

22 de septiembre de 2023

CLISA S.A.

Compañía Latinoamericana de Infraestructura y Servicios S.A. (CLISA), es la principal subsidiaria de Grupo Roggio, conglomerado de empresas líderes en gestión y desarrollo de infraestructura con más de 115 años de experiencia. La compañía pertenece a la cuarta generación del grupo familiar que la fundó en 1908 y posee una dirección totalmente profesionalizada. La empresa está presente en Argentina, Perú, Brasil, Uruguay, Paraguay, Chile, Panamá, Bolivia, Ecuador y México.

En la actualidad, CLISA posee cuatro segmentos principales: Construcción, Ingeniería Ambiental, Transporte y Servicios de Agua Potable. Dichos segmentos los organiza y consolida mediante 40 subsidiarias, las cuales participan actualmente en 21 Uniones Temporales de Trabajo (UTE). Dicha estructura organizativa le brinda a CLISA la flexibilidad necesaria para adecuarse a los desafíos que cada proyecto requiere, dándole la posibilidad de presentar propuestas más competitivas en las licitaciones públicas y privadas.

Construcción

CLISA se posiciona entre las principales empresas de ingeniería civil a nivel nacional y mantiene operaciones en varios países de Latinoamérica. Sus proyectos se obtienen por medio de licitaciones públicas o negociaciones con clientes privados. En la actualidad el 38% de sus obras de construcción pertenecen al segmento de Servicios de Agua Potable, obtenidas por licitación pública y dependientes de cada cartera gubernamental. A su vez, como se puede ver mas adelante, la construcción también se complementa con los segmentos Ingeniería Ambiental y Transporte.

CLISA en Perú tiene presencia desde hace 70 años. Por medio de su subsidiaria Haug S.A. se dedica a la construcción, ingeniería y montaje para los sectores mineros, hidrocarburos y fabricaciones metalmeccánicas. En Paraguay, con 49 años de trayectoria, también se consolida con presencia en ambos sectores. En este sentido, mientras en 2017

Argentina le representaba el 82% de la cartera de obras, actualmente estas representan un 63%. CLISA logró obtener mayor participación de mercado, alcanzando el 22% en Perú y el 13% en Paraguay, países con buena estabilidad cambiaria.

Los servicios de construcción suelen facturarse y pagarse sobre una base mensual, según el avance de la ejecución de los proyectos contratados. A su vez, la legislación local actual permite solicitar la redeterminación de precios de los contratos ejecutados cuando los costos aumenten más del 5%. El segmento Construcción es uno de los de mayor importancia en terminos de generación de divisas para CLISA. El 40% de los ingresos son en moneda extranjera, mientras que el restante 60% ajusta por inflación.

En el cuadro a continuación se observan las obras finalizadas y en curso mas destacadas:

Obras Destacadas	Infraestructura	Estado	Localidad
Desagüe pluvial Arroyo Vega	Hidráulica	Terminada	CABA
Elevación del Ferrocarril Mitre	Ferroviaria	Terminada	CABA
Circunvalación Ciudad de Córdoba	Vial	Terminada	Córdoba
Puente Rosario - Victoria	Vial	Terminada	Santa Fe
Autopista 9 de Julio Norte	Vial	Terminada	CABA
Autopista Córdoba - Rosario	Vial	Terminada	Córdoba
Acceso Oeste	Vial	Terminada	Prov. Bs As
Paso de Jama	Vial	Terminada	Jujuy
Prolongación de las Líneas B y E	Transporte	Terminada	CABA
Puerto Caleta Paula	Transporte	Terminada	Santa Cruz
Represa Hidroeléctrica Pichi Picún Leufú	Energía	Terminada	Neu. y R. N.
Central Hidroeléctrica Piedras Moras	Energía	Terminada	Córdoba
Interconexión Energetica Recreo	Energía	Terminada	La Rioja
Canal Aduc Central Hidroeléct Pehuenche	Energía	Terminada	Chile
Central Hidroeléct y Estación Transf. Ullum	Energía	Terminada	San Juan
Colector Cloacal y Estaciones Elevadoras	Saneamiento	Terminada	Córdoba
Planta Depuradora Paraná de Las Palmas	Saneamiento	Terminada	Prov. Bs As
Plant. Saneamiento Amb. Maldonado	Saneamiento	Terminada	Uruguay
Proyecto Hidra Total Austral	Petróleo y Gas	Terminada	Tierra del F.
Planta Peak Shaving	Petróleo y Gas	Terminada	Paraguay
Gasoducto Cabo Negro	Petróleo y Gas	Terminada	Chile
Fábrica de combustible nuclear	Industria	Terminada	Prov. Bs As
Hotel Sheraton de Buenos Aires	Arquitectura	Terminada	CABA
Estadio Córdoba	Arquitectura	Terminada	Córdoba
Aeropuerto Internacional Sgo de Chile	Arquitectura	Terminada	Chile
Embajada de Argentina en Paraguay	Arquitectura	Terminada	Paraguay
Hotel CONRAD Punta del Este	Arquitectura	Terminada	Uruguay
Edificio Corporativo Telecom	Arquitectura	Terminada	CABA
Complejo de Telecomunicaciones	Arquitectura	Terminada	Uruguay

