

Ciudad de México al 28 de julio de 2021

COX: Resultados en línea con nuestros estimados, seguidos de una perspectiva positiva para el sector. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación.

¿En línea con estimados?

Los resultados de COX Energy América (BIVA: COXA *) se mantuvieron en línea con nuestros estimados, registrando una mayor diversificación regional, así como una mejora en la conformación del mismo, con un mayor número de proyectos en etapa de desarrollo avanzado, en línea con el plan de negocios de la compañía.

Perfil Operativo e Ingresos

En línea con el plan de desarrollo planteado, COX mantiene un continuo proceso de expansión, buscando incorporarse al mercado europeo a través de la adquisición del 40% de Ibox Energy, compañía con sede en España y un pipeline estimado de 4.0 GWp, por lo que el capital recaudado será dirigido al aprovechamiento y capitalización de oportunidades que abonen a mejorar la calidad del portafolio.

Sumado a ello, la compañía ha fortalecido su presencia en Latinoamérica, añadiendo un acuerdo de financiamiento con Sumitomo Mitsui Banking Corporation para el proyecto denominado "La Meseta", en alianza con Sonnedix.

Finalmente, cabe señalar que durante el trimestre, la capacidad total del portafolio atribuible a COX se vió expandida, pasando de los 2,015 MWp al cierre del primer trimestre del año, a 2,171 MWp al 2T21, lo cual significó un aumento de 156 MWp (+7.7% T/T) en diversas etapas de desarrollo.

Al cierre del trimestre, el portafolio de COX incrementó su diversificación, siendo México y Chile las regiones que concentran el mayor número de MWp atribuibles a COX, representando el 34% y 33% del total respectivamente. El portafolio de México registro cambios significativos, finalizando con 8 proyectos al cierre del trimestre (vs. 9 al 1T21), los cuales en conjunto suman una

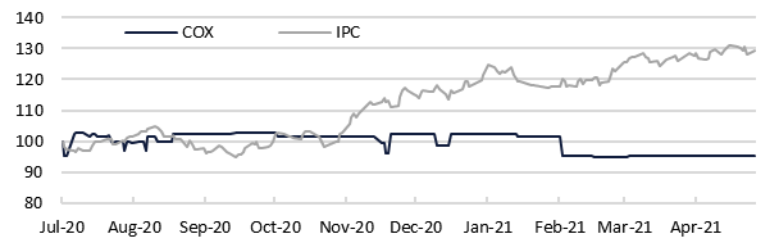
	Compra	P.O. JUN22*	P s.63.30
Precio (COXA*)			P s.29.00
Mín/máx			29.00 / 34.00
Rendimiento P.O.			118.3%
Capitalización de Mercado			5,249
Valor de la Empresa*			5,282
Acciones en circulación			181
Flotante			15%
Monto diario prom operado IPO			0.2 millones

Precio al 28/07/2021. Montos en Ps.

*Incluye NIIF 16

Fuente: Apalache y COX

COX vs IPC



Métrica Operativa	2T21	4T20	var
Número de Proyectos	43	36	19%
Desarrollo avanzado, Backlog y En operación (MWp)	1,139	967	18%
Desarrollo Inicial atribuible a COX (MWp)	1,032	841	23%

En Ps. millones

Posición Financiera	2T21		
Efectivo, Eq. e Inversiones Temp.	24		
Otros Activos Circulantes	263		
Activos Fijos	1,545		
ACTIVOS TOTALES	1,832		
Deuda (Fin y Ptes Relacionadas)*	49		
Otros Pasivos	28		
PASIVOS TOTAL	77		
Participación Controladora	1,747		
Participación No Controladora	8		
CAPITAL CONTABLE	1,755		
Resultados Integrales	6M 21	6M 20	var
Ingresos por Representación y Suministro de Energía	4.5	15.6	-71%
Generación de Energía	0.0	0.0	na
Servicios Corporativos	0.0	0.0	na
Ingresos Totales	4.5	15.6	-71%
Gastos de Operación	60	77	-21%
Utilidad de Operación	-56	-61	na
Resultado de Financiamiento	-37	-14	na
Part. en resultados de asociadas	25	0	na
Utilidad Antes de Impuestos	-68	-76	na
Impuestos a la Utilidad	2	0	0%
Utilidad Neta	-70	-76	na
Utilidad Neta Controladora	-69	-75	na
EBITDA**	-55	-61	na
mgn 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

capacidad estimada de producción de 746 MWp (-18.0% T/T). En ese sentido, el 67.6% de la capacidad estimada (MWp) atribuible a COX se encuentra en desarrollo avanzado, mientras que el 32.4% se encuentra en etapa inicial de desarrollo. Por su parte, Chile, la región con mayores avances en el *pipeline*, registró la mayor modificación en cuanto a número de proyectos, pasando de 26 en el 1T21 a 20 al cierre del 2T21, lo cual colocó la capacidad estimada en 709 MWp (-14.1%). Por lo anterior, la composición de la capacidad estimada (MWp) al cierre del periodo fue de: i) 33.2% en desarrollo inicial; ii) 5.1% en desarrollo avanzando; iii) 53.9% en *backlog*; iv) 7.7% en construcción; y v) 2 proyectos menores con capacidad estimada inferior al 1% en etapas de operación y *stand by*.

No obstante, la región de centroamerica registró un importante crecimiento con respecto al portafolio total, pasando de 93 MWp durante el 1T21 a 510 MWp al 2T21 +(448.4% T/T), lo que representó una importante reconfiguración del portafolio global. Dicho ajuste se dio gracias a la incorporación de 3 proyectos con sede en Guatemala y uno en República Dominicana, los cuales tienen capacidades estimadas de 50, 80, 120 y 162 MWp. Cabe señalar que las condiciones de adquisición del proyecto en República Dominicana se encuentran en negociación, por lo que se estima que el proyecto comience operaciones en el 2S23 por medio de contratos de largo plazo. Dicho lo anterior, el progreso en la capacidad instalada de los proyectos que componen el portafolio de acuerdo a la estimada de producción (MWp) se situó en 68.2% en desarrollo inicial y 31.8% en desarrollo avanzado.

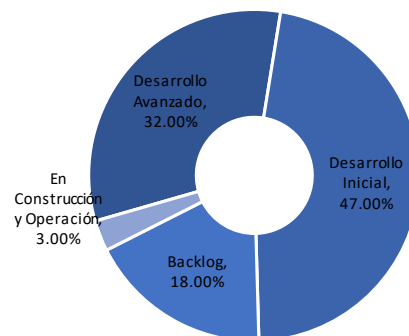
Mientras tanto, el portafolio de Colombia se mantuvo sin cambios abruptos, añadiendo un nuevo desarrollo al *pipeline*, el cual incrementó en 20 MWp la proyección estimada de la región, finalizando el periodo con un total de 6 proyectos. Al final del trimestre, la cartera de proyectos en dicho país finalizó en 206 MWp (+10.8%), con el 100% de los proyectos en etapa de desarrollo inicial.

Por último, la composición global del portafolio con respecto al avance de los proyectos se situó en: i) 47.4% en desarrollo inicial; ii) 32.4% en desarrollo avanzado; iii) 17.6% en etapa *backlog*; iv) 2.5% en construcción; y v) <0.1% en etapa de operación o *stand by*.

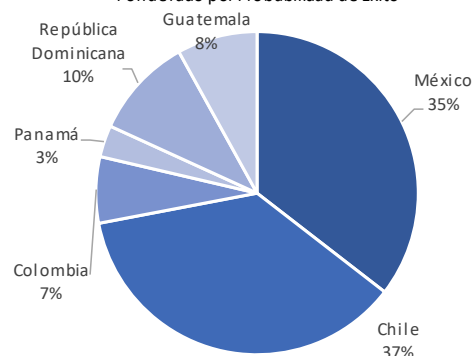
Resultados.

Debido a la etapa en la que se encuentra actualmente COX, los ingresos de operación no son significativos, sin embargo, cuenta con un importante potencial de ingresos, derivado de sus principales líneas de negocio, las cuales, se centran en operar y rotar activos de acuerdo con las condiciones del mercado. Por

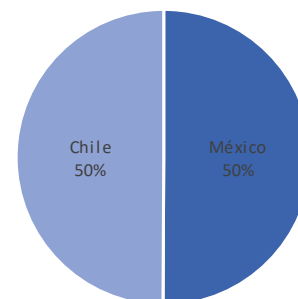
Estado de Portafolio Global
Ponderado por Probabilidad de Éxito



Portafolio Propiedad COX (D&O)
Ponderado por Probabilidad de Éxito



Portafolio Rotación de Activos (D&S)
Ponderado por Probabilidad de Éxito



lo anterior, mantenemos nuestras perspectivas positivas de la emisora, debido a la probable capitalización que abonará a un mayor aprovechamiento de oportunidades que pudieren presentarse, así como una mayor capacidad para acelerar el ritmo en el desarrollo de los proyectos.

Los ingresos de operación al 2T21 ascendieron a Ps.2.32 millones, derivados de la gestión y comercialización de energía en el Mercado Eléctrico Mayorista Mexicano (MEM) y el suministro de energía en Chile.

En cuanto a los gastos de operación, estos se ubicaron en Ps.30.31 millones, Ps.5.71 por debajo de los registrados el trimestre previo. Debido a lo anterior, el EBITDA del trimestre se situó en -Ps.28.0 millones. Cabe recordar que el EBITDA no es una métrica relevante.

Posición Financiera.

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 crecimiento de la emisora.

Nuestra Recomendación.

Una vez actualizado nuestro modelo de valuación con los diversos resultados financieros y macroeconómicos, hemos mantenido sin cambios el Precio Objetivo a 12 meses (junio 2022) en Ps.63.3 por acción, lo que representa un rendimiento superior al 100% con respecto al precio de cierre del pasado 28 de julio de 2021, por lo que ratificamos nuestra recomendación fundamental de inversión como COMPRA.

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
Precio por MW (USD)	63	52	78	61
Inflación Energía	3%	2%	2%	2%
CAPEX por MW (USD)	650,000	650,000	650,000	650,000
Tasa libre de riesgo	6.50%	2.29%	5.90%	0.00%
Tasa de Impositiva	30%	27%	33%	25%
Costo del Capital Apalancado	15.2%	14.7%	20.0%	17.2%
% Financiamiento Capital	30%	30%	30%	30%
% Financiamiento Senior (A)	50%	50%	50%	50%
Spread p.b.	120	120	120	120
Vencimiento años	20	20	20	20
Años de gracia	2	2	2	2
% Financiamiento Junior (B)	20%	20%	20%	20%
Spread p.b.	200	200	200	200
Vencimiento años	15	15	15	15
Años de gracia	3	3	3	3
Dividendo %CFO después de servicio de deuda	70%	70%	70%	70%
Contribución al Precio Objetivo*	33.58	23.31	7.01	3.71

 Fuente: COX y Apalache prima de 100 p.b.

2. Métricas de Valuación Destacadas (Suma de Partes)			
Rotación de Activos			
	Venta Estimada	Etapa @ venta	USD MM/MW
La Meseta	2Q22	RTB	0.65
La Granja Solar (Zacatecas)	1Q23	RTB	0.65
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)	150 x		
Tasa de Impositiva	30.0%		
Tasa de Descuento	15.0%		
Contribución al Precio Objetivo*	0.41		

Fuente: COX y Apalache

3. Métricas de Valuación Destacadas (Suma de Partes)		
Otro Corporativo		
	2021FY (Ps.)	Crec. Anual
Otros Ingresos*	-	n.d.
Gastos Corporativos	130,000,000	2.0%
Tasa de descuento	16%	
Crecimiento Neto Residual Año 20	2%	
Contribución al Precio Objetivo*	-4.89	

Fuente: COX y Apalache

07/29/2021

COX: Results in line with our estimates, followed by a positive outlook for the sector. We keep our recommendation unchanged.

In line with estimates?

The results of COX Energy America (BIVA: COXA *) remained in line with our estimates, registering greater regional diversification, as well as an improvement in its conformation, with a greater number of projects in the advanced development stage, in line with the company's business plan.

