

Destacamos la diversificación operativa que apuntala a los ingresos. Pero su elevado apalancamiento pesa en su capacidad de hacer frente a sus obligaciones.

RESUMEN EJECUTIVO

En esta primera cobertura de renta fija, recomendamos MANTENER los títulos de Compañía Latinoamericana de Infraestructura & Servicios (CLISA).

Clisa lleva a cabo sus operaciones a través de la participación en sociedades que desarrollan actividades en las áreas de negocios de la construcción, ingeniería ambiental, transporte y servicios de agua potable. Destacamos esta diversificación operativa que le permite sostener las expectativas de crecimiento en sus ingresos a futuro.

Sin embargo, su elevado apalancamiento patrimonial y su endeudamiento impactan negativamente en las posibilidades de la compañía para hacer frente a sus obligaciones. Todo depende de su capacidad de refinanciación de sus deudas a largo plazo.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que CLISA finalizará el período 2023 con una suba en sus ingresos de +24,2% en dólares, extendiendo el crecimiento de las ventas registradas en los segmentos de construcción, transporte, ingeniería ambiental y servicio de agua.

Se espera que el resultado financiero permanezca en valores levemente negativos pero que no impactarían significativamente en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 4,6% en 2023 desde el 2,9% registrado en 2022.

Proyectamos que el EBITDA refleje un incremento respecto a 2022, mientras que el margen EBITDA se ubicaría en 12,4% en 2023.

La deuda financiera neta como proporción del capital finalizaría en valores muy elevados, en torno a 258,9% en 2023, siendo una cifra inferior a la observada en 2022 (491,7%) ante las expectativas de una recuperación en su patrimonio neto.

Para 2024 estimamos un incremento de los ingresos en dólares de +14,4%, a la espera de un aumento en las actividades que el holding desempeña en Argentina. Por su parte, proyectamos un incremento del margen bruto a 41,4%. Su margen operativo se ubicaría en torno a 10,1%, mientras que el margen neto se incrementaría a 5,4% y el margen EBITDA a 14,3%.

Obligaciones negociables de CLISA

CLISA posee 2 obligaciones negociables en dólares, ambas legisladas en Nueva York. La emisión a 2027 se caracteriza por ser sustituto de un bono con vencimiento en 2023 que fue canjeado en 2021.

La deuda financiera del holding en moneda extranjera concentra pagos de capital mayoritariamente en 2027. Además, totaliza obligaciones de capital por el equivalente a USD 348,5 M.

En la actualidad, el rendimiento de la emisión más importante (2027) se ubica en niveles muy altos, con una duration modificada de 1,3 años. Esta cotización descuenta que CLISA solo cumpliría sus compromisos en función a su capacidad de refinanciación de sus deudas a largo plazo.

20 de abril de 2023

Resumen financiero

Activo (M de USD)	1.000,2
Pasivo (M de USD)	917,5
Patrimonio neto (M de USD)	82,7
Ratio Patrimonio neto/Activo	8,3%

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	988,3	1.464,1	1.818,4	2.080,2
<i>Crec. YoY</i>		48,1%	24,2%	14,4%
EBIT	74,4	97,2	136,7	209,1
<i>Crec. YoY</i>		30,7%	40,6%	53,0%
EBITDA	169,4	178,1	224,6	297,0
<i>Crec. YoY</i>		5,1%	26,1%	32,2%
Res. neto	124,7	42,9	83,5	112,7
<i>Crec. YoY</i>		-65,6%	94,8%	35,0%

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	27,5%	31,4%	35,5%	41,4%
Margen operativo	7,5%	6,6%	7,5%	10,1%
Margen neto	12,6%	2,9%	4,6%	5,4%
Margen EBITDA	17,1%	12,2%	12,4%	14,3%
ROE	159,7%	51,8%	50,3%	40,4%
ROA	12,1%	4,3%	7,7%	9,4%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda neta/EBITDA	2,5x	2,3x	1,9x	1,5x
Deuda neta/PN	550,5%	491,7%	258,9%	160,6%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	59,0	21,6	34,8	38,5
CF de inversión	-30,2	-53,4	-43,9	-42,5
CF financiero	-14,6	44,6	23,1	17,7
Dif de cambio	-20,4	-27,1	-25,7	-24,4
CF neto	-6,1	-14,3	-11,7	-10,7

Los ingresos de CLISA aumentaron 48,1% YoY en el 2022

En el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, Clisa ha desarrollado sus operaciones a través de la participación en sociedades controladas que desarrollan las actividades principales en las áreas de negocios de construcción, ingeniería ambiental, transporte y servicios de agua potable.

En relación a las actividades en el área de ingeniería ambiental, los ingresos en el ejercicio 2022 ascendieron a ARS 62.105,9 M. A través de su participación en Cliba Ingeniería Urbana S.A., Clisa participa en la operación de cuatro grandes áreas de actividad en el negocio de Ingeniería Ambiental: (i) Higiene Urbana, (ii) Tratamiento y disposición final de residuos; (iii) Servicios Industriales y (iv) Valorización de residuos.

Con relación a las actividades en el área de construcción, en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, los ingresos ascendieron a un total de ARS 55.481,6 M.

En relación con las actividades en el área del transporte, los ingresos por el ejercicio 2022 ascendieron a ARS 62.325,1 M, principalmente por la operación de los Subterráneos de la Ciudad de Buenos Aires y de la Línea Urquiza. Desde el 1 de diciembre de 2021, Emova está a cargo de la concesión para la operación y mantenimiento de la red de Subterráneo y Premetro de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Por otra parte, Metrovías continúa operando la Línea Urquiza en el marco del contrato de concesión suscripto en 1993 con el Estado Nacional. Dado que el plazo de la concesión original finalizaba el 31 de diciembre de 2017 y que dicho contrato preveía la posibilidad de ser prorrogado por 10 años, Metrovías reiteró el pedido de prórroga en cuestión ya formulado ante la Comisión Renegociadora creada en virtud de lo ordenado por el Decreto del PEN N° 367/16.

Metrovías y Emova transportaron 240,3 millones de pasajeros pagos en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, un aumento de 133,6%, comparado con el mismo período del año anterior. A su vez, los kilómetros recorridos de los coches aumentaron un 28,4%, pasando de 38,0 millones en el ejercicio anterior a 48,8 millones en el presente ejercicio.

A través de ACSA, sociedad controlada por BRH, Clisa también participa en el negocio de prestación de servicios de agua potable. ACSA presta el servicio de captación, potabilización, conservación, transporte, distribución y comercialización de agua para consumo doméstico, comercial e industrial en la ciudad de Córdoba, por el plazo de treinta años contados a partir de 1997.

En el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, los ingresos en este segmento ascendieron a ARS 11.619,7 M, brindando servicios a aproximadamente 1,36 millones de habitantes, lo que hace una cobertura total de aproximadamente el 99% de la población de la ciudad de Córdoba. El servicio se brinda a través de 2 plantas potabilizadoras, 26 estaciones elevadoras de presión y más de 4.700 km de red de distribución.

Desde el punto de vista consolidado, los ingresos de Clisa por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 alcanzaron un total de ARS 191.559,7 M, fundamentalmente aportados por el segmento de Transporte con el 32,5% del total, Ingeniería Ambiental con el 32,4%, y Construcción con el 29,0%. El resultado operativo consolidado del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 alcanzó ARS 12.720,7 M.

Los resultados financieros netos ascendieron en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 a una pérdida de ARS 5.454,6 M. El resultado de inversiones en entes relacionados ascendió en el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 a una pérdida de ARS 34,9 M, representado fundamentalmente por las pérdidas de Covisur, Transportel Patagónica y los consorcios en los que participa BRH, parcialmente compensado por las ganancias en CV1 – Concesionaria Vial, Polledo y Aumar.

El cargo por Impuesto a las Ganancias por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 ascendió a una pérdida de ARS 1.624,1 M, producido principalmente por las pérdidas registradas en IUSA, BRH y Aguas Cordobesas, parcialmente compensada por las ganancias registradas en Prominente, Metrovías y BRT. En virtud de todo lo mencionado, el total del resultado neto del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022 arrojó una ganancia de ARS 5.607,2 M.

El EBITDA ajustado consolidado por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, expresado en moneda homogénea a esta fecha, ascendió a ARS 23.299,5 M. Los intereses netos consolidados por el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2022, expresados en moneda homogénea, ascendieron a ARS 713,5 M.

Perspectivas operativas 2023 y 2024

Proyectamos que CLISA finalizará el período 2023 con una suba en sus ingresos de +24,2% en dólares, extendiendo el crecimiento de las ventas registradas en los segmentos de construcción, transporte, ingeniería ambiental y servicio de agua.

Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 35,5%. A su vez, calculamos una mejora del resultado operativo a USD 136,7 M, mientras que su margen operativo aumentaría a 7,5%, a pesar de un aumento previsto en los gastos operativos.

Se espera que el resultado financiero permanezca en valores levemente negativos pero que no impactarían significativamente en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en 4,6% en 2023 desde el 2,9% registrado en 2022. Proyectamos que el EBITDA refleje un incremento respecto a 2022, mientras que el margen EBITDA se ubicaría en 12,4% en 2023.

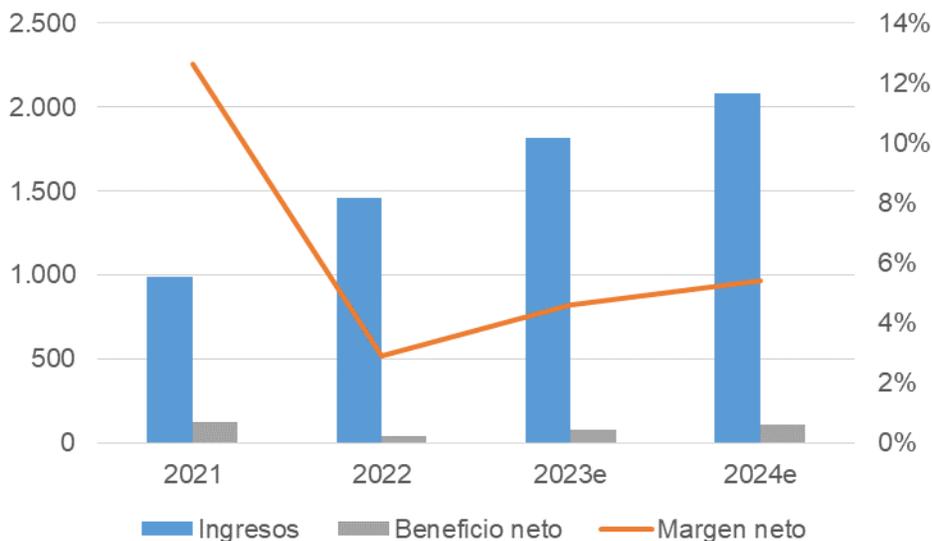
Por otro lado, su ROE y ROA registrarían valores positivos, finalizando 2023 en torno a 50,3% y 7,7% respectivamente.

La deuda financiera neta como proporción del capital finalizaría en valores muy elevados, en torno a 258,9% en 2023, siendo una cifra inferior a la observada en 2022 (491,7%) ante las expectativas de una recuperación en su patrimonio neto.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA se reduciría a 1,9x. La misma se reduciría en 2024 a 1,5x, lo que da cuenta de un grado bajo de dificultad a futuro para administrar sus pasivos.

No obstante, se espera que el apalancamiento se modere, ya que el capital equivaldría al 15,3% del activo en 2023 y 23,3% en 2024.

CLISA: Evolución del ingreso, beneficio y margen neto



Fuente: elaborado en base a información pública de la empresa y proyecciones propias

Para 2024 estimamos un incremento de los ingresos en dólares de +14,4%, a la espera de un aumento en las actividades que el holding desempeña en Argentina. Por su parte, proyectamos un incremento del margen bruto a 41,4%. Su margen operativo se ubicaría en torno a 10,1%, mientras que el margen neto se incrementaría a 5,4% y el margen EBITDA a 14,3%.

Obligaciones negociables de CLISA

CLISA posee 2 obligaciones negociables en dólares, ambas legisladas en Nueva York. La emisión a 2027 se caracteriza por ser sustituto de un bono con vencimiento en 2023 que fue canjeado en 2021.

La deuda financiera del *holding* en moneda extranjera concentra pagos de capital mayoritariamente en 2027. Además, totaliza obligaciones de capital por el equivalente a USD 348,5 M.

En la actualidad, el rendimiento de la emisión más importante (2027) se ubica en niveles muy altos, con una *duration* modificada de 1,3 años. **Esta cotización descuenta que CLISA solo cumpliría sus compromisos en función a su capacidad de refinanciación de sus deudas a largo plazo.**

BONOS DE CLISA: datos técnicos

Emisor	Moneda	Cupón (%)	Fecha de vencimiento	Precios al 20/4/2023	TIR (%)	Duración modificada	Monto en circulación (en M de USD)	ISIN
CLISA	USD	9,500	20/07/2023	-	-	-	10,11	US20445PAE51
CLISA	USD	7,500	25/07/2027	29,00	51,50	2,30	338,38	USP3063XAJ74

Fuente: Refinitiv

Compañía Latinoamericana de Infraestructura & Servicios (CLISA)

Company debt report

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	988,3	1.464,1	1.818,4	2.080,2
Costo de ventas	-716,7	-1.003,7	-1.173,0	-1.219,1
Resultado bruto	271,6	460,4	645,4	861,1
Gastos operativos	-197,2	-363,1	-508,7	-652,0
Resultado operativo	74,4	97,2	136,7	209,1
Resultado financiero neto	53,8	-42,0	-11,1	-26,7
Resultado antes de impuesto	128,2	55,3	125,6	182,4
Impuesto a las ganancias	-3,5	-12,4	-42,1	-69,7
Ganancia o pérdida neta	124,7	42,9	83,5	112,7
EBITDA	169,4	178,1	224,6	297,0
Deuda financiera	482,8	448,8	493,7	543,1
Efectivo y equivalentes	52,9	42,4	63,5	95,3
Deuda financiera neta	429,9	406,5	430,2	447,8
Deuda neta/EBITDA	2,5x	2,3x	1,9x	1,5x
Deuda neta/patrimonio	550,5%	491,7%	258,9%	160,6%
Activo total	1.033,8	1.000,2	1.083,7	1.196,4
Pasivo total	955,7	917,5	917,5	917,5
Patrimonio neto	78,1	82,7	166,2	278,9
Relación Patrimonio/Activo	7,6%	8,3%	15,3%	23,3%

Fuente: elaboración propia

Este informe fue confeccionado sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. El valor de una inversión ha de variar como resultado de los cambios en el mercado. La información contenida en este informe no es una predicción de resultados, ni asegura alguno. En la medida en que la información obtenida del informe pueda considerarse como recomendación, dicha información es impersonal y no está adaptada a las necesidades de inversión de ninguna persona específica. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Antes de realizar una inversión, los interesados deben asegurarse que comprenden las condiciones y cualquier riesgo asociado. Recomendamos que se asesore con un profesional. Research for Traders no recibe ninguna remuneración a consecuencia de las operaciones realizadas sobre activos mencionados en el informe. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Research for Traders.

Copyright 2011 © Research for Traders. All rights reserved