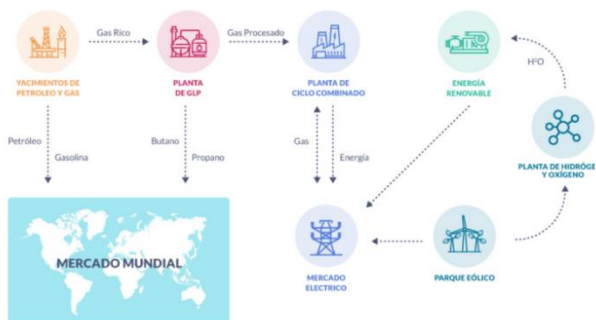


11 de Octubre de 2019

### CAPEX

El contexto de total incertidumbre y la gran inestabilidad macroeconómica provoca que determinados bonos de compañías argentinas con sólidos ratios financieros brinden rendimientos prácticamente exorbitantes para los parámetros globales actuales. El grotesco riesgo país se paga caro. Nuestra decadencia macroeconómica e institucional se traduce en un alto costo del capital para las empresas. En esta oportunidad, repasamos los números de CAPEX S.A., compañía de energía de capitales locales.

CAPEX es una empresa integrada de energía cuyos principales negocios son la generación de energía eléctrica y la producción y exploración de hidrocarburos. También participa en el desarrollo de energías renovables, cuenta con una planta de hidrógeno a través de una de sus filiales, que se mezcla con gas y es utilizado como combustible en el sistema eléctrico, mientras que el oxígeno se vende en la región. Por otro lado, tiene una planta en Agua del Cajón donde obtiene propano, butano y gasolina del procesamiento del gas natural. El propano y el butano son comercializados separadamente mientras que la gasolina es mezclada y vendida junto con el petróleo. El resto del gas procesado se utiliza como combustible para la central térmica propia de la compañía. La completa integración vertical de la empresa le permite adecuarse de forma más eficiente a los cambios de contextos, en nuestro país esta integración es clave para sobrellevar los abruptos cambios regulatorios.



Fuente: <http://www.capex.com.ar>

La familia Götz es la accionista mayoritaria de CAPEX, cuenta con una gran historia en la industria petrolera local. Posee una participación directa del

11.7% y un 74.8% indirectamente a través CAPSA (Compañías Asociadas Petroleras S.A.). El resto está en manos de ANSES (10.7%) y minoristas (2.7%) vía su oferta pública. Vale remarcar que Capex es una empresa societariamente independiente de CAPSA. Las empresas aprovechan las sinergias entre sí en el sector de hidrocarburos.

### Resultados

Como la gran mayoría de las compañías, la devaluación generó una fuerte distorsión contable. Las pérdidas financieras de la empresa presentaron un salto debido a que su deuda está nominada casi por completo en dólares. Por otro lado, los balances muestran importantes cambios en *otros resultados integrales*. Estos corresponden a las revaluaciones contables de los activos fijos. Como generadora y productora de hidrocarburos, la empresa cuenta con importantes bienes como propiedades, plantas y equipos fijos. Con lo cual, nos centraremos en las ventas, la producción, los resultados operativos y el EBITDA. Dado que sus ingresos en los segmentos de generación e hidrocarburos están mayormente dolarizados, analizaremos los resultados en dicha moneda (tipo de cambio promedio del período). Por otro lado, la mayor parte de su deuda también está emitida en dólares, el bono que nos interesa representa prácticamente la totalidad de la deuda.

La empresa cierra balance en abril, con lo cual contamos con los resultados para el primer trimestre (mayo a julio de 2019). Antes de entrar en el resultado del último trimestre y para contar con una visión de más largo plazo, repasemos brevemente los resultados para el año fiscal anterior (mayo 2018 a abril 2019).

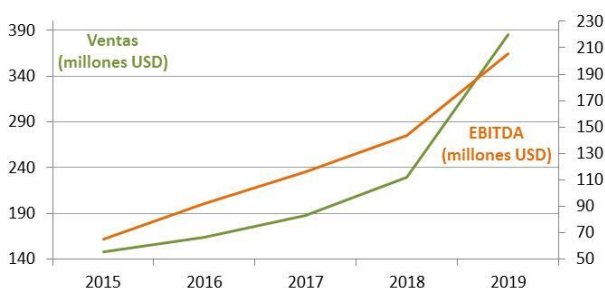
Para el año fiscal finalizado, las ventas superaron los USD 385 millones contra USD 167 millones de costos de ventas, dejando un resultado bruto de UDS 218 millones, un 42% por encima del ejercicio fiscal anterior. Los costos de comercialización y administración crecieron por debajo de las ventas, lo que permitió a la empresa alcanzar un resultado operativo de USD 149 millones, un 42% por arriba del ejercicio fiscal anterior. Los márgenes operativos se mantuvieron en niveles muy elevados, por encima del 68%. Por su parte el EBITDA fue de USD 205 millones, un 43% por

encima del año anterior. De esta manera, la empresa muestra varios años de crecimiento.

Estado de Resultados (millones)	2019		Var % USD	2018	
	ARS	USD		ARS	USD
Ventas Netas	13.712	385	68%	4.182	230
Costo de Ventas	-5.941	-167	120%	-1.385	-76
<b>Resultado Bruto</b>	<b>7.771</b>	<b>218</b>	<b>42%</b>	<b>2.797</b>	<b>154</b>
Gastos de exploración	-11	-0	-	0	0
Gastos de comercialización	-1.899	-53	60%	-609	-33
Gastos de administración	-544	-15	4%	-268	-15
Otros egresos/ingresos	-4	-0	-462%	1	0
<b>Resultado Operativo</b>	<b>5.312</b>	<b>149</b>	<b>42%</b>	<b>1.920</b>	<b>105</b>
Ingresos financieros	5.770	162	139%	1.237	68
Egresos financieros	-11.346	-319	168%	-2.171	-119
Otros resultados financieros	1.985	56	-	-0,03	-0
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>1.720</b>	<b>48</b>	<b>-11%</b>	<b>986</b>	<b>54</b>
Impuesto a las ganancias	-326	-9	-42%	-288	-16
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>1.394</b>	<b>39</b>	<b>2%</b>	<b>697</b>	<b>38</b>
otros resultados integrales	804	23	-74%	1.575	86
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>	<b>2.198</b>	<b>62</b>	<b>-50%</b>	<b>2.272</b>	<b>125</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7.317</b>	<b>206</b>	<b>43%</b>	<b>2.613</b>	<b>143</b>
Margen EBITDA		53%			62%
Margen operativo		39%			46%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Para tener una dimensión, las ventas en dólares mostraron un crecimiento acumulado de casi el 150% durante los últimos 5 ejercicios. El EBITDA en dicho período se multiplicó por 4 medido en dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Analizando el último trimestre frente al anterior, (may-jul 2019 contra feb-abr 2019), las ventas cayeron a USD 75 millones frente a USD 34 millones de costos de ventas, dejando un resultado bruto de USD 41 millones, un 15% por debajo del trimestre anterior. Los costos de comercialización y administración cayeron en menor proporción que las ventas, dejando un resultado operativo de USD 26 millones, un 18% por debajo del trimestre anterior. Los márgenes operativos cayeron al 50%, una caída de 12pp pero continúan en niveles muy altos. El EBITDA fue de USD 38 millones, un 42% por debajo del trimestre previo.

Esta merma en el resultado trimestral se explica por varios motivos. Los ingresos derivados de la

generación de energía eléctrica bajaron debido a que el precio de venta promedio registrado sobre los GW vendidos cayó como consecuencia de la disminución del valor de la energía y potencia remunerada bajo el esquema tarifario implementado por la Resolución SRRME 1/2019. En el mismo sentido, la remuneración reconocida por CAMMESA a generadoras por el gas consumido cayó, el valor del gas de referencia por millón de btu para centrales térmicas disminuyó de USD 5,53 (Res 41/16) a USD 3,1 para los tres meses del período finalizado el 31 de julio de 2019. Las ventas en dólares también cayeron en el segmento de propano y butano, en ambos casos como consecuencia de la caída los precios internacionales.

En el futuro las ventas sentirán el impacto de la potencial quita de los subsidios a la producción de gas no convencional. Sin embargo, este subsidio representa menos del 6% de las ventas totales, con lo cual, el impacto en los flujos futuros será muy limitado.

Estado de Resultados (millones)	1T2020		Var % USD	4T2019	
	ARS	USD		ARS	USD
Ventas Netas	3.393	75	-28%	4.417	105
Costo de Ventas	-1.540	-34	-39%	-2.380	-57
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.853</b>	<b>41</b>	<b>-15%</b>	<b>2.037</b>	<b>48</b>
Gastos de exploración	-1	-0	-	-4	-0
Gastos de comercialización	-511	-11	-13%	-552	-13
Gastos de administración	-165	-4	17%	-132	-3
Otros egresos/ingresos	11	0	225%	3	0
<b>Resultado Operativo</b>	<b>1.186</b>	<b>26</b>	<b>-18%</b>	<b>1.353</b>	<b>32</b>
Ingresos financieros	85	2	-79%	371	9
Egresos financieros	-163	-4	-72%	-536	-13
Otros resultados financieros	239	5	-	-250	-6
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>1.347</b>	<b>30</b>	<b>34%</b>	<b>938</b>	<b>22</b>
Impuesto a las ganancias	-302	-7	88%	-150	-4
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>1.046</b>	<b>23</b>	<b>24%</b>	<b>788</b>	<b>19</b>
otros resultados integrales	-613	-14	-60%	-1.430	-34
<b>Resultado Integral del ejercicio</b>	<b>433</b>	<b>10</b>	<b>-163%</b>	<b>-642</b>	<b>-15</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.697</b>	<b>38</b>	<b>-42%</b>	<b>2.726</b>	<b>65</b>
Margen EBITDA		50%			62%
Margen operativo		35%			31%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Por el lado de la producción, la empresa continúa mostrando un buen crecimiento. La producción de gas aumentó un 2,1%, pasando de 142 MM de m3 en julio de 2018 a 145 MM de m3 en julio de 2019. Capex viene sosteniendo el nivel de producción de gas. La producción de petróleo aumentó un 400%, de 15.933 m3 en julio de 2018 a 78.826 m3 en julio de 2019, debido a los resultados obtenidos en la estimulación de algunos pozos, pero principalmente por la incorporación de la producción proveniente en la concesión del área Pampa del Castillo. Otro dato a destacar es que la

mayor de dicha producción tiene como destino el mercado externo. Las exportaciones de petróleo de este yacimiento le permitirán a la compañía exportar por aproximadamente USD 70 millones al año, considerando estos precios internacionales. Esto resulta un factor clave para la cobertura de su deuda en dólares.

Pampa del Castillo le permitió a la empresa diversificar su producción de hidrocarburos, hoy el gas no supera el 70% de la producción total, y al mismo tiempo, diversificar riesgo gracias a que el crudo de este yacimiento tiene como destino el mercado externo.

En agosto de 2018 se produjo la cesión a favor de la Sociedad de la totalidad de los derechos y obligaciones que Enap Sipetrol poseía sobre la Concesión de explotación hidrocarburífera Pampa del Castillo, tomando Capex el 95% de participación, mientras que el 5% restante le pertenece a Petrominera. El área abarca una superficie de aproximadamente 121 km<sup>2</sup> y cuenta con una producción aproximada de 667 m<sup>3</sup>/día de petróleo; el plazo de vigencia de la concesión del área vence en el año 2026 con opción a extenderla por 20 años adicionales si se cumple con las inversiones adicionales. Esto le permite mostrar un importante incremento en la producción en el corto plazo.

