

15 de septiembre de 2023

Genneia S.A.

Genneia es la principal compañía de generación de energía de fuentes renovables de nuestro país. Suministra energía sustentable 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 carrera sustentable convirtiéndose en la primera empresa argentina en hacer oferta pública de energía eólica. Incrementando su capacidad instalada año a año, la empresa ya concentra el 21% de la generación solar y eólica del país, siendo la líder en este segmento.

Los accionistas de Genneia incluyen; Argentum Investments I LLC con el 44% del capital (subsidiaria de PointState, fondo de Darío Lizzano inversor de TGLT, Caputo, Sheraton y Park Tower); Fintech Energy LLC con el 25% (subsidiaria de Fintech Advisory Inc del empresario David Martínez, accionista de Cablevisión y Telecom); Familias Brito y Carballo con el 25% (Banco Macro) y; Prado Largo S.A. con el restante 6% (subsidiaria de LAIG, compañía uruguaya con interés en el sector energético de la región). Desde 2016, la compañía recibió USD 169 millones como aportes de capital accionario para ejecutar su plan de expansión.

Producción

Para mediados de 2023, Genneia junto con sus subsidiarias y negocios conjuntos, contó con una capacidad instalada de generación de energía de 1.307 MW. El 72% es de fuentes renovables (944 MW), mientras que el restante 28% (363 MW) es de generación térmica convencional. Desde nuestro *Resumen anterior* ([ver aquí](#)), un año atrás, la compañía inició las operaciones en el parque solar de Sierras de Ullum (78 MW), incorporando 6% más a la generación. La firma opera actualmente 7 parques eólicos, 2 parques solares y 2 centrales térmicas (CTs).

Al presente, Genneia sigue avanzando en la construcción de dos nuevos parques: Tocota III (60 MW solares) y La Elbita (162 MW eólicos). Se estima que el nuevo parque solar este operativo a inicios de

2024, mientras que el nuevo parque eólico comenzaría sus operaciones en el 4to trimestre del próximo año. Por otro lado, la firma obtuvo en julio la adjudicación de dos proyectos solares bajo RenMDI en Lincoln y Junín, provincia de Buenos Aires, por 20 MW cada uno. Se prevé que los contratos energéticos se firmen antes de noviembre de este año, dando 3 años de margen a la compañía para llevar adelante la obra e iniciar las operaciones.

Activos Operativos y Proyectados

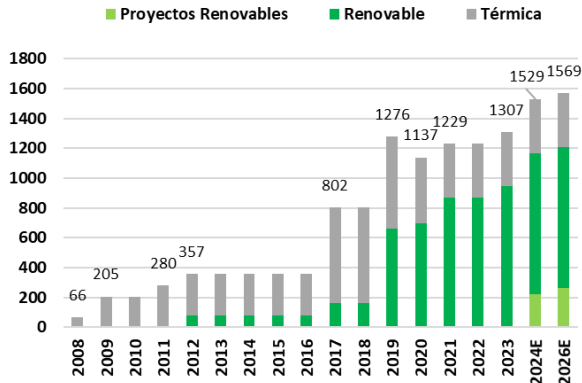
Activos	MW	Regulación	Plazo	Inicio	Fin	Estados
Eólicos	784					
Rawson I	53	GENREN	15 años	ene-12	ene-27	Consolida
Rawson II	31	GENREN	15 años	ene-12	ene-27	Consolida
Rawson III	25	MATER	-	dic-17	-	Consolida
Trelew	51	GENREN	15 años	ago-13	ago-28	Consolida
Madryn I	71	Res. 202	20 años	nov-18	nov-38	Consolida
Madryn II	151	Res. 202	20 años	sep-19	sep-39	Consolida
Villalonga I	52	RenovAr 1.0	20 años	dic-18	dic-38	Consolida
Villalonga II	3	MATER	-	feb-19	-	Consolida
Chubut Norte I	29	RenovAr 1.0	20 años	dic-18	dic-38	Consolida
Chubut Norte II	26	MATER	-	mar-21	-	Consolida
Chubut Norte III	58	RenovAr 2.0	20 años	feb-21	feb-41	Part. accionaria
Chubut Norte IV	83	RenovAr 2.0	20 años	feb-21	feb-41	Part. accionaria
Pomona I	101	RenovAr 1.5	20 años	jul-19	jul-39	Consolida
Pomona II	12	MATER	-	ago-19	-	Consolida
Necochea	38	RenovAr 1.5	20 años	feb-20	feb-40	Part. accionaria
Solares	160					
Ullum I	25	RenovAr 1.5	20 años	dic-18	dic-38	Consolida
Ullum II	25	RenovAr 1.5	20 años	dic-18	dic-38	Consolida
Ullum III	32	RenovAr 1.5	20 años	dic-18	dic-38	Consolida
Sierras de Ullum	78	MATER	-	ene-23	-	Consolida
Térmico	363					
Bragado II & III	59	Res. 21	10 años	feb-17	feb-27	Consolida
Bragado II & III	59	Res. 21	10 años	may-17	may-27	Consolida
Cruz Alta	245	Energía Base	-	ene-02	-	Consolida
En construcción	222					
La Elbita	162	MATER	-	oct-24 E	-	Consolida
Tocota III	60	MATER	-	ene-24 E	-	Consolida
Adjudicados	40					
Lincoln	20	RenMDI	15 años	nov-26 E	nov-41 E	Consolida
Junín	20	RenMDI	15 años	nov-26 E	nov-41 E	Consolida

Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones Genneia.

La misión de la compañía se alinea con la estrategia de fomento de energías limpias y la descarbonización de los Objetivos de Desarrollo Sustentable (ODS). En los últimos 5 años, Genneia multiplicó por más de 7 veces su capacidad instalada de generación de energía renovable y se desprendió de 279 MW de generación de fuentes térmicas. Los activos renovables que eran del 20% de la capacidad instalada en 2018 pasarán a ser el 76% para 2024.

El fomento de energías sustentables le permite acceder a múltiples fuentes de financiamiento, como las agencias de crédito KFW de Alemania o el EKF de Dinamarca, y le brinda la posibilidad de emitir bonos de deuda de categoría Verde.

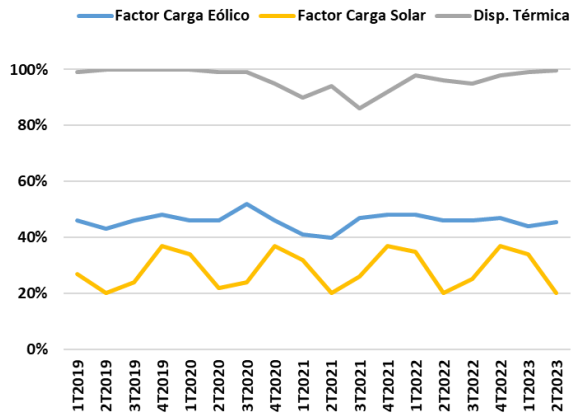
Evolución de la Capacidad Instalada (MW)



Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones Genneia.

En productividad, gracias a las buenas condiciones climáticas y la no presencia de accidentes o tareas de mantenimiento, Genneia mantuvo altos porcentajes de utilización en los últimos 12 meses (LTM). El factor de carga eólico promedio se mantuvo en torno al 46%, mientras que el factor de carga solar osciló en el 30%. Ambos indicadores son superiores a la media de la industria global (39% y 16% respectivamente). Asimismo, la disponibilidad térmica mejoró mucho al respecto del año anterior, pasando del 93% al 98%.

