

RESUMEN ECONÓMICO

13 de noviembre de 2020

MSU Energy

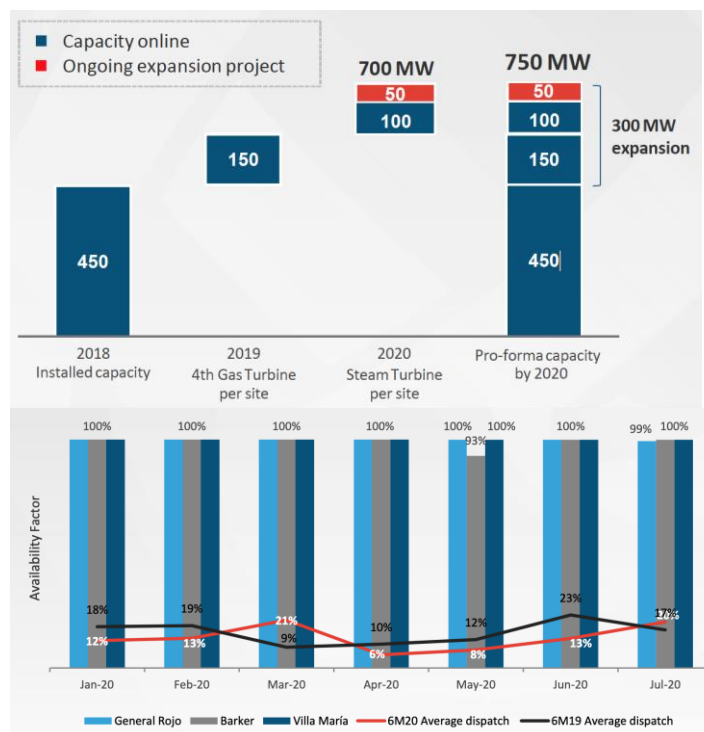
MSU Energy es una compañía que se especializa en la generación de energía eléctrica. La empresa tiene la operación de 3 centrales térmicas ubicadas en Gral. Rojo, Barker (ambas en provincia de Buenos Aires) y Villa María (Córdoba). En 2018 inició la expansión y conversión de las 3 centrales de ciclo simple a ciclo combinado. Por el momento, MSU Energy cuenta con dos de las tres centrales operando en ciclo combinado y aspira a finalizar la tercera expansión a finales de 2020 para alcanzar los 750 MW. La compañía forma parte del Grupo MSU, propiedad de la familia Uribelarrea, con 160 años de trayectoria corporativa en la Argentina. El grupo es líder en agronegocios y en 2012 comenzó a incursionar en el sector energético.

Como fue mencionado, MSU Energy cuenta con tres plantas de energía termoeléctricas, todas ellas producen energía utilizando gas natural o diesel. Las plantas están estratégicamente ubicadas en cercanías a los gasoductos de TGN y TGS para proveerse de energía, y a corta distancia de las principales redes de transmisión eléctrica que conecta las zonas urbanas e industriales más densamente pobladas del país.

Desde sus inicios en 2017, la compañía ha llevado adelante un plan ambicioso de incremento de la capacidad instalada. El proyecto culminará de 2020 cuando finalice la expansión a ciclo combinado en la planta de Barker. Esto totalizará una capacidad de generación eléctrica de 750 MW en MSU Energy.

Gracias a esta expansión la compañía planea duplicar los ingresos actuales. Según sus propias estimaciones para 2021, las ventas anuales serían de 225 millones de USD, mientras que el EBITDA rondaría los 203 millones de USD. En relación a los despachos de energía, en los primeros seis meses de 2020, el mismo fue del 12%, cuando en el mismo periodo del año anterior había alcanzado el 15%. Sin embargo, se observa que el despacho mensual de julio 2020 mejoró y alcanzó el 20%, esto se

explicó gracias a la realización de pruebas en ciclo combinado.



Fuente: Presentación institucional.

Según el proyecto de expansión, los despachos alcanzarían el 85% el año próximo, de esta manera la compañía busca incrementar sus ingresos a través mejoras en la eficiencia en la producción, cuyo índice de calor pasaría de las 2,230 kcal/kWh a los 1,660 kcal/kWh con una mejora en la eficiencia actual desde 41% al 51% que permitiría este salto de calidad en la producción.

