

7 de Enero de 2022

## CAPEX S.A.

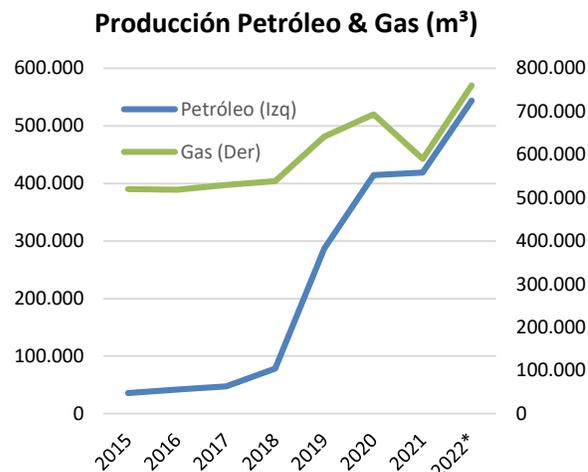
Capex es una empresa controlada por Compañías Asociadas Petroleras (CAPSA), sociedad que posee el 74,8% de las acciones. Tanto Capex como CAPSA aprovechan sus sinergias conjuntas para eficientizar su operación en el sector de hidrocarburos. El accionista mayoritario de Capex es la familia Götz, quién 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 Prov. 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<sup>1</sup> ubicadas en Río Negro.



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

## Resultados

La empresa cierra balance en abril de cada año y los últimos estados contables disponibles corresponden al segundo trimestre con cierre al 31 de octubre de 2021. A su vez, debido a la estructura productiva de la compañía, y a fin de poder tener un mejor entendimiento del estado actual de la misma, analizaremos los estados contables en dólares, realizando la conversión al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según corresponda.

Como mencionamos en *Resúmenes* anteriores ([aquí](#) y [aquí](#)) la compañía realizó un fuerte cambio en su matriz productiva y sus ingresos. En este sentido, redujo la participación de los ingresos provenientes de

<sup>1</sup> Al cierre del último balance reportó un incremento en su participación de 18.8% a 37.5% mediante la adquisición de los activos de San Jorge Energy SA ([Detalle de participaciones](#))

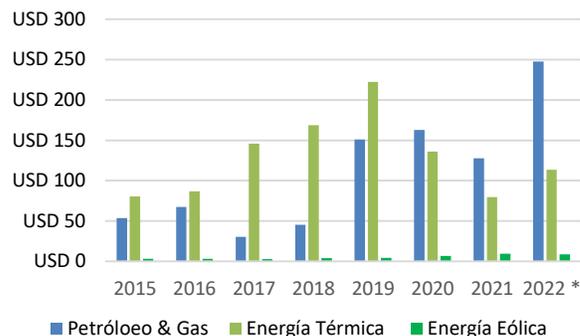
la venta de energía térmica que en 2017 representaba el 75% de sus ventas, llevándolo en la actualidad a representar el 30%, y priorizó los ingresos provenientes de la venta de petróleo y gas llevando sus participaciones del 16% al 65% de los ingresos totales en el mismo periodo.

En un país con inestabilidad macroeconómica y notable tendencia intervencionista, esta reconversión generó grandes ventajas ya que luego del recambio de autoridades nacionales, también se modificaron los marcos regulatorios de los sectores donde opera la compañía. Tal es así, que en lo que respecta a parte de la energía térmica en 2020 la Secretaría de Energía pesificó los valores remunerados y dispuso una actualización mensual en función a un factor compuesto en un 60% por el Índice de precios al consumidor (IPC) y el 40% del Índice Precios Mayoristas (IPIM), factor que nunca entró en vigencia y en 2021 la misma Secretaría estableció un incremento solo del 29%, el cual está vigente hasta la actualidad.

En contrario, desde 2020 en adelante, la administración central estimuló la producción de petróleo y gas otorgándole una cobertura al precio al crudo con mínimo de USD 45 por barril. En relación al Gas, tras la parálisis del sector gasífero en 2020, se dispuso el plan de incentivos por medio del "Plan Gas Plus".

Desde finales de 2020 y durante año 2021, el precio de los *commodities* que comercializa Capex registró importantes subas llevando a la compañía a recuperar niveles de producción y de ingresos cercanos a los máximos registrados en 2019.

### Ventas por Segmento en mill. USD



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En este sentido, para los primeros seis meses que van de mayo a octubre 2021, las ventas totalizaron los USD 191 millones lo que implicó un crecimiento del 98% respecto al mismo período de 2020 (meses de mayor impacto de la pandemia) y un incremento del 22% respecto al mismo periodo de 2019.

En el primer semestre del ejercicio actual, el EBITDA alcanzó los USD 108 millones comparado con los USD 41 millones de igual período de 2020 y un 40% más comparado los USD 77 millones obtenidos 2019. En esta misma línea, los mayores ingresos generaron una expansión de los márgenes de la compañía. El Margen EBITDA cerró el semestre en 56% sobre el nivel de ventas lo que implicó un aumento de 1.300 puntos básicos (pb) sobre el margen logrado en igual semestre de 2020 y 700 pb. mayor que en 2019. Por su parte, el margen operativo cerró en 36% sobre el nivel de ventas, un crecimiento de 2.400 pb. respecto de 2020 y de 600 pb. con respecto a 2019.

Capex (USD Mill)	6M2022	6M2021	Var (%)	6M2020	Var (%)
Ventas	191	97	98%	157	22%
EBITDA	108	41	160%	77	40%
Rdo Operativo	68	11	524%	47	45%
Rdo Neto	39	1	5818%	20	98%
Mg Operativo	36%	11%	2400 pb	30%	600 pb
Mg EBITDA	56%	43%	1300 pb	49%	700 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

## Perfil de Deuda

La compañía tiene una deuda total de USD 259 millones y el 99% se corresponde a la obligación negociable con vto. en 2024, lo que demuestra un camino despejado de compromisos para los próximos años. Este monto de deuda total se redujo un 9% al respecto al cierre del mismo período de 2020 gracias a que la compañía utilizó recompró deuda por USD 11.5 millones a una paridad clean promedio del 90% y canceló préstamos bancarios por \$ 800 millones.

Por otro lado, la empresa cuenta con una abultada disponibilidad de liquidez, sumando su caja y activos financieros USD 121 millones. A su vez, la estructura de pasivos financieros está prácticamente calzada ya que el 80% de estos activos financieros también están nominados en moneda dura.

Si consideramos la deuda financiera neta (deuda menos el efectivo e inversiones) la misma alcanzó al último cierre los USD 137 millones. A su vez, suponiendo un EBITDA anualizado de USD 215 millones (teniendo en cuenta que los primeros dos trimestres fueron muy buenos), dolarizando la caja e inversiones financieras al tipo de cambio CCL, el apalancamiento neto resulta de 0.6x y la cobertura de intereses de 8.2x. Esto valores son sumamente conservadores para una industria que se caracteriza por ser muy apalancada.

Capex (USD Mill.)	2T2022	2T2021	Var (%)
Deuda Total	259	284	-9%
Caja y equivalentes	29	28	4%
Inversiones financieras	92	104	-12%
Deuda Neta	137	152	-9%
EBITDA (anualizado)	215	103	109%
Deuda Neta/EBITDA	0,6	1,5	-83%
Intereses (anualizado)	26	31	-16%
EBITDA/Intereses	8,2	3,3	4,9

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.



Fuente: Bloomberg.

EL bono se recuperó luego de la caída por la declaración de la pandemia y tuvo otra caída de la resolución por parte del Banco Central que obligaba a las compañías a reestructurar sus pasivos. 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 95%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 9% con una duration modificada de 2 años.

Sin duda es un corporativo para tener en cartera, la empresa supo sobrellevar la crisis y lograr solidos ratios financieros. A su vez, en un entorno de suba de las tasas internacionales, estas podrían representar un interesante punto de entrada por medio de recorte de la paridad de su bono, pero no comprometerían la estructura de su pasivo ya que al tener un solo compromiso a tasa fija este riesgo se encuentra mitigado. Uno de nuestros bonos preferidos hace muchos años.

Buen fin de semana.

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