

DICIEMBRE, 2010
EDENOR S.A.
 EDN/BCBA

UNIVERSIDAD DE
Belgrano
 BUENOS AIRES - ARGENTINA

Reporte inicial: A pesar del salto, EDN continúa siendo atractiva

RECOMENDACIÓN: Market Outperform

Precio: \$ 2,58

Merval: 3418

Merval 25: 3459

- El PIB argentino se encuentra en aumento, empujando el consumo de energía.
- Si bien el precio de la acción se encuentra en alza acompañando el crecimiento de la economía, creemos que el escenario positivo no se encuentra completamente incorporado en dicho precio.
- Posee márgenes operativos fuertes en comparación con el promedio de la Industria, lo que demuestra una eficiencia sostenida.
- EDN tiene un balance muy sólido para hacer frente al futuro crecimiento.
- EDENOR se recuperó de la crisis financiera en 2009. Después de varios meses de pérdidas acumuladas, la compañía finalizó el año fiscal con ganancias.
- Nuestro precio objetivo para el próximo año es **ARS 3.41**

Valuación (ARS)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	4,66x	5,11x	5,28x	5,24x	5,26x
EV/VTAS	0,99x	1,04x	1,10x	1,11x	1,12x
P/E	14,63	14,88	13,89	12,71	11,99
CFPS	0,29	0,30	0,40	0,50	0,62

Capitalización de Mercado	Datos de la bolsa
Equity Market Cap ARS 2,32 MM	52 week range: 2,95 – 1,25
Enterprise Value ARS 2,7 MM	12-Month Stock Performance 93%
Shares Outstanding 432,8 MM	Book Value Per Share 2,59
Estimated Float 0,21%	Beta Leveraged de la Industria: 1,26 (*)
Daily Volume 70 M ARS	

DATOS DE LA COMPAÑÍA.

Ubicación: Buenos Aires, Argentina.

Industria: Energía

Descripción: Tiene como objeto principal, la prestación del servicio de distribución y comercialización de energía eléctrica dentro de la zona norte y noroeste del Aglomerado gran Buenos Aires.

Producto principal: Ventas de energía

Página web: www.edenor.com

Analysts:

Piedad Ortiz
 Olena Skoblik
 Liliana Ramos
 Nahuel Pablo García

Investment Research Manager:

Verónica De Luisa

2011

Financial Reports
 UB Business School
 Burkenroad Latinoamérica (Argentina)

UNIVERSIDAD DE
Belgrano
 BUENOS AIRES - ARGENTINA

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

Figure 1: Stock price performance



El precio de las acciones de Edenor sufrió un ascenso sostenido que se prolongó hasta finales del 2007 alcanzando valores de mercado de \$4,0 por acción, para luego caer abruptamente desde inicios hasta fines del 2008.

La liquidez de los mercados internacionales en 2006 y 2007 buscó destinos que pudieran ofrecer tasas más altas que las de países desarrollados, empujando los precios de empresas de Utilities.

La posterior caída en 2008 se debe fundamentalmente a la crisis financiera internacional. Allí se desencadena un “Fly to quality” (buscando inversiones más seguras). Se produjo una venta masiva de acciones por pánico y falta de confianza. Los bonos corporativos de la compañía corrieron la misma suerte, junto con los bonos soberanos. Esto implicó una suba de la tasa de interés.

En marzo de 2009 se produce la recuperación, con el consiguiente flujo de capitales a países emergentes, suben los valores de los títulos y baja la tasa de interés, así se produce el crecimiento de todos los índices financieros en general. En septiembre del 2010, el incremento en precios se debe en parte a la baja del Riesgo País en Argentina, debido al alza en la cotización de los bonos soberanos y reducción del spread entre la tasa de interés Argentina y la de los Treasury Bonds, haciendo más atractivas las inversiones en Argentina.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Edenor es una empresa que históricamente ha tenido un comportamiento estable en sus ingresos por venta y se prevé que continúe así, teniendo en cuenta ciertos factores que incrementarían su atractivo:

- Cambio gubernamental
- Mayor flexibilidad en la política tarifaria
- Escenario internacional propicio para crecimiento económico
- Inversiones internacionales crecientes debido al incremento en la confianza en Argentina

Creemos que a pesar del alza sostenida durante el año 2010, el precio de la acción no ha incorporado aún todos los factores del escenario positivo tanto del país como del sector, por lo que estimamos un Market Outperform.