## Solidez financiera

La empresa cuenta con una envidiable salud financiera. En los últimos años, los incrementos en los resultados operativos le permitieron bajar drásticamente su apalancamiento. El EBITDA permite cubrir más de 9 veces los intereses de deuda. La deuda financiera neta representa menos de una vez el EBITDA. La ON emitida por USD 300 millones con vencimiento en el 2024 representa casi la totalidad de la deuda financiera. No solamente es sumamente baja en relación al flujo de caja, sino que además la empresa actualmente cuenta con liquidez por USD 160/170 millones. Aproximadamente el 90% de dichos dólares la empresa los mantiene en cuentas del exterior. Más de la mitad de la deuda la tiene en cash y con el flujo del negocio paga 9 veces los intereses. Extremadamente tranquilo perfil de deuda y bajísima carga de intereses. Otro dato relevante es que el flujo de inversión (CAPEX) representa entre 4 y 5 veces el gasto en intereses.

millones de USD	LTM
EBITDA	198
Intereses	21
EBITDA/intereses	9,5
Deuda Financiera	304
Caja y Equivalentes	170
Deuda Financiera Neta	134
Deud Fin Neta/EBITDA	0,68

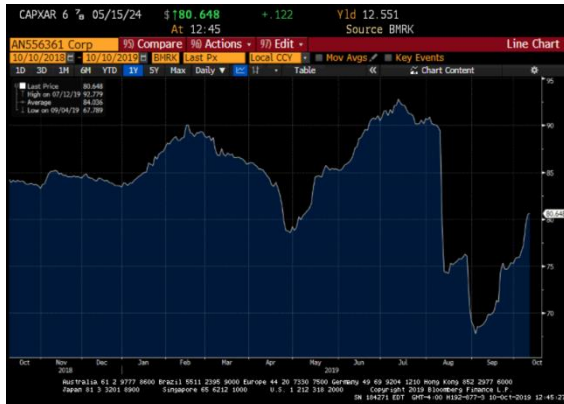
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Los números de la compañía muestran una enorme liquidez y una gran solvencia. Para el futuro, de ganar la oposición, seguramente tendremos otras reglas de juego. La generación probablemente se pesifique y la exportación de crudo probablemente enfrente un incremento de retenciones. Además, los precios del gas se mantendrán bajos, dado el sobrante en la producción local y la caída en la demanda producto de la recesión. Suponiendo que el EBITDA en el segmento generación se reduzca a la cuarta parte del presentado durante los últimos dos años y el EBITDA del segmento hidrocarburos se mantenga en los USD 90 millones (supuesto muy conservador en relación a los niveles de producción), la empresa mantendría una cobertura de intereses (EBITDA/intereses) por encima de 5 y el apalancamiento neto (deuda neta/EBITDA) se ubicaría en niveles cercanos a 1,5. Los ratios financieros obviamente se verán dañados frente a cambios en las reglas de juego pero continuarán en niveles muy sanos.

Field	Value
Issuer Name	CAPEX SA
Industry	Electric (BCLASS)
Mkt Iss	Euro-Dollar
Country	AR
Currency	USD
Coupon	6.875000
Type	Fixed
Iss Price	100.00000
Maturity	05/15/2024
Call	05/15/21@103.44
Day Cnt	15MA-30/360
Calc Type	(1)STREET CONVENTION
Pricing Date	05/10/2017
Interest Accrual Date	05/15/2017
1st Settle Date	05/15/2017
1st Coupon Date	11/15/2017
Bond Rating	B-
S&P	B-
Fitch	CCC+
Composite	CCC+
S&Pna	raBBB+
Aggregated Amount Issued/Out	USD 300,000.00 (M) / USD 300,000.00 (M)
Min Piece/Increment	1,000.00 / 1,000.00
Par Amount	1,000.00
Book Runner	JOINT LEADS
Reporting	TRACE

La ON tiene un cupón del 6.875% y una paridad del 80%, lo que brinda una tasa de retorno del 12,5% aproximadamente con una duration cercana a 3.5, excelente relación retorno/plazo. Antes de la PASO, el bono cotizaba por encima de 90%. Como mencionamos, para los inversores medianamente

optimistas que consideren que el país no vuela por el aire y que Venezuela queda bien lejos, estos títulos lucen más que atractivos, esta es la primera condición para tomar posición en el bono. La segunda, dado que difícilmente el bono suba de precio con el riesgo país en estos niveles, comprar sólo si y sólo sí, es para conservarlo y devengar cupones.



Fuente: Bloomberg

Buen fin de semana,

[valentina@cucchiara.sba.com.ar](mailto:valentina@cucchiara.sba.com.ar)

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)