

COX: Reporte positivo, derivado de un crecimiento en el portafolio y mayores ingresos

¿En línea con estimados?

Resultados positivos, derivado del crecimiento en el portafolio de proyectos, una mayor diversificación y los avances registrados en los ingresos, impulsados por el crecimiento del negocio de suministro de energía.

Perfil Operativo e Ingresos

Durante el 3T22, el portafolio bajo gestión de COX registró un crecimiento considerable, pasando de 1,219 MWp a 1,620 MWp, representado por 27 proyectos (20 previamente), con sede en Chile, México, Guatemala, Panamá y Colombia.

En ese sentido, la distribución del portafolio por región quedó conformada de la siguiente manera: i) 38.6% Chile; ii) 29.6% México; iii) 24.4% Colombia; y, iv) 7.4% Centroamérica.

Por capacidad de generación, el portafolio de Chile contó con un estimado de 625 MWp, mientras que México registro una ligera disminución, situándose en 480 MWp, Centroamérica con un crecimiento, ubicándose en un estimado de 120 MWp y Colombia un importante avance, colocándose el portafolio en un estimado de 395 MWp.

Ante el crecimiento del portafolio de Colombia, la clasificación de proyectos presentó grandes cambios, quedando conformada de la siguiente manera: i) 46.6% en desarrollo inicial; ii) 31.0% en desarrollo avanzando; iii) 19.3% en *backlog*; iv) 3.1% en construcción; y, v) 1 proyecto menor con capacidad estimada inferior al 1MWp en etapa de operación.

En cuanto a los proyectos en desarrollo conjunto, la granja solar en México se mantuvo sin cambios al cierre del periodo, con un 20% propiedad de COX y una opción de adquisición de un 10% adicional, mientras que el proyecto de la meseta en Chile no registró modificaciones, con un porcentaje de participación del 30%.

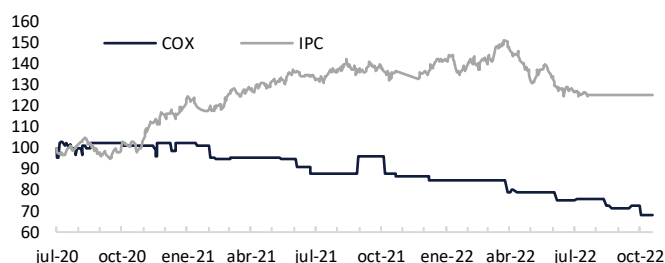
COMPRA	PO SEP23*	Ps.50.30
Precio (COXA*)		Ps.22.50
Máx/mín desde OPI		34.00 / 22.50
Rendimiento P.O.		123.6%
Capitalización de Mercado (Ps. mill)		3,710
Valor de la Empresa** (Ps. mill.)		3,825
Acciones en circulación (millones)		165
Flotante		15.48%
Volumen diario prom desde IPO		<0.5 millones

Precio al 28/10/2022

*Incluye NIIF 16, créditos con costo y préstamos con partes relacionadas

Fuente: Apalache y la emisora

COX vs IPC
(base 100 desde IPO)



Métrica Operativa	3T22	4T21	Var.
Número de Proyectos	27	20	35%
En construcción y operación (MWp)	51	51	0%
Desarrollo avanzado y Backlog (MWp)	814	813	0%
Desarrollo Inicial atribuible a COX (MWp)	755	355	113%

En Ps. millones

Posición Financiera	3T22		
Efectivo, Eq. e Inversiones Temp.	136		
Otros Activos Circulantes	282		
Activos No Circulantes	1,193		
ACTIVOS TOTALES	1,611		
Deuda (Fin y Ptes Relacionadas)*	236		
Otros Pasivos	186		
PASIVOS TOTALES	422		
Participación Controladora	1,174		
Participación No Controladora	14		
CAPITAL CONTABLE	1,188		
Resultados Integrales	3T22	3T21	var
Ingresos de Operación	80.4	7.3	>100%
Costo de Operación y Desarrollo	-51.7	-0.1	>100%
Gastos de Operación	-43.9	3.7	na
Utilidad de Operación	(15)	11	na
Resultado de Financiamiento	(25)	7	na
Part. en resultados de asociadas	(16)	(25)	na
Utilidad Antes de Impuestos	(56)	(7)	>100%
Impuestos a la Utilidad	0	(1)	n.a.
Utilidad Neta	(56)	(8)	>100%
Utilidad Neta Controladora	(56)	(8)	>100%
EBITDA**	(13)	13	na
<i>mgn</i> EBITDA	na	na	na
Deuda Neta / EBITDA U12M	<0.0x	<0.0x	na

* Incluye NIIF 16 y créditos con costo entre partes relacionadas

**Calculamos el EBITDA como Utilidad de Operación + Depreciación del periodo

Fuente: COX

Finalmente, la distribución del portafolio por región fue la siguiente: i) Sudamérica con 21 proyectos (1,020 MWp); ii) México con 3 proyectos (480 MWp); y, iii) Centroamérica con 3 proyectos (120 MWp).

Cabe destacar que, como parte de la estrategia de expansión de la emisora, en septiembre pasado recibió la autorización para poder comercializar y suministrar energía en Colombia, lo cual podrá incrementar la generación de flujo de efectivo en el corto plazo.

Resultados.

Debido a la etapa en la que se encuentra actualmente COX, los Ingresos aún no son significativos, sin embargo, continúan con un crecimiento mayor al 100% con respecto a los Ingresos Totales de 2021, finalizando en Ps.80.4 millones durante el 3T22. Por su parte, los ingresos acumulados durante los primeros nueve meses del año se situaron en Ps.291.9 millones.

Este importante avance deriva del aumento en los ingresos del negocio de comercialización y venta de energía a través de la subsidiaria Cox Energy Suministrador, que corresponden, principalmente, a ventas por gestión y suministro de energía en el Mercado Eléctrico Mayorista en México (MEM), mientras que una menor parte corresponde a ingresos por servicios de suministro de energía en Chile, basada en el modelo ESCO-Autoconsumo.

En cuanto a los Gastos de Operación, estos se ubicaron en Ps.51.7 millones (vs. 0.1 millones en el 3T21). Este incremento se debe, principalmente, a gastos administrativos extraordinarios necesarios para la viabilidad operativa de la compañía y poder cumplir las metas de mediano plazo estipuladas.

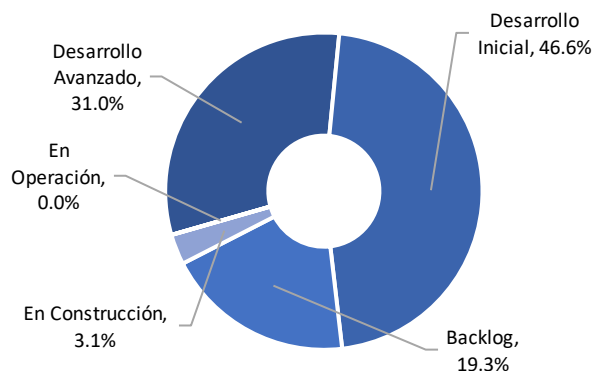
Debido a lo anterior, el EBITDA del trimestre se situó en Ps.-13.4 millones. Cabe recordar que el EBITDA no es una métrica relevante dada la situación *greenfield* de los proyectos de la emisora.

En cuanto a la Utilidad Neta, esta registró una pérdida de Ps.56.4 millones, como resultado de la pérdida operativa registrada durante el periodo derivado de una continua inversión en expansión y crecimiento, así como del impacto negativo sobre el Costo Integral de Financiamiento, debido a la depreciación, con respecto al dólar, de las monedas donde COX mantiene operaciones.

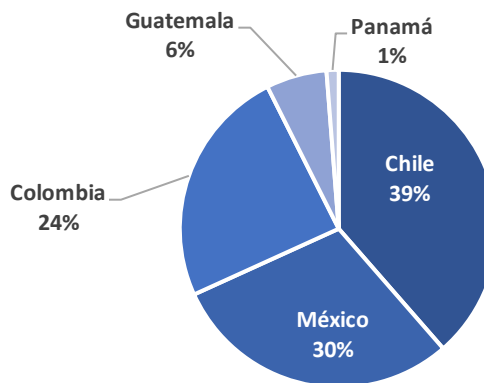
Posición Financiera.

El Efectivo y Equivalente finalizó septiembre en Ps.135.9 millones, cifra que se compara favorablemente con los Ps.28.1 millones registrados al cierre de 2021. Este incremento en la caja deriva del otorgamiento de un préstamo intercompañía entre Cox Energy Solar y Cox Energy América. Dichos recursos tienen como finalidad la ejecución del plan estratégico de corto plazo de COX.

Estatus del Portafolio Global



Portafolio Propiedad COX (D&O)



Cabe destacar que la operación de financiamiento intercompañía surge de la aprobación a Cox Energy Solar de una línea de crédito por hasta EUR30 millones con Barclays Ireland Bank.

Al cierre del trimestre, COX no mantiene deuda con entidades financieras, sin embargo, consideramos que hacia adelante el apalancamiento conlleve un mayor dinamismo en el desarrollo de proyectos de la emisora, debido a los requerimientos de recursos que tienen los proyectos en gestión.

Nuestra Recomendación.

Una vez actualizado nuestro modelo de valuación y derivado del crecimiento del portafolio, hemos mantenido sin cambios nuestro Precio Objetivo a 12 meses (septiembre 23) en Ps.50.30 previos, lo que continúa representando un rendimiento potencial superior al 100% con respecto al precio de cierre del pasado 28 de octubre, por lo que ratificamos nuestra recomendación fundamental de inversión en COMPRA. Cabe recordar que mantenemos un descuento por liquidez del 20% sobre el PO, el cual iremos disminuyendo de forma gradual conforme se incremente la operatividad de la emisora.

Pese al incremento en el portafolio, hemos mantenido nuestro precio objetivo sin cambios derivado del estatus de los proyectos y los incrementos en las tasas de referencia, lo cual ha encarecido de manera considerable la deuda, lo que fungirá como un pilar fundamental para el desarrollo de los proyectos de COX.

Es importante resaltar que la compañía se encuentra en las etapas finales del listado dual en la bolsa BME Growth de España, por lo que esperan que la cotización de la acción en dicha bolsa inicie en las próximas semanas, en espera de las autorizaciones regulatorias debidas.

Carlos Alcaraz
+52 (55) 6609-5983
carlos.alcaraz@apalache.mx

Jorge Plácido
+52 (55) 5412-4273
jorge.placido@apalache.mx

1. Métricas de Valuación Destacadas (Suma de Partes)

Portafolio Propiedad COX	México	Chile	Colombia	Panamá	Guatemala
Precio por MW (USD)	69	56	89	65	81
Inflación Energía	9%	6%	9%	11%	9%
CAPEX por MW (USD)	710,000	710,000	710,000	710,000	710,000
Tasa libre de riesgo	8.50%	9.75%	7.50%	0.00%	2.25%
Tasa de Impositiva	30%	27%	35%	25%	25%
Costo del Capital Apalancado	21.7%	21.0%	22.5%	19.7%	20.0%
% Financiamiento Capital	30%	30%	30%	30%	30%
% Financiamiento Senior (A)	50%	50%	50%	50%	50%
Spread p.b.	120	120	120	120	120
Vencimiento años	20	20	20	20	20
Años de gracia	2	2	2	2	2
% Financiamiento Junior (B)	25%	25%	25%	25%	25%
Spread p.b.	250	250	250	250	250
Vencimiento años	15	15	15	15	15
Años de gracia	3	3	3	3	3
Dividendo % CFO después de servicio de deuda	70%	70%	70%	70%	70%
Contribución al Precio Objetivo*	12.95	25.49	21.11	2.99	2.79

Fuente: COX y Apalache prima de 200 p.b.

2. Métricas de Valuación Destacadas (Suma de Partes)

Rotación de Activos	Venta Estimada	Etapas @ venta	USD MM/MW
La Meseta	4Q22	COD	0.71
La Granja Solar	4Q23	RTB	0.71
Potencia comprometida en PPAs @ venta	50%		
% de CAPEX total RTB	20%		
% de CAPEX total COD	70%		
Exit multiple RTB (MM USD/MW)	0.95 x		
Exit multiple COD (MM USD/MW)	1.50 x		
Tasa de Impositiva	30.0%		
Tasa de Descuento	21.4%		
Contribución al Precio Objetivo*	1.66		

Fuente: COX y Apalache

3. Métricas de Valuación Destacadas (Suma de Partes)

Otro Corporativo	2022 FY (Ps.)	Crec. Anual
Otros Ingresos	-	n.d.
Gastos Corporativos	121,000,000	2.0%
Tasa de descuento	22%	
Crecimiento Neto Residual Año 20	2%	
Contribución al Precio Objetivo	-3.65	

Fuente: COX y Apalache

Declaraciones

Sobre la información presentada

Los analistas responsables de la elaboración de este reporte manifiestan que los análisis, valuaciones, opiniones, puntos de vista y conclusiones aquí expresadas reflejan una opinión totalmente independiente, la cual está basada en información que es considerada como pública y fidedigna.

Apalache manifiesta que el personal que realiza este reporte cuenta con experiencia, capacidad técnica y prestigio profesional y que se desempeñan libres de conflictos de interés y no están supeditados a intereses personales, patrimoniales o económicos respecto a las emisoras cubiertas.

El análisis desarrollado por Apalache es elaborado bajo los más elevados estándares de calidad y transparencia.

Independientemente de la relación de negocios que Apalache podría estar llevando con las emisoras analizadas, existe una barrera “*Chinese Wall*” entre las áreas de negocio de Apalache y los analistas fundamentales, con la finalidad de garantizar su independencia en las opiniones y recomendaciones de inversión.

La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

La información contenida en esta presentación es pública y fue obtenida en distintas fuentes. Las proyecciones o previsiones contenidas en este análisis son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. No es posible garantizar el éxito de las estrategias planteadas.

El precio objetivo (PO) presentado en este reporte refleja el posible desempeño esperado de la acción en un periodo específico de tiempo. Dicho desempeño está determinado por la metodología de valuación seleccionada por Apalache, la cual se basa en la combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas para la valuación financiera de una empresa y que pueden incluir valuación por múltiplos, flujos de efectivo descontados (DCF por sus siglas en inglés), suma de partes, valor de liquidación y cualquier otra metodología apropiada para el caso particular. Cabe destacar que dicha valuación podría verse afectada por otros factores, tales como el flujo de noticias generales o específicas de la compañía, percepción de los inversionistas sobre la emisora, el sector y los mercados financieros, operaciones de fusiones y adquisiciones, entre otros. Alguno o todos estos factores pueden llevar a una recomendación contraria a la indicada por la simple valuación fundamental.

Este análisis ha sido preparado con fines informativos. No se hace compromiso alguno respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Apalache no responderá por daño o perjuicio alguno derivado del presente. Esta presentación se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Apalache no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular esta presentación en función de cualquier acontecimiento futuro. Apalache factura ingresos por sus servicios de análisis. Apalache recibe una remuneración económica de parte de COX por sus servicios de análisis.

Este reporte y su contenido son propiedad de Apalache y no puede ser reproducido o difundido sin el consentimiento previo por escrito de Apalache.

