

30 de mayo de 2025

## 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 para luego expandirse e integrarse verticalmente mediante la construcción de la central de energía térmica de ciclo combinado y una planta de GLP. Luego, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, el Grupo busca insertarse fuertemente en el segmento energías renovables incluyendo la construcción de dos parques de energía eólica y producción de hidrógeno y oxígeno.

En 2017, la empresa inició un fuerte proceso de crecimiento que incluyó la expansión de su negocio de exploración y producción de hidrocarburos, mediante la compra de diferentes áreas hidrocarburíferas en las provincias de Neuquén, Chubut y Río Negro. A su vez, en 2023, comenzó a desarrollar 4SOLAR, su primer parque solar con una potencia inicial de 20 MW, ubicado en la provincia de San Luis. A continuación, detallamos los negocios en donde participa Capex y sus subsidiarias:

Generación Eléctrica y Procesamiento de Derivados					
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Tipo de actividad	Contrato
Central Térmica Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	Generación de energía	CAMMESA
Planta gas licuado de petróleo Agua del Cajón (GLP)	Neuquén	95%	Servicios Buproneu	Proc y sep de gases liq derivados Gas	Privados
Parque Eólico Diadema I	Chubut	85,2%	Hychico	Energía eólica	CAMMESA
Parque Eólico Diadema II	Chubut	99,3%	EG Wind	Energía eólica	CAMMESA
Planta de producción hidrogeno & oxígeno	Chubut	85,2%	Hychico	Energía renovable	Privados
Parque Solar "La Salvación"	San Luis	99,3%	Solar	Energía solar	MATER

Oil & Gas					
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Año de vto. concesión	Tipo de actividad
Yac. Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	2052	Exploración y explotación Oil & Gas
Yac. Pampa del Castillo	Chubut	95%	Capex	2046	Exploración Oil & Gas
Yac. Loma Negra	Río Negro	37,5%	Capex	2034	Exploración Oil & Gas
Yac. La Yesera	Río Negro	37,5% (1)	Capex	2037	Exploración Oil & Gas
Yac. Bella Vista Oeste	Chubut	100%	Capex	2045	Exploración Oil & Gas
Yac. Puesto Zúñiga	Río Negro	90%	Capex	2047	Exploración Oil & Gas

**Fuente:** Cucchiara Research en base a datos del balance.

La compañía es controlada CAPSA, que posee el 74,8% de las acciones. El accionista mayoritario es la familia Götz, quién cuenta con una gran historia en la industria petrolera local.

Capex cierra balance en abril. En este *Resumen* analizaremos los últimos estados contables correspondientes a los primeros nueve meses del ejercicio. Conforme a estos, Capex cuenta con reservas probadas por 12.110 Mm<sup>3</sup> de petróleo y 5.775 MMm<sup>3</sup> de gas. En este sentido, los niveles de reservas de crudo se incrementaron en 20% versus 9M24 y 114% comparado con el 9M23. Por el contrario, las reservas de gas se contrajeron 5% y 17% en igual comparación.

Área / Negocio	% part.	Año de vto. concesión	Reservas		Comprobadas	
					Total 31.01.25	Total 31.01.24
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1)	3.473	3.372
			Petróleo	Mbbl	37.998	22.842
				Mm3	6.041	3.632
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mbbl	6.528	8.087
				Mm3	1.038	1.286
Loma Negra	37,5%	2034	Gas	MMm3 (1)	1.117	1.564
			Petróleo	Mbbl	4.211	3.395
				Mm3	669	540
La Yesera	37,50%	2037	Gas	MMm3 (1)	255	228
			Petróleo	Mbbl	2.160	2.389
				Mm3	344	380
Pampa del Castillo	95%	2046	Gas	MMm3 (1)	0	0
			Petróleo	Mbbl	24.416	25.716
				Mm3	3.882	4.089
Puesto Zúñiga	90%	2047	Gas	MMm3 (1)	930	902
			Petróleo	Mbbl	851	1.233
				Mm3	136	196
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>Gas</b>	<b>MMm3 (1)</b>	<b>5.775</b>	<b>6.066</b>
			<b>Petróleo</b>	<b>Mbbl</b>	<b>76.164</b>	<b>63.662</b>
				<b>Mm3</b>	<b>12.110</b>	<b>10.123</b>

**Fuente:** Cucchiara Research en base a datos del balance.<sup>1</sup>

La compañía continúa desarrollando el área de Vaca Muerta. Mediante la asociación con otras

<sup>1</sup> Expresado en 9.300 Kcal por m<sup>3</sup>

compañías están explorando 4 pozos nuevos y se espera la exploración de 8 más. A su vez, Capex se presentó a la licitación nacional del área no convencional de Cinco Saltos Norte que tiene el objetivo de llevar a cabo la perforación de un pozo de 1.500 m de rama horizontal a la formación Vaca Muerta.

### Resultados por Segmentos

En los nueve meses bajo análisis, la economía argentina experimentó una inflación acumulada muy por encima de la tasa de devaluación. Debido a que el 87% de los ingresos de la compañía son denominados en dólares y a fin de analizar mejor su capacidad de pago, analizaremos los estados contables en dólares al tipo de cambio BCRA A 3500 de cierre correspondiente a cada período.

El perfil de ingresos de la compañía se encontró distribuido en un 78% en la explotación de hidrocarburos, 19% correspondiente a energía térmica y eólica, y 4% de productos derivados. Estos últimos dos segmentos se dirigen únicamente a abastecer el mercado local.

**Petróleo y Gas:** la compañía produce un tipo de petróleo pesado que tiene un costo de extracción en torno a los USD 28 por barril, pero con gran penetración en el mercado internacional exportando el 65% de la producción. Medidos en dólares los ingresos correspondientes a los 9M25, alcanzaron los USD 217 millones, un 29% más en comparación interanual (i.a.) y un 8% menos comparado con 9M23.

Si bien en este período los precios del crudo se mantuvieron estables, los volúmenes tuvieron una gran dispersión. Lo exportable se contrajo un 18.4%, mientras el volumen dirigido al mercado local se expandió un 37.8%. Este aumento se explica en parte por el incremento del 168% de lo generado por el yacimiento Agua del Cajón como consecuencia de la entrada en producción en el mes de febrero de 2024, de los

pozos no convencionales del PAD-1050, permitiendo compensar la disminución de la producción en las áreas de Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste mencionado en nuestro *Resumen* anterior ([ver](#)).

**Energía Térmica:** Las ventas del segmento crecieron un 38% en los nueve meses de 2025 alcanzando USD 47 millones. La generación térmica es íntegramente destinada a abastecer el mercado local y la totalidad de esta producción es adquirida por CAMMESA.

En este sentido, la Secretaría de Energía viene otorgando incrementos en la remuneración por generación y por potencia en forma periódica, acumulando al 3Q25 un incremento del 67,1% aproximadamente. Adicionalmente, desde marzo de 2023, por resolución de la misma secretaria, parte de dichos ingresos son remunerados en dólares. Estos ingresos en dólares representaron aproximadamente el 46% de los ingresos por energía del período a un precio promedio de venta de ARS 14.583,5 GWh.

Por su parte, la compañía utilizó históricamente la totalidad de la producción de gas para la generación de energía térmica de la central Agua del Cajón (CT ADG) los cuales eran reconocidos en su totalidad por CAMMESA en concepto de gas propio bajo el programa "Plan Gas 2020-2024" con finalización en diciembre de 2024. En este sentido, la empresa decidió no adherir al nuevo "Plan Gas 2023-2028" y, en consecuencia, a partir de enero Capex celebró contratos de venta de gas con terceros hasta el cierre del ejercicio.

**Energía Renovable:** los ingresos generados por los dos parques eólicos en los 9M25 fueron de USD 5.3 millones un 18% frente a 9M24. A lo que se le suma la restricción al despacho de energía que genera la falta de una Planta de Transporte eléctrico pendiente de finalización por parte del Estado nacional.

Por otra parte, se espera que para el cierre del balance en abril de 2025 ya se encuentre operativo el parque solar ubicado en la provincia de San Luis con una potencia de 20MW. A la fecha, la compañía informó que ya posee un 87% de la capacidad generación contratada con distintos clientes bajo la modalidad MATER a 5 y 7 años.

**Gas Licuado de Petróleo (GLP):** los ingresos medidos en dólares acumulados fueron de USD 10.4 millones un 40% año a año, como resultado del incremento en el precio de venta del Propano y compensado parcialmente por el menor volumen en el mercado local. Sumado a esto, se observa un incremento en las ventas de Butano como consecuencia de mejores precios, mayor demanda y el incremento en el volumen de gas procesado en la Planta de GLP.

Capex (USD Mill)	9M25	9M24	Var (%)	9M23	Var (%)
Petroleo & Gas	217	168	29%	236	-8%
Energía Térmica	47	34	38%	41	13%
Energía Eólica	5,3	4,5	18%	5,9	-10%
GLP	10,4	7,4	40%	9,7	7%
Hidrógeno	0,22	0,20	10%	0,28	-22%
Oxígeno	0,15	0,09	76%	0,12	24%
<b>Ingresos por Ventas</b>	<b>279</b>	<b>214</b>	<b>30%</b>	<b>294</b>	<b>-5%</b>

**Fuente:** Cucchiara Research en base a datos del balance.

## Resultados

De este modo, los ingresos por ventas para los 9M25 alcanzaron los USD 279 millones, un 30% más que en 9M24 y un nivel similar a lo registrado en 2023. En contrapartida, los costos por ventas se incrementaron 16% y 13% respectivamente como consecuencia de mayores depreciaciones e incrementos en los costos operativos. A su vez, como mencionamos en nuestro *Resumen* anterior, el resultado operativo se ve fuertemente afectado por la registración contable de la finalización de la exploración en el Área Prava Negra Oeste por no haber encontrado hidrocarburos explotables. De este modo, para los 9M25 el EBITDA alcanza

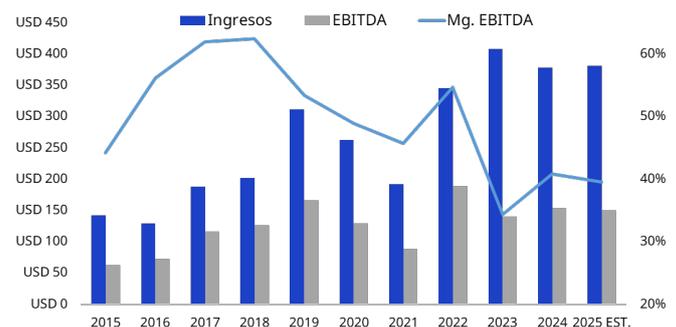
los USD 106 millones y el margen sobre el nivel de ventas crece hasta el 38%.

En un análisis conservador, podemos estimar que los ingresos para el ejercicio 2025 se encontraran en torno a los USD 380 millones y su EBITDA alcanzará los USD 150 millones.

Capex (USD Mill)	9M25	9M24	Var (%)	9M23	Var (%)
Ingresos por Ventas	279	214	30%	294	-5%
Costos por Ventas	192	112	71%	163	17%
Costos / Ventas	69%	52%	1,623pb	56%	1,307pb
EBITDA	106	58	83%	152	-30%
Rdo Operativo	-17	7	-334%	64	-127%
Rdo Neto	41	-70	-158%	28	45%
Mg Operativo	-6%	3%	(975)pb	22%	(2,791)pb
Mg EBITDA	38%	27%	1,092pb	52%	(1,372)pb

**Fuente:** Cucchiara Research en base a datos del balance.

## Ingresos por Ventas y EBITDA Anuales



**Fuente:** Cucchiara Research en base a datos del balance.

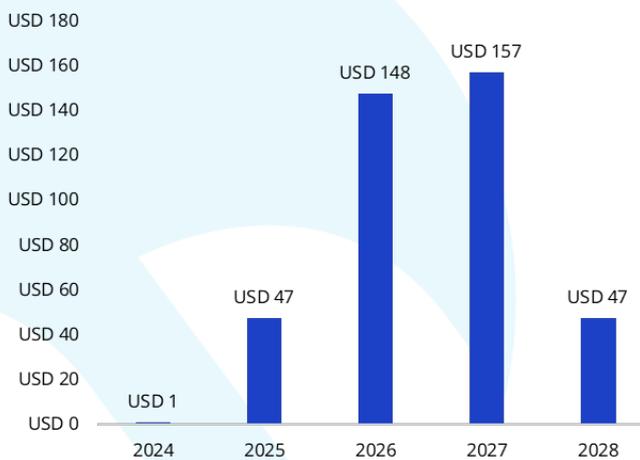
## Perfil de Deuda

Al último cierre, Capex presentó una deuda financiera total de USD 402 millones, un incremento de 18% interanual. En los 9M25 la compañía emitió dos nuevos bonos, uno en pesos ajustados por tipo de cambio (dollar linked) por un total de USD 56 millones con cupón 0% y otro bono en dólares (dollar mep) por USD 47 millones con tasa del 5.95% a fin de hacer frente al residual de su obligación negociable con vencimiento en 2024. De esta forma, su deuda está compuesta en un 59% por

dos obligaciones negociables (ONs) Hard Dollar y un 41% en cinco ONs Dollar Linked.

En cuanto a su liquidez, la empresa tiene un disponible entre caja y activos financieros de USD 26 millones, nominados en un 53% en dólares. A su vez, contemplando la baja de la totalidad de sus inventarios, su posición de liquidez se redujo un 39%. Por lo cual, la deuda neta alcanzó los USD 376 millones, que al nivel de EBITDA estimado, la compañía sube su apalancamiento neto a 2.5 veces (deuda neta/EBITDA) y la cobertura de intereses se mantiene en 7.4 veces.

### Perfil de Vencimientos (MM)



Fuente: Cucchiara Research en base a datos del balance.

Capex (USD Mill)	9M25	9M24	Var (%)	9M23	Var (%)
Deuda Total	402	342	18%	242	66%
Caja y Equivalentes	15	30	-49%	12	29%
Inv. Financieras	10	6	77%	0	-
Inventarios	0,5	7,3	-93%	24	-98%
Deuda Neta	376	299	26%	206	82%
EBITDA Anualizado	150	154	-3%	140	7%
Deuda Neta/EBITDA	2,5	1,9	0,6	1,5	1,0
Intereses Anualizado	20	24	-15%	21	-2%
EBITDA/Intereses	7,4	6,4	1,0	6,8	-5,8

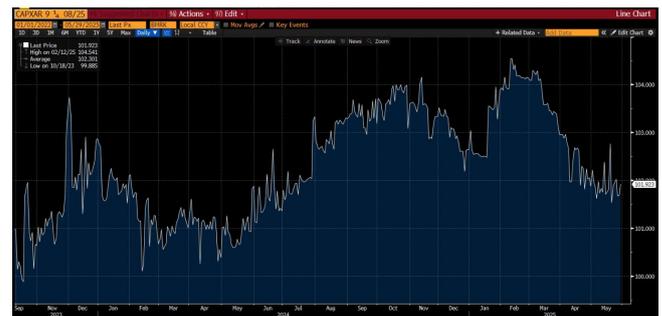
Fuente: Cucchiara Research en base a datos del balance.

La mayor negociación se encuentra en su bono hard dollar con vencimiento en 2028. La emisión fue por USD 189 millones, paga un cupón de 9,25% y amortizaciones semestrales de 12,5% a partir de febrero 2025. A la fecha, la compañía canceló la primera cuota de amortización por

USD 23.6 millones dejando un outstanding de USD 165 millones.

El bono tiene legislación internacional, en la actualidad cotiza en una paridad clean cable cercana a 102%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 8% con una duration modificada de 1.5 años.

Pages	Issuer Information	Identifiers
11 Bond Info	Name CAPEX SA	FIGI BBG0111G2KR4
12 Addtl Info	Industry Electric (BCLASS)	ISIN USP20058AE63
13 Reg/Tax	Security Information	ID Number Z15069524
14 Covenants	Mkt Iss EURO-DOLLAR	Bond Ratings
15 Guarantors	Ctry/Reg AR Currency USD	S&P B-
16 Bond Ratings	Rank Sr Unsecured Series REGS	Fitch B
17 Identifiers	Coupon 9.250000 Type Fixed	Composite B-
18 Exchanges	Cpn Freq S/A	FIX SCR NAT AA(arg)
19 Inv Parties	Day Cnt ISMA-30/360 Iss Price	Issuance & Trading
20 Fees, Restrict	Maturity 08/25/2028	Aggregated Amount Issued/Out
21 Schedules	SINKABLE CALL 06/08/25@104.62	USD 188,801.60 (M) /
22 Coupons	Quick Links	USD 165,201.40 (M)
23 Sustainability	ALLQ Pricing	Min Piece/Increment 1.00 / 1.00
24	IBRD Qi Recap	Par Amount 0.875
25	TDR Trade Hist	Book Runner
26 CACS Corp Action	Pricing Date 07/24/2023	Reporting TRACE
27 CF Filings	Interest Accrual Date 08/25/2023	
28 CN Sec News	1st Settle Date 08/25/2023	
29 HDS Holders	1st Coupon Date 02/25/2024	
30	ISS'D IN EXCHANGE OF CUSIP 139612AE5/ISIN USP20058AC08.	
31		
32		
33		
34		
35		
36		
37		
38		
39		
40		
41		
42		
43		
44		
45		
46		
47		
48		
49		
50		
51		
52		
53		
54		
55		
56		
57		
58		
59		
60		
61		
62		
63		
64		
65		
66		
67		
68		
69		
70		
71		
72		
73		
74		
75		
76		
77		
78		
79		
80		
81		
82		
83		
84		
85		
86		
87		
88		
89		
90		
91		
92		
93		
94		
95		
96		
97		
98		
99		
100		



Fuente: Bloomberg.

### Perspectivas

El reacomodamiento tarifario, la dolarización de la energía base y las buenas perspectivas de sus fuertes inversiones en vaca muerta, le deberían permitir normalizar sobrellevar el incremento del apalancamiento observado en los últimos trimestres. A su vez, operativamente la empresa tiene varias cualidades que nos gustan. Destacamos su matriz de producción diversificada, la gran expansión de su nivel de reservas y el share de exportaciones. Si bien el apalancamiento supera los 2 ebitda, algo alto para los corpo argentinos, la amortización parcial permite reducir el riesgo de roleo para la

empresa. Arriba del 8% con corta duration es un bono que nos gusta.

Buen fin de semana.

---

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

---

Manuel Carvalho  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

---

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

---

Tomás Mangino  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)