

30 de julio de 2026

Capex S.A.

La generadora de energía eléctrica y productora hidrocarburos Capex inició sus operaciones en 1988 en el segmento de exploración y producción de petróleo y gas (O&G) para luego expandirse e integrarse verticalmente mediante la construcción de un central de energía de ciclo combinado y una planta de gas licuado de petróleo (GLP). Más recientemente, a través de sus subsidiarias, Capex consolidó su presencia en el segmento de energías renovables, ampliando su matriz de generación con proyectos eólicos y solares.

A continuación, se describen los principales negocios de Capex y sus subsidiarias:

Exploración y producción de petróleo y gas					
Área	Provincia	% part.	Operador	Vto. de concesión	Tipo de actividad
Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex S.A.	2052	Exploración y producción
Pampa del Castillo	Chubut	95%	Capex S.A.	2046	Exploración y producción
Loma Negra	Rio Negro	37,5%	Capex S.A.	2034	Exploración y producción
La Yesera	Rio Negro	37,5%	Capex S.A.	2037	Exploración y producción
Bella Vista Oeste	Chubut	100%	Capex S.A.	2045	Exploración y producción
Puesto Zúñiga	Rio Negro	90%	Capex S.A.	2047	Exploración y producción
Cinco Saltos Norte	Rio Negro	100%	Capex S.A.	2028	Exploración

Generación y Procesamiento de Derivados				
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Tipo de actividad
Central Térmica Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex S.A.	Generación de energía térmica
Parque Eólico Diadema I	Chubut	85,2%	Hychico S.A.	Generación energía eólica
Parque Eólico Diadema II	Chubut	99,3%	EG Wind S.A.	Generación energía eólica
Parque Solar La Salvación	San Luis	99,3%	4Solar S.A.	Generación energía solar
Planta GLP Agua del Cajón	Neuquén	95%	Buproneu S.A.	Procesamiento y separación de gases líquidos
Planta de producción hidrógeno & oxígeno	Chubut	85,2%	Hychico S.A.	Producción de hidrógeno y oxígeno
Prexium S.A.U.	CABA	100%	Prexium S.A.U.	Comercialización de energía eléctrica e hidrocarburos

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

La compañía es controlada por Compañías Asociadas Petroleras S.A. (CAPSA), la cual posee el 75.8% de la participación. Su accionista

mayoritario es la familia Götz, quién cuenta con una gran historia en la industria petrolera local.

Capex cierra su ejercicio fiscal en abril. En el presente informe analizamos los estados financieros correspondientes al ejercicio finalizado el 30 abril de 2026.

Al cierre del ejercicio, Capex reportó reservas probadas (P1) de 13.416 Mm³ de petróleo y 5.762 Mm³ de gas. Del total, el 74% fueron convencionales, mientras que el 26% restante fueron no convencionales (shale). Las P1 de petróleo aumentaron un 11% al respecto del 2025, mientras que las de gas se mantuvieron estables. La vida media de las P1 desarrolladas y no desarrolladas fue de 20,1 años.

En Agua del Cajón, el desarrollo shale avanza mediante farm-outs con Trafigura (30%, hasta 4 PADs) y Schlumberger (19%, hasta 3 PADs adicionales), bajo operación de Capex. Tras perforar el primer PAD (4 pozos, 2.700m de rama lateral) y el segundo (4 pozos, 3.000m) en 2023 y 2025, la compañía prevé un tercer PAD de 3 pozos horizontales con 3.500m de rama lateral durante el segundo trimestre de 2026, junto con una ampliación de la capacidad de tratamiento de 1.000 m³/día. Este plan, sumado al proyecto exploratorio en el área no convencional de Cinco Saltos Norte, adjudicado en marzo de 2025, constituye el principal driver de crecimiento.

Área	% part.	Vto. concesión	Reservas	Probadas (P1)		
				Total 30.04.26	Total 30.04.25	Total 30.04.24
Agua del Cajón	100%	2052	Gas MMm3 (1)	3.344	3.473	3.372
			GLP Mton	228	0	0
			Petróleo Mbbl	45.867	37.998	22.842
			Mm3	7.292	6.041	3.632
Pampa del Castillo	95%	2046	Petróleo Mbbl	24.059	24.416	25.716
			Mm3	3.825	3.882	4.089
Loma Negra	37,5%	2034	Gas MMm3 (1)	1.144	1.117	1.564
			Mbbl	4.850	4.211	3.395
			Mm3	771	669	540
La Yesera	37,50%	2037	Gas MMm3 (1)	250	255	228
			Mbbl	2.083	2.160	2.389
			Mm3	331	344	380
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo Mbbl	6.713	6.528	8.087
			Mm3	1.067	1.038	1.286
Puesto Zúñiga	90%	2047	Gas MMm3 (1)	1.024	930	902
			Mbbl	816	851	1.233
			Mm3	130	136	196
Total	100%	-	Gas MMm3 (1)	5.762	5.775	6.066
			GLP Mton	228	-	-
			Petróleo Mbbl	84.388	76.164	63.662
			Mm3	13.416	12.110	10.123

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.¹

¹ Expresado en 9.300 Kcal por m³

El parque de generación de Capex totaliza 726 MW de capacidad instalada: 672 MW de generación térmica de ciclo combinado (5,7% de la generación térmica total del país), 33,6 MW eólicos y 20 MW solares. Adicionalmente, cuenta con un pipeline de 87 MW en desarrollo (parques solares ADC I y II, con puesta en marcha estimado para noviembre 2027 y noviembre 2029 respectivamente).

Resultados por segmentos

Debido a que el 40% de los ingresos de la compañía están denominados en dólares y el restante 60% se ajustan por tipo de cambio, analizaremos los estados contables en dólares utilizando el tipo de cambio de referencia BCRA "A" 3500 vigente al cierre de cada período.

Durante el ejercicio 2026, el segmento de O&G representó el principal negocio de la compañía, concentrando el 63% de los ingresos totales y constituyéndose, además, como la principal fuente de generación de EBITDA. Por su parte, el segmento de generación de energía aportó el 33% de los ingresos, sustentado principalmente en la generación térmica. Finalmente, el negocio de GLP explicó el 4% restante de los ingresos.

Segmentos (USD MM)	Ingresos	EBITDA	Mg EBITDA
Oil & Gas	273	86	32%
Generación de Energía	134	43	32%
Renovables	12	9	73%
GLP	17	12	72%
Total	435	150	34%

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Petróleo y gas: El segmento constituye el principal negocio de Capex. La compañía produce principalmente crudo pesado, con un costo de extracción cercano a USD 28 por barril, y mantiene un marcado perfil exportador, destinando aproximadamente el 66% de su producción al mercado internacional.

Durante el ejercicio finalizado en abril de 2026, el segmento registró ingresos por USD 273 millones, lo que representó un incremento del

2% interanual, aunque se ubicó un 8% por debajo de los niveles alcanzados en 2024.

En el mercado local, los ingresos se vieron afectados por una caída del 30% en los volúmenes comercializados, a la que se sumó una disminución del 8,3% en el precio promedio en dólares respecto del ejercicio anterior. En contraste, los ingresos por exportaciones de petróleo crecieron un 28,5%, impulsados por un aumento del 31,8% en los volúmenes vendidos, parcialmente compensado por una baja del 5,3% en el precio promedio de exportación.

Si bien durante el último trimestre del ejercicio el precio internacional del crudo registró una recuperación como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, el precio promedio realizado durante el ejercicio se mantuvo por debajo del observado en el ejercicio anterior.

En cuanto a la producción, la extracción de petróleo aumentó un 3,8% interanual, alcanzando los 486.253 m³. Este desempeño fue explicado principalmente por el crecimiento del 22,4% en el yacimiento Agua del Cajón, una mayor producción en las áreas Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste (que en el ejercicio previo habían sido afectadas por intensas nevadas) y por incrementos en las áreas Río Negro y La Yesera. Estos efectos fueron parcialmente compensados por una caída del 32,9% en la producción del área Puesto Zúñiga.

Respecto del negocio de gas natural, la compañía optó por no adherir al Plan Gas 2025-2028, privilegiando la celebración de contratos privados con terceros. Como resultado, los ingresos por ventas de gas, medidos en dólares, aumentaron un 34% interanual, impulsados principalmente por un incremento del 94% en los volúmenes comercializados.

Generación de energía térmica: Los ingresos del segmento alcanzaron los USD 134 millones

durante el ejercicio 2026, lo que representó un incremento interanual del 122%. Este crecimiento se explicó principalmente por la entrada en vigor de la Resolución SE 400/2025, que desde noviembre de 2025 modificó el esquema de remuneración de la generación térmica.

Bajo el nuevo régimen, la remuneración abonada por CAMMESA incluyó tanto la retribución por la energía generada como el reconocimiento del costo variable asociado al gas utilizado como combustible. En consecuencia, el costo del gas adquirido a terceros pasó a registrarse dentro del costo de ventas, mientras que bajo el esquema anterior el gas era provisto directamente por CAMMESA, por lo que dicho concepto no se reflejaba ni en los ingresos ni en los costos de la compañía. Por lo tanto, el fuerte incremento de los ingresos respondió principalmente a un cambio en la metodología de remuneración y en la exposición contable, más que a un crecimiento operativo.

Generación de energía renovable: El segmento registró ingresos por USD 12 millones durante el ejercicio 2026, frente a los USD 6,8 millones obtenidos en el ejercicio anterior. Este desempeño se explicó por la puesta en operación en julio de 2025 del Parque Solar La Salvación (20 MW) y por la normalización de la generación eólica, luego de que los parques ubicados en la región del Golfo San Jorge se vieran afectados por los temporales de nieve durante el ejercicio 2025.

La generación renovable se sustenta en contratos de largo plazo entre ventas en el mercado MATER y contratos PPA de 20 años con CAMMESA en dólares. El nuevo parque solar comercializa su generación mediante contratos privados con grandes usuarios, lo que reduce la exposición del segmento a la volatilidad regulatoria de CAMMESA.

Si bien la incorporación del parque solar amplió la capacidad de generación renovable, el negocio eólico continúa enfrentando restricciones de despacho debido a la limitada capacidad de transporte eléctrico ante la falta de una nueva estación transformadora a ser ejecutada por el Estado Nacional.

Gas licuado de petróleo (GLP): Registró ingresos por USD 16 millones, con un crecimiento interanual del 28%. Este desempeño se explicó principalmente por un mayor volumen de exportaciones de propano y, en menor medida, por un incremento en las ventas de butano, favorecidas por mejores precios internacionales y una mayor demanda global.

Resultados consolidados

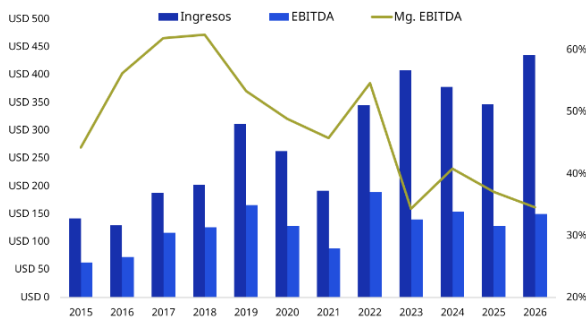
Como resultado, los ingresos por ventas alcanzaron los USD 435 millones durante el ejercicio 2026, lo que representó un crecimiento interanual del 25%. Este desempeño respondió principalmente al incremento de las ventas del segmento de generación de energía, impulsado por la modificación en el esquema de remuneración de la generación térmica.

En términos de rentabilidad, la compañía registró una marcada recuperación del margen operativo, favorecida por una mejor relación entre ingresos y costo de ventas. El margen EBITDA se estabilizó en torno al 35%.

Capex (USD Mill)	2026	2025	Var	2024	Var
Ingresos por Ventas	435	347	25%	378	15%
Costos por Ventas	290	257	13%	213	37%
Costos / Ventas	67%	74%	-700pb	56%	1100pb
Costo de Adm y Com	28	51	-45%	42	-33%
EBITDA	150	129	17%	154	-3%
Rdo Operativo	45	-22	-305%	48	-6%
Rdo Neto	33	22	52%	-41	-181%
Mg Operativo	10%	-6%	1700pb	13%	-200pb
Mg EBITDA	35%	37%	-200pb	41%	-600pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Ingresos por Ventas y EBITDA Anuales



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Perfil de deuda

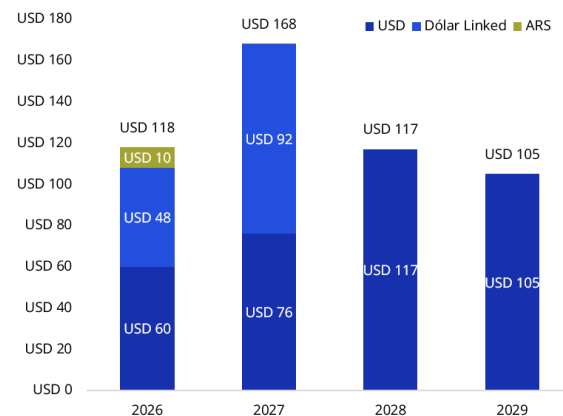
Al cierre del ejercicio, Capex registró una deuda financiera total de USD 509 millones, lo que representó un incremento interanual del 20%. Durante el período, la compañía accedió en dos oportunidades al mercado mediante la emisión de bonos corporativos de legislación local por un total de USD 113 millones. Los fondos se destinaron principalmente al refinanciamiento. Adicionalmente, tomó préstamos bancarios por USD 99 millones. Como resultado, la estructura de endeudamiento quedó compuesta en un 74% por bonos corporativos y un 26% por préstamos bancarios, con un costo financiero promedio cercano al 6% anual.

En cuanto a su liquidez, la compañía cerró el ejercicio con una posición de caja y activos financieros de USD 82 millones, de los cuales el 69% se encontraba denominado en dólares. Esto le permitió reducir su nivel de apalancamiento neto respecto del 2025, alcanzando una relación de deuda neta/EBITDA de 2,8x.

Asimismo, la empresa mejoró su ratio de liquidez corriente, aunque este continúa en niveles reducidos, con activos corrientes que cubren el 80% de sus pasivos corrientes. Por otro lado, el mayor peso de los intereses financieros derivado de las últimas emisiones de deuda provocó una disminución en la cobertura de intereses, que se ubicó en 4,9x.

Capex (USD Mill)	2026	2025	Var	2024	Var
Deuda Total	509	425	20%	404	26%
Caja y Equivalentes	82	8	949%	17	383%
Inv. Financieras	11	10	13%	2	643%
Inventarios	1	0	234%	5	-79%
Deuda Neta	414	407	2%	381	9%
EBITDA	150	129	17%	154	-3%
Deuda Neta/EBITDA	2,8	3,2	-0,4	2,5	0,3
Liquidez Corriente	0,8	0,4	0,4	0,8	0,0
Intereses	31	21	47%	24	29%
EBITDA/Intereses	4,9	6,2	-1,3	6,4	-7,7

Perfil de vencimientos (mill. USD)



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

CAPXAR 9 ¼ 2028

La mayor liquidez de la deuda se concentra en su bono hard dollar CAPXAR 9 ¼ 2028, de legislación internacional. Con cupón del 9,25% anual cuenta con un esquema de amortización en ocho cuotas semestrales del 12,5%. A la fecha, la compañía canceló el 37,5% del capital emitido, quedando pendiente USD 118 millones.

El bono opera a un precio clean de USD 100,5, lo que otorga una TIR del 8,7% con una duration modificada de 0,9 años.

Perspectivas

El reacomodamiento tarifario en generación térmica, la expansión productiva en renovables, la mejora en los precios internacionales del crudo y el desarrollo de las inversiones en Vaca Muerta constituyen los factores que permitirán a Capex fortalecer su generación de caja y

reducir gradualmente sus niveles de apalancamiento actuales.

Desde el punto de vista operativo, la compañía presenta características favorables: la diversificación de su matriz de negocios, el incremento de sus reservas probadas de O&G y su elevado perfil exportador.

No obstante, identificamos dos principales desafíos: el bajo crecimiento de la producción de O&G y la concentración de vencimientos de deuda en el corto plazo. En este sentido, los desarrollos en Agua del Cajón y Cinco Saltos Norte representan los principales proyectos destinados a impulsar el crecimiento futuro de la producción. Por otro lado, una nueva colocación de deuda a mayor plazo permitiría mejorar el perfil de vencimientos y reducir la exposición a vencimientos de corto plazo. A pesar de esta dificultad, la buena posición de liquidez de la compañía le permitiría afrontar los vencimientos previstos para el presente ejercicio.

Consideramos que CAPXAR 9 ¼ 2028 operando a la par o a un rendimiento cercano al 9%, presenta una relación riesgo-retorno atractiva como alternativa agresiva dentro de la curva corporativa argentina.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmangino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar

Julieta Marchione
julietamarchione@cucchiara.com.ar