

19 de septiembre de 2024

Genneia S.A.

Genneia es la principal compañía de generación de energía renovable de Argentina. Suministra energía mediante la prospección, el desarrollo, la construcción y la operación de parques eólicos y solares. Comenzó sus operaciones en 2007 comercializando energía de fuente térmica y en 2012 inició su desarrollo sustentable como la primera empresa local en ofertar energía eólica. A la fecha, posee el 20% de la capacidad instalada de generación renovable del país.

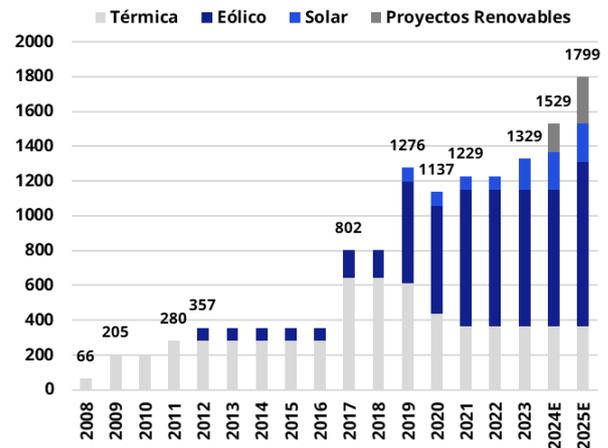
Los accionistas de Genneia incluyen: Argentum Investments I LLC con el 44% (fondo de Darío Lizzano de TGLT y Caputo), Fintech Energy LLC con el 25% (de David Martínez de Cablevisión y Telecom), Familias Brito y Carballo (de Banco Macro) con el 25% y Prado Largo S.A. con el 6%.

Producción

Al cierre de los últimos resultados presentados al 2T24, Genneia contó con una capacidad instalada total de 1.367 MW. Del total, 57% fue de energía eólica, 16% solar y 27% térmica (convencional). Al respecto del 2T23, la empresa incrementó su capacidad un 5%, incorporando 60 MW en febrero tras el inicio de las operaciones del parque solar Tocota III.

Como mencionamos en resúmenes anteriores ([ver aquí](#)), Genneia viene incrementando su capacidad de generación renovable. Ya opera 7 parques eólicos y 3 parques solares y avanza con nuevas obras: el parque eólico La Elbita (162 MW), y los parques solares Los Molles (90 MW) y Anchoris (180 MW). Se estima que La Elbita este operativo el 4T24, mientras que Los Molles comenzarían a operar el 2T25 y Anchoris el 4T25. Desde 2018, Genneia multiplicó por más de 8 veces su capacidad instalada en renovables. Para el 2025 los activos renovables pasarían a ser el 80% de la capacidad instalada total.

Evolución de la Capacidad Instalada (MW)

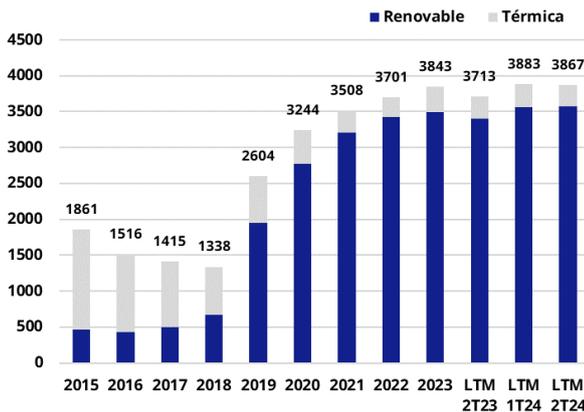


Fuente: Cucchiara Research en base a IR Genneia.

El capex de Tocota III y La Elbita de USD 290 millones ya ha sido financiado en su totalidad, habiéndose abonado el 84% hasta el 2T24. Por su parte, el capex de Los Molles y Anchoris de USD 250 millones, ha sido pagado un 38% y resta obtener financiamiento por USD 154 millones. El fomento de energías limpias le permite acceder a Genneia a agencias de crédito internacional, y a emitir bonos de categoría Verde.

En lo que respecta a la productividad, en el promedio del 1S24, hubo una desmejora con respecto al 1S23. El factor de carga eólico se mantuvo estable en 45%, valor cercano al histórico de la compañía, pero el factor de carga solar cayó al 25%, su peor registro para un primer semestre desde 2019. Asimismo, la disponibilidad térmica también mermó contra el año anterior, pasando del 99% al 97%.

La mayor capacidad instalada compensó el detrimento de la eficiencia. En el acumulado del 1S24 Genneia produjo 1.892 GWh, 1% más que en el 1S23. Las fuentes renovables aportaron con 1760 GWh, 93% del total y 5% más de lo generado en el 1S23, mientras que la energía convencional disminuyó fuertemente su aporte, siendo 29% menor que lo generado en el 1S23.

Generación Total de Energía (GWh)


Fuente: Cucchiara Research en base a IR Genneia.

Resultados

Los activos de Genneia operan bajo diferentes regulaciones. Los renovables actúan bajo el marco de RenovAr, Res. 202, MATER y GENREN. Todos los ingresos por renovables tienen precios atados al tipo de cambio oficial. En los últimos 12 meses significaron el 85% del total.

RenovAr y Res. 202 (58% del total) poseen la garantía del FODER, un fideicomiso con el Estado Nacional de fiduciante. Asimismo, en RenovAr, los acuerdos poseen la garantía extra del Banco Mundial, como pagador de última instancia.

En lo que respecta a MATER (Mercado a Término de Energías Renovables), Genneia generó el 10% del total de sus ingresos. A través del MATER Genneia vende energía a privados en forma directa, sin intermediación de CAMMESA, y a precios más competitivos y estables.

Una porción menor de lo generado en renovables operó bajo GENREN (17% del total). En este marco, las ventas no poseen garantías más allá del pago obligado que debe realizar CAMMESA por la energía despachada.

Por último, el restante 15% de los ingresos provino de la venta de energía convencional, también sin garantías y a CAMMESA. Las centrales térmicas de Bragado II y III operaron con contratos en dólares (Resolución 21),

mientras que la central Cruz Alta operó en el esquema de Energía Base con precios en pesos sin mecanismos de actualización definidos.

Como mencionamos anteriormente los ingresos de Genneia están mayormente atados al tipo de cambio oficial. A su vez sus pasivos y activos, por la naturaleza del negocio, están prácticamente denominados en dólares. De esta manera, analizaremos los flujos y stocks de la compañía al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según el periodo observado.

En el 1S24 Genneia alcanzó ingresos por USD 150 millones, 1% por encima del 1S23 y 2% superiores al 1S22. Del total, un 83% fue generado por renovables, el cual creció un 3% con respecto al año anterior. Los parques solares Sierras de Ullum y Tocota III, aportaron mayores ingresos. Estas ventas fueron parcialmente compensadas por menores ingresos de eólicos por menores vientos, y una caída en dólares de la remuneración de Energía Base de la central térmica Cruz Alta.

Por otro lado, el EBITDA del 1S24 disminuyó en forma relevante, totalizando USD 112 millones, 6% menos que el acumulado al 1S23 y 5% menos que lo generado el 1S22. La generación renovable aportó con un 98% del EBITDA, creciendo 4% en dólares con respecto al 1S23.

La caída del EBITDA se explicó principalmente por una pérdida de créditos por ventas. Durante 2023, Genneia sufrió una demora promedio en los cobros CAMMESA sin garantías de 90 días. A partir del cambio de gobierno, la nueva administración pospuso los pagos pendientes por los despachos de diciembre, enero y febrero. No fue hasta inicios de mayo que la Secretaría de Energía definió el pago del saldo adeudado. Las ventas de diciembre y enero se abonaron mediante bonos soberanos en dólares AE38, a valor nominal y según el tipo de cambio oficial. Por su parte, la deuda de febrero se pagó al

contado con fondos del Tesoro. Considerando que la paridad del AE38 era del 50% al momento de su cobro, el deterioro de los créditos por venta para Genneia fue de USD 5,2 millones.

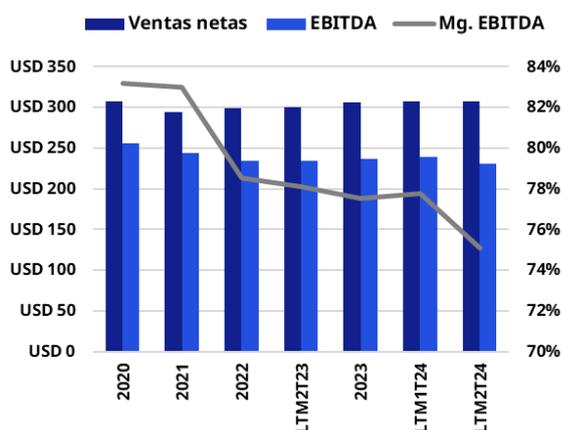
Asimismo, el EBITDA en el 1S24 también sufrió el aumento de los gastos de la administración central. El EBITDA corporativo restó USD 3 millones más en relación al 1S23. Hubo mayores contrataciones y los gastos relacionados con el plan de expansión de la compañía aumentaron.

| USD mill. | 1S24 | 1S23 | Var (%) | 1S22 | Var (%) |
|----------------|------|------|---------|------|---------|
| Ingresos | 150 | 149 | 1% | 147 | 2% |
| Renovables | 125 | 122 | 3% | 122 | 2% |
| Convencional | 22 | 23 | -3% | 21 | 5% |
| Corpo. y otros | 3 | 5 | -32% | 4 | -18% |
| R. operativo | 78 | 86 | -10% | 84 | -7% |
| Mg. operativo | 52% | 58% | -600pb | 57% | -500pb |
| EBITDA | 112 | 119 | -6% | 119 | -5% |
| Renovables | 110 | 106 | 4% | 107 | 2% |
| Convencional | 19 | 19 | -2% | 18 | 5% |
| Corpo. y otros | -16 | -6 | -185% | -6 | -157% |
| Mg. EBITDA | 75% | 80% | -500pb | 81% | -600pb |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

La transformación de Genneia iniciada en 2016, tras los aportes de sus socios, incrementó los ingresos y el EBITDA de los años posteriores. Sin embargo, a partir del 2020, debido a la presión de los gastos denominados en pesos por la alta inflación, y la expansión de los gastos por el crecimiento de la compañía, los márgenes EBITDA se fueron deteriorando. En los últimos 12 meses el margen EBITDA llegó al 74%, 800 puntos básicos menos al respecto del 2020.

Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA



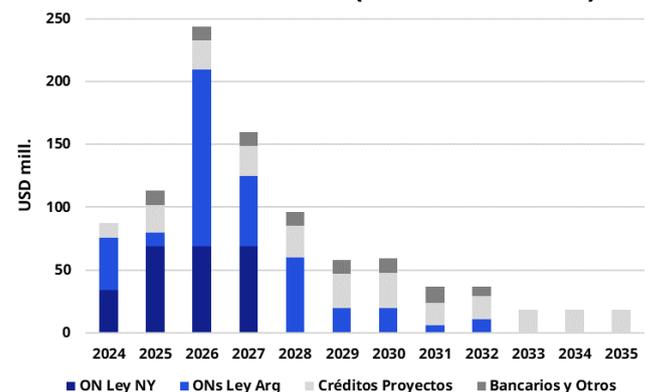
Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Perfil de Deuda

Al cierre del 1S24, la deuda financiera fue de USD 881 millones, 14% más que la acumulada al cierre del 1S23. Al respecto del año anterior la compañía emitió nueva deuda en el mercado local aprovechando la alta demanda que hubo por cobertura dollar linked y hard dollar de Ley Argentina debido al fuerte atraso cambiario.

La deuda se denominó 100% en dólares. 71% en Obligaciones Negociables: 28% hard dollar de Ley NY, 39% dollar linked y 4% hard dollar Ley Argentina. El restante 29% fueron créditos con agencias de exportación y bancos de desarrollo. Al cierre del 1S23, la vida promedio ponderada de la deuda se extendió a los 3,4 años.

Vencimientos de deuda (EERR + asociadas)



Fuente: Cucchiara Research en base a IR Genneia.

Considerando la caja y los activos financieros líquidos, la deuda neta alcanzó los USD 655 millones, 7% superior a la del 1S23. El mayor endeudamiento fue parcialmente compensado por una posición de caja y activos más robusta.

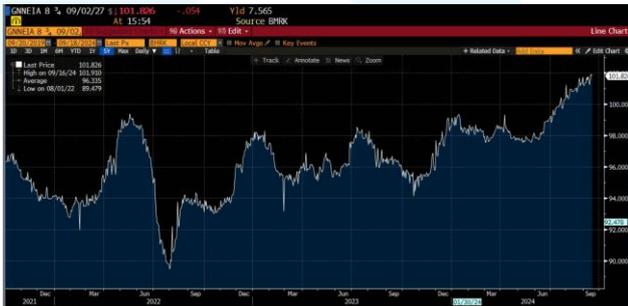
Tomando en cuenta el EBITDA de los últimos 12 meses (LTM), la compañía alcanzó un nivel de apalancamiento neto de 2,8 veces, niveles algo por encima del 1S23 y 1S22, pero estables. Proyectando los mismos intereses pagados en el 1S24 para el segundo semestre del ejercicio, la cobertura del EBITDA frente a los intereses cayó a unas 4 veces.

| USD Mill. | 2T24 | 4T23 | Var (%) | 2T23 | Var (%) | 4T22 | 2T22 |
|---------------------|------|------|---------|------|---------|------|------|
| Deuda Financiera | 881 | 826 | 7% | 771 | 14% | 751 | 741 |
| Caja y Activos Fin. | 226 | 148 | 53% | 161 | 40% | 149 | 126 |
| Deuda Neta | 655 | 678 | -3% | 609 | 7% | 602 | 616 |
| EBITDA (LTM) | 231 | 237 | -3% | 235 | -2% | 235 | 247 |
| Deuda Neta/EBITDA | 2,8 | 2,9 | 0,0 | 2,6 | 0,2 | 2,6 | 2,5 |
| Intereses anuales | 58 | 54 | 7% | 47 | 22% | 58 | 68 |
| EBITDA/Intereses | 4,0 | 4,4 | -0,4 | 5,0 | -1,0 | 4,1 | 3,6 |

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

GNNEIA 8 ¾ 2027

La ON Ley NY está clasificada como Bono Verde tanto por BYMA como por la ICMA (International Capital Market Association). El título tiene cupón del 8.75%, vence en 2027 y amortiza en diez cuotas semestrales. Ya abonó el 40% de capital, por lo que su duration se calcula en 1,5 años. Posee mínimos de 1.000 nominales. A la fecha, cotiza clean cable en torno al 102% con TIR del 7,5%. Cabe destacar que el bono tiene como garantía los derechos de cobro de los parques eólicos Madryn I y II (con FODER). A través de un fideicomiso local recibe los cobros de CAMMESA.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Desde finales de 2023 el bono comprimió riesgo en forma formidable. Un contexto local macro más ordenado con baja del riesgo país y la caída de los rendimientos de Bonos del Tesoro beneficiaron a la valuación del bono. A su vez, la demanda de ONs locales de buena calidad crediticia se acrecentó recientemente tras el inicio del Régimen de Regularización de Activos.

Al tener ingresos atados al dólar oficial, los ingresos de la compañía acompañaron el ajuste cambiario de finales de año. Asimismo, al operar

con activos con buenas garantías, la pérdida que generaron los créditos de CAMMESA no provocó un shock relevante en los flujos de la empresa.

La mayor capacidad renovable permite cada vez más mejorar la calidad de su marco regulatorio. Para 2026, la empresa estima obtener un 30% de sus ingresos directamente desde el MATER. Considerando los proyectos eólicos y solares en marcha, el nivel de apalancamiento debería ir mermando en los próximos trimestres.

Contra comparables de similar duration opera con TIR por encima de PAMPAR 9 ½ 2026 (5.6%) pero por debajo de YPF Luz 10% 2026 (8.2%). Considerando que YPF Luz cerró el 2T24 con similar nivel de apalancamiento ([ver aquí](#)), a los precios actuales, preferimos su emisión.

De todas formas, por la prudencia de su management y la facilidad que posee para obtener financiamiento, GNNEIA 8 ¾ 2027 sigue siendo una interesante opción para diversificar carteras corporativas argentinas, hoy mayormente volcadas al gas y el petróleo.

Muchas gracias.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar