

COX: Resultados 4T22

Crecimiento mayor al esperado en ingresos de venta de energía; portafolio y estado de los proyectos se mantuvieron sin cambios de forma secuencial

COX A	COMPRA
Precio Objetivo (P\$)	\$ 41.00
Precio Actual (P\$)	\$ 20.00
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.00
Rend. Potencial	105.0%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	3,298
VE/ EBITDA	n.a.
P/U	n.a.
P/VL	2.8x

Opinión y recomendación

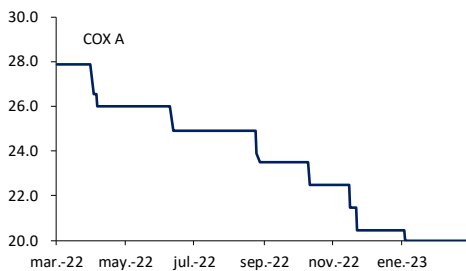
COX reportó un crecimiento mayor al esperado en el negocio de comercialización de energía en el trimestre, aunque la rentabilidad se mantuvo en terreno negativo. Por otro lado, el portafolio y el estado de los proyectos se mantuvieron sin cambios con respecto al 3T22.

En su conferencia telefónica la empresa mencionó que espera que los ingresos de comercialización de energía sigan creciendo de manera importante en 2023 debido a nuevos contratos. También que los trámites del listado dual en el BME Growth de España ya concluyeron, por lo cual espera que sus acciones coticen en ese mercado durante el trimestre.

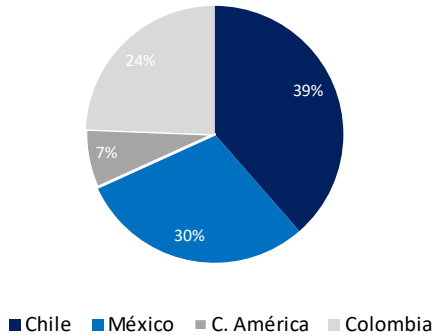
Seguimos con una recomendación de COMPRA después de estos resultados debido principalmente a las favorables perspectivas de COX. Bajamos nuestro precio objetivo de P\$50.0/acción a P\$41.0/acción debido a mayores tasas de interés y a un ajuste en nuestro estimado de rotación de activos.

Portafolio

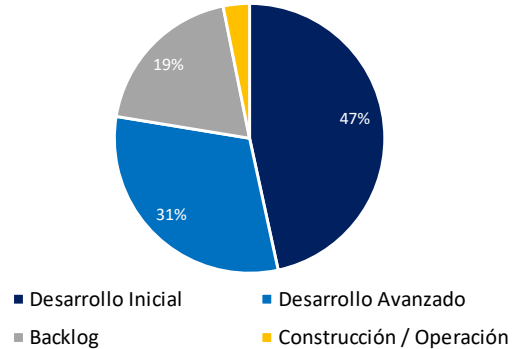
El portafolio de COX se mantuvo sin cambios con respecto al 3T22 ya que siguió incluyendo 28 proyectos con una capacidad total de 1,620 MWp. Además, la empresa siguió con oportunidades de inversión identificadas de otros 800 MWp. No se dieron cambios en el estado de los proyectos ya que el 47% se mantuvo en desarrollo inicial, 31% en desarrollo avanzado, 19% en backlog y 3% en operación y construcción. Sin embargo, es importante mencionar que el portafolio había crecido 33% en el 3T22 con respecto al 2T22 debido a la incorporación de nuevos proyectos durante ese periodo.



Portafolio por país



Portafolio por etapa de desarrollo



La empresa espera completar el financiamiento para la construcción de los primeros seis proyectos PMGD en Chile durante la primera mitad de 2023, los cuales tienen una capacidad combinada de 42 MWp.

Resultados

Los ingresos totales del negocio de comercialización de energía ascendieron a P\$135 millones (comparado contra nuestro estimado de P\$85 millones) en el 4T22, con un alza anual de más de 10 veces.

Los costos crecieron de manera significativa debido a la compra de energía, lo cual fue parcialmente contrarrestado por una disminución del 73% en los gastos operativos. El EBITDA fue negativo en P\$74.9 millones, mejorando la cifra negativa de P\$309.0 millones del 4T21. Los gastos financieros se situaron en P\$5.8 millones, frente a P\$2.4 millones. Como resultado, la empresa registró una pérdida neta de P\$56.7 millones en el trimestre actual, la cual fue menor que la pérdida neta de P\$350.3 millones del mismo periodo del año anterior.

Grupo COX Energy / Abengoa

El pasado 22 de febrero, Grupo Cox Energy presentó una oferta por los activos de Abengoa, empresa con presencia en América, Europa, Asia y África, la cual se especializa en proyectos de energía, agua, servicios y transmisión e infraestructuras. Creemos que esta posible adquisición por parte de Grupo Cox Energy podría generar sinergias interesantes con Cox Energy America.

Valuación de Proyectos de Generación

	Chile	Mexico	Colombia	C.A.	Total
Precio por MW	70	70	70	72	
Incremento anual en precios de energía	4.00%	5.00%	7.00%	5.00%	
Beta desapalancada	0.56	0.56	0.56	0.56	
Beta re-apalancada	1.51	1.47	1.43	1.54	
Tasa libre de riesgo	5.90%	8.50%	13.06%	7.43%	
Tasa de impuestos	27.0%	30.0%	33.0%	25.0%	
Deuda / Capital	2.33	2.33	2.33	2.33	
Premio por riesgo de mercado	5.89%	6.38%	7.08%	6.77%	
Costo de capital	14.8%	17.9%	23.2%	17.8%	
Costo promedio de deuda	7.2%	9.8%	14.3%	8.7%	
WACC	9.5%	12.2%	17.0%	11.5%	
VP	\$18.90	\$6.44	\$10.81	\$5.65	\$41.81

Rotación de Activos

Millones de USD	País / Región	Capacidad	% atribuible a COX	MWp Atribuible a COX	Fecha de Venta Estimada	Capex por MW (mill de USD)	Etapas del Proyecto	% del Capex Total	Precio Venta / MW (mill de USD)
Ibox	Europa	619	40%	248	2023	0.65	Operación / COD / RTB	30%	1.25
La Meseta	Chile	160	30%	48	2023	0.65	COD	70%	1.50
El Sol de Vallendar	Chile	308	100%	308	2023	0.65	RTB	20%	1.00
Iscali (Campeche)	México	300	100%	300	2024	0.65	RTB	20%	1.00
La Granja Solar (Zacatecas)	México	336	20%	67	2024	0.65	RTB	20%	1.00
Millones de USD	% A Ser Vendida	Monto Venta COX	Inversión Total COX	Ganancia Antes Impuestos	Tasa de Impuestos	Ganancia Después Impuestos	Tasa Descuento	VP Total (mill de USD)	VP Total (mill de Pesos)
Ibox	100%	80	48.282	32	25.0%	24	12.0%	21	430.9
La Meseta	50%	36	10.92	25	27.0%	18	14.8%	16	323.5
El Sol de Vallendar	50%	154	20.02	134	27.0%	98	14.8%	85	1,728.3
Iscali (Campeche)	50%	150	19.5	131	30.0%	91	17.9%	66	1,333.3
La Granja Solar (Zacatecas)	50%	34	4	29	30.0%	20	17.9%	15	299.0
Monto Total (Mill. de Pesos)									4,115.0
Probabilidad									50%
Valuación Por Acción (P\$)									12.5

Suma de la Partes

(Cifras por acción)

Generación	
México	\$6.44
Chile	\$18.90
Colombia	\$10.81
Panamá	\$5.65
40% de Ibox	\$14.24
Total Generación	\$56.04
Rotación de Activos	\$12.47
Valuación Total	\$68.51
Deuda Neta	\$6.74
Descuento	34%
Precio Objetivo	\$41.00
Precio Actual	\$20.00
Rendimiento Potencial	105.0%

País	Proyecto	MWp	Clasificación	% Cox	Socio	Atribuible a Cox (MWp)	Estrategia de Venta de Electricidad	RTB Estimado
Chile	El Sol de ValLENar	308.0	Backlog	100		308.0	PPA DisCo 2017	RTB 2023
	Utility Portezuelo + Storage	200.0	Desarrollo Inicial	100		200.0	Spot y PPA	RTB 2024
	La Meseta	160.0	En Construcción	30	Sonnedix	48.0	PPA DisCo 2016 & 2017	COD 2022
	Chile I & II (PMGD)	18.0	Desarrollo Inicial	100		18.0	Precio Estabilizado	RTB 2024
	Machali (PMGD)	11.0	Desarrollo Avanzado	100		11.0	Precio Estabilizado	RTB 2023
	Río Maule (PMGD)	11.0	Desarrollo Avanzado	100		11.0	Precio Estabilizado	RTB 2023
	Montenegro (PMGD)	11.0	Desarrollo Inicial	100		11.0	Precio Estabilizado	RTB 2023
	El Guindal (PMGD)	11.0	Desarrollo Inicial	100		11.0	Precio Estabilizado	RTB 2023
	San Francisco (PMGD)	4.0	Backlog	100		4.0	Precio Estabilizado	RTB 2023
	San Javier (PMGD)	3.0	En Construcción	100		3.0	Precio Estabilizado	COD 2023
Walmart Piloto (ESCO)	0.210	En Operación	100		0.210	PPA Privado	En operación	
Total Chile	737.2					625.2		
México	Iscali	300.0	Desarrollo Avanzado	100		300.0	Spot + Cobertura Suministradora	RTB 2024
	Atlacomulco	113.4	Desarrollo Avanzado	100		113.4	Spot + Cobertura Suministradora	RTB 2024
	La Granja Solar	335.0	Desarrollo Avanzado	20	GPG	67.0	Spot + Cobertura Suministradora	RTB 2024
Total México	748.4					480.4		
C. América	Santa Rosa Solar	50.0	Desarrollo Inicial	100		50.0	Spot y PPA	RTB 2024
	Guatemala I	50.0	Desarrollo Inicial	100		50.0	Spot y PPA	RTB 2024
	Panamá I	20.0	Desarrollo Inicial	100		20.0	Spot y PPA	RTB 2024
Total C. América	120.0					120.0		
Colombia	Dominica	100.0	Desarrollo Inicial	100		100.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Lanzarote	80.0	Desarrollo Inicial	100		80.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Pascua	60.0	Desarrollo Inicial	100		60.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Egina	60.0	Desarrollo Inicial	100		60.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Kos	20.0	Desarrollo Inicial	100		20.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Jamaica	20.0	Desarrollo Inicial	100		20.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Rodas	20.0	Desarrollo Inicial	100		20.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Barbados	15.0	Desarrollo Inicial	100		15.0	PPA/Spot	RTB 2024
	Vanuatu	10.0	Desarrollo Inicial	100		10.0	PPA/Spot	RTB 2023
Tenerife	10.0	Desarrollo Inicial	100		10.0	PPA/Spot	RTB 2023	
Total Colombia	395.0					395.0		
Total Portafolio	2,000.6					1,620.6		

DISCLAIMER

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research (“Miranda GR”) para CI, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. 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.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que la presente recomendación personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte fue obtenida por fuentes públicas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte 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. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que de manera alguna se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte 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. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con la misma.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en todo o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda GR recibe honorarios por parte de Cox Energy America, S.A.B. de C.V. por servicios de analista independiente. Las empresas o Fibras bajo cobertura no podrán influir en las opiniones, proyecciones, recomendaciones, o precio objetivo que Miranda GR establezca en sus reportes.

