

16 de septiembre de 2022

CAPEX S.A.

Capex es una empresa controlada por Compañías Asociadas Petroleras (CAPSA), sociedad que posee el 74,8% de las acciones. Tanto Capex como CAPSA aprovechan sus sinergias conjuntas para eficientizar su operación en el sector de hidrocarburos. El accionista mayoritario de Capex es la familia Götz, quién cuenta con una gran historia en la industria petrolera local. Los Götz poseen una participación directa del 11,7% e indirecta del 74,8% por su control de CAPSA. El porcentaje accionario restante de Capex está en poder de la ANSES y accionistas minoritarios en el mercado local.

Fundada en 1988, Capex inició sus operaciones en el segmento de exploración y producción de hidrocarburos en la Provincia de Neuquén a través de la explotación del yacimiento Agua del Cajón para luego expandir sus operaciones hacia la generación de energía eléctrica. A su vez, mediante la construcción de la Central Térmica de Ciclo Combinado de 672 MW de potencia instalada y una Planta de GLP, ambas ubicadas en el yacimiento Agua del Cajón, integró verticalmente sus operaciones.

Como parte de esta integración vertical, el gas producido por el segmento de hidrocarburos en los yacimientos es procesado en la Planta de GLP para separar los fluidos líquidos del gas seco y utilizar este último como combustible en la Central Térmica para la producción de energía eléctrica. Posteriormente, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, el Grupo comenzó a desarrollar proyectos de energías renovables

incluyendo generación eólica y producción de hidrógeno y oxígeno.

En el año 2017, la empresa comenzó un importante proceso de crecimiento que incluyó la expansión de su negocio de exploración y producción de hidrocarburos mediante la compra de participaciones y adquisición de concesiones en diferentes áreas hidrocarburíferas como Parva Negra Oeste ubicada en Neuquén; Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste, ambas ubicadas en Chubut; y Loma Negra, Puesto Zúñiga y La Yesera ubicadas en Río Negro.

Producción y Reservas

Dadas las fuertes inversiones realizadas en los últimos años en el segmento de petróleo y gas, la compañía aumentó su volumen de ventas totales en un 70% y consecuentemente reconfiguró su matriz productiva. La participación de los ingresos provenientes de la venta de energía térmica que en 2017 representaba el 75% de sus ventas, representa en la actualidad el 31% y, en contraposición, los ingresos provenientes de la venta de petróleo y gas pasó de ser del 16% al 62% de los ingresos totales.

En cuanto a la extracción de hidrocarburos, la producción de petróleo pasó de 47 mil m3 anuales en 2017 a 467 mil m3 anuales en 2022 de los cuales se exporta el 73%. En lo que respecta al gas, el incremento fue menos significativo, dado que la compañía ya se encontraba bien posicionada en este segmento. Aun así, su producción se incrementó un 20%, pasando de 520 millones m3 anuales a 630 millones m3 en igual período. La empresa utiliza esta producción principalmente para abastecer su propia

planta de energía térmica y el resto se destina al mercado doméstico. De este modo, Capex se posiciona entre una de las diez principales productoras del país.

Orden	Gas	Miles m3 LTM	Part. (%)	Orden	Petróleo	m3 LTM	Part. (%)
1	YPF	12.465.724	28%	1	YPF	13.854.907	48%
2	Total	9.898.185	23%	2	PAE	5.466.675	19%
3	Tecpetrol	5.927.063	14%	3	Vista O&G	1.864.118	6%
4	PAE	4.941.557	11%	4	Pluspetrol	1.460.012	5%
5	Pampa	2.870.092	7%	5	Shell	1.261.438	4%
6	Pluspetrol	1.898.053	4%	6	CGC	890.463	3%
7	CGC	1.816.075	4%	7	Tecpetrol	741.278	3%
8	Enap	1.008.680	2%	8	Capsa	617.208	2%
9	CAPEX	579.140	1%	9	Pet.Com.Riv	460.667	2%
10	Vista O&G	495.094	1%	10	CAPEX	442.516	2%
11	Otros	1.920.539	4%	11	Otros	1.953.090	7%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Sec. de Energía de la Nación.

Por otro lado, la compañía posee reservas probadas por 5.948 mil m3 de petróleo y de 5.823 mil millones de m3 de gas. Estos niveles de reservas se incrementaron en el último ejercicio con un significativo aumento del 67% en petróleo y del 3% en gas. En el mismo periodo, la empresa logró la extensión de los contratos de concesión por 10 años más en los yacimientos de Loma Negra (hasta 2034) y la Yesera (hasta 2037). En este último yacimiento, a su vez, incrementó la participación de 18.75% a 37.5% de producción total del bloque¹.

Área / Negocio	% part.	Año de vto. concesión	Reservas		Comprobadas	
			Gas	Petróleo	Total 31.12.21	Total 31.12.20
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1)	4.285	4.783
			Petróleo	Mbbl	2.585	2.793
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mm3	411	444
			Petróleo	Mbbl	7.937	7.214
Loma Negra	37,5%	2034	Petróleo	Mm3	1.262	1.147
			Gas	MMm3 (1)	820	812
La Yesera	37,50%	2037	Petróleo	Mbbl	1.264	1.337
			Petróleo	Mm3	201	213
Pampa del Castillo	95%	2026	Gas	MMm3 (1)	80	43
			Petróleo	Mbbl	672	394
Puesto Zúñiga	90%	2030	Petróleo	Mm3	107	63
			Gas	MMm3 (1)	71	43
Total	100%	-	Petróleo	Mbbl	24.113	10.666
			Petróleo	Mm3	3.834	1.696
Total	100%	-	Gas	MMm3 (1)	567	-
			Petróleo	Mbbl	836	-
Total	100%	-	Petróleo	Mm3	133	-
			Gas	MMm3 (1)	5.823	5.678
Total	100%	-	Petróleo	Mbbl	37.407	22.404
			Petróleo	Mm3	5.948	3.562

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.²

¹ YPF optó por no participar en la extensión del área La Yesera, quedando como titular del 35% de la concesión hasta el 5/8/27. A partir de dicha fecha, éste porcentaje será acrecido por Capex

Resultados

La empresa cierra balance en abril de cada año y los últimos resultados disponibles son del primer trimestre 2023 con cierre al 31 de julio de 2022. A su vez, debido a la estructura productiva de la compañía, y a fin de poder tener un mejor entendimiento de su estado actual, analizaremos los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda.

Los precios de los productos que exporta Capex se encuentran en máximos históricos impactando principalmente en todo el último trimestre del ejercicio 2022 (ene22/abr22) y gran parte del primer trimestre del corriente ejercicio 2023 (abr22/jul22). En este sentido, los ingresos de este segmento se incrementaron un 10% respecto del cuarto trimestre y un 142% respecto de igual periodo del último ejercicio finalizado.

En contrario, a pesar de la recuperación de la economía local, las ventas correspondientes al segmento de energía eléctrica sufrieron varios inconvenientes. Por un lado, el retraso en la actualización de los precios de la energía que se demoró hasta abril de 2022 cuando la secretaría de energía actualizó un 30% los valores remunerados por la potencia (retroactivo desde febrero de 2022), sumando un 10% adicional a partir de junio. Por otra parte, el segmento de generación de energía eólica se vio limitado a entregar energía al sistema debido a las restricciones en el despacho por topes en la capacidad de transporte existente.

por lo que la participación en la concesión desde dicha fecha será del 72,5%

² Expresado en 9.300 Kcal por m3

De este modo, las ventas totales del primer trimestre alcanzaron los USD 133 millones, un 8% menos que en el trimestre anterior y un 78% más comparación interanual. Esto le reporta un EBITDA de USD 79 millones, un margen de EBITDA y un margen operativo en torno al 60% y 40% sobre el nivel de ventas respectivamente. Valores equivalentes a los alcanzados en los años 2018 y 2019 cuando la compañía alcanzó sus máximos históricos.

Capex (USD Mill)	1T2023	4T2022	Var (%)	1T2022	Var (%)
Ventas O&G	99	90	10%	41	142%
Ventas Energía	31	48	-36%	31	-1%
Ventas Totales	133	145	-8%	74	78%
EBITDA	79	76	3%	48	65%
Rdo Operativo	52	32	64%	30	74%
Rdo Neto	47	17	170%	13	273%
Mg Operativo	39%	22%	1.734 pb	40%	(99) pb
Mg EBITDA	59%	53%	668 pb	64%	(484) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Perfil de Deuda

La compañía tiene una única deuda por USD 243 millones, la obligación negociable con vencimiento en 2024. Aprovechando su abultada liquidez, desde agosto de 2020 Capex llevo a cabo una fuerte recompra de sus obligaciones negociables por 61 millones de nominales a una paridad clean promedio de 88%, lo que implicó una reducción de 20% de la emisión inicial por USD 300 millones.

En cuanto a su posición de caja, a pesar de la reducción del 50% de su liquidez, la empresa tiene un disponible entre caja y activos financieros USD 58 millones, nominados en un 95% en moneda dura. Por lo cual, la deuda neta alcanza los USD 185 millones. A su vez, dada la consolidación en el aumento de su flujo operativo, la compañía cubre la totalidad de sus compromisos en menos de un ejercicio (deuda neta/EBITDA 0.8x) y cubre el pago de intereses por 8 veces.

Ahora bien, suponiendo un escenario de nulo acceso al mercado de cambios, dado que sus pasivos y caja se encuentran en moneda dura, esto implicaría dolarizar el flujo operativo al tipo de cambio libre o CCL. En este sentido, Capex exporta el 47% de su producción con lo cual su nivel de EBITDA anualizado se reduciría a USD 185 millones haciendo que el ratio de apalancamiento neto se ubique en 1x y la cobertura de intereses en 6x. Esto valores continúan siendo sumamente conservadores.

Capex (USD Mill)	1T2023	4T2022	Var (%)	1T2022	Var (%)
Deuda Total	243	248	-2%	258	-6%
Caja y Eq.	6	10	-46%	13	-56%
Inv. Financieras	53	82	-35%	94	-44%
Deuda Neta	185	156	18%	152	21%
EBITDA LTM	244	245	0%	86	185%
Deuda Neta/EBITDA	0,8	0,6	11 pb	1,8	101 pb
Intereses LTM	30,6	30,7	10 pb	26,9	362 pb
EBITDA/Intereses	8,0	8,0	0 pb	3,2	479 pb

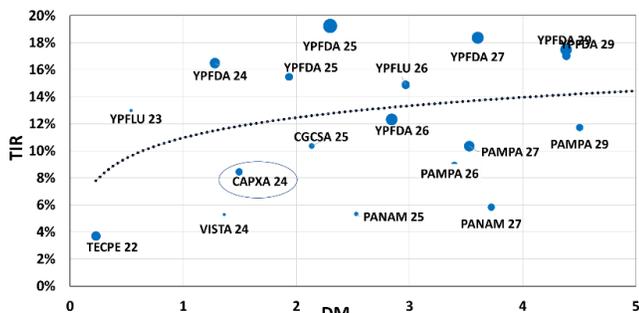
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

La ON tiene legislación internacional paga cupones semestrales con una tasa anual de 6.875% y en la actualidad cotiza en una paridad clean cercana a 97%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 8.45% con una duration modificada de 1.5 años.



Fuente: Bloomberg.

Dados los sólidos fundamentos de su balance, es lógico que Capex se encuentre posicionado bien por debajo de la curva de rendimientos de compañías que operan en el mismo sector.

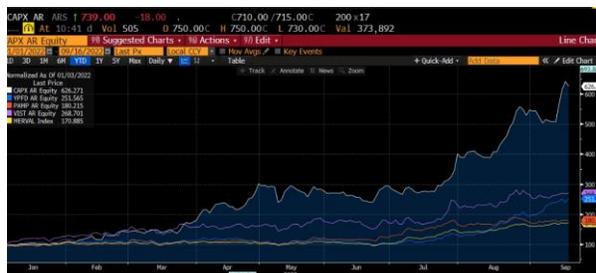


Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Renta Variable

La acción de CAPX cotiza en el panel general del mercado argentino con un nivel de capitalización bursátil muy bajo, similar a la recientemente deslistada PGR (Phoenix Global Resources PLC). Desde 2022, Capex ha tenido un desempeño extraordinario, con una suba en lo que va del año del 627% en pesos, muy por encima del índice Merval (+170%) y superando acciones argentinas comparables (YPFD +249%, VIST +268%, PAMP +180%).

De todas formas, en contraposición con las cotizantes del panel líder PAMP, YPFD o el Cedear VIST, cabe mencionar su muy bajo volumen de negociación, que es un potencial riesgo para el inversor. La capitalización de mercado de CAPX representa sólo un 6% de la de PAMP, 3% de la de YPFD y 20% de la de VIST.



Fuente: Bloomberg.

La compañía no suele distribuir dividendos. Recién en 2022 debido a los resultados antes mencionados, la compañía decidió destinar parte de sus ganancias al pago de dividendos por un total de USD 27 millones equivalente a USD 0,155 por acción en circulación. Los tenedores de acciones tuvieron la opción de recibir dólares depositados en el exterior (cable) en cuentas de Caja de Valores.

Perspectivas

Los principales riesgos que puede enfrentar la compañía son básicamente: regulatorios por parte de la venta de energía, de precios de los commodities por parte de las ventas de hidrocarburos y de limitaciones al acceso de divisas por la crítica situación cambiaria que atraviesa el país. En este sentido, dadas la capacidad de pago, la solidez financiera y el despejado perfil de vencimientos, sin duda ante un mínimo recorte en sus paridades, Capex es un corporativo para tener en cartera.

Desde hace muchos años, la firma es una de nuestras favoritas del mercado argentino. En esta idea se posiciona nuestro fondo local de renta fija en dólares [CYC Dólares Renta Fija](#) ponderando el 11% de su patrimonio. A su vez, desde el lado de la renta variable, seguimos siendo optimista tanto en el sector como en la excelente gestión de la compañía.

Nuestro fondo local de acciones, [CYC Renta Mixta](#) concentra el 8.2% de la acción en su patrimonio, uno de los fondos locales con mayor tenencia del papel.

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar