU.

- **Resultados Netos:** En los comienzos del 96 los de CECO eran el 24% superiores a los de CEPU y alcanzaron a ser primero hasta el 77% superiores y llegaron a ser hasta más de 4 veces a fines de 2000. Luego los Resultados se volvieron incomparables, dado que comenzaron las pérdidas en forma aleatoria. Aquí cabe tener en cuenta para ambas, que invierten en un ciclo de vida útil de 20 a 25 años, y como toda actividad es cíclica. Ambas empresas se han beneficiado en años anteriores por la falta de agua en el área del Comahue, y ahora están compensando esas buenas ganancias con algunas pérdidas que originan los bajos despachos causados por una extraordinaria alta hidraulicidad, récord en varias décadas. La falta de gas en Buenos Aires en períodos invernales -tradicionalmente de buenos despachos para estas empresas- unidos a altos precios de los combustibles alternativos (derivados del petróleo) también jugaron en contra de sus Resultados puntualmente. Da la sensación que el inversor debería esperar una alta volatilidad en los Resultados de estas empresas, originados por los cambios climatológicos. El inversor debe tener en cuenta que la crisis económica argentina afecta poco a la demanda de energía eléctrica, y que paralelamente la exportación a Brasil incorpora una demanda agregada muy interesante, y que beneficia a todos los productores.

- **EBITDA:** Hubo 4 períodos bien demarcados. A principios de la serie era un 17% superior el de CECO. Luego pasó al rango del 25-40% por sobre el de CEPU. Más tarde, sobre fines de 2000 llegó a más que duplicar el de ésta, para que, ahora sea nuevamente similar. El último registro fue solo un 5% superior.

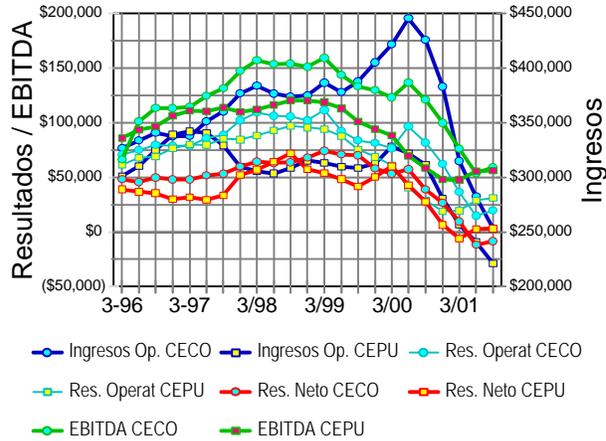
- **Patrimonio Neto:** Arrancando la serie con un 17% superior en el caso de CECO, llegaron a ser similares por más de un año desde mediados de 1998. Luego, la distribución de dividendos en efectivo que comentamos hizo que al último Balance el de CECO sea de solo un 80% del de CEPU.

- **Valuación Bursátil:** El tope de la Capitalización Bursátil

CECO y CEPU

(12 meses)

Fuente: Economática



de CECO respecto de CEPU fue a principios de 2000, con un 225% de diferencia. Ahora este valor llega al 158%, tras pasar por Capitalizaciones Bursátiles con solo un 10% superior a mediados de este año. Sin embargo si la comparación la hacemos respecto del Valor del Patrimonio Neto, la diferencia llegó hasta el

284% y ahora es superior en un 88% en el caso de CECO. Otra forma de compararlo, para muchos más precisa, sería a través del Valor Empresarial (Firm Value, ver artículo separado): CECO llegó a valer hasta el 225% de CEPU a principios de 2000, mientras que ahora -tomando el Balance a Setiembre- estaría un 60% encima de CEPU.

¿Y de ahora en más?

Todos estos números son el pasado, en artículos aparte publicamos las entrevistas de quienes dirigen a estas empresas. Ellos nos cuenten sobre el período de transición y sobre las perspectivas futuras.

- <http://www.ABF.com.ar/>
- [más informes sobre el tema](#)
- [envíenos sus comentarios](#)

Cont. Gabriel Castro
27 de diciembre de 2001

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados
En base a datos propios y de Economática
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. Cuando no se exprese el valor, se asumen miles de pesos (\$K). Los informes se expresan generalmente en millones de pesos (\$M).