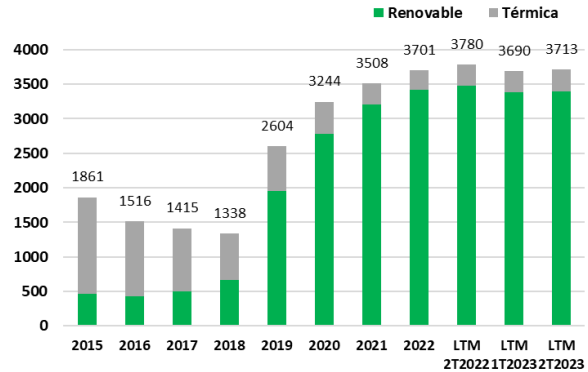
Utilización de la Capacidad Instalada (%)



Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones Genneia.

Por el lado de los volúmenes, al cierre del segundo trimestre de 2023 Genneia produjo 3.713 GWh en los últimos 12 meses, niveles similares a los producidos en el mismo periodo del año anterior y levemente mayores a los producidos en todo 2022. Al respecto de 2016, antes del avance de las nuevas inversiones, los volúmenes se incrementaron casi un 700%. Una notable expansión productiva. Del total despachado, la energía renovable alcanzó el 92%, porcentaje que era de solo del 28% en 2016.

Generación Total de Energía (GWh)



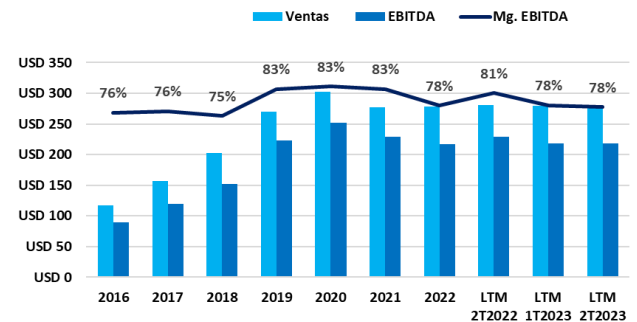
Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones Genneia

Ventas y Resultados

Los últimos resultados presentados por la empresa son al cierre del segundo trimestre de 2023, con fecha al 30 de junio. Genneia posee la gran mayoría de sus ingresos atados al tipo de cambio oficial, y sus pasivos y activos, por la naturaleza del negocio, están mayormente también dolarizados. Por esta razón, analizaremos los estados contables de la compañía en dólares al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según el periodo observado.

Desde la transformación productiva de Genneia, los ingresos netos y el flujo operativo (EBITDA) tuvieron un fuerte crecimiento, sobretodo en el periodo 2016-2019. Al cierre del ejercicio 2022, las ventas netas alcanzaron los USD 278 millones, valores similares a 2021, pero 8% menores a los alcanzados en 2020. Por su parte, el EBITDA consolidado en balance (sin tener en cuenta los negocios conjuntos), alcanzó en 2022 los USD 217 millones. Esto fue 5% por debajo del año anterior y 14% por debajo del récord de 2020.

Evolución Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Observando datos más recientes, en el primer semestre de 2023 Genneia alcanzó USD 140 millones en ingresos, un 2% más que en el mismo semestre de 2022 y 5% más que el primer semestre de 2021. A su vez, el EBITDA se mantuvo estable al respecto de 2022 y 2021 en USD 111 millones. A nivel semestral el último semestre estuvo también por debajo de 2020.

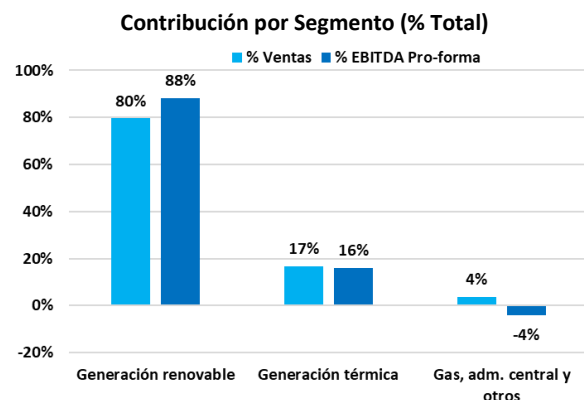
A pesar de la inauguración de una nueva planta solar, los ingresos del semestre sufrieron por la merma de vientos fuertes, los mayores gastos de plantilla por el plan de expansión y el aumento de los costos en dólares de gastos denominados en pesos.

