

Sector de generación y transporte de energía (PAMP, CEPU, EDN, CECO2, TRAN)

* Por Leonardo Román Guidi

Debido a que estas empresas no son directamente comparables entre sí, salvo en el caso de CEPU y CECO2, el objetivo de este informe será el de analizar sus números por separado y detectar cuáles de ellas han quedado más baratas teniendo en cuenta lo buenas y malas que sean según los datos presentados por sus últimos balances.

Veamos primero los ratios:

	PAMP	CEPU	CECO2	EDN	TRAN	Promedio	Mediana	Std Dev
Return on Capital (ROC)	13,63%	56,63%	29,40%	19,54%	66,17%	37,07%	29,40%	23,16%
Earnings Yield (basado en EBIT)	7,53%	26,10%	17,62%	5,30%	15,95%	14,50%	15,95%	8,36%
Price-to-sales Ratio (P/S)	1,78	1,22	2,36	1,76	3,17	2,06	1,78	0,743
Price-to-Earnings Ratio (P/E)	19,46	4,25	11,82	62,76	8,38	21,33	11,82	23,822
Earnings Yield (E/P Ratio)	5,14%	23,53%	8,46%	1,59%	11,93%	10,13%	8,46%	8,41%
Price-to-Book Value Ratio (P/BV)	4,45	3,01	5,93	40,41	6,36	12,03	5,93	15,918
Price-to-Free Cash Flow (P/FCF)	-	-	6,19	-	15,52	10,86	10,86	6,598
EV/EBITDA	9,93	3,73	3,63	16,09	6,06	7,89	6,06	5,247
Current Ratio (Activo Cte/Pvo Cte)	1,23	1,30	0,86	0,74	2,13	1,25	1,23	0,546
ROE	31,92%	121,53%	66,60%	74,73%	122,82%	83,52%	74,73%	38,78%
Deuda/EBITDA	3,16	0,23	0,62	1,46	0,53	1,20	0,62	1,188

Luces Verdes:

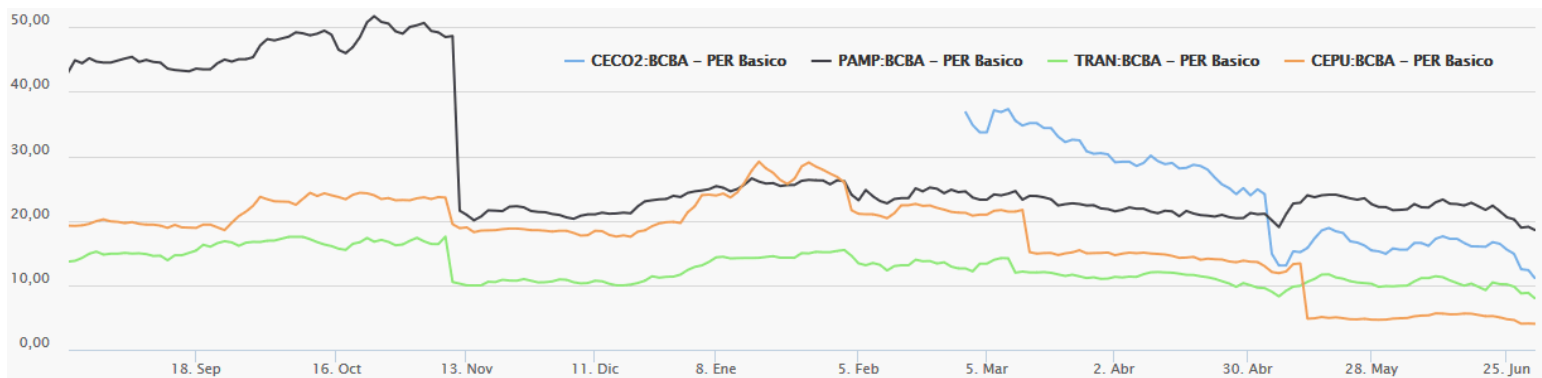
- **CEPU** es claramente la mejor empresa del grupo que estoy analizando y de hecho, sus números la muestran muy por encima de las demás por varias razones:
 1. Tiene uno de los ROC más altos de todo el Merval, el cual nos deja muy claro que esta empresa es excelente, que está muy bien manejada y que realiza un uso muy eficiente de sus activos.
 2. Tiene el Earnings Yield más alto del sector y uno de los más altos del Merval gracias a lo cual, tenemos la seguridad de que esta empresa no solo es excelente sino que además, en este momento cotiza a precios de ganga, con un descuento enorme con respecto a lo que realmente vale (recordemos que precio y valor no son lo mismo).
 3. Tiene el P/S más bajo del sector y siendo este uno de los ratios más importantes para detectar acciones baratas, deberíamos ser muy pesimistas para no aprovechar esta gran oportunidad de compra ya que este ratio nos está diciendo que esta empresa está muy barata en relación a las ventas que genera.
 4. El PER está en sus mínimos históricos y por lo tanto un Earnings Yield (E/P) altísimo.

