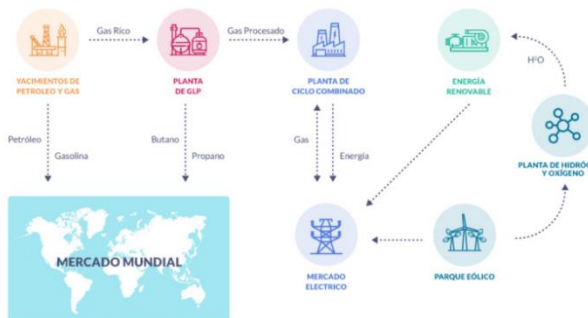


23 de Octubre de 2020

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 y desorden cambiario conllevan una altísima incertidumbre que afecta el precio de los activos. 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. En los últimos años la compañía incorporó nuevas áreas de explotación de crudo que generaron el incremento de sus exportaciones. La completa integración vertical le permite adecuarse de forma más eficiente a los cambios de contexto. 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 75% indirectamente a través CAPSA (Compañías Asociadas Petroleras S.A.). El resto está en manos de ANSES y minoristas vía su oferta pública. Vale remarcar que Capex es un empresa societariamente independiente de CAPSA. Sin embargo, las empresas aprovechan las sinergias conjuntas en el sector de hidrocarburos.

Resultados

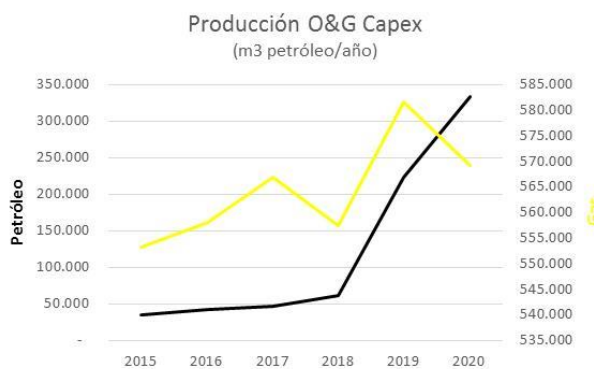
Como la gran mayoría de las compañías, la devaluación e inflación generó una fuerte distorsión contable. Las pérdidas financieras de la empresa presentaron un salto debido a que su deuda está nominada casi por completo en dólares. Por otro lado, los balances muestran importantes cambios en *otros resultados integrales*. Estos corresponden a las revaluaciones contables de los activos fijos e inventarios. 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 también en dicha moneda (tipo de cambio oficial 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. Para el análisis de la solvencia financiera, veremos la situación patrimonial en moneda dura, clave para enfrentar potenciales complicaciones en el acceso al mercado de cambios formal para pagar deuda.

La empresa cierra balance en abril, con lo cual contamos con los resultados para el primer trimestre de año (mayo a julio de 2020). 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 2019 a abril 2020).

Un cambio importante se produjo en el año 2017, cuando la empresa comenzó un proceso de crecimiento que incluyó la expansión de su negocio de exploración y producción de hidrocarburos mediante la compra de participaciones en

diferentes áreas hidrocarburíferas que incluyen; Loma Negra y La Yesera, ambas ubicadas en la Provincia de Río Negro; Parva Negra Oeste, ubicada en la Provincia de Neuquén y Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste, ambas ubicadas en la Provincia de Chubut.

Estas inversiones le permitieron incrementar sus exportaciones. El volumen exportado pasó de 232.117 bbl en 2019 a 692.712 bbl en 2020. En el mismo sentido la producción interanual de petróleo aumentó un 11.4%. En el siguiente gráfico se ve el notable incremento de la producción de crudo en los últimos 3 años.



Fuente: Elaboración en base a datos del Balance.

Para el año fiscal finalizado (cierre abril), las ventas fueron de USD 317 millones y los costos de ventas USD 170 millones, dejando un resultado bruto de USD 148 millones, un 39% por debajo del ejercicio fiscal anterior. A su vez, los costos de comercialización y administración también cayeron en menor medida que las ventas, lo que provocó una merma en el resultado operativo del 75%, quedando en USD 40 millones. Por otro lado, cabe destacar que más de un tercio de la caída del resultado operativo se explicó por las desvalorizaciones contables que implementó la empresa, tanto en equipos como en inventarios. Para excluir este efecto, nos centraremos en el EBITDA, que fue de USD 155 millones, un 31% por debajo del año anterior. El Margen de EBITDA se mantuvo en niveles muy altos, cercanos al 50%.

Si bien durante el ejercicio fiscal 2020 (may-19/abril-20) la empresa no pudo mantener la gran dinámica de crecimiento de los últimos años, las ventas y el EBITDA se mantuvieron en altos niveles con una mirada de largo plazo. Durante el ejercicio las ventas cayeron principalmente por la merma en el segmento generación, donde los resultados

operativos cayeron prácticamente a la mitad. La menor remuneración se vio acompañada también por una merma en la producción. La pesificación de las tarifas (Res 31/2020) a partir de febrero de 2020 y la suspensión de los propios ajustes dispuestos por la resolución, castigaron resultados. Los resultados en generación también se vieron afectados por la rotura de un transformador con la consiguiente disminución de la generación de energía. Los menores precios de venta de gas también afectaron los resultados. Por otra parte, las ventas de petróleo se incrementaron, gracias al incremento en los niveles de producción anteriormente mencionadas.

Estado de Resultados en Millones	2020		Var % USD	2019	
	ARS	USD		ARS	USD
Ventas	17.581	317	-25%	13.712	424
Costo de Ventas	- 9.396	- 170	-8%	- 5.941	- 184
Resultado Bruto	8.184	148	-39%	7.771	240
Gastos Preoperativos	- 4	- 0	-77%	- 11	- 0
Gastos de Comercialización	- 2.586	- 47	-21%	- 1.899	- 59
Gastos de Administración	- 902	- 16	-3%	- 544	- 17
Otros Ingresos / Egresos	- 2.250	- 41	-	- 4	- 0
Resultado Operativo	2.243	40	-75%	5.312	164
Ingresos Financieros	5.973	108	-40%	5.770	178
Egresos Financieros	- 11.282	- 204	-42%	- 11.346	- 351
Otros Resultados Financieros	2.815	51	-32%	2.407	74
Resultados Antes de Impuestos	- 51	- 1	-102%	1.770	55
Impuesto a las Ganancias	990	18	-254%	- 376	- 12
Resultado Neto del Ejercicio	939	17	-61%	1.394	43
Otros Resultados Integrales	- 2.728	- 49	-298%	804	25
Resultados Integrales del Ejercicio	- 1.789	- 32	-148%	2.198	68
EBITDA	8.599	155	-31%	7.300	226
Margen EBITDA		49%			53%
Margen Operativo		27%			68%

Fuente: Elaboración en base a datos del Balance.

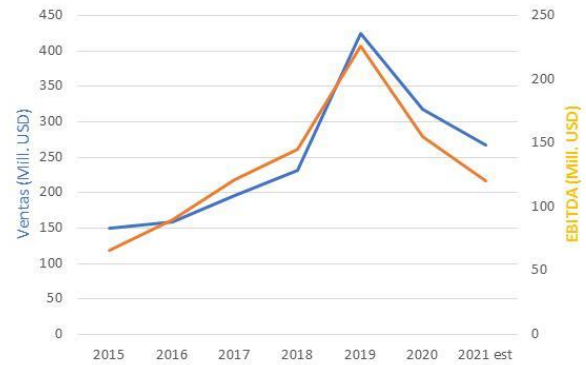
Vayamos ahora a los datos del primer trimestre fiscal del actual ejercicio contable 2021 (que corresponde a may-20/jul-20). A la dinámica descrita en el segmento generación, en el primer trimestre se sumó nada menos que el efecto de la pandemia. El efecto global del COVID tuvo su correlato en el desplome de los precios y la demanda de crudo y gas. La sociedad operó con dotaciones mínimas en los yacimientos. Como se puede ver en el siguiente cuadro, en el trimestre la empresa mostró una pérdida operativa. Sin embargo, finalizado el primer trimestre, la producción y los precios del petróleo comenzaron a normalizarse. Los datos al segundo trimestre deberían mostrar cierta normalización.

RESUMEN ECONÓMICO

Estado de Resultados en Millones	1T21		Var % USD	1T20	
	ARS	USD		ARS	USD
Ventas	2.957	43	-45%	3.393	77
Costo de Ventas	- 2.157	- 31	-12%	- 1.540	- 35
Resultado Bruto	801	12	-73%	1.853	42
Gastos Preoperativos	-	-	-	- 1.354	- 31
Gastos de Comercialización	- 428	- 6	-47%	- 511	- 12
Gastos de Administración	- 195	- 3	-25%	- 165	- 4
Otros Ingresos / Egresos	- 279	- 4	-1762%	11	0
Resultado Operativo	- 101	- 1	-105%	1.186	27
Ingresos Financieros	1.086	16	709%	85	2
Egresos Financieros	- 2.495	- 36	867%	- 163	- 4
Otros Resultados Financieros	740	11	96%	239	5
Resultados Antes de Impuestos	- 770	- 11	-136%	1.347	31
Impuesto a las Ganancias	421	6	-188%	302	7
Resultado Neto del Ejercicio	- 349	- 5	-121%	1.046	24
Otros Resultados Integrales	431	6	-56%	613	14
Resultados Integrales del Ejercicio	- 780	- 11	-214%	433	10
EBITDA	913	13	-76%	2.433	55
Margen EBITDA	31%			72%	
Margen Operativo	-13%			64%	

Fuente: Elaboración en base a datos del Balance

Como remarcamos en reportes anteriores, la empresa venía mostrando un envidiable dinamismo. Entre 2015 y 2019, las ventas en dólares mostraron un crecimiento acumulado de casi el 150%. El EBITDA, en dicho período, se multiplicó por 4 medido en dólares. A partir del 2020, el contexto cambió abruptamente. En el segmento generación, algo más de un tercio de los ingresos, la pesificación y el posterior congelamiento de las tarifas afectó gravemente los resultados. En el segmento de petróleo y gas, si bien el entorno de precios es desfavorable en relación a los años previos, la empresa viene mostrando un buen incremento en la producción gracias a la fuerte inversión en la incorporación de nuevas áreas, que además le permitieron incrementar sus exportaciones. Como se puede ver en el siguiente gráfico, las ventas y el EBITDA en 2020 volvieron a niveles cercanos al 2018. Seguramente este año mostrarán otro retroceso. Sin embargo, como veremos a continuación, en esta nueva coyuntura la empresa continua mostrando una buena solvencia financiera y excelente niveles de liquidez. Un dato importante a remarcar son las avanzadas negociaciones entre el gobierno y los productores en el plan gas 4, que busca estimular la producción con un precio por encima de los USD 3 por millón de BTU.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Solidez financiera

La empresa cuenta con una muy buena salud financiera, a pesar de la difícil coyuntura. Vale remarcar que en los años anteriores los incrementos en los resultados operativos le permitieron bajar drásticamente su apalancamiento y el costo de fondeo. Suponiendo un EBITDA en el futuro de USD 120 millones (supuesto conservador aún con las dificultades mencionadas en el segmento generación y los precios de gas y petróleo vigentes), los ratios se mantienen en niveles adecuados. El EBITDA permite cubrir cerca de 6 veces los intereses de deuda. La ON emitida por USD 300 millones con vencimiento en 2024 representa casi la totalidad de la deuda financiera. Sin embargo, en el mes de agosto de este año, la empresa recompró USD 37,4 millones de nominales a un precio clean de 89,4%, poniendo en evidencia la buena liquidez de la compañía. No solamente la deuda es moderada en relación al flujo de caja, sino que además la empresa actualmente cuenta con una liquidez que estimamos en torno a USD 145 millones, prácticamente todo en moneda extranjera y la mayor parte en cuentas del exterior. El apalancamiento neto de la compañía se ubica en torno a 1.20, lo que quiere decir que la deuda financiera neta del cash (efectivo y equivalentes) representa algo más del EBITDA de un ejercicio. Por otro lado, de acá al 2024 la empresa no tiene pagos de capital. Además, como tiene su liquidez en dólares, no depende del acceso del BCRA al mercado de cambios para pagar intereses.

millones de USD	2021	2020
EBITDA estimado	120	155
Intereses	20	23
EBITDA/intereses	6,1	6,8
Deuda Financiera	290	325
Caja y Equivalentes	145	170
Deuda Financiera Neta	145	134
Deuda Fin Neta/EBITDA	1,2	0,9

Fuente: Elaboracion propia en base a datos de Balances Contables



Fuente: Bloomberg

La ON tiene un cupón del 6.875% y una paridad del 83%, lo que brinda una tasa de retorno del 13%, aproximadamente con una duración cercana a 2,8. Antes de la PASO, el bono cotizaba por encima de 90%. Como mencionamos, para los inversores medianamente optimistas que consideren que el país podrá normalizar algo su situación económica en el mediano plazo, 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 si y sólo si es para conservarlo y devengar cupones. Vale remarcar que aún en el peor momento de la pandemia con el crudo en niveles bajísimos, el bono mostró una buena resistencia en niveles de 70%.

Buen fin de semana,

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