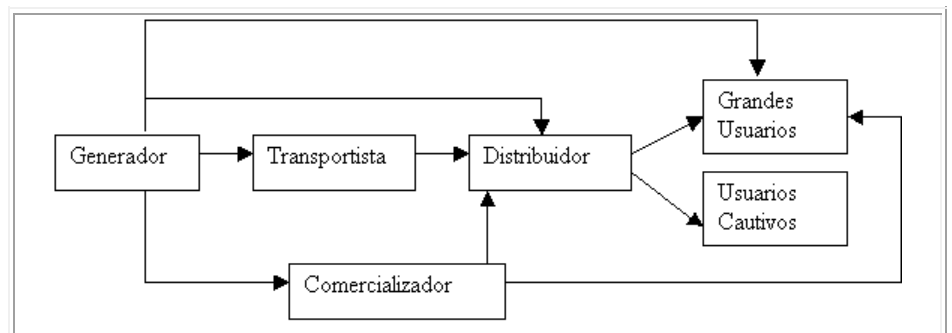
TESIS DE INVERSIÓN	<ul style="list-style-type: none"> • Importantes inversiones gubernamentales sostendrían el sistema energético. • Aumento del consumo proporcional al crecimiento de la economía, así como un ajuste en los precios que permitirá mantener ventas crecientes a futuro. • Gastos de la empresa se mantendrán estables a través del tiempo. • Las inversiones requeridas serán menores al crecimiento de la demanda, debido al aprovechamiento de la economía de escala.
<i>Oportunidades</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Negocia en el Mercado de Capitales dotando al papel de liquidez. • No tiene competidores directos • Es la mayor distribuidora de electricidad de la Argentina en término de número de clientes y electricidad vendida • Perspectivas de crecimiento macroeconómico a mediano plazo • Perspectiva de reacomodamiento tarifario • Disminución del Riesgo País
<i>Amenazas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Decisiones regulatorias adoptadas por el gobierno de turno • Ajuste del tipo de cambio (89% de la deuda nominada en USD) • Que el gobierno continúe utilizando las tarifas de servicios públicos como variables de anclaje.
VALUACIÓN	<p>Para la estimación de valor de Edenor S.A., utilizamos los siguientes métodos financieros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cash flow disponible para los accionistas (ECF) • Free cash flow (FCF) • Capital cash flow (CCF) • Valor presente ajustado (APV, Adjusted Present Value). <p>También utilizamos algunos múltiplos con el objeto de mostrar aproximaciones razonables del valor de la compañía. Dichos múltiplos determinan el valor basándose en precios del mercado de activos. Los múltiplos calculados son:</p> <ul style="list-style-type: none"> • EV/EBITDA • P/E <p>Dicho análisis arrojó que la estimación de valor por descuento de flujo de fondos es acorde al promedio del mercado latinoamericano con un 95% de certeza.</p>

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En el sector eléctrico en Argentina tiene una creciente participación del sector privado. El estado transfirió sus funciones de empresario, manteniendo sus funciones de regulador.

En la Argentina, la Ley 24.065 de 1992 y sus correspondientes decretos y resoluciones reglamentarias marcaron el comienzo del proceso de desregulación, fijando un nuevo marco de regulación del sector y estableciendo la separación entre generación, distribución y transporte de energía eléctrica. Asimismo, se permitió la operación de comercializadores.

La Figura muestra los actores actuales del mercado eléctrico argentino, y las relaciones comerciales entre estos.



Puede observarse la separación de las funciones de generación, transmisión, distribución y comercialización que anteriormente se encontraban centralizadas en empresas integradas verticalmente, y de propiedad estatal.

Los generadores son los productores de electricidad, venden su energía a distribuidores y comercializadores a través de contratos a término (forwards) o en el mercado spot mayorista. Los distribuidores son los mayores demandantes del sistema, tienen clientes cautivos y no cautivos (grandes usuarios) por lo que no solo “distribuyen” energía eléctrica a través de sus redes de baja tensión sino que también realizan la “comercialización” final de la electricidad. Los transportistas, por su parte, son los operadores de las redes de alta y media tensión, y tienen prohibida la compra/venta de energía eléctrica.

En 1992 se creó CAMMESA como el operador del sistema, comprendiendo sus funciones la coordinación del despacho, la responsabilidad de establecimiento de los precios mayoristas y la administración de las transacciones económicas que se realizan a través del Sistema Interconectado Nacional (SIN). Es importante notar que todas las regiones del país, con la excepción del extremo sur de la Patagonia, se encuentran interconectadas por el SIN a diferencia de lo que sucede en países donde los mercados se encuentran regionalizados.

La reforma del sector eléctrico condujo a la disminución de los precios de electricidad, la mejora de la eficacia de los activos existentes, el aumento de la eficiencia global, la rápida entrada de nueva generación y al alto nivel de competencia en el mercado mayorista. Por otra parte, el congelamiento de tarifas a partir de año 2002 produjo falta de inversión seguida inmediatamente de achicamiento de la capacidad instalada. La consecuencia directa es la escasez de energía en épocas de consumo pico (verano).

<p><i>Rol del Gobierno</i></p>	<p>El año 2009 fue un año depresivo, pero la estrategia del gobierno no varió. En presencia de un agudo reacomodamiento de precios, el gobierno optó entonces por “anclar” la inflación utilizando para ello el tipo de cambio y las tarifas de los bienes públicos. Y no solo eso, sino que produjo el cierre parcial de la economía limitando exportaciones e importaciones.</p> <p>El congelamiento de las tarifas, cuestión que afectó muy particularmente a Edenor, cumplió un doble rol: primero, quitar presión a la inflación y segundo, mejorar el ingreso de bolsillo de los consumidores que demandaron otros tipos de bienes. Pero esta situación eclosionó en algunos sectores estratégicos cuyos precios crecieron fuertemente, como fue el caso de los combustibles líquidos, la carne vacuna y los lácteos.</p> <p>Como es propio de este proceso, la puja distributiva tiende a espiralizar la inflación convalidada por la expansión monetaria que se produce por las necesidades del fisco y por la compra de divisas originadas en el superávit comercial, que se esterilizan en parte mediante la colocación de letras a tasas que rondan el 12% anual.</p> <p>Esta situación no puede sostenerse más allá de 2011, razón por la cual es de esperar una redefinición de política económica que ponga el acento en la inversión. Para ello se requiere desmontar todo el sistema de subsidios, sincerar las estadísticas oficiales y autorizar la corrección de los precios de las tarifas de los servicios públicos. La magnitud de los ajustes es una incógnita.</p>
<p><i>Proveedores</i></p>	<p>CAMMESA S.A., Es una empresa de gestión privada con propósito público.</p> <p>Sus funciones principales comprenden la coordinación de las operaciones de despacho, la responsabilidad por el establecimiento de los precios mayoristas y la administración de las transacciones económicas que se realizan a través del SIN.</p> <p>El 80% señalado se integra en partes iguales por los Agentes Generadores, Transportistas, Distribuidores y Grandes Usuarios con un 20% de participación cada uno.</p> <p>Además del objeto principal del despacho técnico y económico del SIN, organizando el abastecimiento de la demanda al mínimo costo compatible con el volumen y la calidad de la oferta energética disponible, CAMMESA ha sido concebida para realizar las siguientes funciones de propósito público:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Ejecutar el despacho económico para aportar economía y racionalidad en la administración del recurso energético. 2. Coordinar la operación centralizada del SIN para garantizar seguridad y calidad. 3. Administrar el MEM asegurando transparencia por medio de la participación de todos los agentes involucrados y el respeto a las reglamentaciones respectivas. <p>La racionalidad en la ejecución y coordinación del despacho apunta a que los precios mayoristas en el mercado spot se determinen en base al costo marginal de producción y transporte del sistema, y a que se maximice al mismo tiempo la seguridad y calidad de los suministros.</p>

	<p>Existe un sistema de estabilización de precios por trimestres, en base a la evolución prevista de los precios del Mercado Spot, destinado a la compra que realicen los Distribuidores.</p> <p>Se tienen entonces dos situaciones, según que el Distribuidor tenga o no contrato de abastecimiento con un Generador:</p> <p>Cuando posee contrato de abastecimiento, toda su demanda es provista a los precios estacionales correspondientes.</p> <p>Cuando tiene un contrato de suministro con uno o más generadores, hora a hora se considera del siguiente modo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hasta el nivel de su contrato su demanda es considerada en el Mercado a Término. - Cuando su nivel de demanda está sobre o bajo los valores del contrato, las diferencias serán comercializadas: -Vendiendo los excedentes de contrato en el Mercado Spot a los valores vigentes en dicha hora en ese Mercado. -Comprando los faltantes de contrato a precios estacionales.
<i>Competidores potenciales</i>	No tiene competidores en su área de concesión en el segmento minorista.
<i>Productos sustitutos</i>	Ninguno
<i>Poder de los clientes</i>	<p>La compañía vende energía en dos segmentos bien definidos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hogares y empresas • <i>Los hogares son un mercado 100% cautivo</i> • Las empresas <i>tienen cierta capacidad de negociación</i> ya que pueden comprar la energía que consumen directamente a empresas generadoras y/o comercializadoras.
<i>Factores clave de éxito</i>	<ul style="list-style-type: none"> • El tamaño de la empresa ayuda a alcanzar una economía de escala • Existe consenso en crecimiento macroeconómico a mediano plazo • Cambio de Gobierno • Estructura regulatoria puede ser renegociada

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	<p>Edenor S.A. es una empresa de servicios públicos constituida como una sociedad anónima el 21 de julio de 1992 bajo la razón social de Empresa Distribuidora Norte Sociedad Anónima. La Compañía fue constituida como parte de la privatización de Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires S.A. (SEGBA), la empresa de electricidad estatal. Previendo su privatización, SEGBA fue dividida en tres empresas distribuidoras de electricidad, incluida la Compañía, y cuatro generadores de energía y, el 14 de mayo de 1992, el Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos aprobó el Pliego de Bases y Condiciones del llamado a Concurso Público Internacional para la venta de las acciones Clase A de la Compañía, representativas del 51% de su capital social.</p> <p>La Compañía es la mayor distribuidora de electricidad de la Argentina en términos de números de clientes y electricidad vendida (tanto en GWh como en pesos). También tiene una concesión para distribuir electricidad en forma exclusiva en el noroeste del Gran Buenos Aires y en la zona norte de la Ciudad de Buenos Aires, lo que comprende una superficie de 4.637 kilómetros cuadrados y una población de aproximadamente siete millones de habitantes.</p> <p>Esta empresa, opera su negocio en un segmento altamente regulado. Las tarifas de la Compañía y los demás términos de su concesión se encuentran sujetos a la regulación del gobierno argentino, actuando a través de la Secretaría de Energía y el Ente Nacional Regulador de la Electricidad, o ENRE.</p> <p>La capacidad ociosa se estima en un 5%. Se supone que se mantendrá constante debido a las inversiones gubernamentales y propias en generación, a efectuarse al ritmo del crecimiento de la demanda.</p>
PRODUCTOS	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Distribución de Energía Eléctrica</i>
ESTRATEGIA	<p><i>El objetivo de la compañía se ha centrado en avanzar en las negociaciones con el gobierno en relación al cuadro tarifario definitivo, resultante de la conclusión del proceso de Revisión Tarifaria Integral (RTI) a corto plazo.</i></p> <p>Sus ejes estratégicos son los siguientes:</p> <p>FORTALECIMIENTO DE LA INFRAESTRUCTURA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inversiones en la Red • Inversiones en Tecnología y Sistemas • Mejoras Edilicias <p>MEJORA CONTINUA EN LA GESTIÓN</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sosteniendo las Certificaciones de Calidad y Medio Ambiente • Ampliando las Certificaciones en Seguridad • Mejorando los niveles de Calidad de Servicio Técnico, Producto Técnico y Servicio Comercial <p>SATISFACCIÓN DE LOS GRUPOS DE INTERÉS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Clientes

	<ul style="list-style-type: none"> • Autoridades • Empleados • Proveedores • Accionistas • Organizaciones intermedias • Comunidad
<p><i>Comercialización</i></p>	<p>La comercialización de la energía se efectúa a través de tres formas diferentes:</p> <p>Mercado Spot: Donde los precios varían en forma horaria de acuerdo a los requisitos y la disponibilidad de equipos que haya en cada momento. El ingreso de máquinas para abastecer la demanda se hace con un orden prioritario de costos, es decir entran en servicio primero las más económicas hasta cubrir la potencia más la reserva y las que no son requeridas quedan sin operar. En este mercado existe un reconocimiento para la energía en función de los costos de combustible y otro para la potencia que representa los costos fijos.</p> <p>Mercado Estacional: Se definen dos períodos semestrales en el año, con fechas de comienzo el 1° de Mayo y 1° de Noviembre relacionados con las épocas de hidraulicidad. En cada período estacional se define un precio estabilizado de la energía, en función de lo que se espera costará durante esos seis meses. Los distribuidores pueden comprar a ese precio y las diferencias que surgen con respecto a los precios reales que se produjeron en el Mercado Spot, se cargan al período siguiente.</p> <p>Mercado a Término: Se establece entre un generador y distribuidor o gran usuario con la firma de un contrato. Se determinan las condiciones de entrega de la energía y de pago, como así también los plazos de vigencia y los resarcimientos de una de las partes por incumplimiento de la otra. Los precios se pactan libremente.</p> <p>Para lograr una Administración del Mercado idónea, se constituyó una Empresa con las reglas de derecho privado, es decir conforma una Sociedad Anónima. Esta Empresa es la COMPAÑÍA ADMINISTRADORA DEL MERCADO MAYORISTA ELÉCTRICO SOCIEDAD ANÓNIMA (CAMESA), que tomó a su cargo la responsabilidad del Mercado a partir del 1° de Agosto de 1992.</p>

Oferta

La estructura del sector puede exponerse describiendo los tres segmentos de la actividad eléctrica en forma independiente: generación, transporte y distribución.

Edenor S.A., la empresa objeto de análisis hace parte de la actividad eléctrica de distribución, de acuerdo al Artículo 1° de la Ley 24.065. Se caracteriza a la distribución como un servicio público que se presta en condiciones de mercado monopólico con usuarios cautivos, por ello los distribuidores, están obligados a suministrar la totalidad de la energía que les sea demandada en el área geográfica de su concesión. Dentro de la provincia de Buenos Aires hay 3 distribuidores importantes que abastecen el mercado y no compiten entre ellos, debido a que cada uno tiene un área geográfica delimitada para el suministro de energía.

Mercado eléctrico – Sector privatizado: (bajo competencia del ENRE)

Empresas de Distribución	Número de clientes
EDENOR S.A.	1.878.000
EDESUR S.A.	1.838.000
EDELAP S.A.	238.333

Fuente: CAMMESA S.A.

Zona de operación de EDENOR S.A.

Territorio operativo	Distritos
Morón	Morón, Ituzaingó, Hurlingham, Merlo, Marcos Paz, Las Heras y La Matanza
Norte	Ciudad de Buenos Aires, San Martín y Tres de Febrero.
Olivos	Vicente López, San Isidro, San Fernando, Tigre y Escobar.
Pilar	Moreno, Gral. Rodríguez, Pilar, Malvinas Argentinas, J.C. Paz y San Miguel.

EDN está controlada por Pampa Holdings S.A., es la empresa integrada de electricidad más grande de la Argentina.

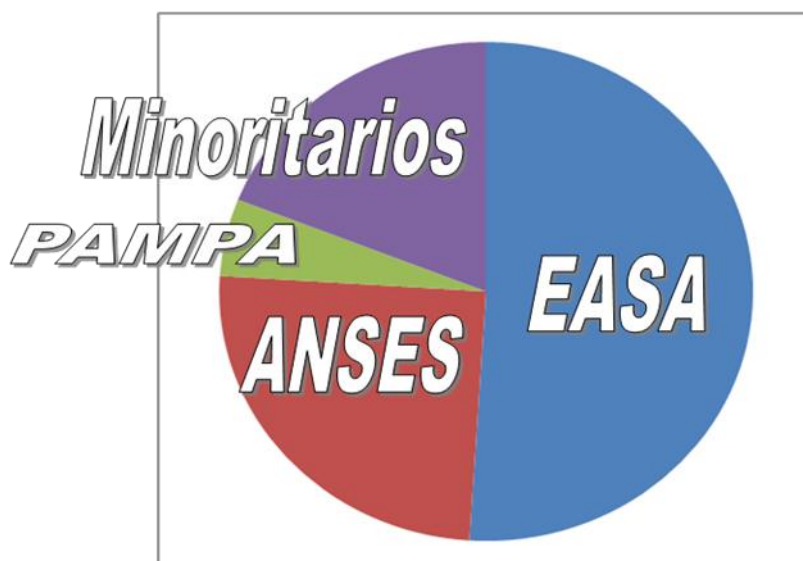
A través de sus subsidiarias participa en la generación, transmisión y distribución de electricidad.



El mercado de Edenor comprende una superficie de 4.637 km², con una población de más de 6.800.000 habitantes, lo que representa alrededor del 20% de la población argentina.

**DIRECTORIO
EMPRESARIAL****Estructura Organizacional**

EDN AR Equity		90) Actions		Page 1/3	Management Profiles
EDENOR-B				Show Board History for Current Board	
Name	Age	Title	Organization		
1) Alejandro Macfarlane	NA	Chairman/CEO Board Member	Empresa Distribuidora Y Comerciali Banco Macro SA		
2) Marcos Marcelo Mindlin	46	Chairman/President Vice Chairman Vice Chairman Vice Chairman/VP Chairman Board Member	Pampa Energia SA Consultores Asset Management Ltd Empresa Distribuidora Y Comerciali Cia de Transporte de Energia Electri Electricidad Argentina SA Banco Hipotecario SA		
3) Ricardo Alejandro Torres	52	VP/CEO Board Member	Pampa Energia SA Empresa Distribuidora Y Comerciali		
4) Luis Caputo	NA	President/CEO Board Member	Deutsche Bank SA/Buenos Aires Empresa Distribuidora Y Comerciali		
5) Gustavo Mariani	40	Chief Financial Officer Second Vice Chairman VP/Manager:Business	Consultores Asset Management Ltd Electricidad Argentina SA Pampa Energia SA		

**ANÁLISIS DE LOS
ACCIONISTAS**

51% EASA
25% ANSES
19% TENEDORES MINORITARIOS
5% PAMPA HOLDING

Nota: EASA es una subsidiaria de Pampa Energía S.A.

**RIESGO DE
INVERSIÓN**

- Creciente interferencia gubernamental en el sector le resta previsibilidad sobre la evolución de los negocios.
- Otro riesgo importante a asumir sería, la posibilidad de que no se cumpla con la tasa de retorno del inversor debido a las restricciones en

	<p>ajustes tarifarios</p> <ul style="list-style-type: none"> • La incapacidad de pago de su deuda ocasionado por los incrementos en los costos de compra de energía y también la imposibilidad de transferir los incrementos en los costos al consumidor final por la regulación tarifaria. • Mientras que la deuda corporativa de la compañía está mayormente denominadas en dólares estadounidenses, los ingresos de la compañía son en moneda local. Por consiguiente, Edenor seguirá altamente expuesta al riesgo cambiario.
DESEMPEÑO HISTÓRICO FINANCIERO Y PROYECCIONES	<p>La empresa cuenta con muy buena imagen en el mercado, lo que le ha permitido financiarse mediante la emisión de bonos corporativos a tasas muy competitivas. Para el momento de la publicación de este reporte, se lanzaba un programa de ON's manteniendo tasas históricas.</p> <p>La empresa mantiene un porcentaje de deuda sobre equity estable que le permite un apalancamiento positivo.</p> <p>La proyección se elaboró con base en balances anuales presentados por la empresa.</p>
<i>Supuestos operativos</i>	<ul style="list-style-type: none"> • La demanda de energía en GWH se estimó mediante una regresión lineal sobre las variables PBI y tiempo. • Las ventas de energía se componen de ventas en energía por peaje. En ese sentido, los ingresos por peaje se proyectaron atados al crecimiento del PBI. • Las compras de energía en cada período GWH son iguales a la sumatoria de la demanda esperada de energía en GWH más las pérdidas de energía en GWH. Las pérdidas fueron estimadas en un 11.3% para todo el período de análisis, en línea con los últimos 5 años reales. • El precio de compra de energía fue estimado mediante una regresión sobre las variables inflación real anual, tiempo y precio de compra del período anterior. • Se asumió que el el Margen Medio de Distribución se incrementa año a año en función del incremento en costos. Se estima que el 70% del incremento en los costos operativos es trasladable a precios con seis meses de delay. • Gastos de transmisión, distribución y comercialización fueron segregados identificando cada tipo de costos. Aquellos con comportamiento variable y aquellos con un comportamiento fijo en el tiempo. Para el caso de los gastos variables, se estimaron mayormente considerando el porcentaje sobre ventas histórico, mientras que para el caso de los gastos fijos, se proyectaron en función de la inflación esperada para cada período.
<i>Supuestos de inversion</i>	<ul style="list-style-type: none"> • La amortización de los activos fijos se estimó en función de los bienes de uso actuales y de las nuevas inversiones proyectadas (por medio del sistema de amortización lineal) considerando la vida útil promedio para cada tipo de activo. • Se estimaron inversiones en activos fijos iguales a la amortización de cada período, de forma de mantener la capacidad operativa de la compañía.
	El capital de trabajo fue estimado en función del promedio de días históricos.