Por otra parte, MSU Energy posee dos contratos de largo plazo PPAs (Purchase Power Agreement) con CAMMESA, los cuales cubren el total de su capacidad instalada proyectada. Por un lado, la Resolución 21/2016 con vencimiento en 10 años (2025) le otorga 450 MW de ciclo simple, mientras que la Resolución 287/2017 con vencimiento en 15 años (2035), le brinda los restantes 300 MW en ciclo combinado. Ambos contratos poseen un pago fijo y otro variable. En el caso de la Resolución 21, el pago fijo es de 20,233 USD/MW por mes, mientras que el variable es de 8,5 USD/MWh. Por su parte la Resolución 287, otorga un precio fijo de 19,561

USD/MWh y un ingreso variable de 10,6 USD/MWh. En la actualidad, bajo el ciclo simple, los ingresos fijos representan más del 90% del total de ingresos. La compañía estima que los ingresos variables aumenten considerablemente de manera de que los mismos pasen a representar el 20% total de los ingresos una vez implementado el ciclo combinado en todas sus plantas.

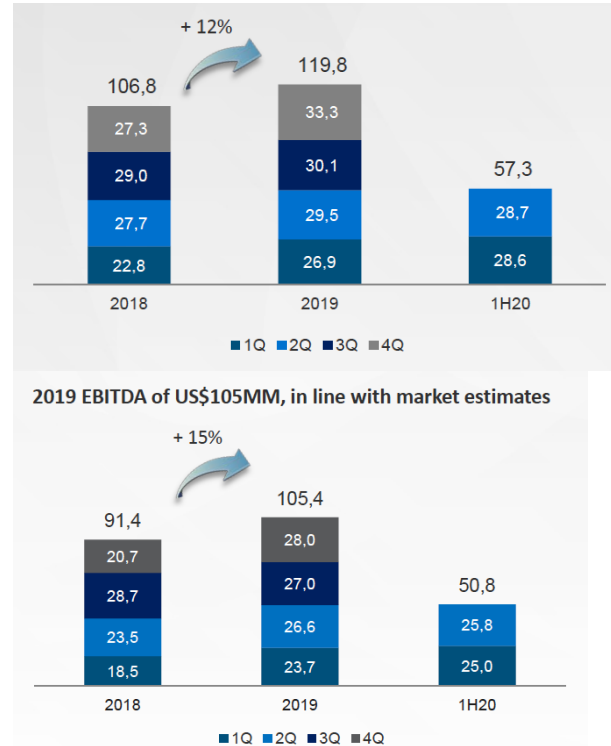
La compañía cuenta con ingresos muy estables en el tiempo. Las ventas en USD alcanzaron los USD 57,4 millones al cierre del primer semestre de 2020, tan solo un 2% superior a la comparada con los primeros seis meses del 2019. De igual forma, casi no hubo variación ni el EBITDA ni el Resultado Operativo entre los dos periodos. En lo que respecta al EBITDA, en los primeros seis meses de 2020, MSU alcanzó los USD 50,8 millones, solo una variación superior al 1% con respecto al mismo período del año anterior.

MSU Energy (millones USD)	6M20	6M19	Var (%)
Ingresos	57,4	56,4	2%
EBITDA	50,8	50,3	1%
Resultado operativo	44,4	43,5	2%
Resultado neto	19,7	13,9	42%
Margen operativo	0,8	0,8	0,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Por otro lado, si nos retrotraemos a ejercicios históricos, podemos ver cierta evolución en tanto en los ingresos como en el EBITDA. Comparando las ventas anuales en USD de 2018 con las de 2019, la compañía tuvo un incremento de las mismas de un 12%, mientras que a nivel EBITDA el incremento fue del 15%. Este incremento se explicó principalmente por la obtención de una mayor capacidad instalada en cada una de las plantas gracias a la incorporación de una cuarta turbina en cada una de ellas durante 2019.