Fuente: Elaboración propia en base a presentación Institucional.

Ingeniería Ambiental

CLISA es la empresa líder a nivel nacional y la única completamente integrada de ingeniería ambiental. La empresa abarca la gestión de los residuos urbanos, el tratamiento de residuos industriales y comerciales y la construcción de espacios de disposición y valorización.

En Argentina recolecta más de 650.000 tn. anuales de basura, presta servicio a más de 1,7 millones de personas, da tratamiento a 1.100 tn y recupera 1.600 tn. de material reciclable al año. Desde el inicio de sus operaciones en 1986, CLISA construyó más de 300 hectáreas de infraestructura y dio tratamiento a más de 114 millones de tn. de residuos.

Los ingresos se determinan por el tamaño de la zona atendida y el tipo de servicio prestado. Los contratos tienen pagos mensuales y contienen cláusulas de ajuste de precios que se activan en caso de cambios del 5% al 7% en la estructura de costos.

Por medio de su filial Tacsan, CLISA construyó y opera el Relleno Sanitario Norte III en la provincia de Buenos Aires que pertenece a CEAMSE¹. La empresa desarrolló otros 5 emplazamientos más: Neuquén, Mar del Plata, Mendoza, Carlos Paz y Jujuy. En estos casos, los ingresos se basan en las toneladas de residuos eliminados.

En cuanto a la valorización de residuos, CLISA diseñó y construyó la primera planta de Sudamérica de tratamiento biológico. La misma tiene capacidad de procesamiento de residuos de 1.100 tn/día (aproximadamente el 25% de los residuos generados por CABA). Las fuentes de ingresos son la tarifa percibida por cada tonelada de residuos no depositados en el relleno sanitario y la venta de materiales reciclables. A su vez, la empresa construyó y explota una de las tres plantas más grandes de Sudamérica de generación de biogás. La planta utiliza como insumo lo recogido en el relleno sanitario Norte III y le brinda ingresos en dólares por la energía generada.

Por último, en el segmento de Ingeniería Ambiental, CLISA ofrece soluciones integradas de gestión de residuos a clientes industriales y comerciales. Brinda limpieza de instalaciones industriales, mantenimiento de áreas verdes, entre otros.

CLISA presta servicios tanto a gobiernos locales; CABA, San Isidro, ciudad de Santa Fe, ciudad de Neuquén,

como a empresas de renombre: Peugeot-Citröen, Volkswagen, Renault, General Motors, IVECO, Ford, Fate, Lockheed Aircraft, Pirelli, YPF, Livent, Quilmes, Banco República de Uruguay, entre otros.

Transporte

La empresa opera y mantiene el Subte y el Premetro de la Ciudad de Buenos Aires desde 1994, primero a través de Metrovías y luego desde 2021, a través de Emova. La nueva concesión, por un plazo de 12 años prorrogable por 3 años, opera 90 estaciones y transporta 260 millones de pasajeros anuales.

Los ingresos provienen directamente de la tarifa pagada por los pasajeros e indirectamente abonada por CABA sobre la base de un precio pactado en licitación, ajustado por inflación y de acuerdo a la cantidad de CKC recorridos. El índice CKC es una medida del transporte ferroviario que representa la distancia en kilómetros recorridos por la suma de los vagones transportando pasajeros.

En el segmento Transporte, CLISA también opera la concesión del Ferrocarril Urquiza desde 1994 atendiendo a más de 20 millones de pasajeros en 23 estaciones. La concesión se encuentra en periodo de prórroga. La tarifa que recibe por este servicio surge directamente del precio del boleto abonado por los usuarios y del subsidio mensual que recibe del Estado como compensación de los costos operativos. Los ingresos se ajustan en función del 6% por encima del aumento de los costos.

Por otro lado, en Brasil, CLISA participó en la implantación y opera los servicios y mantenimiento del tren liviano de Río de Janeiro. Una red de tres líneas con extensión de 15 km, 31 paradas, 13 sub-estaciones rectificadoras y un centro de mantenimiento y estacionamiento. El tren tiene capacidad de transporte para más de 10 millones de usuarios anuales. En el mismo país, CLISA también aporta asistencia técnica en los procesos de construcción, implantación, operación y gestión de la línea 18 de San Pablo, un monorriel con sistema Driveless de 13 estaciones de

¹ Coordinación Ecológica Área Metropolitana Sociedad del Estado (CEAMSE) creada para realizar la gestión integral de

los residuos sólidos urbanos del AMBA y depende en partes iguales de la Ciudad de Bs. As. y de la Prov. de Bs. As.

15km de extensión y demanda de 350.000 usuarios diarios.

Servicio de Agua Potable

A través de Aguas Cordobesas, CLISA se encarga desde 1997 de la concesión de tratamiento, depuración, distribución y comercialización doméstica, comercial e industrial de agua potable en la ciudad de Córdoba. La concesión de 30 años que finaliza en 2027 posee 2 plantas de tratamiento con una capacidad total de 7,5 m3/seg y 26 estaciones de de presión.

En la actualidad, Aguas Cordobesas atiende a más 1,5 millones de personas en una red de 4.800 km. La misma se incrementó desde el inicio más de 2.300 km. Sus ingresos provienen de una suma fija que se ajusta cuando sus costos suben más del 8% o hayan pasado más de 6 meses desde la última revisión.

Ventas Anuales

Como es habitual en nuestros *Resúmenes económicos* analizamos los estados contables de las compañías argentinas en dólares utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda. A su vez, debido a la fuerte distorsión de la economía local (donde en los últimos años la tasa de devaluación corrió ampliamente por detrás de la tasa de inflación); se harán comparaciones en moneda local ajustado por inflación a fin de dar mayor claridad al estado de situación de la compañía.

La mayor proporción de los ingresos de CLISA se encuentran distribuidos entre los segmentos de Ingeniería Ambiental, Construcción y Transporte. Aun así, los sectores que más aportan al flujo operativo son los dos primeros.