*Capital de trabajo***Days of Working Capital**

Concept	2009	2010E	2011E	2012E
Current Assets	83			
Cash	2	2	2	2
Accounts receivable	57	58	58	58
Other receivable	11	7	7	7
Stocks	4	6	5	5
Other Assets	0	0	0	0
Current Liabilities	119			
Accounts Payable	76	78	78	78
Provisions	N/a	N/a	N/a	N/a
Fiscal liabilities	37	27	27	27
Social liabilities	31	31	31	31
Other liabilities	2	9	7	6

De esta manera, el capital de trabajo proyectado en \$ se presenta a continuación:

Working Capital Estimation in AR\$'000

Concept	Real			
	2009	2010E	2011E	2012E
Current Assets	473.873	566.625	666.503	776.828
Cash	8.685	10.434	12.094	14.039
Accounts receivable	389.236	484.202	567.366	661.444
Other receivable	61.098	46.116	60.622	70.674
Stocks	14.854	25.872	26.422	30.671
Other Assets	-	-	-	-
Current Liabilities	677.285	802.061	904.860	1.038.629
Accounts Payable	347.782	434.264	497.010	580.859
Provisions	62.813	62.813	62.813	62.813
Fiscal liabilities	140.301	123.975	143.691	166.802
Social liabilities	118.377	142.220	164.838	191.350
Other liabilities	8.012	38.789	36.508	36.805
Total WC	(203.412,00)	(235.436,08)	(238.356,85)	(261.801,21)

Supuestos financieros

- Se supone un ratio D/(D+E) para toda la proyección igual al 30%.
- Las tasas a las que se endeuda la compañía se mantendrán constantes.

Impuestos

La tasa de impuesto a las Ganancias se mantendrá constante en 35%

FUENTES DE INFORMACION UTILIZADA

<http://www.bloomberg.com/>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (*)

www.edenor.com.ar

www.bolsar.com.ar

<http://www.cnv.gov.ar/>

- | | |
|--|---|
| | <ul style="list-style-type: none">• Administración de carteras de inversión, Marcelo A. Elbaum, Ediciones Machi, 2004.• Fundamentos de finanzas corporativas, Ross Westerfield Jordan, McGraw-Hill, 2006.• Fundamentos de Finanzas Corporativas, Brealey, Myers, Marcus, McGraw-Hill, 2004.• Ingeniería Financiera, La gestión en los mercados financieros internacionales. Luis Diez de Castro, McGraw-Hill, 1997• Apuntes de clase, Valuation, UB 2010. |
|--|---|

PROJECTED BALANCE SHEET IN ARS '000

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
ASSETS					
Total Asset	4.370.741	4.733.972	5.159.197	5.682.327	6.273.880
Current Assets	693.560	1.056.791	1.482.016	2.005.146	2.596.699
Cash and equivalents ST	228.372	500.600	827.606	1.242.357	1.708.784
Cash	8.685	10.434	12.094	14.039	16.309
Investments (ST)	219.687	490.166	815.513	1.228.318	1.692.474
Commercial receivable	450.334	530.318	627.988	732.118	852.283
Accounts receivable	389.236	484.202	567.366	661.444	770.009
Other receivable	61.098	46.116	60.622	70.674	82.274
Stocks	14.854	25.872	26.422	30.671	35.632
Non Current Assets	3.677.181	3.677.181	3.677.181	3.677.181	3.677.181
Accounts receivable	87.047	87.047	87.047	87.047	87.047
Stocks	18.584	18.584	18.584	18.584	18.584
Other receivable	88.756	88.756	88.756	88.756	88.756
Participacion permanente en sociedades	408	408	408	408	408
Fixed Asset	3.482.386	3.482.386	3.482.386	3.482.386	3.482.386
LIABILITIES					
Total Liabilities	2.188.532	2.383.366	2.603.277	2.857.173	3.101.909
Current Liabilities	760.273	802.061	904.860	1.038.629	1.193.002
Accounts Payable	347.782	434.264	497.010	580.859	671.351
Financial debt and Corporate Bonds	82.988	-	-	-	-
Provisions	62.813	62.813	62.813	62.813	62.813
Social and Fiscal liabilities	258.678	266.195	308.529	358.152	416.080
Fiscal liabilities	140.301	123.975	143.691	166.802	193.781
Social liabilities	118.377	142.220	164.838	191.350	222.299
Other liabilities	8.012	38.789	36.508	36.805	42.758
Non Current Liabilities	1.428.259	1.581.305	1.698.417	1.818.543	1.908.907
Accounts Payable	46.854	46.854	46.854	46.854	46.854
Financial debt and Corporate Bonds	707.499	860.545	977.657	1.097.783	1.188.147
Provisions	10.084	10.084	10.084	10.084	10.084
Social and Fiscal liabilities	53.047	53.047	53.047	53.047	53.047
Other liabilities	610.775	610.775	610.775	610.775	610.775
EQUITY	2.182.209	2.350.605	2.555.920	2.825.155	3.171.971
Social Capital	897.043	897.043	897.043	897.043	897.043
Capital adjustment	1.024.218	1.024.218	1.024.218	1.024.218	1.024.218
Legal Reserve	59.476	59.476	59.476	59.476	59.476
Retained earnings	110.829	201.472	369.868	575.183	844.418
Income /loss	90.643	168.396	205.315	269.235	346.816
Liabilites + Equity	4.370.741	4.733.972	5.159.197	5.682.327	6.273.880

PROJECTED INCOME STATEMENT IN ARS'000

Period	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Sales income	2.077.860	2.523.988	2.957.495	3.447.894	4.013.807
COGS	-1.385.135	-1.664.121	-1.928.773	-2.238.993	-2.601.127
Raw Material	1.003.362	1.168.841	1.342.240	1.555.908	1.828.969
Gross Income	692.725	859.868	1.028.722	1.208.901	1.412.680
Gross Income Margin	33%	34%	35%	35%	35%
Operating Expenses	-326.914	-325.773	-424.066	-492.963	-562.652
Administration Expenses	-170.944	-148.189	-218.994	-259.573	-300.060
Commercialization Expenses	-155.970	-177.584	-205.072	-233.391	-262.591
EBITDA	365.811	534.095	604.656	715.937	850.028
EBITDA margin	18%	21%	20%	21%	21%
Fixed assets amortization	-175.419	-180.371	-185.323	-190.275	-195.227
EBIT	190.392	353.724	419.333	525.662	654.801
Financial effects	-123.353	-94.652	-103.464	-111.454	-121.238
Generated by Assets	75.195	-	-	-	-
Generated by Liabilities	-198.548	-94.652	-103.464	-111.454	-121.238
Extraordinary income/expenses	-	-	-	-	-
EBT	169.954	259.071	315.869	414.208	533.563
EBT Margin	8%	10%	11%	12%	13%
Income Tax	-79.311	-90.675	-110.554	-144.973	-186.747
Minoritary Interest	-	-	-	-	-
Net Income / Lose	90.643	168.396	205.315	269.235	346.816
	4%	7%	7%	8%	9%

PROJECTED CASH FLOW IN AR\$ '000

Concept	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	353.723,6	419.332,6	521.822,9	653.857,6	803.917,5	968.937,5	1.143.479,8
(+) Amortization/ depreciation	180.371,1	185.323,2	190.275,3	195.227,4	200.179,5	205.131,6	210.083,7
(+/-) D Working Capital	32.024,1	2.920,8	23.367,6	25.075,8	35.601,2	43.861,8	53.583,5
(-) CAPEX	(180.371,1)	(185.323,2)	(190.275,3)	(195.227,4)	(200.179,5)	(205.131,6)	(210.083,7)
(-) Tax on EBIT	(123.803,3)	(146.766,4)	(182.638,0)	(228.850,1)	(281.371,1)	(339.128,1)	(400.217,9)
(+/-) Other income / expenses	-	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	261.944,4	275.486,9	362.552,5	450.083,2	558.147,5	673.671,2	796.845,4
(+) Tax shield	33.128,3	36.292,0	40.190,9	44.382,0	47.718,9	52.263,9	53.795,9
Capitl Cash Flow	295.072,7	311.779,0	402.743,4	494.465,2	605.866,4	725.935,1	850.641,3
(+/-) D Financial Debt	72.502,9	120.382,3	129.195,8	101.132,4	88.806,1	75.422,0	55.117,1
(-) Interests	(94.652,3)	(103.691,5)	(114.831,2)	(126.805,6)	(136.339,6)	(149.325,3)	(153.702,5)
(-) others	-	-	-	-	-	-	-
Equity Cash Flow	272.923,3	328.469,8	417.108,0	468.791,9	558.332,8	652.031,7	752.055,9
Initial Cash	219.687,0	492.610,3	821.080,1	1.238.188,1	1.706.980,0	2.265.312,8	2.917.344,6
Accumulated Cash	492.610,3	821.080,1	1.238.188,1	1.706.980,0	2.265.312,8	2.917.344,6	3.669.400,4

COMPANY VALUATION IN AR\$ '000 AS OF Dec-
EDENOR S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of Dec-2010 - (FCF)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCF (Nominal)		261.944,4	275.486,9	365.124,6	452.596,7	549.921,0	732.066,3
FF (discounted)	1.422.064,7	220.437,2	188.119,0	201.852,8	207.416,2	209.101,9	191.628,9
g =	4,0%						
TV							4.607.534,0
Discounted TV	1.206.088,5						1.206.088,5
FCF + TV	2.628.153,2						
Enterprise Value	2.628.153,2						

(+) Non operating assets 219.687,0
 (-) Financial debt -790.487,0

Equity Value 2.057.353,2

VL	2.628.153,2	2.861.077,4	3.250.441,7	3.649.829,1	3.950.263,2	4.211.094,3	4.430.321,1	4.607.534,0
D/(D+E)	30,08%	30,08%	30,08%	30,08%	30,08%	30,08%	30,08%	30,08%
Debt (mq)	790.487,00	860.545,14	977.656,82	1.097.783,21	1.188.146,76	1.266.598,66	1.332.536,95	1.385.838,43
(+) Non operating assets	219.687,00	490.165,60	815.512,69	1.228.318,34	1.692.474,20	2.237.609,48	2.857.075,65	3.548.822,94
Equity Value	2.057.353,21	2.490.697,83	3.088.297,57	3.780.364,25	4.454.590,66	5.182.105,15	5.954.859,83	6.770.518,49

Shares quantity 906.455.100

Price per Share 2,27 2,75 3,41 4,17 4,91 5,72 6,57 7,47

Múltiplo Implícito

EV 2.628.153,2
 EBITDA 2009 365.811,0
EV/EBITDA 7,18

EDENOR S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of Dec-2010 - (CCF)

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
CCF (Nominal)		295.072,7	311.699,3	404.133,7	495.029,9	594.741,2	782.477,4
FF (discounted)	1.501.871,6	245.709,6	208.471,8	216.720,1	217.960,4	215.244,2	191.271,5
g =	4,0%						
TV							4.607.534,0
Discounted TV	1.126.281,6						1.126.281,6
FFC + TV	2.628.153,2						
Enterprise Value	2.628.153,2						

(+) Non operating assets 219.687,0
 (-) Financial debt -790.487,00

Equity Value 2.057.353,21

2010 VL 2.628.153,2 2.861.077,4 3.250.441,7 3.649.829,1 3.950.263,2 4.211.094,3 4.430.321,1 4.607.534,0

EDENOR S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of Dec-2010 - (ECF)

Concepto		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ECF (Nominal)		270.478,6	325.347,1	412.805,7	464.155,9	545.135,3	619.466,2	691.747,3
FF (discounted)	1.233.574,5	218.867,0	202.711,6	197.166,3	175.363,2	163.020,2	146.738,4	129.707,7
g =	4,0%							
TV								3.221.695,6
Discounted TV	604.091,7							604.091,7
FFC + TV	1.837.666,2							
Equity Value	1.837.666,2							

(+) Non operating Assets 219.687,0

Equity Value	2.057.353,2
(-) Non operating Assets	(219.687,0)
(+) Financial Debt	790.487,0
Enterprise Value	2.628.153,2

Equity	1.837.666,2	2.000.532,2	2.272.784,9	2.552.045,9	2.762.116,5	2.944.495,7	3.097.784,2	3.221.695,6
Debt	790.487,00	860.545,14	977.656,82	1.097.783,21	1.188.146,76	1.266.598,66	1.332.536,95	1.385.838,43
VL	2.628.153,2	2.861.077,4	3.250.441,7	3.649.829,1	3.950.263,2	4.211.094,3	4.430.321,1	4.607.534,0

VL	2.628.153,2	2.861.077,4	3.250.441,7	3.649.829,1	3.950.263,2	4.211.094,3	4.430.321,1	4.607.534,0
VL - Equity	790.487,00	860.545,14	977.656,82	1.097.783,21	1.188.146,76	1.266.598,66	1.332.536,95	1.385.838,43

EDENOR S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of Dec-2010 - (APV)

Concepto		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCF (Nominal)		261.944,4	275.486,9	365.124,6	452.596,7	549.921,0	645.058,3	732.066,3
FF (discounted)	1.312.798,6	216.402,6	180.667,7	189.609,5	190.992,1	188.762,3	180.104,6	166.259,8
g =	4%							
TV								4.020.046,2
Discounted TV	912.994,0							912.994,0
FFC + TV	2.225.792,6							
Enterprise Value (u)	2.225.792,6							

Vu	2.225.792,6	2.432.265,3	2.788.483,9	3.156.384,6	3.431.633,1	3.668.888,0	3.865.429,0	4.020.046,2
-----------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Tax Shield (Nominal)		58.225,2	78.225,0	89.950,9	88.600,0	95.391,4	101.689,9	106.983,9
Tax Shield (discounted)	268.936,1	48.102,1	51.300,9	46.711,5	37.388,5	32.743,4	28.392,5	24.297,1
Terminal Value								587.487,8
Discounted TV	133.424,5							133.424,5
TS + TV	402.360,6							
Tax Shield Value	402.360,6							

Enterprise Value (levered) 2.628.153,2

(+) Non operating Assets 219.687,0

(-) Financial Debt -790.487,00

Equity Value 2.057.353,21

MULTIPLES VALUATION

	EV/EBITDA	
	2010E	2011E
LATAM AVG	6,6	6,2
DesvE	1,82	1,49
Max	8,42	7,69
Min	4,78	4,71
EBITDA EDN	534.095	604.656
Max EV	4.496.248	4.652.588
Min EV	2.553.803	2.845.144
Non Op Assets	490.166	815.513
Financial Debt	860.545	977.657
EQUITY Max	4.125.868	4.490.444
EQUITY Min	2.183.423	2.683.000
EQUITY EDN	2.490.698	3.088.298
Check	OK	OK

EPS	0,18772	0,22888
Max Price	2,85	3,24
Min Price	1,66	1,98
EDN Price	2,75	3,41
Check	OK	ERROR