

Capex S.A. (Capex) Informe de Actualización

Factores Relevantes de la Calificación

Integración vertical y eficiencia operativa: Capex es un productor integrado de energía eléctrica que posee una planta con 672 MW de capacidad nominal total de generación, la cual incluye un ciclo abierto y otro combinado (55% y 45% de capacidad, respectivamente). La compañía presenta ventajas competitivas sobre otros participantes de la industria al contar con reservas de gas natural propias que utiliza para abastecer su planta, además de una capacidad de producción que la posiciona favorablemente entre los productores locales de gas y GLP en el contexto actual de déficit en la producción de gas que presenta el país.

Rentabilidad favorecida por dinámica de precios: A partir de 2014, la variación positiva de los precios en los segmentos de energía, petróleo y gas redundó en una mejora del margen de EBITDA de la empresa, el cual se mantuvo en torno a 58% en el año móvil a julio de 2015. Los precios en el segmento de energía se beneficiaron de subas de tarifas para las generadoras eléctricas desde mediados de 2014, mientras que los programas de estímulo a la producción gasífera y las ventas de crudo a refinerías contribuyeron a la mejora de los precios de comercialización del gas natural y el petróleo, respectivamente. En opinión de FIX, el Programa de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural le permitirá a la compañía incrementar gradualmente el precio de venta del gas, mejorando así la rentabilidad de dicho segmento.

Elevado riesgo de contraparte: FIX ha asignado una perspectiva negativa a la calidad crediticia de aquellas transacciones o entidades directamente relacionadas con la capacidad de pago del Estado, ya sea por su dependencia estructural o por la existencia de garantías o avales, dado que son altamente vulnerables a la situación crediticia actual de la Argentina. En el caso de las compañías del sector eléctrico, no solo están expuestas a posibles atrasos en los pagos de CAMMESA, su última contraparte, sino que su solvencia depende de la obtención de ajustes tarifarios y del reconocimiento de gastos de mantenimiento o inversiones necesarias para amortizar adecuadamente sus equipos.

Flujo de fondos volátil y riesgo de descalce monetario: El negocio de generación eléctrica y, por ende, el flujo de fondos de Capex están expuestos en gran medida al cambiante marco regulatorio argentino, dotándolos de cierta volatilidad. Por otra parte, la empresa enfrenta el riesgo de descalce de monedas, ya que su generación de fondos se origina localmente y la mayor parte de la deuda financiera está denominada en dólares.

Inversiones apoyan la integración vertical: Las inversiones de largo plazo son vitales para la estrategia de integración vertical de la compañía. En el último año, las reservas desarrolladas de hidrocarburos han registrado un moderado crecimiento y estimamos que las mismas son suficientes para abastecer las necesidades actuales de la planta de energía durante los próximos 6 años.

Sensibilidad de la Calificación

FIX prevé que Capex pueda mantener una relación de Deuda Total / Flujo Generado por las Operaciones (FGO) por debajo de 4,0x y coberturas de intereses con FGO superiores a 2,0x. Un significativo incremento del endeudamiento que resulte en un deterioro de las principales métricas crediticias podría derivar en una acción de calificación negativa. Asimismo, una caída sostenida del nivel de reservas de gas que dificulte el abastecimiento eficiente de la planta, o cambios en el entorno regulatorio que afecten la dinámica de precios del sector y, en consecuencia, la generación de fondos de la compañía, podrían llevarnos a bajar las calificaciones.

Liquidez y Estructura de Capital

La estructura de capital de Capex se encuentra presionada por la evolución del tipo de cambio, ya que el grueso de su deuda financiera está denominado en dólares. Una aceleración en la tasa de depreciación de la moneda local podría resultar en un mayor nivel de apalancamiento debido al descalce de monedas entre los ingresos, mayormente en pesos con excepción de la venta de hidrocarburos y sus derivados a terceros, y la deuda. Al 31 de julio de 2015, la deuda financiera alcanzó aproximadamente \$2.375 millones, lo que representó un incremento cercano a \$155 millones con respecto al nivel de endeudamiento reportado al cierre del ejercicio 2015 (unos \$110 millones corresponden al efecto devaluatorio del peso y el resto a deuda incremental).

A la misma fecha, la compañía presentaba una posición de liquidez favorable con caja e inversiones líquidas cercanas a \$425 millones para hacer frente a vencimientos de deuda de corto plazo de alrededor de \$220 millones.

Calificaciones

Emisor A(arg)
 ON Clase 1 por h/ USD 200 millones A(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/07/15 Año Móvil	30/04/15 12 Meses
Total Activos	4.166.138	4.017.443
Total Deuda Fciera.	2.372.490	2.218.622
Ingresos	1.343.132	1.260.912
EBITDA	780.779	732.592
Margen EBITDA (%)	58,1	58,1
Deuda Total/FGO	2,6	2,6
FGO/Intereses	3,1	3,0

Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

Analistas

Analista Principal
 Patricio Bayona
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
patricio.bayona@fixscr.com

Analista Secundario
 Gabriela Curutchet
 Director Asociado
 +54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de mayo de 2012, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, Capex ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Resumen Financiero - Capex S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)

Norma Contable

Período

	9,20	8,92	8,01	5,19	4,43
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>Jul-15</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
	Año móvil	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	780.779	732.592	441.756	285.489	297.456
Margen de EBITDA	58,1	58,1	54,1	39,9	40,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	26,3	26,1	21,7	16,8	18,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	6,8	7,1	1,7	(6,9)	(3,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	1,2	0,1	(59,9)	(15,6)	(2,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,1	3,0	2,1	2,0	2,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,7	2,6	2,0	1,9	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	1,4	1,0	0,8	1,2
FGO / Cargos Fijos	3,1	3,0	2,1	2,0	2,5
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,7	0,5	0,3	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	1,5	0,7	0,4	0,5
FCO / Inversiones de Capital	1,2	1,3	1,1	0,7	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,6	2,6	4,0	4,3	3,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	3,0	4,3	4,5	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,5	4,2	4,4	3,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,8	13,6	13,9	12,6	12,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Balance					
Total Activos	4.166.141	4.017.443	2.455.907	2.120.340	2.010.017
Caja e Inversiones Corrientes	423.832	392.704	51.783	33.813	20.621
Deuda Corto Plazo	221.019	230.389	209.629	191.087	121.185
Deuda Largo Plazo	2.151.471	1.988.233	1.675.878	1.101.956	938.130
Deuda Total	2.372.490	2.218.622	1.885.507	1.293.043	1.059.315
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.372.490	2.218.622	1.885.507	1.293.043	1.059.315
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	2.367	2.367	1.810	3.733	4.279
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.374.857	2.220.990	1.887.317	1.296.776	1.063.595
Total Patrimonio	1.053.775	1.007.229	263.323	487.340	569.831
Total Capital Ajustado	3.428.633	3.228.218	2.150.640	1.784.116	1.633.425
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	607.938	563.579	245.851	151.839	179.032
Variación del Capital de Trabajo	(91.777)	(123.463)	(40.332)	(6.030)	(8.374)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	516.161	440.116	205.519	145.809	170.659
Inversiones de Capital	(424.423)	(349.999)	(191.429)	(194.922)	(193.218)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	91.738	90.117	14.090	(49.113)	(22.559)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	141.000	141.000	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	(1.383)	1.309	8.518	(1.461)	(181.844)
Variación Neta de Deuda	152.563	51.940	(28.347)	56.400	702
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0
Variación de Caja	383.918	284.366	(5.739)	5.826	(203.702)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.343.132	1.260.912	816.212	715.340	741.726
Variación de Ventas (%)	6,5	54,5	14,1	(3,6)	5,8
EBIT Operativo	381.235	351.751	304.164	132.010	144.311
Intereses Financieros Brutos	294.239	279.723	220.667	147.662	121.544
Resultado Neto	12.563	531	(224.967)	(82.350)	(14.820)

Anexo II. Glosario

- CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico. Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de las operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados
- GLP: Gas Licuado de Petróleo
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo

Anexo III. Características de los Instrumentos

El 2 de febrero de 2011, el Directorio de Capex aprobó la emisión de obligaciones negociables. El 3 de marzo de 2011, la compañía emitió las Obligaciones Negociables Clase 1 bajo el Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un Valor Nominal de hasta USD 200 millones. Dicho programa tienen una duración de 5 años contados a partir de su autorización por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Las principales características de las Obligaciones Negociables Clase 1 son las siguientes:

- Monto emitido: USD 200 millones.
- Amortización de capital: El mismo se cancelará en una única cuota el 10 de marzo de 2018.
- Tasa de interés: Tasa fija del 10% (pagadera semestralmente).
- Uso de los fondos: (i) Inversiones en activos físicos en Argentina, (ii) integración de capital de trabajo en Argentina, (iii) refinanciación de pasivos, e (iv) integración de capital en sociedades controladas o vinculadas.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **30 de noviembre de 2015** confirmó (*) en **Categoría A(arg)** la calificación de Emisor de Capex S.A. y de las Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta USD 200 millones emitidas por la empresa.

Las calificaciones cuentan con perspectiva **Negativa**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 13 de enero de 2014, disponible en www.fixscr.com. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio y Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente al Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

() Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior e igual a la que se publica en el presente dictamen.*

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros consolidados anuales hasta el 30-04-2015 y desde el 30-04-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Price Waterhouse & Co. S.R.L.).
- Estados financieros consolidados intermedios hasta el 31-07-2015 y desde el 31-07-2014 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Price Waterhouse & Co. S.R.L.).
- Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un Valor Nominal de hasta USD 200 millones, de fecha 21 de febrero de 2011.
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase 1 por un Valor Nominal de hasta USD 200 millones, de fecha 21 de febrero de 2011.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.