5. Cotiza a menos de 4 veces EBITDA, algo muy inusual en empresas tan poco riesgosas como esta.
 6. Tiene un endeudamiento absolutamente manejable, tanto en el corto como en el largo plazo, tal y como vemos en su current ratio y en su deuda/ EBITDA.
 7. Tiene un P/BV bajísimo y siendo esta una empresa intensiva en capital, este ratio es bastante significativo.
- **TRAN** es la segunda empresa más interesante del sector por las siguientes razones:
 1. Tiene el ROC más alto del sector y lo viene teniendo desde hace años ya que es una empresa muy eficiente y que durante los últimos dos años viene haciendo un uso muy eficiente de sus activos (es decir que gana mucho dinero sin malgastar recursos ni sobre-invertir).
 2. Su Earnings Yield basado en el EBIT nos dice que actualmente la acción está barata, aunque lo cierto es que esta acción viene estando barata desde hace años gracias a que cada balance, durante los últimos dos años y medio, ha venido mejor que el anterior y nos ha mostrado una mejora constante en los ratios de la empresa, trimestre a trimestre.
 3. Su PER está en el nivel más bajo de los últimos dos años y por lo tanto su Earnings Yield está en sus niveles más altos.
 4. Es una de las pocas acciones del sector que en este momento están generando dinero para el accionista ya que, junto a CECO2, son las únicas que actualmente tienen un free cash-flow positivo gracias a lo eficientes que son en la generación de ganancias y al bajo endeudamiento que tienen.
 - **CECO2** es la tercera acción más interesante de este sector a causa de:
 1. Tiene un muy buen ROC ya que a pesar de no ser impresionante como el de CEPU y TRAN, es más alto que el ROC promedio del Merval así que estamos hablando de una empresa que, en promedio, desarrolla sus operaciones de una manera más eficiente que las demás.
 2. Tiene un excelente Earnings Yield y por lo tanto, su precio en el mercado en este momento nos está diciendo que la misma está muy barata, si tenemos en cuenta las ganancias antes de impuestos que genera en relación al valor de la empresa en su conjunto. Lo que se dice, una ganga.
 3. Junto a TRAN, estas son las únicas empresas del sector que actualmente están generando dinero para el accionista ya que son las únicas que tienen un free cash-flow positivo, lo cual, en última instancia, es el principal objetivo de una empresa pero en el caso de CECO2 además tenemos el agregado de que su P/FCF es notoriamente bajo y por lo tanto, representa un indicio adicional de lo barata que está la acción en relación al dinero que genera para nosotros como accionistas.
 4. Al igual que CEPU, esta empresa cotiza a menos de 4 veces EBITDA así que, creo yo que esto es bastante explicativo de lo barata que ha quedado la empresa ya que, a grandes rasgos, este ratio nos está diciendo que CECO2 sería capaz de “comprarse a sí misma” en menos de 4 años utilizando el dinero bruto que genera. Este supuesto, por supuesto, no es realista pero nos da una idea de lo ridículamente baja que ha quedado la cotización de la acción.
 5. A pesar de que la única señal de alerta que veo en esta empresa es el bajo current ratio que tiene, siendo el mismo incluso menor a 1, lo cierto es que su endeudamiento total es actualmente muy bajo en relación al EBITDA y por lo tanto, en caso de que CECO2 se encuentre con problemas de financiamiento de corto plazo, seguramente estos no le traerán

mayores problemas gracias a que la empresa todavía tiene margen de maniobra para sobreponerse a cualquier situación de este tipo.

Peter Lynch, uno de los inversores por valor más famosos, afirma que el análisis por ratios comparables implica no solo la comparación de los ratios de una empresa con los de otras empresas similares sino que además implica la comparación de sus ratios actuales con sus ratios históricos.

Haciendo entonces el análisis histórico vemos, por ejemplo, que el P/E Ratio actual de estas empresas se encuentra, en el caso de CEPU, TRAN y CECO2, en valores ridículamente bajos si los comparamos con sus promedios históricos, dándonos a entender claramente que estamos viviendo un momento extremo de mercado y de mucho pánico, en el cual las valuaciones de empresas tan buenas como estas han caído a valores tan bajos que llamarles “de ganga” es quedarse corto.



* El PER de EDN no está en el gráfico debido a que es el único que no ha caído fuertemente durante los últimos 6 meses, algo que sí sucedió en el resto de las acciones que estamos analizando.

CEPU:

PER promedio durante los últimos 18 meses: 18,86

PER actual: 4,25

PAMP:

PER promedio durante los últimos 18 meses: 34,15

PER actual: 19,46

CECO2:

PER promedio durante los últimos 18 meses: 28,85

PER actual: 11,82

TRAN:

PER promedio durante los últimos 18 meses: 17,89

PER actual: 8,38

No hace falta ser un genio de la inversión en bolsa para darse cuenta de que muchas de nuestras acciones han quedado “regaladas” luego de esta venta masiva motivada por un pánico cuyos fundamentos todavía no me parecen lo suficientemente fuertes como para generar tanto pesimismo. O sea, es obvio que este gobierno no le está encontrando la vuelta a la situación actual y que en un país tan presidencialista como este, el hecho de que el mismo equipo de gobierno que nos llevó a esta situación pretenda ahora sacarnos de ella es algo que genera mucha desconfianza e incertidumbre y por supuesto, ante la misma, el argentino promedio se refugia en el dólar pero de ahí a salir despavoridos de nuestras acciones y bonos en un contexto en el cual el gobierno ya tiene prácticamente cubierto el financiamiento que necesitará para llegar al 2020 gracias al préstamo del FMI, me parece un comportamiento de manada propio de los lemmings que corren todos juntos y se tiran al precipicio sin una causa concreta que lo justifique. Mientras tanto, ante este tipo de oportunidades que nos permiten comprar a precios tan baratos, los inversores en valor están ‘en el mejor de los mundos’ ya que gracias a este tipo de ventas motivadas por el pánico puede concretar lo que Warren Buffett afirma que debe hacer un buen inversor en Bolsa, es decir, “comprar por 50 centavos lo que realmente vale un dólar”.

Luces Rojas:

- **EDN** es claramente la peor de las empresas que estamos analizando por varias razones:
 1. Su Earnings Yield nos está diciendo que en este momento está cara en relación a las demás y debo decir que EDN viene estando cara desde hace más de 6 meses, con lo cual, no deberíamos haber tenido esta acción en cartera en Enero cuando la baja comenzó.
 2. Su PER actual es altísimo y teniendo en cuenta que al ser Argentina un mercado emergente, los inversores normalmente no permiten a las empresas tener PERs tan altos, mi suposición es que semejante PER solo se justificaría si la empresa está por aumentar de una manera abismal sus ganancias por acción y sinceramente, no parece que este vaya a ser el caso durante el próximo año, con lo cual, está cara.
 3. A pesar de que su situación de endeudamiento no es preocupante, tiene un current ratio bastante bajo y un ROC que nos está diciendo que la empresa no está haciendo un uso muy eficiente de sus activos. Por esta razón es que sugiero cautela con EDN porque si la situación operativa de la empresa se complica, puede que veamos aumentar su ratio Deuda/EBITDA y como sabemos, cuando este ratio es mayor a 2, estamos ante una situación de endeudamiento que puede afectar el normal funcionamiento de la empresa.
 4. La empresa cotiza a más de 16 veces EBITDA, un número bastante alto, sobre todo si la comparamos con otras empresas similares del Merval que suelen cotizar a menos de 10 veces EBITDA.
- **PAMP** viene teniendo una mala performance en el mercado desde hace casi un año y mirando sus números vemos que dicha mala performance está más que justificada ya que:
 1. La empresa tiene una situación de endeudamiento bastante preocupante ya que su ratio deuda/EBITDA es mayor a 3, siendo que los expertos afirman que cuando este ratio es mayor a 2 la empresa ya se encuentra en problemas.

2. Su ROC afirma que, según el último balance presentado por la empresa, la misma todavía tiene un largo camino por recorrer si es que quiere volver a convertirse en una empresa eficiente que genere dinero para los accionistas.
 3. Su Earnings yield nos dice que en este momento (y a pesar de todo lo que ha caído) esta empresa está cara en relación al dinero que genera con respecto al tamaño de la empresa en su conjunto y la razón de que suceda esto es, obviamente, la gran cantidad de deuda que tiene emitida ya que esto engrosa mucho el Enterprise Value y hace que dividamos el EBIT por un número más grande que por lo tanto, tira para abajo el rendimiento de la inversión.
 4. A pesar de que me gustan el P/S y el P/BV de esta empresa, creo yo que la situación de alto endeudamiento que tiene es un gran peso muerto que le ha impedido a PAMP despegar durante el último año y que continuará impidiéndole a la misma superar en rendimiento al índice Merval hasta que el ratio Deuda/EBITDA caiga por debajo de 2.
- El contexto político y económico de nuestro país es de lo más hostil que se ha visto en años provocando, por ejemplo, durante la semana pasada una caída en el Merval que no se veía desde la crisis financiera de 2008. Se espera que dentro de un mes comiencen a entrar los capitales correspondientes a los fondos de inversión que se ven obligados a invertir en acciones argentinas como consecuencia de que durante la semana pasada nuestro país fue recalificado como Mercado Emergente pero también es cierto que, mientras esperamos a que eso suceda, la estamos pasando bastante mal todos los que nos mantenemos comprados a causa de que sabemos que las acciones que tenemos en cartera son de empresas que tienen un valor intrínseco mayor al precio que vemos en el mercado así que, por lo tanto, no tiene ningún sentido vender a estos precios ridículos las acciones que ya habíamos comprado baratas hace apenas unos meses. Como afirman todos los libros de inversión en valor: “para invertir en la bolsa se necesitan tres habilidades básicas: saber identificar si una empresa es buena o no, saber identificar si una acción está barata o no y una vez que tenemos armada nuestra cartera de acciones buenas y baratas, tener la paciencia suficiente para dejar que nuestra inversión madure hasta el momento en el cual el mercado en su conjunto reconozca el valor que nosotros habíamos previamente detectado en ellas” (y creo yo que esta última habilidad es la más difícil de adquirir).

Conclusión: CEPU y TRAN están a precios de ganga, sin lugar a dudas, mientras que CECO2 es también es una excelente oportunidad de compra pero en menor medida debido a que no tiene ratios tan buenos.

Este informe ha sido preparado por el personal de Grupo Carey S.A. y en él se vierten opiniones personales. El objeto del mismo es brindar información y de ningún modo debe ser considerado como una oferta, o recomendación para la compra, venta o seguimiento de una estrategia determinada respecto de títulos valores u otros instrumentos financieros. Grupo Carey S.A. no garantiza que la información contenida en el presente sea correcta, completa o actualizada ya que la mayor parte de ella es provista por terceros sobre los cuales no existe un control por parte de Grupo Carey S.A. La información vertida en el presente informe puede ser modificada sin que sea necesario ningún tipo de notificación previa ni aviso al respecto. Para evaluar la conveniencia de las inversiones a las que puede hacer referencia el presente informe, el lector deberá realizar un análisis personal siendo además recomendable el asesoramiento por parte de personal calificado respecto de su situación específica. Grupo Carey S.A. no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, directa o indirecta, por los daños producidos por el uso del presente informe.