

14 de mayo de 2021

Capex S.A.

Capex es una empresa argentina integrada, dedicada principalmente a la exploración y explotación de hidrocarburos y a la generación de energía térmica y renovable. La empresa está altamente integrada y diversificada; explora, exporta y opera yacimientos de hidrocarburos en Neuquén, Río Negro y Chubut; extrae propano, butano y gasolina en las inmediaciones de sus yacimientos; generará y comercializa energía eléctrica gracias a su central de ciclo combinado en Agua del Cajón y produce hidrógeno, oxígeno y energías renovables a través de sus parques eólicos Diadema I y Diadema II. Su completa integración vertical le permite adecuarse de forma eficiente a los cambios de contexto. En nuestro país esta integración es clave para sobrellevar los abruptos cambios regulatorios. En resumen, los negocios actuales en los cuales participa Capex y sus subsidiarias son los siguientes:

Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Año de vto. concesión	Tipo de actividad
Yac. Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	2052	Exploración y explotación petróleo & gas
Yac. Pampa del Castillo	Chubut	95%	Capex	2026	Exploración petróleo & gas
Yac. Loma Negra	Río Negro	37,5%	Capex	2024	Exploración petróleo & gas
Yac. La Yesera	Río Negro	18,8%	Capex	2027	Exploración petróleo & gas
Yac. Bella Vista Oeste	Chubut	100%	Capex	2045	Exploración petróleo & gas
Yac. Parva Negra Oeste	Neuquén	90%	Capex	2027	Exploración petróleo & gas
Yac. Puesto Zúñiga	Río Negro	90%	Capex	2030	Exploración petróleo & gas
Central Térmica Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	-	Generación de energía
Planta gas licuado de petróleo Agua del Cajón	Neuquén	95%	Servicios Buproneu	-	Procesamiento y separación de gases liq. derivados del gas
Parque Eólico Diadema I	Chubut	85,2%	Hychico	-	Energía eólica
Parque Eólico Diadema II	Chubut	99,3%	EG Wind	-	Energía eólica
Planta de producción hidrógeno & oxígeno	Chubut	85,2%	Hychico	-	Energía renovable

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

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 que adquirieron su participación en el mercado local.

Producción

La empresa cierra balance en abril de cada año y los últimos estados contables disponibles corresponden al tercer trimestre con cierre al 31 de enero 2021. Para tener una visión de largo plazo sobre la compañía, antes de analizar sus últimos resultados, observaremos la evolución de la producción de Capex de los últimos años.

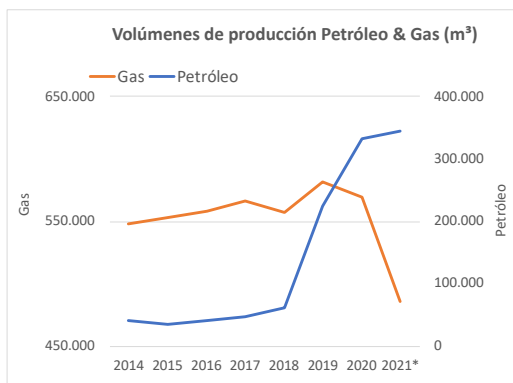
Para ello analizaremos la evolución histórica del volumen de producción de petróleo y gas en m³ y la generación de energía térmica y eólica en GWh. Estos segmentos son los más destacados ya que representaron en el último cierre el 96% de los ingresos netos de la compañía. Petróleo y gas equivalen al 70% de los ingresos, energía térmica significa el 21%, energía eólica el 5%, mientras que los segmentos minoritarios de producción de propano, butano, hidrógeno y oxígeno corresponden al 4% restante.

En lo que respecta a la producción de petróleo, en el gráfico a continuación, se observa su fuerte crecimiento a partir del año 2017. Desde ese momento Capex comenzó un proceso de expansión de exploración y producción de hidrocarburos mediante la compra de participaciones en diferentes áreas hidrocarburíferas de Río Negro, Neuquén y Chubut. Además, recientemente en octubre de 2020, la empresa resultó adjudicataria de un permiso de exploración sobre el área Puesto Zúñiga en Río Negro. Esta zona se encuentra en etapa exploratoria por lo que se espera pueda generar reservas y flujos de efectivo para Capex en los próximos años.

En lo que va del último ejercicio, si el último trimestre la producción de petróleo se mantiene al mismo ritmo, la empresa alcanzaría los 344.135 m³ de crudo, un crecimiento de su producción del 724% desde 2017. Estas fuertes inversiones también le permitieron a la compañía participar del mercado internacional a partir de 2019 e ir aumentando sus exportaciones. A estos niveles, el volumen exportado

para 2021 llegaría a los 277.676 m³, un 78% más que lo exportado en 2019.

En lo que respecta a la producción de gas, la misma fue incrementando a lo largo de los años, con excepción de la importante caída del volumen que se observó en los últimos dos ejercicios. Si bien Capex fue sosteniendo el nivel de producción de gas mediante inversiones efectuadas por los programas estímulos, la menor demanda de gas que requirió su central térmica durante los ejercicios 2020 y 2021 reguló la producción de gas de su yacimiento en Agua del Cajón. Cabe destacar que la empresa utiliza casi la totalidad de su producción de gas para la generación de energía eléctrica.



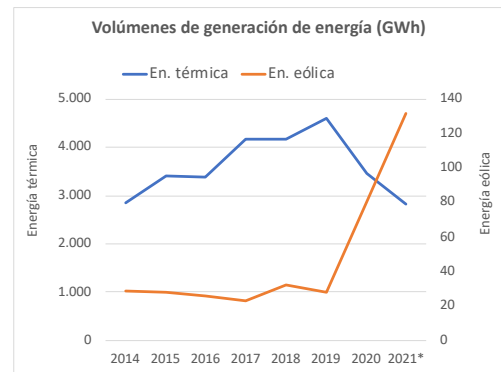
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Por el lado de la generación térmica, a contrario del petróleo y gas, la compañía no ha realizado un plan de expansión. La planta funciona con la capacidad de 672 MW de ciclo combinado alcanzada en el 2000. El nivel de producción de la central depende del mantenimiento y su incremento avanza en la medida que la demanda de energía lo requiera y la disponibilidad de gas de Agua del Cajón así lo permita.

En 2019, Capex alcanzó un factor de carga de su central térmica del 81,3%, una tasa de uso de niveles récord. Sin embargo, observando el gráfico debajo, se puede identificar que la producción de generación térmica se vio afectada los últimos años. Esto fue debido a tareas de mantenimiento programadas y fallas que ameritaron parates y reparaciones. En enero de 2020, la central térmica presentó la rotura de uno de sus transformadores, lo que la obligó a operar a la mitad de su capacidad hasta julio de 2020. Para el ejercicio de 2020, el factor de carga alcanzó sólo el 61%.

En la actualidad, el foco de Capex está puesto en las energías renovables. En septiembre 2019, la

compañía comenzó a operar su segundo parque eólico Diadema II de 27,6 MW que se sumaron a los 6,3 MW de capacidad de Diadema I. Estimando el ritmo actual de generación de energía eólica, al cierre del ejercicio 2021, la compañía alcanzaría los 131,7 GWh producidos totales, un incremento del 372% en este segmento desde 2019.



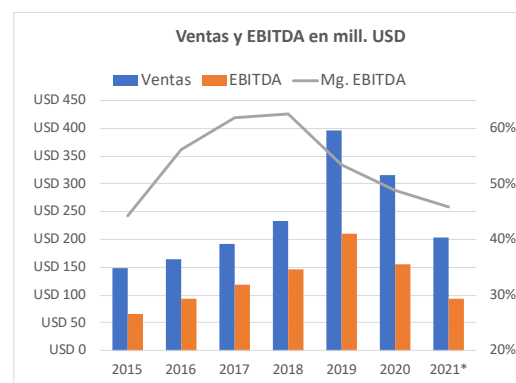
Fuente:

Elaboración propia en base a datos de Balances.

Resultados

Dado que los segmentos de hidrocarburos y generación de energía están mayormente dolarizados, analizaremos los estados contables de Capex en dicha moneda, realizando la conversión de pesos al tipo de cambio mayorista promedio o de cierre según corresponda.

Como fruto de las grandes inversiones y el incremento de los volúmenes producidos, a partir de 2015 la compañía reflejó un fuerte crecimiento de sus ingresos. Sin embargo, como se observa en el gráfico a continuación, a partir del ejercicio 2020 y proyectando los datos disponibles del ejercicio 2021 se observa una importante caída de las ventas. Esta merma también se replica en el EBITDA y en la caída de los márgenes.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Capex no fue ajeno al dificultoso contexto que significó la pandemia y sufrió el incremento de la política intervencionista por parte del gobierno en el mercado de generación energética.

En suma al desperfecto mencionado en una de sus turbinas, las ventas de energía térmica se vieron afectadas por la pesificación y la suspensión de ajustes a las tarifas del segmento de generación a partir de febrero 2020 definida por la Res. 31/2020. La resolución dispuso que los valores expresados en pesos se actualizarán en forma mensual en función de un factor que surgirá de la variación del IPC y el IPIM. Esta actualización comenzaba a aplicar a partir del segundo mes de vigencia de la resolución pero nunca se implementó ya que su actualización se suspendió desde ese momento.

A su vez, Capex sufrió la retracción de la demanda de energía y la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo ocasionada por las medidas de aislamiento dictadas para mitigar la circulación y propagación del virus. A pesar de incrementar considerable sus niveles de producción, las ventas de este segmento se vieron altamente perjudicadas con precios de crudo que llegaron a bajar más del 60% durante los primeros meses de la pandemia. Lo positivo, es que a pesar de las restricciones, al ser considerada actividad esencial la sociedad nunca dejó de operar en sus yacimientos.

Observando los resultados del último trimestre reportado (que va de nov-2020 a ene-2021) y su acumulado de 9 meses en comparación contra el año anterior, se puede identificar con claridad como impactó en la compañía este difícil contexto. Las ventas acumuladas de los últimos 9 meses (may-2020 a ene-2021) alcanzaron los USD 153 millones cayendo un 40% con respecto al ejercicio anterior. Porcentajes similares se observa comparando los terceros trimestres de cada ejercicio.

Por otro lado, el resultado operativo acumulado de los últimos 9 meses arrojó pérdidas de USD 8 millones. Hay que destacar que hubo casi 39 USD millones de pérdidas que se explicaron por ajustes contables que implementó la empresa en concepto de costos directos asociados al covid-19, desvalorización propiedad, planta y equipos y depreciación de derechos de uso. Para excluir este efecto, nos centraremos en el EBITDA, que fue de USD 70 millones, cayendo un 46% en línea con la caída de las ventas. Por su parte, el Márgen de EBITDA no pudo mantener su nivel evidenciando

cierto efecto de las ineficiencias en la operación, retrasándose 500 pb del 51% al 46%.

Por último el resultado neto resultó en pérdidas de USD 22 millones. A los efectos contables de las desvalorizaciones se le sumaron los costos financieros por diferencias de cambio de la deuda en dólares.

mill. de USD	9M 2021	9M 2020	Var (%)	3T 2021	3T 2020	Var (%)
Ventas	153	253	-40%	45	80	-43%
EBITDA	70	130	-46%	24	44	-46%
Resultado operativo	-8	75	-110%	-18	24	-176%
Resultado neto	-22	44	-149%	-21	21	-198%
Márgen operativo	-5%	30%	-3500 pb	-39%	30%	-6900 pb
Márgen EBITDA	46%	51%	-500 pb	52%	56%	-400 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

Perfil de deuda

Con respecto al perfil de deuda, Capex posee deuda financiera total de USD 268 millones. La deuda esta denominada un 97% en dólares la cual se corresponde casi en su totalidad a su obligación negociable con vencimiento en 2024. El bono tiene un interés anual de 6,875% con pagos semestrales y amortiza la totalidad al vencimiento. Desde agosto 2020 hasta marzo 2021 la compañía recompró USD 45 millones de su ON por a un precio clean cercano a USD 90. Por este motivo, los bonos en circulación actuales pasaron a ser de USD 255 millones.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo e inversiones financieras, la misma alcanzó al último cierre USD 148 millones. A pesar del difícil contexto la deuda neta se mantuvo inalterable al respecto del año anterior.

Es destacable el alto nivel de liquidez de la compañía, siendo que el 93% del total del efectivo y las inversiones financieras está compuesto por plazos fijos en dólares y depósitos en el exterior. Para estresar más nuestro análisis, el efectivo y las inversiones en pesos fueron convertidas a USD al tipo de cambio CCL. La alta dolarización de su activo le permitirá a la compañía no depender exclusivamente del acceso que le otorgue el BCRA al mercado de cambios para el pago de su deuda.

A su vez, en un escenario pesimista si anualizamos el EBITDA alcanzado a los 9 meses del ejercicio 2021, la deuda neta representa 1,6 veces el EBITDA anualizado (Net Leverage). Esto es un nivel de apalancamiento muy bajo considerando que existe buen margen para una recuperación de las ventas

por la mejora en los precios internacionales del petróleo y el incremento en las exportaciones. Los holgados niveles de liquidez muestran la solidez financiera de Capex.

Por otro lado, el EBITDA anualizado representa 3,1 veces el pago de intereses anuales (Interest Coverage). Este ratio estimamos mejorará en un contexto de normalización y menores intereses a pagar. Cabe destacar la recompra de deuda que realizó la compañía, este movimiento permitió a Capex desestresar a corto plazo los ratios de deuda afectados por la caída de las ventas.

mill. de USD	3T 2021	3T 2020	Var (%)
Deuda Total	268	322	-17%
Caja y equivalentes	17	39	-57%
Inversiones financieras	103	134	-23%
Deuda Neta	148	149	0%
EBITDA (anualizado)	93	155	-40%
Deuda Neta/EBITDA	1,6	1,0	0,6
Intereses (anualizado)	30	27	14%
EBITDA/Intereses	3,1	5,8	-2,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances.

buena opción de inversión. La compañía sufrió el duro golpe de la pandemia, pero en la medida de que la recuperación de los precios y la demanda se sostenga, la empresa tiene muchísimo terreno para recuperar. Además aún demuestra lugar para una mayor maduración de sus flamantes inversiones. El principal atractivo del bono son los excelentes niveles de liquidez de la compañía, la prudencia financiera y el bajo apalancamiento.

Por otra parte, difícilmente el bono pueda comprimir más riesgo en los niveles actuales. Sin la perspectiva clara de una mejora inmediata del riesgo país en el corto plazo, sería prudente adquirir el bono a estos precios solo si el inversor planea conservarlo y devengar cupones. Paridad de su bono en 90% en una economía donde los bonos soberanos tienen paridades del 35% marcan claramente la prudencia financiera de la empresa a los largo de estos años.

Buen fin de semana,

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



Fuente: Bloomberg.

La ON con precio clean cercano a 90% brinda una tasa de retorno del 10,5% con una duration de 2,6. Estos precios se asemejan a los días previos a la pandemia y a los vigentes a inicios de septiembre 2020 antes de la regulación del BCRA que forzó a reestructurar la deuda a las compañías con vencimientos de capital en el corto plazo.

Como mencionamos en resúmenes anteriores, para inversores que consideren que el país podría insertarse en un sendero de mayor normalización macro en el mediano plazo, el bono de Capex es una