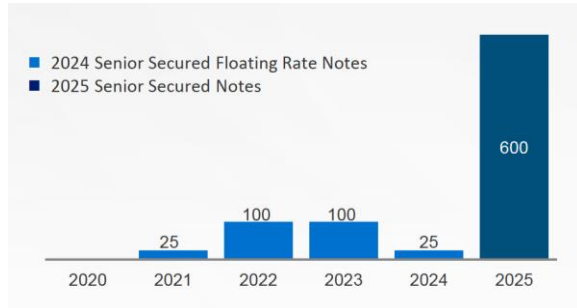
Ingresos y EBITDA (millones de USD)



Fuente: Presentación institucional.

Con respecto al perfil de deuda, la empresa posee en total 872,9 millones de USD en concepto de deudas financieras. La misma se distribuye principalmente en bonos corporativos con un 98,5% del total, mientras que el resto son préstamos bancarios de corto plazo. Al respecto de los bonos corporativos, 600 millones de USD pertenecen a la obligación negociable emitida en 2018 con amortización total al vencimiento en febrero de 2025, e intereses de los 6,875% pagaderos semestralmente. Mientras que el resto de la deuda, fue emitida en 2020 en una obligación negociable por un monto de 250,3 millones de USD a febrero 2024, a tasa de interés variable LIBOR + un margen aplicable que va del 11,95% hasta 2021, continua en 12,5% hasta 2022 y finaliza con intereses del 13% hasta su vencimiento. A diferencia del bono anterior el de vencimiento a 2024 amortiza en cuotas.

Amortización bonos corporativos (USD mill.)



Fuente: Presentación institucional.

Si consideramos la deuda financiera neta al último cierre, deuda menos el efectivo, la misma ronda en los USD 838 millones. Esto significa que asumiendo un escenario pesimista con un EBITDA constante para el segundo semestre del 2020, la deuda financiera neta de MSU Energy representaría 8,25 veces el EBITDA generado en el año, un nivel de apalancamiento muy alto. A su vez, el EBITDA representaría tan solo 1,7 veces el pago de los intereses anuales de la compañía.

MSU Energy (millones USD)	jun-20	jun-19	Var (%)
Deuda Total	872,9	855,1	2%
Caja y equivalentes	34,9	21,8	60%
Deuda Neta	838,0	833,3	1%
EBITDA (anualizado)	101,6	100,6	1%
Deuda Neta/EBITDA (anualiz)	8,25	8,28	0%
Intereses (anualizado)	58,7	43,1	36%
EBITDA (anualizado)/Interese	1,7	2,3	-26%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

Por otro lado, si tenemos en cuenta los ingresos que proyecta obtener la compañía una vez implementada la expansión de la capacidad instalada, en el mejor de los escenarios, si llevaríamos las ventas anuales a 225 millones de USD y el EBITDA anual a los 203 millones de USD, el net leverage (deuda neta /EBITDA) se reduciría a 4,3 y la cobertura de intereses básicamente se duplicaría.

Ingresos actuales y proyectados

Illustrative	Resolution 21 Simple Cycle	Res 21 + Res 287 Combined Cycle	
Revenues			
Average contracted capacity (MW) ⁽¹⁾	a	433	743
Average availability factor per year ⁽²⁾	b	97%	97%
Fixed price per MW month (USD/MW month) ⁽³⁾	c	20,233	19,952
Fixed revenue (MM USD per year)	a x b x c x 12 = d	102	172
Average dispatch (Actual Projected)			
	e	16% ⁽⁴⁾	90% ⁽⁵⁾
Variable price – Natural Gas (US\$/MWh) ⁽⁶⁾	f	8.5	9.4
Variable revenue (MM US\$ per year)	a x b x e x f x 24 x 365 = g	5	53
Illustrative revenues (MM US\$ per year)	d + g = h	107	225

¹⁻⁶ Purchase Power Agreement (PPA) terms signed with Cammesa
¹ Guarantee by General Electric under the terms of the long-term maintenance agreement (CSA)
⁴ Average dispatch reached in 2019
⁵ Projected dispatch estimated considering existing combined cycle ranking based on efficiency

Fuente: Presentación institucional.

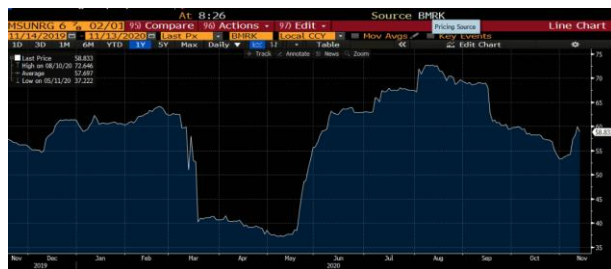
La paridad del bono en las últimas semanas oscila en torno a 60% (clean cable). Los ingresos de la compañía en los últimos años vienen creciendo, y como mencionamos, el EBITDA podría incluso duplicarse, pero dado el cambiante entorno regulatorio del país, el sendero operativo de las generadoras siempre es una gran incógnita. Tanto la carga de deuda como el peso de los intereses son muy altos. Los niveles de liquidez son muy bajos dado el perfil de vencimientos de la estructura de deuda que financió la expansión productiva de la compañía. En la actualidad, el precio del bono parece reflejar bien todos estos riesgos mencionados.

Este tipo de estructura en el negocio de generación a nivel global es bastante común. En el mercado internacional el negocio de generación de energía suele tener un flujo de fondos de largo plazo previsible y cierto, lo que permite a este tipo de empresas funcionar con un mayor nivel de apalancamiento. Sin embargo, como bien sabemos, nuestro país es una clara excepción a estas características. En resumen, si bien las paridades parecen indicar atractivos de entrada, sólo puede ser una apuesta para aquellos que quieran posicionarse ante la expectativa de un marco regulatorio menos volátil y más previsible para los próximos años. Para aquellos que busquen algún refugio en bonos corporativos argentinos, claramente hay otros nombres con ratios financieros mucho más sólidos.

Popups	Bond Description	Issuer Description	Yield	Notes	Buy	Sell
12 Bond Info	Issuer Information					
13 Adm Info	Name	MSU ENERGY SA / UGEN SA				
13 Rate/Tax	Industry	Electric (BCLASS)				
14 Covenants	Security Information					
15	Mkt Iss	EURO-DOLLAR				
16 Bond Ratings	Country	AR	Currency	USD	Moody's	Ca
17 Identifiers	Rank	1st Hen	Series	REGS	Fitch	CCC
18 Exchanges	Coupon	6.875000	Type	Fixed	Composite	CC+
18 Int Priority	Cpn Freq	S/A			FIX SCR NAT	BBB(arg)
20 Fees/Restrict	Day CRT	ISMA 30/360	Iss Price	99.31700	Issuance & Trading	
20 Schedules	Maturity	02/01/2025			Aggregated Amount	Issued/Out
22 Coupons	MAKE WHOLE	850.000000 until 02/01/22 / CALL ...			USD	600,000.00 (M)
Quick Links	Iss Yield	7.000			USD	600,000.00 (M)
23 ALLQ Pricing	Calc Type	(3)STREET CONVENTION			Min Piece/Increment	150,000.00 / 1,000.00
13 GRD Or Recup	Pricing Date	01/25/2018			Par Amount	1,000.0
18 T01 Trade Hist	Interest Accrual Date	02/01/2018			Book Runner	CITI,11A,JP
19 CACS Corp Action	1st Settle Date	02/01/2018			Reporting	TRAC
20 CF Prospectus	1st Coupon Date	08/01/2018				
19 CN Sec News						
18 HDS Holders						
48 Send Bond						

Fuente: Bloomberg.

- ISIN: USP8S12UAA35
- Moneda: Dólar estadounidense
- Total emitido: 600.000.000 USD
- Fecha de vencimiento: 01/02/2025
- Tasa: 6,875%
- Pagos: Semestrales
- Amortización: Al vto.
- Mínimo: 150.000 VNs
- Incremental: 1.000 VNs
- Calificación de Riesgo: Fitch CCC



Fuente: Bloomberg.

juan@cucchiara.sba.com.ar
ian@cucchiara.sba.com.ar
manuel@cucchiara.sba.com.ar