

## Capex S.A. (CAPEX)

### Informe Integral

### Factores Relevantes de la Calificación

**Perspectiva estable:** FIX revisó la perspectiva de CAPEX a "**Estable**" desde "**Negativa**". Las medidas recientes adoptadas por el Gobierno Nacional tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, principal contraparte, reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. En los últimos años, los elevados compromisos de pago de CAMMESA en relación con sus ingresos implicaron una significativa discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a los generadores, riesgo de demora en el cobro y precios insuficientes para mantener activos y cubrir costos operacionales. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre oferta y demanda, con una menor propensión a la intervención. Esperamos cambios estructurales que alcanzarían cierto impacto a partir de 2017.

**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 un ciclo 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 un posicionamiento favorable entre los productores locales de gas y gas licuado de petróleo (GLP) dada su buena capacidad de extracción en el contexto deficitario que atraviesa el sector energético del país.

**Rentabilidad favorecida por dinámica de precios:** En años recientes, la variación positiva de los precios en los segmentos de energía e hidrocarburos redundó en una mejora del margen de EBITDA de CAPEX, el cual se mantuvo en torno al 58% en el año móvil a enero de 2016. Los precios en el segmento de energía se beneficiaron de subas de tarifas para las generadoras eléctricas desde 2013, 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 del petróleo, respectivamente. Hacia adelante, el aumento del precio de venta del gas de la empresa hasta 5,53 USD/MMBtu a partir de abril de 2016, le permitirá mejorar la rentabilidad de dicho segmento.

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

**Inversiones apoyan la integración vertical:** El plan de inversiones de largo plazo es vital para la estrategia de integración vertical de la compañía. En el último año, las reservas desarrolladas de gas han registrado una leve caída (algo más de 10%) y estimamos que las mismas son suficientes para abastecer las necesidades actuales de la planta de energía durante los próximos 7 años.

### Sensibilidad de la Calificación

A pesar de que a mediados de diciembre pasado la fuerte devaluación del peso afectó la estructura de capital de CAPEX, FIX prevé que en el futuro pueda mantener una relación entre endeudamiento total y flujo generado por las operaciones (FGO) por debajo de 2,5x y coberturas de intereses con FGO superiores a 3,0x. Un significativo incremento del endeudamiento que resulte en un deterioro de las 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 central o cambios en el entorno regulatorio que afecten la dinámica de precios del sector y, en consecuencia, la generación de fondos de la empresa, podrían llevarnos a bajar las calificaciones.

### Liquidez y Estructura de Capital

Como mencionamos, la estructura de capital de CAPEX se encuentra presionada por la evolución del tipo de cambio. 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, originados en pesos con excepción de la venta de hidrocarburos y sus derivados, y la deuda en dólares. Al 31 de enero de 2016, la deuda financiera alcanzó aproximadamente \$3.400 millones, lo que representó un incremento cercano a \$1.180 millones con respecto al nivel de endeudamiento reportado al cierre del ejercicio 2015 (el 90% corresponde al efecto devaluatorio del peso y el resto a deuda adicional).

Finalizado el tercer trimestre del ejercicio fiscal 2016, la compañía presentaba una sólida posición de liquidez con caja e inversiones líquidas del orden de \$360 millones para hacer frente a vencimientos de deuda de corto plazo por alrededor de \$295 millones.

### Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase 1 por hasta USD 200 MM	A(arg)

### Perspectiva

Estable

### Resumen Financiero

(\$ miles)	31/01/16 Año Móvil	30/04/15 12 Meses
Total Activos	4.692.957	4.017.443
Deuda Total	3.399.566	2.218.622
Ventas Netas	1.540.217	1.260.912
EBITDA Operativo	892.077	731.125
Margen EBITDA (%)	57,9	58,0
Deuda Neta/EBITDA	3,4	2,5
Deuda Total/FGO	3,1	2,6
EBITDA/Intereses	2,5	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](mailto:patricio.bayona@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

**Responsable Sector**  
 Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

## Perfil del Negocio

CAPEX opera en el sector energético local desde su constitución en 1988. Inicialmente dedicada a la exploración y explotación de hidrocarburos, tras importantes descubrimientos de gas realizados en 1991 y ante la desregulación del mercado eléctrico doméstico la compañía decidió incursionar en el negocio de generación de energía eléctrica, construyendo una central de ciclo combinado con el fin de utilizar sus reservas de gas como principal combustible de la misma.

En la actualidad, los ingresos de la empresa provienen de 4 actividades principales: (i) la generación de energía eléctrica; (ii) la exploración y producción de hidrocarburos; (iii) la producción y venta de GLP; y (iv) otras actividades, incluyendo el servicio de fason para la producción de energía y la venta de oxígeno.

### **Generación de Energía Eléctrica (50% de las ventas netas en el año móvil a enero de 2016)**

La planta generadora se encuentra ubicada en el área *Agua del Cajón*, en la *Provincia del Neuquén*, sobre los yacimientos *Agua del Cajón* y *El Salitral* que proveen el gas natural para su uso como combustible en la generación de energía eléctrica. La central tiene una capacidad nominal total de generación de 672 MW y está formada por un ciclo abierto de 371 MW y un ciclo combinado con fuego suplementario de 301 MW. Además, cuenta con una planta de compresión y calentamiento de gas natural. La central térmica se vincula con el *SADI* mediante 4 líneas de alta tensión construidas a tal efecto.

A abril de 2015 (cierre del ejercicio fiscal), la producción bruta de energía térmica alcanzó los 3.636 GWh, por encima de los 3.066 GWh registrados el ejercicio anterior. Esto se explica por una mayor disponibilidad del combustible provisto por *CAMMESA* y el importante plan de mantenimiento llevado a cabo por la compañía en los últimos años. Considerando los primeros 9 meses del año fiscal 2016, la producción de energía se mantenía en niveles similares a los de 2015.

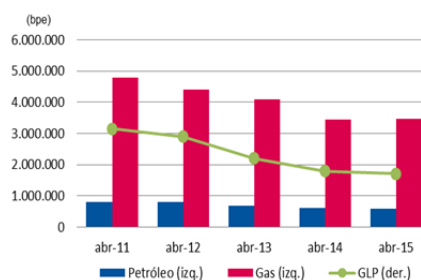
En los últimos 3 años, la remuneración de los generadores acogidos a la *Resolución 95/2013* de la ex *Secretaría de Energía* (hoy *Ministerio de Energía y Minería*) se actualizó anualmente permitiendo mejorar la rentabilidad de las operaciones y llevar adelante los mantenimientos necesarios para garantizar el normal funcionamiento de las máquinas. Como contrapartida, las empresas del sector han perdido autonomía para gestionar el negocio generando una gran dependencia de *CAMMESA*, su principal contraparte. Si bien consideramos que actualmente el riesgo de cobro derivado de la concentración de las compras de electricidad por parte de *CAMMESA* se ha minorado, aún no existe un mecanismo de actualización de precios que le brinde mayor previsibilidad al sector, así como tampoco la posibilidad de desarrollar libremente el mercado eléctrico de contratos. El 30 de marzo de 2016, el *Ministerio de Energía y Minería* emitió la *Resolución 22/2016* con el objeto de adecuar el esquema de remuneración de la energía para las generadoras eléctricas que realizan sus ventas en el mercado de contado (o *spot*). Esta resolución contempla un nuevo incremento (el tercero) de las tarifas establecidas originalmente por la *Resolución 95/2013*, que implicaría una mejora de 45% en la tarifa que percibía CAPEX hasta enero del presente año.

### **Exploración y Producción de Hidrocarburos (43% de las ventas netas)**

La producción de hidrocarburos es utilizada en la planta de energía eléctrica (gas natural) o vendida en el mercado (petróleo). La misma proviene principalmente de los yacimientos neuquinos *Agua del Cajón* y *El Salitral*. CAPEX adquirió ambas concesiones en 1991 y en abril de 2009 firmó un acuerdo con las autoridades provinciales para extender el período de concesión del área hasta 2026. Como parte del acuerdo, entre otros compromisos asumidos la empresa deberá ejecutar inversiones por un monto total estimado de USD 144 millones hasta el final de la extensión de la concesión.

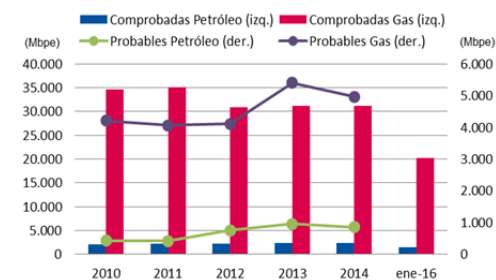
A pesar de las inversiones realizadas que permitieron reponer parcialmente las reservas, el área *Agua del Cajón* se encuentra atravesando un proceso natural de declinación de la producción. Con el fin de mitigar este riesgo, durante los años 2007 y 2008 la compañía adquirió los derechos de exploración sobre varias áreas en la *Provincia de Río Negro*. A la fecha se han revertido todas las áreas con excepción de *Loma de Kauffman*, sobre la cual se están realizando trabajos exploratorios.

Volúmenes de Producción CAPEX (petróleo incluye gasolina)



Elaboración: Fix Scr (en base a información provista por la compañía)

Evolución Reservas Hidrocarbúferas CAPEX\*



Elaboración: Fix Scr (en base a información provista por la compañía) \* 2016 incluye solo reservas comprobadas desarrolladas

A través de su participación en el negocio de hidrocarburos, en años recientes la empresa adhirió a distintos programas de estímulo lanzados por el Gobierno para incentivar el desarrollo del sector. Estos programas le confieren el derecho a recibir una compensación monetaria toda vez que la producción supere determinados niveles mínimos acordados. En el período de 12 meses a enero de 2016, los planes de estímulo contribuyeron ingresos adicionales por algo más de \$235 millones. Sin embargo, en los actuales niveles del precio del gas la compañía dejaría de percibir estos beneficios.

### **Producción y Venta de Líquidos Derivados del Gas (5% de las ventas netas)**

CAPEX procesa el gas rico en componentes licuables en la planta de GLP de la controlada *Servicios Buproneu S.A.*, la cual tiene una capacidad de procesamiento de 2,4 millones de metros cúbicos diarios con altos niveles de eficiencia que suelen superar el 99%. A través de este proceso se obtienen productos derivados para comercializar como propano, butano y gasolina estabilizada.

### **Otras Actividades (2% de las ventas netas)**

Mediante su subsidiaria *Hychico*, la empresa incursionó en la producción de hidrógeno, oxígeno y energía eólica. La planta de producción de hidrógeno y oxígeno se encuentra operando desde el 2010. Por otra parte, *Hychico* construyó un parque eólico conformado por 7 aerogeneradores con una capacidad de generación conjunta de 6,3 MW y su correspondiente interconexión con el *SADI*. El *Parque Eólico Diadema* inició sus operaciones comerciales en diciembre de 2011 y en marzo de 2012 se firmó un contrato de venta de energía de largo plazo con *CAMMESA*.

## Riesgo del Sector

### Electricidad

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico doméstico son vulnerables a cambios normativos y aún están más influenciadas por la política energética que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. En el pasado reciente, una serie de cambios regulatorios afectaron el perfil crediticio de las compañías que operan en el sector, profundizando su exposición al atraso tarifario y a la dependencia de las transferencias del Estado para realizar las inversiones requeridas.

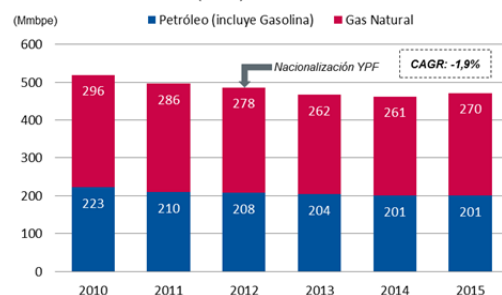
La perspectiva estable que asignó FIX para el sector de generación eléctrica refleja las medidas adoptadas por la nueva Administración política en 2016 tendientes a reducir el déficit operacional de *CAMMESA*, evidenciando una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Si bien los generadores enfrentan desafíos importantes derivados del desbalance entre oferta y demanda, la mayor parte de las empresas cuentan con una aceptable situación crediticia. Aquellas que han invertido en la instalación de nueva capacidad o en mejorar sus equipos lograron acceder a tarifas competitivas (en algunos casos denominadas en dólares) diversificando sus ingresos con contratos de venta a la industria o a *CAMMESA*.

