

19 de mayo de 2023

CAPEX S.A.

Fundada en 1988, Capex inició sus operaciones en el segmento de exploración y producción de hidrocarburos para luego expandirse e integrar verticalmente todas sus operaciones, por medio de la construcción de la Central de energía Térmica de Ciclo Combinado y una Planta de GLP que separa los fluidos líquidos del gas seco y suministra como combustible para la Central Térmica. Posteriormente, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, el Grupo busca insertarse fuertemente en el segmento energías renovables incluyendo la construcción de dos parques de energía eólica y producción de hidrógeno y oxígeno.

En el año 2017, la empresa inició 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 en las provincias de Neuquén, Chubut y Río Negro. A continuación, los negocios en donde participa Capex y sus subsidiarias:

Generación Eléctrica y Procesamiento de Derivados				
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Tipo de actividad
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 hidrogeno & oxígeno	Chubut	85,2%	Hychico	Energía renovable

Oil & Gas					
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	2034	Exploración petróleo & gas
Yac. La Yesera	Río Negro	37,5% (1)	Capex	2037	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

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

La compañía es 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. Del restante porcentaje accionario con flotación en el mercado de valores local el 10.7% está en poder del FGS de la ANSES y el 2.8% en manos de accionistas minoritarios.

Reservas

Como mencionamos en Resúmenes anteriores ([ver aquí](#)), Capex se encuentra entre las primeras 10 compañías de Oil & Gas del país y posee reservas probadas por 4.726 mil m³ de petróleo y de 7.346 mil millones de m³ de gas.

Conforme a los últimos estados contables, los niveles de reservas de crudo se redujeron 21% respecto al ejercicio anterior, pero crecieron 33% respecto a 2021. En tanto las reservas de gas se incrementaron interanualmente 26% y 29% con relación a 2021. A su vez, la empresa obtuvo de parte de la provincia de Río Negro la confirmación y extensión de los contratos de

concesión por 25 años más (hasta 2047) en los yacimientos de Puesto Zúñiga.¹

Área / Negocio	% part.	Año de vto. concesión	Reservas		Comprobadas		
					Total 31.01.23	Total 31.12.21	Total 31.12.20
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1)	4.285	4.285	4.783
			Petróleo	Mbbl	2.585	2.585	2.793
				Mm3	894	411	444
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mbbl	7.937	7.937	7.214
				Mm3	1.262	1.262	1.147
			Gas	MMm3 (1)	2.189	820	812
Loma Negra	37,5%	2034	Petróleo	Mbbl	3.378	1.264	1.337
				Mm3	537	201	213
			Gas	MMm3 (1)	212	80	40
La Yesera	37,50%	2037	Petróleo	Mbbl	1.792	672	394
				Mm3	285	107	63
			Gas	MMm3 (1)	30	71	43
Pampa del Castillo	95%	2026	Petróleo	Mbbl	10.064	24.113	10.666
				Mm3	1.600	3.834	1.696
			Gas	MMm3 (1)	630	567	-
Puesto Zúñiga	90%	2047	Petróleo	Mbbl	930	836	-
				Mm3	148	133	-
			Gas	MMm3 (1)	7.346	5.823	5.678
Total	100%	-	Petróleo	Mbbl	26.686	37.407	22.404
				Mm3	4.726	5.948	3.562

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

Resultados

La empresa cierra balance en abril de cada año y los últimos resultados disponibles corresponden a los primeros nueve meses de 2023 con cierre al 31 de enero de 2023. 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.

Como se menciona al inicio, a partir de las fuertes inversiones efectuadas a partir de 2017, Capex incrementó un 70% su nivel de ventas y modificó su perfil de ingresos llevando al 70% los originados por la explotación de hidrocarburos (del cual exporta dos tercios) y el restante 30% de las ventas corresponden a energía y derivados los cuales se dirigen al mercado local.

En la actualidad, la compañía diversifica su producción en los siguientes segmentos:

extracción y explotación de hidrocarburos; generación de energía térmica; procesamiento de gases líquidos y derivados; generación de energía renovable y producción de oxígeno.

Petróleo y Gas: la compañía produce un tipo de petróleo pesado que tiene un costo de extracción en torno a los USD 32 por barril y tiene gran penetración en el mercado internacional exportando el 68% de la producción. Los ingresos correspondientes a los 9 meses 2023 (9M23) alcanzaron los USD 263 millones, un 58% por encima de los 9M22 y un 214% por sobre los 9M21.

Las ventas en el mercado local se incrementaron un 42% principalmente debido a un incremento en el volumen. En tanto los ingresos en el mercado externo aumentaron un 12% debido a un aumento tanto de volumen como de precios.

La producción de petróleo al cierre de los 9M23 aumentó un 13,5% a 333.256 m3 en comparación con los 9M22, debido a la incorporación del crudo proveniente del área Puesto Zúñiga y a los resultados obtenidos en las inversiones realizadas, fundamentalmente en las áreas Bella Vista Oeste y Pampa del Castillo.

Energía Térmica: la compañía utiliza la totalidad la producción de gas para la generación de energía térmica destinada íntegramente a abastecer el mercado local.

Los ingresos generados por las operaciones de la Central Térmica ADC alcanzaron los USD 93 millones, un 9% más que en igual periodo de 2022. En contrario, se debe tener en cuenta la distorsión que se genera por las diferentes velocidades entre la devaluación 72% (o atraso

¹ Por su parte, en los yacimientos del área La Yesera, YPF optó por no participar en la extensión del área, quedando Capex como titular del 35% de la concesión hasta el 5/8/27. A partir de dicha

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

² Expresado en 9.300 Kcal por m3

cambiarlo) con respecto a una tasa inflacionaria del 95% interanual. Dicho esto, los ingresos de este segmento medidos en pesos disminuyeron un 18% en igual período. A su vez, los ingresos asociados a la remuneración reconocida por CAMMESA a Capex en concepto de gas propio consumido en la CT ADC disminuyeron un 13%

Dado que los volúmenes de despacho de gas de energía eléctrica se mantuvieron constantes, los ingresos por generación de energía disminuyeron principalmente por el menor precio de venta. En 2021, la Secretaría de Energía eliminó la actualización de los valores remunerativos con el IPC y el IPIM. Adicionalmente, en abril 2022, se incrementaron los valores de energía en un 30%, con un adicional del 10% a partir de junio y en diciembre de 2022 otro 30%. Esta última resolución prevé un incremento del 25 % a partir de febrero de 2023 y un 28% adicional a partir de agosto de 2023. Dichos incrementos no fueron suficientes para compensar la inflación antes mencionada y a las luces de los índices actuales, tampoco compensarán los incrementos futuros.

Energía Eólica: los ingresos para los 9M23 fueron de USD 8 MM o un 13% por encima de igual periodo de 2022. En este segmento también pesa el atraso cambiario respecto del nivel inflacionario.

Gas Licuado de Petróleo (GLP): los ingresos acumulados para los 9M23 ascienden a USD 10 millones, un 10% menos que en 9M22 producto a una disminución del 20% en el volumen vendidos de propano y 12% de butano, ambos combos de la menor producción de gas registrado en el área Agua del Cajón. A su vez, también se registraron fuertes bajas en los precios internacionales de ambos productos con

bajas del 29% en el propano y del 41% para el butano.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En resumen, las ventas totales para los 9M23 alcanzaron los USD 374 millones o un 39% más que en los 9M22. Se debe tener en cuenta que el último trimestre del ejercicio 2022 y el primero del ejercicio actual (feb/22 a jul/22) fueron excepcionales en términos de precios internacionales de los productos que comercializa la compañía generando ingresos muy por encima de la media de los últimos trimestres. En tal sentido, haciendo una proyección conservadora, se estiman que los ingresos anuales estarán en torno a los USD 417 millones o un 6% por encima del ejercicio 2022.

Por su parte, los costos de comercialización y administración se incrementaron un 48% ó 9 puntos por encima de las ventas, debido principalmente al aumento de pagos por regalías y derechos de exportación y por el incremento de nómina y recomposición salarial. De esta manera el margen de EBITDA se contrae 469 pbs hasta el 52% del nivel de ventas.

Ventas por segmento	9M2023	9M2022	Var (%)	9M2021	Var (%)
Petrolero & Gas	263	167	58%	84	214%
Energía Térmica	93	85	9%	56	65%
Energía Eólica	8	7	13%	7	9%
GLP	10	11	-10%	5	94%
Hidrógeno	0,4	0,3	18%	0	33%
Oxígeno	0,2	0,1	34%	0	62%
Capex (USD Mill)	9M2023	9M2022	Var (%)	9M2021	Var (%)
Ventas Totales	374	270	39%	153	145%
Costos Comerc. y Adm.	86	58	48%	31	172%
EBITDA	193	152	27%	70	176%
Rdo Operativo	81	82	-1%	-8	-1138%
Rdo Neto	36	34	7%	-22	-265%
Mg Operativo	22%	30%	(880) pb	-5%	2.678 pb
Mg EBITDA	52%	56%	(469) pb	46%	574 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Perfil de Deuda

Capex tiene una deuda financiera total por USD 289 millones. Esta está compuesta por una obligación negociable Hard Dollar por USD 239 millones y con vencimiento en mayo de 2024. A su vez, en febrero de 2023, la compañía emitió dos ONs en pesos ajustadas al tipo de cambio mayorista cupón 0%, con vencimiento en febrero de 2026 y 2027.

En cuanto a su caja, en los meses de septiembre y octubre de 2022, la compañía redujo un 62% de su posición de caja y activos financieros mediante el pago de USD 75 millones en concepto de dividendos (a USD 0,4159 por acción). De este modo, la empresa tiene un disponible entre caja y activos financieros USD 14 millones, nominados en un 75% en pesos, a su vez cuenta con inventarios por USD 24 millones tras el aumento del 20% de stock de crudo no vendido. Por lo cual, la deuda neta alcanza los USD 251 millones. Aun así, tras la consolidación en el aumento de su flujo operativo, la compañía cubre la totalidad de sus compromisos en poco más de un ejercicio (deuda neta/EBITDA 1.2x) y cubre el pago de intereses por 6.7 veces.

Ahora bien, suponiendo un escenario de nulo acceso al mercado de cambios, dado que sus

pasivos son en moneda dura, esto implicaría dolarizar el flujo operativo y el 37% de su caja al tipo de cambio libre o CCL. En este sentido, Capex exporta el 49% de su producción con lo cual su nivel de EBITDA anualizado se reduciría a USD 162 millones haciendo que el ratio de apalancamiento neto se ubique en 1.6x y la cobertura de intereses en 5x. Esto valores continúan siendo conservadores para la industria.

Capex (USD Mill)	9M23	9M22	Var (%)	9M21	Var (%)
Deuda Total	289	244	18%	268	8%
Caja y Eq.	12	20	-40%	22	-48%
Inv. Financieras	3	81	-97%	103	-98%
Inventarios	24	20	21%	9	-98%
Deuda Neta	251	123	103%	133	88%
EBITDA Anualizado	217	215	1%	103	110%
Deuda Neta/EBITDA	1,2	0,6	0,6	1,3	-0,1
Intereses Anualizado	32	30	6%	31	3%
EBITDA/Intereses	6,7	7,1	-0,3	3,3	3,4

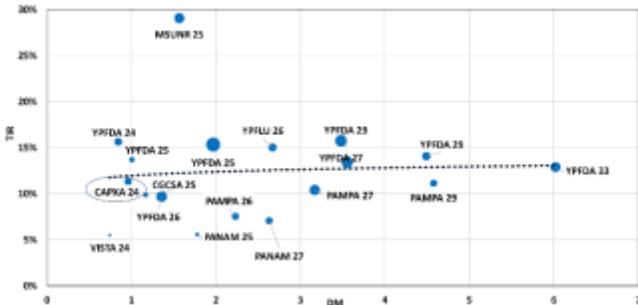
Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

La ON tiene legislación internacional, paga cupones semestrales con una tasa anual de 6.875% y en la actualidad cotiza en una paridad en el exterior cercana a 98%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 11.3% con una duration modificada de 0.9 años.



Fuente: Bloomberg.

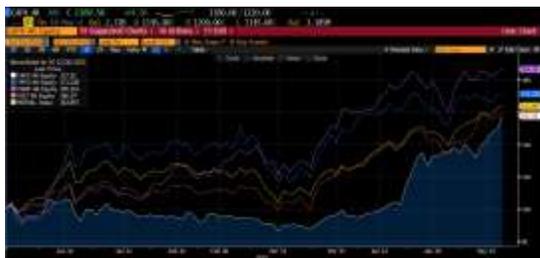
Dados los sólidos fundamentos de su balance, es lógico que Capex se encuentre posicionado por debajo de la curva de rendimientos de compañías que operan en el mismo sector.



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Renta Variable

La acción de CAPX cotiza en el panel general del mercado argentino y posee un muy bajo volumen de negociación, que es un potencial riesgo para el inversor. A pesar del excepcional recorrido que tuvo en 2022 con una suba del 639%, muy por encima del índice Merval (+236%) y superando a acciones argentinas comparables que cotizan en el panel líder (YPFD +378%, VIST +485%, PAMP +262), mejoró notablemente su capitalización de mercado que en la actualidad representa un 10% de la de YPF, 67% de la de PAMP y 50% de la de VIST. En lo que va de 2023, la acción acompañó el desempeño del índice de acciones líderes locales con una suba del 157%.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

La compañía se encuentra expuesta a riesgos regulatorios por la energía que distribuye al

mercado interno, sumado a un menor margen sobre el cual sus pozos de alta calidad son rentables. Desde el lado de la deuda, no pareció excesivo el pago de dividendos de 2022. Dada la difícil coyuntura cambiaría y que posiblemente veamos nuevas restricciones en el mercado de cambios, consideramos que la empresa debería haber mantenido una mayor posición de caja para 2023, de hecho, la baja en paridad de estos meses pensamos que es reflejo de esto.

Sin embargo, vemos como escenario más probable que Capex busque un canje voluntario en 2023 y ofrezca una suba de cupón a sus tenedores. En estos niveles de paridad, esperar a cobrar en 2024 o comprar pensando en ir a un nuevo bono más largo con más cupón nos parecen buenas opciones.

Más allá de esto, 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 13.5% de su patrimonio. A su vez, desde el lado de la renta variable, seguimos siendo optimistas tanto en el sector como en la excelente gestión de la compañía. Nuestro fondo local de acciones, [CYC Renta Mixta](#) concentra el 7% de la acción en su patrimonio, uno de los fondos locales con mayor tenencia del papel.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa
manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino
tomasmingino@sekoia.com.uy