Profile and Income

In line with the proposed development plan, COX maintains a continuous process of expansion, seeking to enter the European market through the acquisition of Ibex Energy, a company based in Spain and an estimated pipeline of 4.0 GWp, therefore the capital raised will be directed to the use and capitalization of opportunities that pay to improve the quality of the portfolio.

In addition, the company has strengthened its presence in Latin America, adding a financing agreement with Sumitomo Mitsui Banking Corporation for the project called "La Meseta", in alliance with Sonnedix.

Finally, it should be noted that during the quarter, the total capacity of the portfolio attributable to COX expanded, from 2,015 MWp at the end of the first quarter of the year, to 2,171 MWp as of 2Q21, which meant an increase of 156 MWp (+7.7% T/T) in various stages of development.

At the end of the quarter, the COX portfolio increased its diversification, with Mexico and Chile being the regions that concentrate the highest number of MWp attributable to COX, representing 34% and 33% of the total respectively. The Mexican portfolio registered significant changes, ending with 8 projects at the end of the quarter (vs. 9 as of 1Q21), which together add up to an estimated production capacity of 746 MWp (-18.0% QoQ). In this sense, 67.6% of the estimated capacity (MWp) attributable to COX is in advanced development, while 32.4% is in the initial stage of development. For its part, Chile, the region with the greatest advances in the pipeline, registered the greatest modification in terms of number of projects, going from 26 in 1Q21 to 20 at the end of 2Q21, which placed the estimated capacity at 709 MWp (-14.1%). Therefore, the composition of the estimated capacity (MWp) at the end of the period was: i) 33.2% in initial development; ii) 5.1% in development moving forward; iii) 53.9% in backlog; iv) 7.7% under construction; and v) 2 minor projects with an estimated capacity of less than 1% in operation and stand-by stages.

However, the Central American region registered significant growth with respect to the total portfolio, going from 93 MWp during 1Q21 to 510 MWp in 2Q21 + (448.4% Q / Q), which represented an important restructuring of the global portfolio. This adjustment was due to the incorporation of 3 projects based in Guatemala and one in the Dominican Republic, which have estimated capacities of 50, 80, 120 and 162 MWp. It should be noted that the acquisition conditions of the project in the Dominican Republic are under negotiation, so it is estimated that the project will begin operations in 2H23 through long-term contracts. That said, the progress in the installed capacity of the projects that make up the portfolio according to the estimated production (MWp) stood at 68.2% in initial development and 31.8% in advanced development.

Meanwhile, the Colombian portfolio remained without abrupt changes, adding a new development to the pipeline, which increased the estimated projection of the region by 20 MWp, ending the period with a total of 6 projects. At the end of the quarter, the project portfolio in that country ended at 206 MWp (+10.8%), with 100% of the projects in the initial development stage.

Lastly, the global composition of the portfolio with respect to the progress of the projects stood at: i) 47.4% in initial development; ii) 32.4% in advanced development; iii) 17.6% in the backlog stage; iv) 2.5% under construction; and v) <0.1% in the operation or stand-by stage.

P&L.

Due to the current stage COX is in, operating income is not significant, however, it has significant income potential, derived from its main business lines, which are focused on operating and rotating assets of according to market conditions. Therefore, we maintain our positive prospects for the issuer, due to the probable capitalization that will pay for a greater use of opportunities that may arise, as well as a greater capacity to accelerate the pace of project development.

Operating income for 2Q21 amounted to Ps.2.32 million, derived from the management and commercialization of energy in the Mexican Wholesale Electricity Market (MEM) and the supply of energy in Chile.

Regarding operating expenses, these were Ps.30.31 million, Ps.5.71 below those registered in the previous quarter. Due to the above, EBITDA for the quarter was -Ps.28.0 million. It should be remembered that EBITDA is not a relevant metric.

Balance Sheet.

At the end of the quarter, COX does not have debt with financial institutions, however, we consider that going forward, the leverage will lead to greater dynamism in the growth of the issuer.

Our Recommendation.

Once our valuation model has been updated with the various financial and macroeconomic results, we have kept the 12-month Target Price (June 2022) unchanged at Ps.63.3 per share, which represents a yield greater than 100% with respect to the price of closing of July 28, 2021, for which we ratify our fundamental investment recommendation of BUY.

Disclaimer

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.

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