USD Mill.	6M2023	6M2022	Var (%)	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)
Ingresos	140	137	2%	133	5%	149	-6%
R. operativo	85	79	7%	75	13%	93	-9%
Mg. operativo	61%	58%	300pb	56%	400pb	63%	-200pb
EBITDA	111	110	1%	111	0%	128	-13%
Mg. EBITDA	80%	80%	-100pb	83%	-300pb	85%	-600pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Análisis por Segmento

En los primeros seis meses del año, las fuentes renovables significaron el 80% de los ingresos netos totales y el 88% del EBITDA consolidado pro-forma (incluyendo negocios conjuntos). Participaciones muy similares a los del año anterior.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Renovable. Los activos de generación renovable operan en diferentes marcos regulatorios, todos bajo regulación del Estado Nacional. El programa RenovAr constituye el 47% de la capacidad instalada renovable, Resolución 202 el 24%, MATER el 15% y GENREN el 14%. Todos estos marcos operan con precios en dólares por MWh, siempre pagaderos al tipo de cambio oficial (dólar linked).

RenovAr, Resolución 202 y GENREN, permiten la formación de contratos PPA (“Power Purchase Agreement”) a largo plazo (de 15 a 20 años) entre Genneia y CAMMESA, empresa regulada encargada de operar el mercado eléctrico mayorista (MEM). Por su parte MATER, habilita a la Genneia a participar en el Mercado a Término de Energías Renovables, donde puede vender energía a usuarios industriales bajo acuerdos PPAs de largo plazo puramente privados. Los clientes de Genneia son empresas de primer nivel de industrias diversificadas. Cargill, Loma Negra, Saint-Gobain, Bimbo, Mondelez, Aeropuertos Argentina 2000, Vista, Newmont, Mercedes-Benz entre otros. El inicio de las operaciones de Sierras de Ullum sumó participación en este mercado. Tocota III y La Elbita se incorporarían al MATER en 2024.

En detalle, bajo GENREN, los PPAs no poseen garantías más allá del pago obligado que debe realizar CAMMESA en forma mensual por la energía despachada. Por contrario, en los PPAs firmados en Resolución 202, los pagos están garantizados por el FODER (Fondo para el Desarrollo de Energías Renovables, el cual el Estado Nacional es fiduciante). Bajo este esquema Genneia puede efectuar reclamo por tardanza o falta de pago de CAMMESA a FODER, el cual deberá proceder a realizar el pago en su lugar. Por último, los PPAs que la compañía acordó en el marco de RenovAr, son los de más alta calidad, ya que además de estar garantizadas por el FODER poseen una garantía especial otorgada por el Banco Mundial (BM). La entidad actúa como pagador de última instancia ante impago de CAMMESA y FODER.

Gracias a sus garantías de sus cobros, con contratos FODER pagaderos en forma estable en 42 días, Genneia tuvo un promedio ponderado de 55 días para obtener cobros de CAMMESA en el último año, por debajo de otras generadoras. Los viejos contratos de PPAs y de energía base promediaron demoras en torno a los 82 días en el mismo periodo.

Generación Renovable

USD Mill.	6M2023	6M2022	Var (%)	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)
Ingresos	111	111	0%	102	9%	109	2%
EBITDA	98	99	-1%	92	6%	100	-2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Generación Térmica. Durante el proceso de transformación hacia energías renovables, Genneia se desprendió de las centrales que iban llegando al vencimiento de sus contratos. Desde 2021 mantiene en funcionamiento solo 2 CTs.

Al ser energía convencional, no existen esquemas de promoción por parte del Estado Nacional. Las CTs Bragado II y III (118 MW) tienen contratos PPAs en dólares a tipo de cambio oficial con CAMMESA hasta 2027 bajo Resolución 21. Por su parte la CT Cruz Alta (245 MW), se encuentra bajo el esquema de remuneración de Energía Base con precios en pesos sin un mecanismo de actualización.

Los ingresos y el EBITDA del primer semestre de 2023 mejoraron al respecto del año anterior gracias a una mayor disponibilidad térmica en Bragado II y III y el ajuste de precios aprobados a finales de 2022 para Energía Base (aumentos del 20% para transacciones desde sept-22, con actualizaciones en dic-22, feb-23 y ago-23 del 10%, 25% y 28% respectivamente).

Generación Térmica

USD Mill.	6M2023	6M2022	Var (%)	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)
Ingresos	23	21	10%	26	-10%	36	-34%
EBITDA	18	17	7%	20	-11%	29	-40%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

A modo de resumen, si tomamos en cuenta Genneia, sus subsidiarias y negocios conjuntos, del total de los ingresos obtenidos en el 2T2023, el 93% fueron PPAs, 3% fueron otros ingresos en dólares oficiales y el restante 4% ingresos en pesos por Energía Base. Asimismo, del total de los ingresos, el 55% tuvo protección bajo garantías de FODER o FODER/BM (RenovAr y Res 202), el 37% tuvo de contraparte solo a CAMMESA (GENREN, Res. 21 y Base), mientras que el restante 8% fue puramente privado (MATER).

Perfil de Deuda

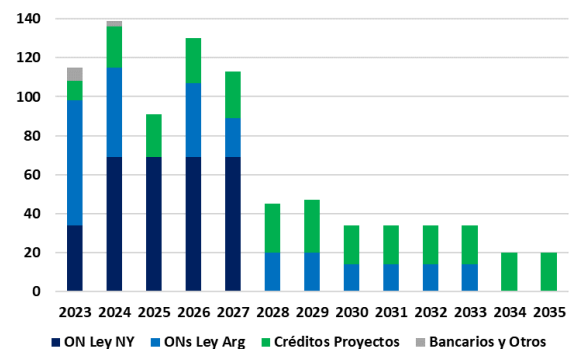
Al cierre de junio 2023, la deuda financiera consolidada totalizó los USD 771 millones, 4% más que el mismo cierre del año anterior, pero 13% menor al cierre del ejercicio 2021. La deuda financiera está toda denominada en dólares; 67% es hard dollar, mientras que el restante 33% es dólar linked, deuda que se paga en pesos al tipo de cambio oficial.

Las Obligaciones Negociables (ONs) de Genneia comprenden el 76% de la deuda financiera; 41% es una ON hard dollar de legislación NY, 2% es una ON hard dólar pagadera localmente y 33% son cinco ONs dólar linked. El resto de la deuda de la compañía se compone de créditos con agencias de exportación y bancos de desarrollo internacionales en un 23% y el restante 1% en préstamos bancarios.

Por otro lado, si restamos a la deuda la caja y los activos financieros corrientes, la deuda neta alcanzó los USD 609 millones, valores similares a 2022 pero muy por debajo al cierre del mismo semestre de 2021. En forma equilibrada, a pesar de la fuerte expansión, la compañía mantiene los niveles de endeudamiento controlados, con ingresos por operaciones que van compensando los gastos de capital de los proyectos en marcha.

Luego de los últimos resultados, Genneia pagó los vencimientos de las ONs dólar linked series 29 y 32. Parte de esos pagos se cubrieron con nuevas emisiones series 39, 40 y 41 equivalentes a USD 60 millones dólar linked y USD 10 millones hard dollar Ley local. En los últimos trimestres el peso de la deuda dólar linked sobre la total aumentó. Genneia se benefició del contexto macro y emitió deuda con tasas cercanas al 0% como resultado de la alta demanda del mercado para obtener cobertura cambiaria. Como resultado, la vida promedio ponderada de la deuda actual bajó a 3 años.

Deudas Genneia, subsidiarias y participaciones (USD Mill.)



Fuente: Elaboración propia en base a presentaciones Genneia.

Tomando en cuenta el EBITDA de Genneia consolidado por balance de los últimos 12 meses (LTM), al cierre del primer semestre de 2023, la

compañía alcanzó un nivel de apalancamiento neto de 2,8x veces, similar a los cierres de ejercicios 2022 y 2021 pero más bajo que el cierre al 2T21. La notable mejora se observa en los intereses a pagar que cayeron un 30% contra el mismo semestre del año anterior. La cobertura del EBITDA frente a los intereses pasó a ser de 4,6x veces, en gran medida gracias a la baja de los intereses que generaron las nuevas emisiones dólar linked.

USD Mill.	2T2023	4T2022	Var (%)	2T2022	Var (%)	4T2021	2T2021
Deuda Financiera	771	751	3%	741	4%	882	875
Caja y Activos Fin.	161	149	8%	126	28%	231	133
Deuda Neta	609	602	1%	616	-1%	651	742
EBITDA (LTM)	218	217	1%	229	-5%	229	235
Deuda Neta/EBITDA	2,8	2,8	0,0	2,7	0,1	2,8	3,2
Intereses anuales	47	58	-18%	68	-30%	76	77
EBITDA/Intereses	4,6	3,8	0,8	3,4	1,2	3,0	3,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Alternativamente, para estresar más los ratios, plantearemos un escenario de nulo acceso al mercado oficial de cambios por parte de Genneia. Dolarizando los flujos y stocks al tipo de cambio contado con liquidación (CCL) podremos observar que sucedería en caso en que una nueva normativa del BCRA impida a la firma obtener dólares para el pago de la ON Ley NY con vencimiento en 2027.

El flujo operativo con ingresos de divisas cero sería muy castigado. Considerando una brecha promedio del primer semestre del 96%, el EBITDA caería un 49% llegando a los USD 111 millones. Genneia no tiene la posibilidad de obtener divisas por sus operaciones ya que por el momento no diversifica sus ventas a mercados energéticos externos.

Por su parte, la deuda financiera está emitida en dólares, pero el 33% es pagadero en dólar linked. Asimismo, la compañía cuenta con el 95% de su posición en bancos en moneda extranjera (según cierre ejercicio 2022). Realizando estos ajustes la deuda financiera neta valuada al TC CCL podría disminuir a unos USD 402 millones.

En este escenario, Genneia llevaría su apalancamiento neto a niveles del 3.6x y la cobertura por intereses/EBITDA ajustado caería a 2.8x. Sería un importante riesgo de liquidez e incumplimiento, considerando que el promedio de la deuda es de 3 años y la compañía debe hacer frente a USD 115 de

vencimientos en 2023 y USD 139 para 2024. A pesar de esto, los ratios muestran una importante mejora al respecto del mismo cálculo realizado para el cierre 2T2022 (4,8x y 2,0x respectivamente). Las deudas financieras atadas al tipo de cambio oficial y mayores posiciones de caja en dolares plasman las buenas decisiones de su gerencia financiera.

Desde ya, el escenario anterior no contempla una devaluación del tipo de cambio oficial que disminuya la brecha tendiente a unificar el tipo de cambio. De darse este escenario, significaría un aumento más que relevante para los ingresos de la compañía. Por la estructura de sus contratos, Genneia está completamente cubierto del riesgo devaluatorio. La situación actual de brecha alta es la que le genera complicaciones financieras perjudicando la emisión de deuda internacional y la importación de capital.

Renta Fija

La empresa posee una ON hard dollar de legislación NY, el citado título con vencimiento en 2027 Clase XXXI. Este bono es el primer bono clasificado como Bono Verde del país emitido en el mercado internacional. La ON se encuentra alineada a los Principios de Bonos Verdes (GBP) del ICMA (International Capital Market Association).

El bono posee un cupón anual del 8.75%. Amortiza en diez cuotas semestrales del 10%. Ya abonó dos cuotas en mar-23 y sep-23, por lo que su valor residual es del 80% y su duration a vencimiento de 2 años. Posee mínimos de negociación de 1.000 nominales. A la fecha, cotiza clean cable (sin intereses corridos) en torno al 97,25% con una TIR del 10.2%.