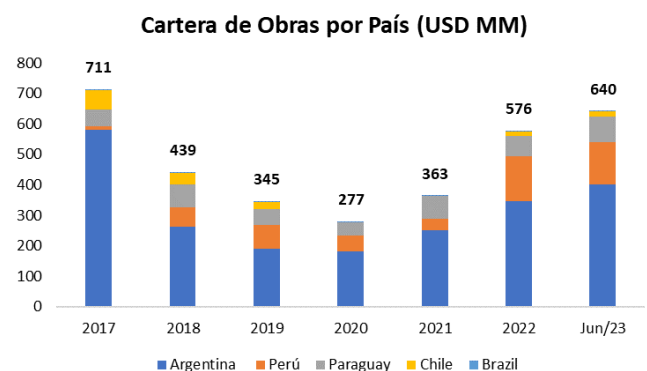
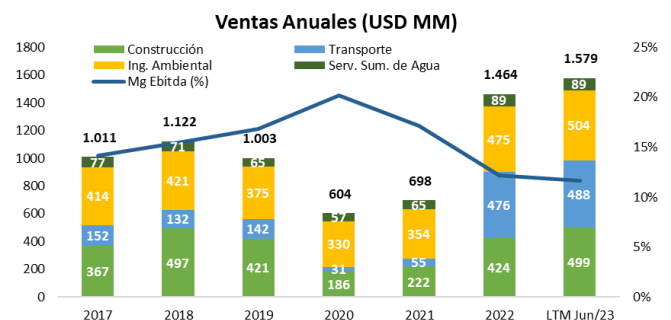
Contribución por Sector LTM (USD MM)	Ingresos	EBITDA
Ingeniería Ambiental	32%	64%
Construcción	32%	35%
Serv. Suministro de Agua	6%	2%
Transporte	31%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Debido a la importante dependencia de los ingresos provenientes de los sectores de la construcción, la compañía sufrió fuertemente de la drástica caída del

nivel de actividad en nuestro país. Desde mediados de 2018, las restricciones presupuestarias del Estado Nacional, las provincias y municipios hicieron mermar los proyectos de la compañía, cuestión que se profundizó con la suspensión casi total de actividad durante la pandemia y cuarentena de 2020/21 afectando también al segmento local del transporte.

En este sentido, desde los picos de 2017/18 la cartera de obra pública y privada se contrajo un 61% y los ingresos totales de la compañía se redujeron hasta los USD 604 millones al cierre de 2020. A partir de entonces, de la mano de la recuperación de los proyectos de ingeniería tanto locales como internacionales, los ingresos se recuperaron hasta un 162% respecto de dicho mínimo. En contrario, los ingresos correspondientes a los servicios considerados esenciales se mantuvieron constantes.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Últimos Resultados

Los ingresos totales por ventas para la primera mitad del año 2023 fueron de USD 731 millones, lo que representó una suba del 31% al respecto a igual periodo de 2022. Es destacable que, a pesar del atraso cambiario, el incremento también se dio en términos

reales, con una suba del 15% en igual comparación. Los segmentos de Construcción e Ingeniería Ambiental impulsaron las ventas, los cuales crecieron en 69% y 24% en dólares respectivamente, y un 48% y 8% en pesos ajustados por inflación.

En contrapartida, los ingresos financieros cayeron a USD 18 millones. Lo más relevante, los gastos financieros se incrementan un 87% a USD 73 millones principalmente debido por intereses atados a la inflación.

En el primer semestre del año, El EBITDA aumentó un 31% vs. el mismo semestre del año anterior y alcanzó los USD 77 millones. En cuanto a pesos ajustados por inflación el flujo operativo se expandió un 15% en términos reales. En lo que respecta al margen EBITDA sobre el nivel de ventas, el mismo alcanzó el 11%, contrayéndose levemente al respecto del primer semestre de 2022.

CLISA SA (USD MM)	6M23	6M22	Var (%)	6M21	Var (%)
Construcción	235	139	69%	90	160%
Transporte	219	188	17%	12	1707%
Ingeniería Ambiental	235	190	24%	145	63%
Serv. Suministro de Agua Potable	41	38	7%	28	46%
Ingresos Totales	731	556	31%	275	166%
Resultado Operativo	49	24	108%	20	139%
EBITDA	77	59	31%	52	47%
EBITDA Margen	11%	11%	77 pb	19%	(1500) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En esta línea, la compañía recientemente reportó nuevas obras de envergadura: La ampliación del Patio de Tamandateí de Metro de San Pablo, Brasil; El montaje metalmecánico para el proyecto de litio de la compañía Livent en la provincia de Catamarca; La pavimentación de la ruta provincial N°1 de Sgto. del Estero; Construcción del canal de agua entre San Javier y Tostado por 330 km (obra del Gob. Nacional) y el Montaje metalmecánico para Raizen Argentina para sus dos plantas en la refinería de Dock Sud. Dichas obras le representan ingresos aproximados por USD 135 millones de dólares y aumenta la participación de clientes privados al 20% del total de la cartera de pedidos.

Por su parte, se concedió a CLISA la ampliación del actual módulo de depósito final de residuos urbanos en el Relleno Sanitario Norte III. La nueva

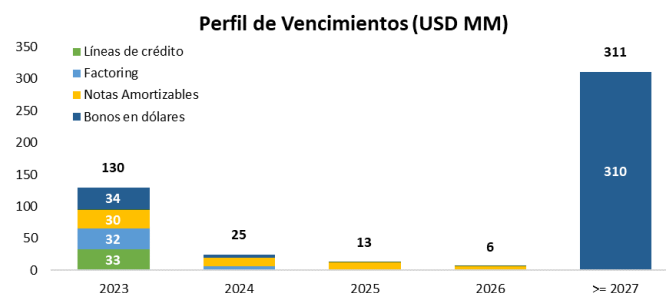
infraestructura proporcionará capacidad para recibir aproximadamente 15 millones m3 de residuos, extendiendo 39 meses de operación al ritmo actual de disposición.

Perfil de deuda

Al cierre de los últimos estados contables, CLISA reportó una deuda financiera total de USD 485 millones. Del total de la deuda el 72% corresponde a su obligación negociable (ON) hard dólar ley NY y al saldo de su ON emitida en Perú por USD 13 millones; el 13% en préstamos bancarios ajustados por tasa fija y UVAs; el 7% a líneas de créditos bancarias y el restante 8% a factoring. La deuda se encuentra denominada un 83% en moneda dura.

La deuda se incrementó un 7% al respecto del cierre del primer semestre de 2022. El aumento se debió principalmente al devengamiento de su bono, efecto parcialmente compensado por la mejora en los periodos de cobro de la deuda corriente.

Cabe destacar que luego del último cierre, la compañía canceló el remanente de dos ON hard dollar por un total de USD 10 millones y canceló USD 2 millones de sus notas amortizables en Perú, quedando a pagar un saldo de USD 13 millones amortizables en seis cuotas a partir de noviembre 2024. Gracias a esto y a que el 50% de su deuda es de corto plazo (líneas de crédito y factoring), la compañía despejó sus vencimientos hasta la amortización de la ON en julio de 2027.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Por otro lado, si consideramos la deuda financiera neta (deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos por USD 46 millones), la misma cerró en los USD 439 millones. Esto representó una suba del 10% al respecto

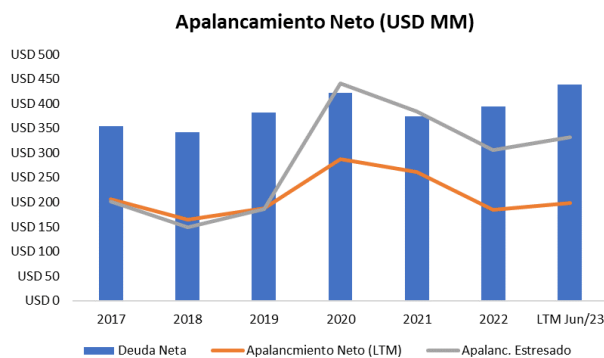
de 2022, afectada mayormente ante la baja de su posición de caja. A estos niveles, el endeudamiento (Net Leverage) representó 2,2 veces el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses y 2,8 veces el pago de intereses anuales (Interest Coverage).

Clisa SA (USD MM)	6M23	6M22	Var (%)	6M21	Var (%)
Deuda Financiera Total	485	452	7%	466	4%
Caja y equivalentes	46	52	-10%	28	64%
Deuda Neta	439	400	10%	438	0%
EBITDA (anualizado)	197	126	56%	119	66%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	2,2	3,2	-1,0	3,7	-1,5
Intereses (anualizado)	71	48	47%	33	113%
EBITDA /Intereses (anualizado)	2,8	2,6	0,2	3,6	-0,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Ahora bien, si realizamos el mismo calculo bajo un escenario de estrés financiero, en donde a la compañía se le restrinja por completo el acceso al mercado de cambios, esto implicaría dolarizar el flujo operativo y su posición de caja al tipo de cambio contado con liquidación (CCL). Básicamente, el riesgo de no poder acceder al dólar oficial para pagar deuda e intereses.

En este sentido, CLISA posee el 14% de sus ingresos en moneda extranjera, mientras que su posición de caja está puramente en moneda local y el 83% de su deuda se encuentran en moneda extranjera. En este contexto, apenas se reduciría la deuda neta a USD 420 millones, pero bajaría el EBITDA anualizado a USD 113 millones, llevando el ratio de apalancamiento neto a 3,7 y la cobertura de intereses a 1,6. El escenario de stress claramente daña fuertemente los ratios de la compañía. A pesar de la recuperación de estos ratios en los últimos dos años, la empresa tiene mucha deuda en moneda dura, en relación a sus ingresos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

CLISA 10 ½ 07/25/27

En el marco de la normativa del Banco Central, CLISA en 2021 renegoció sus 2 emisiones con vencimiento en 2023 por un monto total en circulación de 332 millones, obteniendo una aceptación total del 97% del circulante.

La nueva emisión en dólares ofrecida fue por un total de USD 325 millones. La ON tiene legislación New York y está garantizada en primer grado sobre el 100% de las acciones de Tacsan y de Central Buen Ayre (subsidiarias por las cuales la empresa opera el Relleno Sanitario Norte III y la central generadora de biogás).

El bono tiene amortización íntegra al vencimiento en julio 2027, paga un cupón creciente de 5,25% hasta enero 2023 (inclusive), 8,5% hasta julio 2024 (inclusive) y, a partir de entonces, paga 10,5% hasta el vencimiento. Vale remarcar que la empresa tiene la opción de pagar parte de los intereses en especie hasta el pago de julio 2024 (inclusive). Para los dos próximos pagos la porción en efectivo y capitalizable que debe abonar de los cupones es 6.25%/2.25% y 7%/1.5% respectivamente y, a partir de entonces, los cupones son del 10.5% con pago únicamente en efectivo.

EL bono se encuentra entre uno de los más castigados dentro del mercado de corporativos argentinos, cotiza clean (cable) 28,5%/29,5%, tiene TIR de 56%, duración de 2,7 años y mínimo de 100 nominales.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

CLISA es una empresa tradicional con muchos años en el mercado local y es una de las constructoras de ingeniería civil con mayor peso a nivel nacional. Sumado a esto, sus ingresos se encuentran diversificados por segmento, moneda, cliente y ubicación geográfica. De este modo, pudo enfrentar una fuerte crisis que afectó a uno de los segmentos que más flujo operativo le reportaba y revertir en parte sus ratios de endeudamiento, despejando su perfil de vencimientos.

De todas formas, a pesar del aumento en la cantidad de obras de construcción, principalmente con mayor participación de ingresos provenientes del sector privado, en un contexto de ajuste fiscal o retraso en los pagos de la obra pública nacional, podrían verse afectados sus ingresos futuros, comprometiendo nuevamente sus ratios de deuda. Su mayor cliente es el sector público en todos sus niveles, este es el gran riesgo financiero que afronta la empresa.

Dicho esto, la empresa siempre ha tratado de respetar a sus acreedores en las situaciones más difíciles, con canjes voluntarios buscando consensos. Creemos que un canje no es el escenario base en el corto plazo, pero aún en un escenario adverso donde la empresa tenga que llevar a cabo otro canje o reestructuración de pasivos, los precios actuales del bono 2027 son muy buena cobertura de entrada. Para aquellos inversores atrevidos, es un nombre que nos gusta dado el atractivo carry (renta corriente) de la estructura del bono. En un escenario favorable para el país y la empresa, la ganancia potencial de capital sería enorme.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino tomasmangino@cucchiara.com.ar