

Problemas patrimoniales y excesivo apalancamiento de la compañía nos impide ser optimistas

9 de junio de 2023

Resumen financiero Generación Mediterránea

Activo (M de USD)	1.450,3
Pasivo (M de USD)	1206,6
Patrimonio neto (M de USD)	243,7
Ratio Patrimonio neto/Activo	16,8%

Indicadores financieros (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	205,2	197,4	211,3	221,8
Crec. YoY		-3,8%	7,0%	5,0%
EBIT	105,3	93,0	88,9	93,4
Crec. YoY		-11,7%	-4,4%	5,0%
EBITDA	141,8	129,8	131,0	140,9
Crec. YoY		-8,4%	0,9%	7,6%
Res. neto	78,6	-4,7	-1,3	2,4
Crec. YoY		-	-	-

Márgenes y ratios de rentabilidad

	2021	2022	2023e	2024e
Margen bruto	56,8%	51,6%	50,4%	49,9%
Margen operativo	51,3%	47,1%	42,1%	42,1%
Margen neto	38,3%	-2,4%	-0,6%	1,1%
Margen EBITDA	69,1%	65,8%	62,0%	63,5%
ROE	37,3%	-1,9%	-0,5%	0,9%
ROA	7,2%	-0,4%	-0,1%	0,2%

Ratios de deuda

	2021	2022	2023e	2024e
Deuda neta/EBITDA	5,1x	7x	7,8x	7,5x
Deuda neta/PN	283,4%	363,8%	409,8%	421,4%

Flujos de caja (en M de USD)

	2021	2022	2023e	2024e
CF de operación	92,2	66,5	79,3	79,3
CF de inversión	-32,3	-42,5	-37,4	-37,4
CF financiero	-66,5	-14,4	-40,5	-40,5
Dif de cambio	3,5	3,9	3,7	3,7
CF neto	-3,0	13,4	5,2	5,2

RESUMEN EJECUTIVO

Recomendamos **VENDER** los bonos de Generación Mediterránea (GMSA). Los problemas patrimoniales persisten, dado su bajo ratio patrimonio/activo, elevado endeudamiento sobre EBITDA, cupón promedio ponderado alto, escasos márgenes de rentabilidad y débil cash Flow.

Generación Mediterránea (GMSA) es la principal compañía generadora de energía del Grupo Albanesi, un grupo dedicado principalmente a la generación de energía y al comercio y transporte de gas. El grupo se encuentra diversificado, operando con 8 centrales térmicas y está presente en 7 provincias

Estimamos un ratio de deuda neta vs. patrimonio neto de 409,8% para fines de 2023 y deuda neta sobre EBITDA de 7,8x. El ratio de solvencia (patrimonio neto sobre activos) es muy bajo: 17%.

Las ventas del 1°T23 ascendieron a USD 52,29 M, en comparación con USD los 50,06 M para el mismo período en 2022, lo que muestra un aumento de USD 2,2 M (4,5%). En este período, se vendieron 836 GW de energía, lo que representa un aumento de 31% en comparación con los 639 GW vendidos en el mismo período de 2022.

Por su parte, el EBITDA de la compañía para el 1°T23 fue de USD 31,9 M, en comparación con los USD 34,6 M registrados en el mismo período de 2022, lo que representa una caída de 7,9% YoY. De esta manera, el margen EBITDA disminuyó al 61% en los tres primeros meses de 2023 luego que en el 1°T22 fue de 69,2%.

La compañía registró una pérdida de USD 8,09 M en el período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2023, lo que representa una disminución de USD 8,32 M en comparación con la ganancia de USD 227 miles registrada en el mismo período de 2022.

La deuda financiera al cierre del 31 de marzo de 2023 ascendía a USD 1.042,5 M aumentando 38% YoY desde los USD 755 M registrados en el mismo período de 2022. De esta manera, la deuda neta aumentó 41% YoY hasta los USD 1.026,3 M.

La recomposición de tarifaria mejoraría los ingresos de la compañía. No obstante adoptamos en nuestro modelo de valuación una proyección muy conservadora de la rentabilidad neta, en base al incremento de costos y gastos proyectados.

Obligaciones negociables de GMSA y sus subsidiarias

Generación Mediterránea posee 22 títulos de deuda emitidos, de los cuales 8 están denominados en dólares (6 están emitidos bajo ley argentina y 2 bajo ley extranjera); 8 en nominados en dólares pagaderos en pesos (dollar linked); y 6 títulos nominados en UVAs (Unidades de Valor Adquisitivo) y pagaderos en pesos.

La deuda total emitida en Obligaciones Negociables es de USD 876 M, con una mayor carga de vencimientos en 2027, año en el que vencen las ONs en dólares bajo ley extranjera con cupón 9,875% por USD 296 M, una ON dollar linked bajo ley argentina con cupón de 3,5% por USD 24,3 M y otra ON en UVAs bajo ley argentina con cupón de 0% por un monto de USD 15,74 M. Lo más próximo a pagar o renovar por nueva deuda es el próximo 27 de julio de 2023, que vencen bonos por un total de USD 67,20 M bajo ley extranjera.

Descripción Generación Mediterránea (GMSA)

Generación Mediterránea (GMSA) es la principal compañía generadora de energía del Grupo Albanesi, un grupo dedicado principalmente a la generación de energía y al comercio y transporte de gas. El grupo se encuentra diversificado, operando con 8 centrales térmicas y está presente en 7 provincias.

GMSA cuenta con una potencia individual de 900 MW y una potencia consolidada de 1.210 MW, incluyendo a su vinculada Solalban Energía S.A. con 120 MW. Además, tiene dos proyectos de cierre de ciclo por 154 MW y 121 MW, y un proyecto de cogeneración por 133 MW.

En los últimos meses, CAMMESA ha priorizado la eficiencia de las centrales y la cercanía al gas de cuencas más baratas como la neuquina. Las centrales térmicas Maranzana, Independencia, Frías y la nueva turbina de Riojana poseen una eficiencia media. Por otro lado, las turbinas antiguas, las centrales de Riojana y central La Banda, tienen un bajo nivel de eficiencia y solo se utilizan en casos de alta demanda de energía.

Adicionalmente, las centrales de tecnología Pratt & Whitney comienzan a despachar, lo que les otorga una gran ventaja ante saltos en la demanda.

Recientemente, llegó a su fin el contrato de operación de la planta de Generación Rosario y se decidió no extenderlo. La planta fue devuelta a sus dueños sin costo adicional para el Grupo. En la actualidad, Generación Rosario es una sociedad que no presenta actividad.

Existe una fuerte concentración de ingresos del Grupo Albanesi con CAMMESA, que representa aproximadamente el 90% del EBITDA. Por otro lado, los contratos de Energía Plus con la industria representan solamente el 3% del EBITDA.

Además, se espera una capacidad incremental en el período 2023-2025 de 508 MW, de los cuales 408 MW corresponden a Ezeiza, M. Maranzana y Arroyo Seco, mientras que Petroperú aportará 100 MW.

Desempeño operativo y financiero 1°T23

Los ingresos del 1°T23 ascendieron a USD 52,29 M, en comparación con USD los 50,06 M para el mismo período en 2022, lo que muestra un aumento de USD 2,2 M (4,5%).

En este período, se vendieron 836 GW de energía, lo que representa un aumento de 31% en comparación con los 639 GW vendidos en el mismo período de 2022.

A continuación se describe los principales ingresos de la compañía y su variación durante el período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2023, en comparación con el mismo período del año anterior:

(i) USD 7,03 M por ventas de energía bajo la Resolución N° 95, modificada, y en el mercado spot, lo que representa un aumento del 97% en comparación con los USD 3,56 registrados en el mismo período de 2022. Esto se debe al aumento de las tarifas y a la mayor potencia de energía vendida 1°T23 en comparación con el mismo período de 2022.

(ii) USD 13,24 M por ventas bajo Energía Plus, lo que representa un aumento del 55% en comparación con los USD 8,54 M registrados en el mismo período de 2022. Esta variación se explica principalmente por un aumento en la distribución de energía.

(iii) USD 16,31 M por ventas de energía en el mercado a futuro a CAMMESA bajo la Resolución N° 220/07, lo que representa una disminución del 29% en comparación con los USD 23,07 para el mismo período de 2022. Esta variación se explica principalmente por una menor cantidad de energía vendida.

(iv) USD 15,73 M por ventas de energía bajo la Resolución N° 21, un aumento de 6% en comparación con los USD 14,90 M registrados en el mismo período de 2022. Esto se debe al hecho que se vendió una mayor cantidad de energía en el 1T23 que en el mismo período de 2022.

Generación Mediterránea (GMSA)

Company debt report

RESULTADOS FINANCIEROS 1ºT23 en M de USD

				Variación %	
	1T23	4T22	1T22	4T22/3T22	4T22/4T21
Ingresos por Ventas	52,30	43,76	50,07	19,5	4,5
Resultado bruto	26,63	17,26	30,38	54,3	-12,3
Resultado operativo	22,23	18,77	26,19	18,5	-15,1
Ganancia o pérdida neta	-8,09	-18,95	0,23	-	-
EBITDA Ajustado	31,89	28,60	34,63	11,5	-7,9
Deuda Bruta	1.042,48	933,98	75	11,6	38,1
Deuda Neta	1.026,26	913,40	728,67	12,4	40,8
Deuda Neta/EBITDA	32,18	31,94	21,04	-	-

Fuente: Generación Mediterránea

El resultado bruto para el 1ºT23 fueron de USD 26,63 M, en comparación con los ingresos de USD 30,38 M para el mismo período de 2022, lo que representa una disminución de USD 3,746 ó de 12,3%.

El resultado operativo para el 1ºT23 ascendió a USD 22,23 M, en comparación con los ingresos de USD 26,19 M para el mismo período de 2022, lo que representa una disminución de USD 3,956 M (15%).

Para las operaciones continuas en el 1ºT23, la compañía registró una pérdida neta de -USD 8,09 M en comparación con la ganancia neta de USD 524 miles registrada en el mismo período de 2022, lo que representa una disminución de USD 8,62 M (1,644%).

Por su parte, el EBITDA de la compañía para el 1ºT23 fue de USD 31,9 M, en comparación con los USD 34,6 M registrados en el mismo período de 2022, lo que representa una caída de 7,9% YoY. De esta manera, el margen EBITDA disminuyó al 61% en los tres primeros meses de 2023 luego que en el 1ºT22 fue de 69,2%.

Para las operaciones discontinuadas en el período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2023, la compañía registró una pérdida que disminuyó un 100% en comparación con la pérdida de -USD 297 registrada en el mismo período de 2022, como resultado de la finalización del contrato de arrendamiento entre Generación Rosario (GROSA) y Central Térmica Sorrento (CTS).

En ese sentido, la compañía registró una pérdida de USD 8,09 M en el período de tres meses finalizado el 31 de marzo de 2023, lo que representa una disminución de USD 8,32 M en comparación con la ganancia de USD 227 miles registrada en el mismo período de 2022.

La deuda financiera al cierre del 31 de marzo de 2023 ascendía a USD 1.042,5 M aumentando 38% YoY desde los USD 755 M registrados en el mismo período de 2022. De esta manera, la deuda neta aumentó 41% YoY hasta los USD 1.026,3 M.

Perspectivas operativas 2020 y 2021

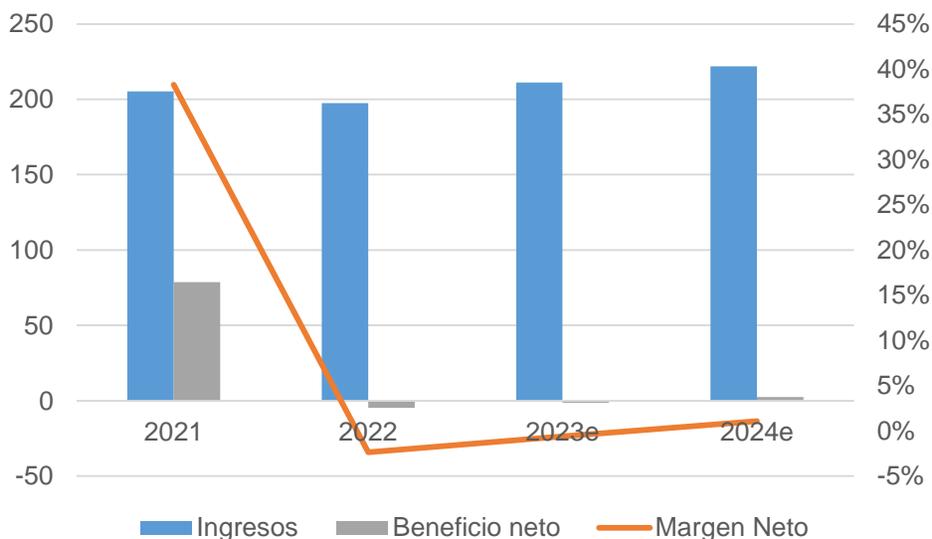
Proyectamos que Generación Mediterránea finalizaría el año 2023 con una suba en sus ingresos de 7,0% en dólares, producto de las expectativas de mayores despachos y aumentos en la generación de energía eléctrica.

Para este año, estimamos que el margen bruto se ubique en 50,4% respecto al dato de 2022 (51,6%). A su vez, calculamos una disminución del resultado operativo a USD 88,9 M, mientras que su margen operativo pasaría a 42,1% ante un importante incremento en sus gastos de operaciones.

Se espera que el resultado financiero permanezca en valores negativos, aunque no impactaría significativamente en el resultado antes de impuestos. Por su parte, el margen neto se ubicaría en -0,6% en 2023, elevándose desde el -2,4% registrado en 2022.

Proyectamos que el EBITDA refleje un leve incremento respecto a 2022, mientras que el margen EBITDA disminuiría a 62% en 2023. Por otro lado, su ROE y ROA registrarían valores negativos, finalizando 2023 en torno a -0,5% y -0,1% respectivamente.

GENERACIÓN MEDITERRÁNEA: Evolución del ingreso, beneficio y margen neto



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

Pero la deuda financiera neta como proporción del capital permanecería en valores muy altos, en torno a 410% en 2023, siendo una cifra superior a la observada en 2022 (363,8%) ante las expectativas de estabilización de su patrimonio neto y de una mayor deuda bruta.

A su vez, la deuda financiera neta en función del EBITDA aumentaría en torno a 7,7x. La misma disminuiría levemente a 7,5x en 2024, lo que daría cuenta de un alto grado de dificultad para administrar sus pasivos a futuro.

Se espera que el elevado apalancamiento se mantenga, ya que el capital se ubicaría en 18,6% del activo en 2023 y 18,7% en 2024.

Para 2024 estimamos un incremento de los ingresos en dólares de +5% ante las expectativas que una recuperación económica y estabilidad cambiaria local impulsen a la demanda energética, pero muy condicionada a la evolución del escenario y riesgo político que genera volatilidad e incertidumbre.

Por su parte, proyectamos una leve caída del margen bruto a 49,9%, mientras que su margen operativo se ubicaría en 42,1%, el margen neto en 1,1% y el margen EBITDA en 63,5%.

Obligaciones negociables de Generación Mediterránea

Generación Mediterránea posee 22 títulos de deuda emitidos, de los cuales 8 están denominados en dólares (6 están emitidos bajo ley argentina y 2 bajo ley extranjera); 8 en nominados en dólares pagaderos en pesos (*dollar linked*); y 6 títulos nominados en UVAs (Unidades de Valor Adquisitivo) y pagaderos en pesos.

La deuda total emitida en Obligaciones Negociables es de USD 876 M, con una mayor carga de vencimientos en 2027, año en el que vencen las ONs en dólares bajo ley extranjera con cupón 9,875% por USD 296 M, una ON *dollar linked* bajo ley argentina con cupón de 3,5% por USD 24,3 M y otra ON en UVAs bajo ley argentina con cupón de 0% por un monto de USD 15,74 M.

Lo más próximo a pagar o renovar por nueva deuda es el próximo 27 de julio de 2023, que vencen bonos por un total de USD 67,20 M bajo ley extranjera.

En 2024 vencen 10 ONs por un total de USD 147,8 M. La mayor carga de vencimiento está en noviembre de ese año con una deuda total de USD 122,03 M a tres bonos *dollar linked*, un bono en dólares y otros dos bonos en UVAs. Entre enero y julio de 2024 vencen bonos por un total de USD 25,73 M.

Generación Mediterránea (GMSA)

Company debt report

En 2025 vencen 5 ONs por un total de USD 101,9 M. La mayor concentración de vencimientos está en julio de este año con una deuda total por USD 63,8 M con un bono en dólares, otro en UVAs y uno más *dollar linked*.

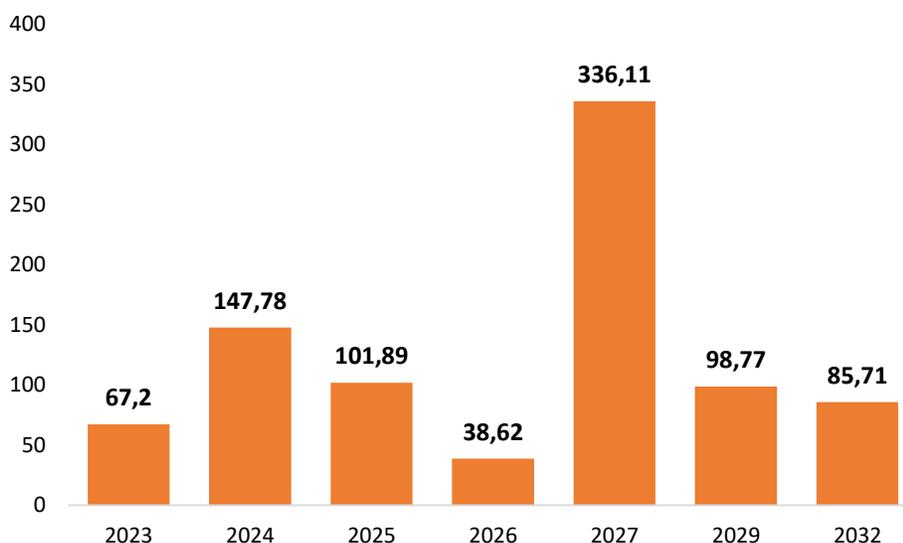
En 2029 y 2032 caducan dos bonos de *dollar linked* por un total de USD 184,5 M.

BONOS GENERACIÓN MEDITERRANEA (GMSA): datos técnicos

Emisor	Moneda	Cupón (%)	Fecha de vencimiento	Precios al 07/06/2023	TIR (%)	Duración modificada	Monto en circulación (en M de USD)	ISIN
GMSA	USD	9,625	27/07/2023	97,88	25,21	0,14	67,20	US36875LAA70
GMSA	USD	7,500	10/01/2024	98,05	-	-	14,07	ARGMCT5600B5
GMSA	USD	12,500	16/02/2024	-	-	-	4,36	ARGEME5600D9
GMSA	USD	12,500	09/04/2024	-	-	-	1,45	ARGMCT560082
GMSA	USD	9,500	18/07/2024	-	-	-	5,86	ARGMCT5600D1
GMSA	USD L	3,750	07/11/2024	-	-	-	21,11	ARGMCT5600H2
GMSA	USD	9,500	07/11/2024	-	-	-	11,49	ARGMCT5600G4
GMSA	UVA	4,600	12/11/2024	259,54	3,79	-	11,97	--
GMSA	USD L	6,000	12/11/2024	-	-	-	16,85	ARGMCT560090
GMSA	UVA	4,600	12/11/2024	-	-	-	38,81	ARGMCT5600A7
GMSA	USD L	6,000	12/11/2024	295,47	-12,30	-	21,81	--
GMSA	USD L	5,500	17/04/2025	-	-	-	25,94	ARGMCT5600K6
GMSA	UVA	0,000	18/07/2025	-	-	-	16,75	ARGMCT5600F6
GMSA	USD L	3,500	18/07/2025	-	-	-	27,66	ARGMCT5600E9
GMSA	USD	9,500	27/07/2025	-	-	-	19,36	ARGMCT5600J8
GMSA	UVA	1,000	07/11/2025	-	-	-	12,18	ARGMCT5600I0
GMSA	UVA	6,500	28/07/2026	-	-	-	38,62	ARGEME5600F4
GMSA	USD L	3,500	23/05/2027	-	-	-	24,26	ARGEME5600J6
GMSA	UVA	0,000	23/05/2027	-	-	-	15,74	ARGEME5600K4
GMSA	USD	9,875	01/12/2027	77,38	22,33	1,92	296,11	US36875KAD37
GMSA	USD L	7,750	28/07/2029	-	-	-	98,77	ARGEME5600G2
GMSA	USD L	6,500	23/05/2032	-	-	-	85,71	ARGEME5600L2

Fuente: Refinitiv

STOCK DE VENCIMIENTOS GENERACIÓN MEDITERRANEA: 2023-2032, en millones de USD



Fuente: Refinitiv

Generación Mediterránea (GMSA)

Company debt report

ESTADO DE RESULTADOS: en M de USD

	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos por ventas	205,2	197,4	211,3	221,8
Costo de ventas	-88,8	-95,5	-104,7	-111,0
Resultado bruto	116,5	101,9	106,5	110,8
Gastos operativos	-15,2	-16,3	-16,0	-15,9
Otros ajustes operativos	4,0	7,3	-1,6	-1,5
Resultado operativo	105,3	93,0	88,9	93,4
Resultado financiero neto	-92,0	-94,1	-81,7	-85,6
Resultado antes de impuesto	13,3	-1,1	7,2	7,8
Impuesto a las ganancias	66,6	0,8	-8,5	-5,4
Ganancias/pérdidas extraordinarias netas	-1,3	-4,4	0,0	0,0
Ganancia o pérdida neta	78,6	-4,7	-1,3	2,4
EBITDA	141,8	129,8	131,0	140,9
Deuda Financiera	737,2	934,0	1.046,1	1.087,9
Efectivo y Equivalentes	17,5	20,6	22,6	25,3
Deuda Financiera Neta	719,7	913,4	1.023,4	1.062,6
Deuda Neta/EBITDA	5,1x	7x	7,8x	7,5x
Deuda Neta/Patrimonio	283,4%	363,8%	409,8%	421,4%
Patrimonio neto	254	251	250	252
Activo total	1.168	1.345	1.344	1.346
Relación Patrimonio/Activo	21,7%	18,7%	18,6%	18,7%

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