Cabe destacar que el título tiene como garantía, a través de un fideicomiso local, los derechos de cobro de los PPAs de los parques eólicos Madryn I y Madryn II (con garantía FONDER). El fideicomiso local posee una cuenta recaudadora en pesos donde recibe los cobros de CAMMESA. Los fondos son utilizados mensualmente para acceder al mercado de cambios y comprar las divisas necesarias para el próximo servicio de deuda a vencer.

Durante 2023, el bono osciló con rendimientos entre el 10% y el 11%. Contra sus comparables de similar duration opera con rendimientos por encima de Pampa Energía 2026 pero debajo de YPF Luz 2026.



Fuente: Bloomberg.

El resto de las ONs se corresponden a bonos dólar linked con cupones que van del 0% al 5,65% y bonos hard dólar de legislación local con muy poco volumen. Todos los bonos están clasificados como Bonos Verdes por BYMA aprobados por la CNV.

Obligaciones Negociables Genneia S.A.

ON	Ticker	Tipo	Ley	Cupón	Vto.	Emisión (mill.)
Clase XXXIV Verde	GN340	Hard USD	Arg	6,00%	10/8/2024	USD 7,8
Clase XXXV Verde	GN350	Dólar Linked	Arg	0,00%	23/12/2024	USD 38,2
Clase XL Verde	GN400	Hard USD	Arg	5,50%	14/7/2025	USD 10,9
Clase XLI Verde	GN410	Dólar Linked	Arg	0,00%	14/7/2026	USD 30,0
Clase XXXVII Verde	GN370	Dólar Linked	Arg	0,00%	11/11/2026	USD 29,9
Clase XXXI Verde	GNCXO	Hard USD	NY	8,75%	2/9/2027	USD 292,9
Clase XXXIX Verde	GN390	Dólar Linked	Arg	2,00%	14/7/2028	USD 30,0
Clase XXXVI Verde	GN360	Dólar Linked	Arg	5,65%	23/12/2031	USD 50,0
Clase XXXVIII Verde	GN380	Dólar Linked	Arg	4,50%	10/2/2033	USD 73,4

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Perspectivas

En 2022 la demanda abastecida por fuentes renovables en nuestro país alcanzó el 14%. El objetivo de alcanzar el 20% planteado por la Ley de Energías Renovables para finales de 2025 está más cerca. Asimismo, los últimos planes estratégicos elevarían la cifra objetivo al 30% para 2030. Por su excelente

performance Genneia será uno de los actores principales de esta transformación energética. La empresa posee el apoyo de instituciones financieras internacionales y un marco regulatorio favorable.

La ON hard dólar de legislación NY demuestra solidez. A pesar del elevado apalancamiento, esperable en empresas en expansión, la estructura de garantías tanto del bono y los ingresos y las obras en marcha convierten a Genneia en una destacable opción de inversión. A su vez, su management demuestra prudencia en el manejo reciente de su deuda.

De todas formas, la brecha de casi el 100% y la inflación elevada no permiten a Genneia obtener ingresos acordes a la evolución de los dólares financieros y, asimismo, eleva fuertemente los costos en dólares pagadores en moneda local. Los márgenes y el EBITDA se fueron deteriorando desde 2020.

En caso de devaluación del tipo de cambio oficial que achique fuertemente la brecha o de darse una unificación cambiaria, es un bono que se tornaría más que atractivo. Resuelta la incertidumbre cambiaria y considerando sus mínimos de inversión, la ON hard dólar de legislación extranjera serían una muy buena alternativa para diversificar carteras corporativas, hoy mayormente expuestas a la energía convencional.

Por el lado de las ONs dólar linked, para aquellos que busquen cobertura cambiaria, son una opción inmejorable. La liquidez de estos títulos es escasa en mercados secundarios por lo que sería mejor participar directamente en sus licitaciones. Con 96% de sus ingresos atados a dólar mayorista, la cobertura de Genneia a un evento devaluatorio es total.

Muchas gracias,

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@cucchiara.com.ar

Tomas Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar