

12 de abril de 2024

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. Luego, 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 diferentes áreas hidrocarburíferas en las provincias de Neuquén, Chubut y Río Negro. A su vez, en 2023, comenzó a desarrollar 4SOLAR, su primer parque solar con una potencia inicial de 20 MW, ubicado en la provincia de San Luis que iniciará sus operaciones a principios del año que viene. 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	Proc y sep de gases liq derivados 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
Parque Solar "La Salvación"	San Luis	99,3%	Solar	Energía solar

Oil & Gas					
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Año de voto. concesión	Tipo de actividad
Yac. Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	2052	Exploración y explotación Oil & Gas
Yac. Pampa del Castillo	Chubut	95%	Capex	2046	Exploración Oil & Gas
Yac. Loma Negra	Río Negro	37,5%	Capex	2034	Exploración Oil & Gas
Yac. La Yesera	Río Negro	37,5% (1)	Capex	2037	Exploración Oil & Gas
Yac. Bella Vista Oeste	Chubut	100%	Capex	2045	Exploración Oil & Gas
Yac. Parva Negra Oeste	Neuquén	90%	Capex	2027	Exploración Oil & Gas
Yac. Puesto Zúñiga	Río Negro	90%	Capex	2047	Exploración Oil & 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. El accionista mayoritario de Capex es la familia Götzt, quién cuenta con una gran historia en la industria petrolera local.

Área / Negocio	% part.	Año de voto. concesión	Reservas		Comprobadas	
					Total 31.01.24	Total 31.01.23
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1) 3.407	4.285	
			Petróleo	Mbbl 13.995	2.585	
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mm3 2.225	894	
				Mbbl 6.869	7.937	
Loma Negra	37,5%	2034	Petróleo	Mm3 1.092	1.262	
				Mbbl 3.119	3.378	
La Yesera	37,50%	2037	Petróleo	MMm3 (1) 1.929	2.189	
				Mbbl 496	537	
Pampa del Castillo	95%	2046	Petróleo	Gas MMm3 (1) 262	212	
				Mbbl 2.359	1.792	
Puesto Zúñiga	90%	2047	Petróleo	Mm3 375	285	
				Mbbl 1.295	930	
Total	100%	-	Petróleo	Gas MMm3 (1) 6.853	7.346	
				Mbbl 56.576	26.686	
				Mm3 8.995	4.726	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.¹

La compañía cierra balance en el mes de abril. En este *Resumen* estaremos analizando los últimos estados contables presentados correspondientes a los nueve meses con cierre el 31 de enero de 2024. Conforme a estos, Capex cuenta con reservas probadas por 8.995 mil m³ de petróleo y 6.853 mil millones de m³ de gas. En este sentido, los niveles de reservas de crudo se

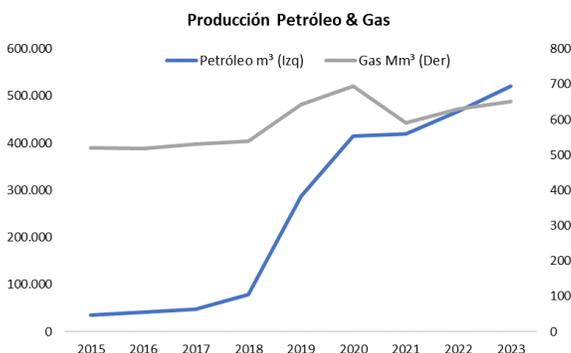
¹ Expresado en 9.300 Kcal por m³

incrementaron en 90% respecto a los nueve meses de 2023 y las de gas se contrajeron apenas 7%. A su vez, la empresa obtuvo la extensión de los contratos de concesión por 20 años más (hasta 2046) en los yacimientos de Pampa del Castillo.

Resultados

Analizaremos los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda. Aun así, dadas las fuertes distorsiones de la macroeconomía local (donde la corrección del fuerte atraso cambiario respecto de la alta inflación ocurrió en los últimos treinta días del periodo bajo análisis) haremos mención a los resultados contables medidos en pesos ajustados por inflación dado que presentan importantes diferencias respecto a los medidos en moneda dura.

Capex actualmente se encuentra entre las primeras 10 compañías de Oil & Gas del país con una producción en 2023 de 521 mil m³ de crudo y 650 millones de m³ da gas. De este modo, el perfil de ingresos de la compañía se encuentra distribuido en un 67% los originados por la explotación de hidrocarburos (del cual exporta dos tercios) y el restante 33% de las ventas corresponden a energía y derivados los cuales se dirigen al mercado local.



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía.

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

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 66% de la producción. Los ingresos correspondientes a los 9 meses 2024 (9M24) alcanzaron los USD 299 millones, un 14% por encima de los 9M23. Ahora bien, medido en moneda local, los ingresos por ventas disminuyeron un 13%. Esta disminución corresponde al menor volumen vendido 6% y a una disminución del 7% en el precio de venta en pesos. En el mercado local, las ventas cayeron un 9% principalmente por una caída del 7% en el volumen y del 2% en el precio promedio entre periodos. Por su parte, las ventas del exterior cayeron un 15% como consecuencia de una baja del 21% en el precio internacional del crudo y del 5% en los volúmenes entregados.

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 121 millones, un 31% más que en igual periodo de 2023. Aun así, los ingresos de este segmento medidos en pesos aumentaron un 0.6% en igual período. Sumado a esto, los ingresos asociados a la remuneración reconocida por CAMMESA a Capex en concepto de gas propio consumido en la CT ADC disminuyeron un 1% debido a una baja en el precio del gas remunerado en pesos.

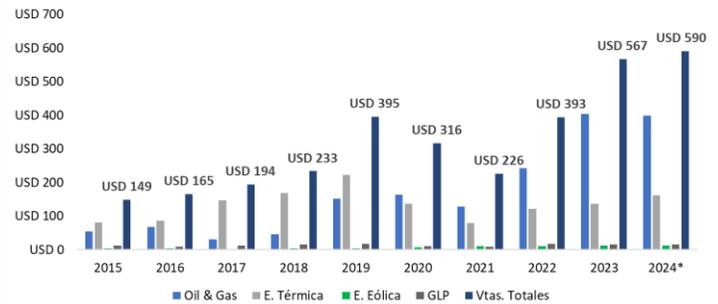
El segmento se benefició principalmente por un mayor precio de venta promedio en pesos (16,5%) registrado sobre los GW vendidos. La Secretaría de Energía otorgó incrementos de los valores de la energía desde el mes de abril 2022 y hasta agosto de 2023, sumado a que desde el 1 de marzo de 2023 la potencia comprometida contempla un pago adicional en dólares y parte de la Energía Generada se comenzó a remunerar en dólares por MWh, representando ingresos en esta moneda de aproximadamente el 50% de los ingresos por energía.

Por otra parte, en septiembre de 2023 se actualizaron en un 23% los valores remunerados por potencia y energía, en octubre se actualizaron dichos valores en un 28%. A partir de febrero 2024 los precios de la energía se incrementarán en un 74% en relación al aumento de octubre.

En contrario, el segmento sufrió una importante baja del 12,6% del volumen de GW vendidos. Los motivos de esta reducción se deben a, por un lado, problemas técnicos que obligó a la salida de servicio del Ciclo Combinado de la CT ADC durante aproximadamente quince días en los meses de octubre y noviembre de 2023 y, a su vez, a la limitación de despacho en el mes de diciembre de 2023, a pesar de la disponibilidad de la CT ADC.

Energía Eólica: los ingresos para los 9M24 fueron de USD 9 MM un 24% por encima de igual periodo de 2023. En este segmento, los ingresos medidos en pesos se contraen un 4.5% en igual comparación. Esta disminución se debió a una caída en la cantidad de GWh vendidos por restricciones significativas al despacho de ambos parques eólicos como consecuencia de la entrada en operación de un nuevo parque en la zona y la capacidad de transporte existente.

Gas Licuado de Petróleo (GLP): los ingresos medidos en dólares acumulados para los 9M24 ascienden a USD 12 millones, un 18% más que en 9M23. Producto a una disminución del precio del Propano en 36%, compensado por un incremento en el volumen del 25%. Por su parte, el butano tuvo un incremento en sus ventas del 32% debido a un mayor volumen vendido en 16% y a mejoras del 13% en los precios de venta.

Ventas por Segmento en MM USD


Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En resumen, las ventas totales medidas en dólares para los 9M24 alcanzaron los USD 443 millones, un 18% más que en los 9M23. En términos de moneda local, las ventas se contraen 9%. Pese a una fuerte baja en los costos por ventas que compensan la caída de las mismas, en el periodo se registra un fuerte aumento de los gastos por exploración que impactan en los márgenes operativos. El EBITDA para los 9M24 alcanza los USD 201 millones, sin contemplar gastos extraordinarios, un 4% más que en igual periodo de 2023 y el margen sobre el nivel de ventas se contrae 629 puntos básicos hasta 45%, en igual comparación.

Ventas por segmento	9M2024	9M2023	Var (%)
Petroleo & Gas	299	263	14%
Energía Térmica	121	93	31%
Energía Eólica	9	8	24%
GLP	12	10	18%
Hidrógeno	0,4	0,4	16%
Oxígeno	0,2	0,2	15%
Capex (USD Mill)	9M2024	9M2023	Var (%)
Ventas Totales	443	374	18%
Costos Comerc. y Adm.	117	86	37%
EBITDA Ajustado	201	193	4%
Rdo Operativo	97	81	19%
Rdo Neto	-146	36	-507%
Mg Operativo	22%	22%	187 bp
Mg EBITDA	45%	52%	(629) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Perfil de Deuda

Capex tiene una deuda financiera total por USD 360 millones. Esta está compuesta en un 64% por dos

obligaciones negociables (ONs) Hard Dollar, de los cuales USD 41 millones vencen en mayo de este año y los otros USD 189 millones corresponden a una nueva ON con vencimiento en 2028. El 31% corresponde a cuatro ONs en pesos ajustadas al tipo de cambio mayorista cupón 0%, con vencimiento en febrero de 2026 y 2027. El restante 5% son dos préstamos bancarios con el Eurobanco, ICBC y CITI con vencimiento en 2024.

En cuanto a su caja, la empresa tiene un disponible entre caja y activos financieros USD 33 millones, nominados en un 96% en pesos, lo que implica un aumento de su posición de caja en un 131%. A su vez, cuenta con inventarios por USD 7 millones tras una reducción del 70% de stock de crudo. Por lo cual, la deuda neta alcanza los USD 320 millones. De este modo, tomando los actuales niveles de EBITDA ajustado y endeudamiento, la compañía sube su apalancamiento neto a 1.3 veces (deuda neta/EBITDA) y cubre el pago de intereses por 5.3 veces.

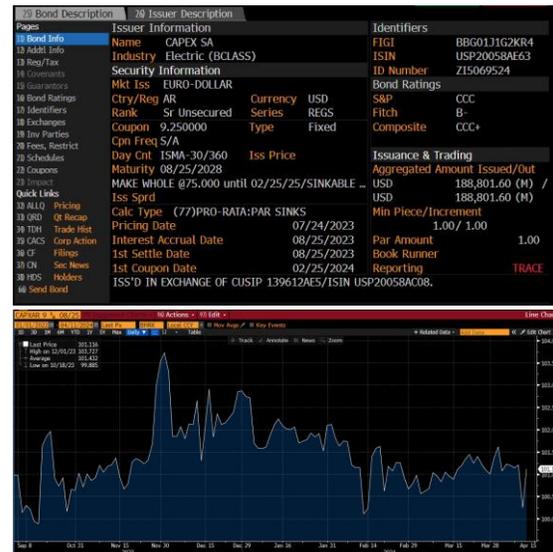
Capex (USD Mill)	9M24	9M23	Var (%)
Deuda Total	360	289	25%
Caja y Eq.	30	12	152%
Inv. Financieras	3	3	33%
Inventarios	7	24	-70%
Deuda Neta	320	251	28%
EBITDA Aj. Anualizado	245	195	26%
Deuda Neta/EBITDA	1,3	1,3	1%
Intereses Anualizado	46	29	62%
EBITDA/Intereses	5,3	6,8	-22%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

CAPEX 2028 9.25%

En julio de 2023, la compañía hizo un canje de único bono hard dólar con vencimiento en 2024 y cupón de 6,875% a cambio de un nuevo bono con vencimiento en 2028, cupón de 9,25% y amortizaciones semestrales de 12,5% a partir de febrero 2025. El canje obtuvo una participación del 82,65% emitiéndose por un total de USD 189 millones. La ON tiene legislación internacional,

en la actualidad cotiza en una paridad clean cable cercana a 101.5/101.75%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 8.7% con una duration modificada de 2.2 años.



Fuente: Bloomberg.

Perspectivas

Desde el punto de vista financiero, el cierre de los nueve meses bajo análisis contempla un fuerte reacomodamiento de precios relativos. En este sentido, la mejora en el perfil de vencimientos de su bono hard dollar y el notable aprovechamiento de las ventanas de oportunidad de acceso al mercado local para obtener financiamiento en moneda doméstica a tasas de 0% le reduce de manera considerable su costo crediticio. Sumado a ello, el reacomodamiento tarifario, la dolarización de la energía base y las buenas perspectivas de sus fuertes inversiones en vaca muerta, le deberían permitir normalizar el incremento del apalancamiento de los últimos trimestres.

A su vez, operativamente la empresa tiene varias cualidades que nos gustan. Destacamos su matriz de producción diversificada, la gran expansión de su nivel de reservas, el share de exportaciones y la mayor eficiencia

en exploración. 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](#) y el fondo del exterior [Renta Fija Argentina](#), donde Capex 2028 es siempre un bono en cartera.

Buen fin de semana.

juan@sekoia.com.uy

manuel@sekoia.com.uy

ian@sekoia.com.uy

tomasmingino@sekoia.com.uy