

14 de octubre de 2022

Genneia S.A.

Genneia es la principal compañía de generación eléctrica de fuentes renovables de nuestro país. La empresa suministra energía sustentable mediante la prospección, el desarrollo, la construcción y la operación de parques eólicos y solares. La firma comenzó sus operaciones en 2007 comercializando energía de fuente térmica. En 2012 inició su carrera sustentable cuando se convirtió en la primera empresa argentina en hacer oferta pública de energía eólica. En la actualidad, concentra el 20% de la generación solar y eólica del país, siendo la empresa líder en este segmento. En menor medida, la compañía continúa operando en el segmento de generación convencional y también participa en la venta y el transporte de gas natural.

Los accionistas actuales de Genneia incluyen; Argentum Investments I LLC con el 44% del capital (subsidiaria de PointState, fondo liderado por Darío Lizzano con inversiones en TGLT, Caputo, Sheraton y Park Tower entre otras); Fintech Energy LLC con el 25% (subsidiaria de Fintech Advisory Inc del empresario mexicano David Martínez, accionista de Cablevisión y Telecom); Jorge Horacio Brito, Jorge Pablo Brito y Delfín Jorge Carballo con 8,3% respectivamente (grupo de control del Banco Macro) y; Prado Largo S.A. con el restante 6% (subsidiaria de LAIG, compañía uruguaya con interés en el sector energético de la región). Desde 2015, los accionistas han aportado un capital total de USD 169 millones para ejecutar un importante plan de expansión.

Producción

Genneia, sus subsidiarias y negocios conjuntos cuentan con una capacidad instalada de generación de energía de 1.229 MW, 866 MW provenientes de fuentes renovables y 363 MW de fuentes térmicas. La firma posee en operación 2 centrales térmicas (CTs), 7 parques eólicos y 1 parque solar. Al presente está avanzando en la construcción de dos nuevos parques solares: Sierras de Ullum (78 MW) y Tocota III (62 MW) y un nuevo parque eólico: La Elbita (104 MW).

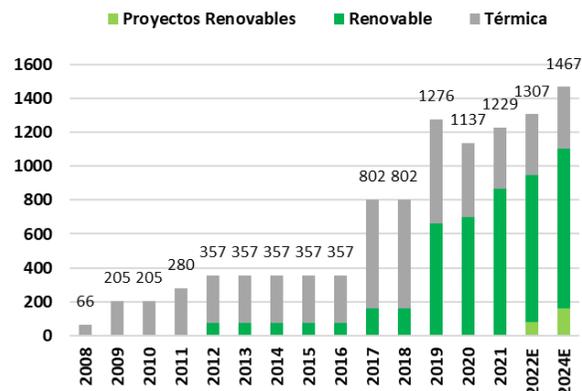
Activos Operativos y Proyectos

Activos	CI (MW)	Inicio	Regulación	Plazo PPA
Éolico				
Rawson I	53	Ene-12	GENREN	15 años
Rawson II	31	Ene-12	GENREN	15 años
Rawson III	25	Dic-17	MATER	-
Trelew	51	Ago-13	GENREN	15 años
Madryn I	71	nov-18	Res. 202	20 años
Madryn II	151	sep-19	Res. 202	20 años
Chubut Norte I	29	Dic-18	RenovAr	20 años
Chubut Norte II	26	mar-21	MATER	-
Chubut Norte III	58	feb-21	RenovAr	20 años
Chubut Norte IV	83	feb-21	RenovAr	20 años
Villalonga I	52	Dic-18	RenovAr	20 años
Villalonga II	3	feb-19	MATER	-
Pomona I	101	jul-19	RenovAr	20 años
Pomona II	12	Ago-19	MATER	-
Necochea	38	feb-20	RenovAr	20 años
La Elbita*	104	Ene-24 E	MATER	-
Solar				
Ullum I	25	Dic-18	RenovAr	20 años
Ullum II	25	Dic-18	RenovAr	20 años
Ullum III	32	Dic-18	RenovAr	20 años
Sierras de Ullum*	78	Dic-22 E	MATER	-
Tocota III*	62	Ene-24 E	MATER	-
Térmico				
Bragado II & III	118	feb-17	Res. 21	10 años
Cruz Alta	245	Ene-02	Energía Base	-

Fuente: Elaboración propia en base a presentación institucional.

La misión de la compañía se alinea con la estrategia de fomento de energías limpias de los Objetivos de Desarrollo Sustentable (ODS). Es destacable el plan de expansión ejecutado por Genneia en los últimos años. Desde 2018 agregó 706 MW en renovables. En este plazo culminó 11 proyectos de expansión con una inversión total de casi USD 1.000 millones.

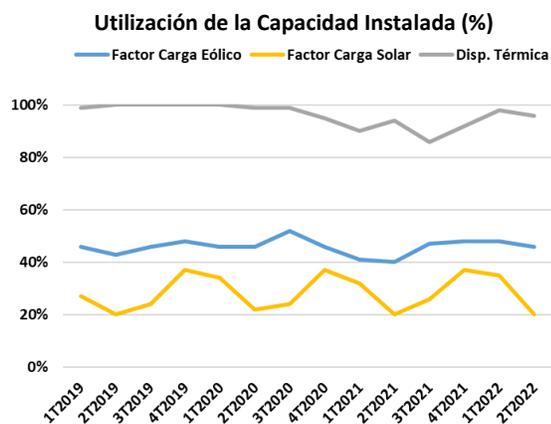
Evolución de la Capacidad Instalada (MW)



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

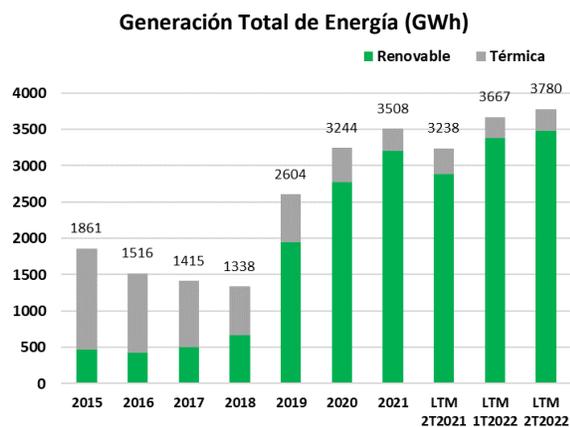
Los activos renovables pasaron a ser del 20% de la capacidad instalada en 2018 al 70% en 2021. La suma de mayor generación sustentable fue acompañada por un desmantelamiento de la generación térmica,

que disminuyó en 279 MW en el mismo periodo. Los ingresos provenientes del desprendimiento de activos de fuentes convencionales fueron reinvertidos en los proyectos de generación renovable. En productividad, debido a las buenas condiciones climáticas, Genneia mantiene altos porcentajes de utilización. En los últimos 12 meses (LTM) el factor de carga eólico alcanzó un promedio del 47%, mientras que el factor de carga solar alcanzó el 30%. Ambos indicadores son superiores a la media de la industria global (39% y 16% respectivamente). Asimismo, la disponibilidad térmica promedio alcanzó el 93%.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

La mayor capacidad y el alto nivel de utilización reflejaron mayores volúmenes de energía. Al cierre del segundo trimestre de 2022, si consideramos los últimos 12 meses, Genneia produjo 3.780 GWh, esto significó un incremento interanual del 17% y del 183% contra 2018. A nivel segmento, el 92% de la energía despachada tuvo su origen en renovables, este porcentaje era de solo 28% en 2016.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

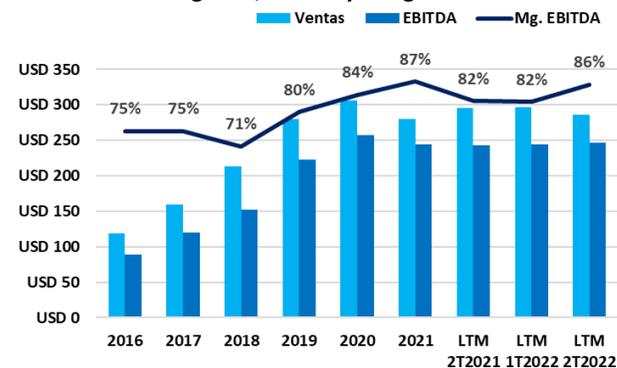
Ventas y Resultados

Los últimos estados presentados por la empresa se corresponden al cierre del segundo trimestre de 2022 con fecha al 30 de junio de 2022. Debido a que la compañía posee la mayoría de sus activos, pasivos e ingresos dolarizados o atados al tipo de cambio oficial, y a fin de poder dar un mejor entendimiento de su evolución financiera, analizaremos en primera instancia sus estados contables en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según el periodo observado.

Desde 2016, a la par de su crecimiento productivo, Genneia reflejó un incremento tanto de sus ingresos como de su flujo operativo (EBITDA). Las ventas netas del ejercicio 2021 alcanzaron los USD 280 millones, 135% más al respecto de 2016. A su vez, el EBITDA pasó de los 89 USD millones en 2016 a 244 USD millones en 2021, llevando los márgenes al 87%.

Al cierre del primer semestre de 2022, en los últimos 12 meses, la compañía obtuvo USD 286 millones en ingresos, similar a los valores alcanzados en los periodos de 12 meses finalizados el 2T2021 y cercano al récord del año 2020 de USD 306 millones. Similarmente, a nivel EBITDA, el periodo de los últimos 12 meses al cierre del 2T2022 totalizó los 247 USD millones, 2% por encima del 2T2021 y 4% por debajo del récord de 2020.

Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Observando datos más recientes, en el primer semestre de 2022 Genneia alcanzó USD 139 millones en ingresos, esto significó un 4% más que en el mismo

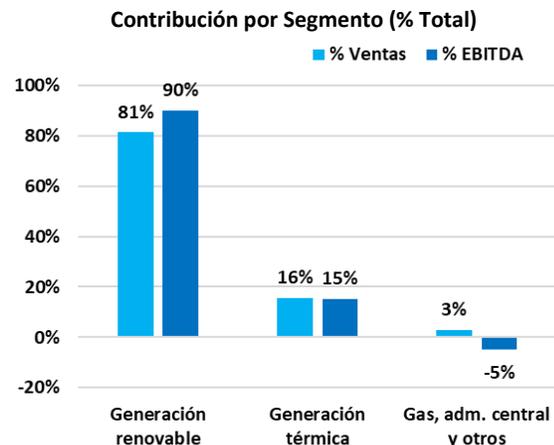
periodo de 2021 y 8% menos contra 2020. A su vez, el EBITDA del primer semestre de 2022 superó en un 3% al del mismo periodo de 2021 y disminuyó un 8% al respecto de 2020. La caída con respecto al 2020 se explicó principalmente por la disminución del margen operativo ante el aumento en dólares de los gastos en moneda local. Este efecto no pudo compensar la suba de los volúmenes. La devaluación en el periodo fue del 78%, mientras que la inflación alcanzó el 135%.

USD Mill.	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ingresos	139	134	4%	151	-8%	122	14%
R. operativo	79	75	5%	93	-15%	68	16%
Mg. operativo	57%	56%	100pb	62%	-500pb	56%	100pb
EBITDA	119	116	3%	130	-8%	101	18%
Mg. EBITDA	85%	86%	-100pb	86%	-100pb	83%	200pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Análisis por Segmento

La compañía está enfocada en las fuentes renovables. Este segmento significó el 81% de los ingresos totales y el 90% del EBITDA del primer semestre de 2022.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Renovable. Los activos de generación renovable operan en diferentes marcos regulatorios, todos bajo regulación del Estado Nacional, ya que la empresa no tiene ni activos ni operaciones en el mercado exterior. El programa RenovAr constituye el 51% de la capacidad instalada renovable, Resolución 202 el 26%, GENREN el 16% y MATER el 8%. RenovAr, Resolución 202 y GENREN, permiten la formación de contratos PPA ("Power Purchase Agreement") a largo

plazo (de 15 a 20 años) entre Genneia y CAMMESA, empresa regulada encargada de operar el mercado eléctrico mayorista (MEM). Por su parte MATER, habilita a la Genneia a participar en el Mercado a Término de Energías Renovables, mercado en el cual puede vender energía a usuarios industriales en el mercado spot o bajo acuerdos PPA puramente privados. Todos estos marcos regulatorios operan con precios en dólares por MWh, siempre pagaderos al tipo de cambio oficial (dollar-linked).

En detalle, bajo GENREN, los PPA no poseen garantías más allá del pago obligado que debe realizar CAMMESA en forma mensual por la energía despachada. Por contrario, en los PPA firmados en Resolución 202, los pagos están garantizados por el FODER (Fondo para el Desarrollo de Energías Renovables, el cual el Estado Nacional es fiduciante). Bajo este esquema Genneia puede efectuar reclamo por tardanza o falta de pago de CAMMESA a FODER, el cual deberá proceder a realizar el pago en su lugar. Por último, los PPA que la compañía acordó en el marco de RenovAr, son los de más alta calidad, ya que además de estar garantizadas por el FODER poseen una garantía especial otorgada por el Banco Mundial (BM). La entidad actúa como pagador de última instancia ante impago de CAMMESA y FODER.

Por el lado de las inversiones, el proyecto Sierras de Ullum está destinado a generar energía eléctrica para ser vendida a privados en el MATER. La Compañía estima inversiones de capital de alrededor de USD 60 millones para iniciar operaciones a finales de 2022. A su vez, la compañía estima una inversión de alrededor de USD 200 millones combinados para los proyectos La Elbita y Tocota III, también destinados a operar en el MATER. Se espera que estos parques inicien su operación a inicios de 2024.

USD Mill.	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ingresos	113	103	10%	110	3%	63	79%
EBITDA	107	97	10%	102	5%	58	84%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Térmica. Genneia disminuyó su presencia en este segmento. La empresa ha ido desconectando del sistema aquellas centrales cuyos contratos iban llegando a su vencimiento. De las 10

CTs operativas en 2018 solo quedan 2 en funcionamiento. La empresa ha ido vendiendo equipos y continúa evaluando distintas alternativas para el destino de los activos en desuso.

El marco regulatorio actual en el que opera la generación convencional es menos amigable ya que no existen esquemas de promoción por parte del Estado Nacional. Las CTs Bragado II y III tienen contratos PPAs en dólares a tipo de cambio oficial con CMMESA hasta 2026 bajo Resolución 21. Por su parte la CT Cruz Alta, se encuentra bajo el esquema de remuneración de Energía Base. Este marco denomina los precios en pesos, sin un mecanismo formal de actualización. Desde 2020 a la fecha solo ha recibido dos ajustes por parte de la Sec. de Energía, 29% en febrero de 2021 y 40% en febrero de 2022, quedando muy lejos de la inflación del periodo.

USD Mill.	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)	6M2019	Var (%)
Ingresos	22	26	-17%	36	-39%	55	-61%
EBITDA	18	21	-14%	30	-40%	47	-62%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

A modo de resumen, del total de los ingresos obtenidos en el segundo trimestre de 2022 en generación renovable y convencional, el 92% estuvo denominado en dólares a tipo de cambio oficial, mientras que el restante 8% fue bajo contratos en pesos. Asimismo, del total de los ingresos, el 56% tuvo protección bajo garantías de FODER o FODER/BM (RenovAr y Res 202), el 37% tuvo de contraparte únicamente a CMMESA (GENREN, Res. 21 y Base), mientras que el restante 7% operó bajo contratos entre privados (MATER).

Perfil de Deuda

A cierre del primer semestre de 2022 Genneia totalizó una deuda financiera por USD 741 millones, la misma está 100% denominada en dólares. La deuda se comprende por Obligaciones Negociables (ONs) en un 72% (48% hard dollar Ley NY, 6% hard dollar Ley Arg. y 18% dollar-linked), acuerdos de financiamiento para proyectos renovables en un 27% y el restante 1% en préstamos bancarios. La deuda disminuyó un 16% al respecto del cierre de 2021, gracias al pago de la amortización del capital

remanente de la canjeada ON Clase XX, el pago parcial de los acuerdos de financiamiento y menores descubiertos bancarios.

Por su parte, la deuda neta (deuda menos caja, bancos y activos financieros corrientes) alcanzó los USD 616 millones, 5% menos que la posición al cierre del ejercicio 2021. La menor deuda bruta fue parcialmente compensada por menores disponibilidades de caja y activos financieros líquidos.

Al respecto del mencionado canje de la ON Clase XX Ley NY, en septiembre de 2021 Genneia logró canjear USD 553 millones de nominales alcanzando una adhesión de los tenedores del 83%. El canje se brindó en el contexto regulatorio vigente del BCRA para la deuda corporativa en dólares, la cual obligó a todas las empresas endeudadas a presentar un plan de refinanciación con al menos un plazo de 2 años. Como resultado del canje, Genneia emitió USD 366 millones de la ON Clase XXXI con vencimiento en 2027, realizando a su vez en parte un pago en efectivo.

Tomando en cuenta el EBITDA de Genneia de los últimos 12 meses, al cierre del primer semestre del año, la compañía alcanzó un nivel de apalancamiento neto de 2,5x veces, mejorando con respecto al cierre del ejercicio 2021 y el mismo periodo del año anterior, dando la pauta de la retribución de las inversiones. A pesar de la mejora, el apalancamiento sigue siendo elevado en comparativa a compañías del sector como Pampa Energía o Capex, que alcanzan valores algo menores a las 1x veces. Por otro lado, mirando los intereses anuales a pagar, la cobertura del EBITDA frente a los intereses es de 3.6x veces, mejorando gracias la menor deuda bruta a costear.

USD Mill.	2T2022	4T2021	Var (%)	2T2021	Var (%)
Deuda Financiera	741	882	-16%	875	-15%
Caja y Activos Fin.	126	231	-46%	133	-6%
Deuda Neta	616	651	-5%	742	-17%
EBITDA (LTM)	247	244	1%	243	2%
Deuda Neta/EBITDA	2,5	2,7	-0,2	3,1	-0,6
Intereses anuales	68	77	-12%	76	-10%
EBITDA/Intereses	3,6	3,2	0,5	3,2	0,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Ahora bien, debido al aumento significativo de las restricciones cambiarias del BCRA es necesario considerar un escenario de mayores restricciones para el acceso al mercado de cambios. Dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio contado con liquidación (CCL) podremos observar que sucedería en caso en que una nueva normativa impida a la firma obtener dólares a tipo de cambio oficial para hacer frente a sus deudas e intereses en dólares divisa.

Como la deuda financiera está prácticamente emitida en dólares, pero el 18% es pagadero en dollar-linked y estimamos que la compañía cuenta con caja y activos financieros líquidos dolarizados en un 43% (posee la totalidad de sus bancos en moneda extranjera y tiene tenencia de títulos públicos en dólares), la deuda financiera neta disminuiría a los USD 581 millones.

Por su parte, el flujo operativo, que está casi totalmente atado al tipo de cambio oficial sería muy castigado. El EBITDA caerían un 47% llegando a los USD 132 millones, por efecto de la brecha cambiaria promedio del último semestre del 87%. Cabe recordar que Genneia no tiene la posibilidad de obtener divisas genuinas por sus operaciones ya que no tiene participaciones en mercados energéticos externos.

En este escenario de alto estrés, Genneia llevaría su apalancamiento neto a niveles del 4.4x y la cobertura por intereses/EBITDA ajustado caería a 1.9x. Un apalancamiento con un importante riesgo de liquidez e incumplimiento. Sería necesario un ajuste de las tarifas, sea vía acuerdo gubernamental o una suba inmediata del tipo de cambio oficial (que disminuya la brecha) para sostener el nivel de estrés financiero.

Renta Fija

La empresa posee solo una ON hard dollar de legislación extranjera, el citado título con vencimiento en 2027, la ON Clase XXXI. Tras el canje, la emisión de este bono significó el primer bono clasificado como Bono Verde del país emitido en el mercado internacional. La ON se encuentra alineada

a los Principios de Bonos Verdes de 2020 del ICMA (International Capital Market Association).

Asimismo, el título incorporó como garantía, a través de un fideicomiso local, los derechos de cobro de los PPAs de los parques eólicos Madryn y Madryn II (esquema con garantía de pago FONDER). El fideicomiso local posee una cuenta recaudadora en pesos donde recibe los cobros de CAMMESA, los cuales utiliza para acceder al mercado de cambios, y una cuenta de servicio de deuda en dólares, en el que deposita los dólares comprados para el pago de los servicios de capital e interés de la ON.

El bono posee un cupón anual del 8.75%. Amortiza en diez cuotas semestrales del 10% a partir de mar-23, lo que le brinda una duration a vencimiento de 2.2 años. Posee mínimos de negociación de 1.000 nominales. A la fecha, cotiza clean cable (sin intereses corridos) en torno al 93.2% con una TIR del 12%.

El bono opera con un rendimiento superior a sus pares de simil duration, pero demuestra la solidez que el mercado de corporativos argentinos viene teniendo a lo largo del 2022. A pesar de la caída internacional en emergentes corporativos, el bono mantiene baja volatilidad y opera con rendimientos cercanos a los de inicio del año.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

En la actualidad el 13% de la generación de energía en Argentina proviene de fuentes renovables, este valor era de solo el 2% en 2017. Sin embargo, el país aún debe casi duplicar su participación para llegar al objetivo del 20% en 2025 planteado por la Ley de Energías Renovables. Por su formidable performance operativa sin duda Genneia será un gran protagonista en este avance en nuestra matriz energética.

La compañía tiene un sólido apoyo por parte de sus accionistas y posee múltiples fuentes de acceso a crédito. Sus proyectos en energía renovable, le permiten obtener acuerdos de financiamiento con apoyo de agencias de crédito europeas.

Sin embargo, para los tenedores de bonos, vemos un riesgo cambiario latente elevado. Un cambio de reglas en el acceso al mercado de cambios podría dejar a la compañía en una situación endeble. La nula generación de divisas, en suma, a la alta exposición al riesgo de atraso cambiario y brecha y los costos en dólares en ascenso debido a la alta inflación, son factores que hacen que Genneia no sea uno de nuestros emisores preferentes del ámbito local.

En caso de devaluación discreta del tipo de cambio oficial que achique fuertemente la brecha cambiaria o de darse una unificación cambiaria, es un bono que para perfiles un poco más agresivos podría generar interesantes ganancias de capital. La estructura de garantías tanto del bono como de sus ingresos y las obras proyectadas que sumaran más capacidad instalada son otros dos puntos a favor para posicionarse en Genneia. El bono no está entre nuestros favoritos, pero lo seguimos de cerca a la espera de un mejor punto de entrada o de una mayor certidumbre regulatoria.

Buen fin de semana,

juan@sekoia.com.uy

ian@sekoia.com.uy

manuel@sekoia.com.uy

tomasmingino@sekoia.com.uy