En el mediano plazo, aquellos factores que colaborarían en la mejora de la calidad crediticia de los participantes del sector, podrían relacionarse con una normativa que incentive las inversiones y eficiencia a través de mecanismos que permitan ajustes de costos operacionales periódicos con cobranzas predecibles y garanticen el acceso a los combustibles necesarios para operar, entre otros. FIX espera cambios estructurales que podrían alcanzar cierto impacto no antes de 2017.

### Petróleo y Gas

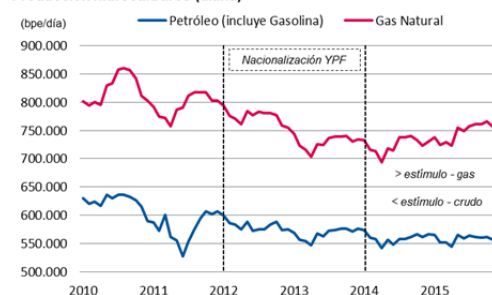
El sector petrolero es de capital intensivo. El éxito de las empresas que lo integran depende de su capacidad para incrementar la base de reservas y producir hidrocarburos a partir de las mismas. Si bien la política energética impulsada en los últimos años ha provocado una merma en el nivel de inversiones, especialmente en el segmento de gas natural, esperamos una reversión gradual de esta tendencia en la medida que el Gobierno continúe apoyando la suba de los precios internos. El fuerte aumento del precio del gas entre marzo y abril de 2016, junto con los planes vigentes que premian los esfuerzos de producción, respalda nuestra expectativa.

**Producción Hidrocarburos (anual)**



Fuente: Ministerio de Energía y Minería

**Producción Hidrocarburos (diaria)**



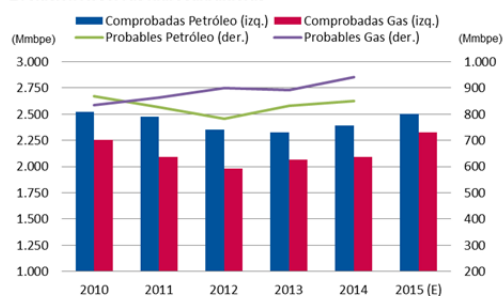
Fuente: Ministerio de Energía y Minería

A su vez, el mercado de hidrocarburos se encuentra altamente regulado y las normas aplicables son cambiantes. FIX considera que futuros cambios en el marco normativo podrían afectar el negocio de las empresas que participan en dicho mercado. A pesar de que la nueva Administración, que entró en funciones a mediados de diciembre pasado, ha mostrado señales de menor interferencia en el sector, el Gobierno continúa desempeñando un rol central en materia regulatoria, destacándose las políticas de incentivos y subsidios.

Consideramos que las señales de una transición hacia un mercado menos regulado podrían alentar el flujo de capitales, aunque en el contexto actual de precios internacionales deprimidos no se espera un incremento significativo de la inversión extranjera directa en el sector. Como contrapartida, la reciente adopción de medidas de ajuste que afectan la rentabilidad podría tener un impacto negativo en las inversiones de fuente local, principalmente en las exploratorias y de ampliación de capacidad de refino.

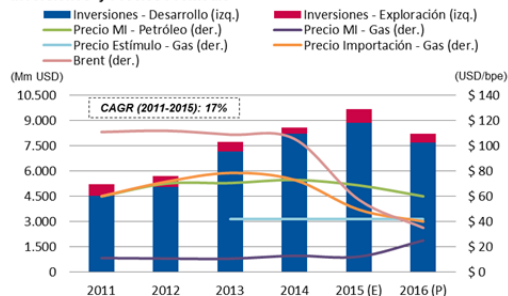
FIX estima que en el mediano plazo la convergencia entre precios locales e internacionales se dará en un nivel inferior al que presentan actualmente los primeros, lo que resultaría en una caída del nivel de actividad, cierto deterioro de la balanza comercial de hidrocarburos y un incremento de la capacidad ociosa. La magnitud de lo anterior dependerá de la reversión gradual de la fase deprimida del ciclo que atraviesa el sector a nivel global (posiblemente a partir de la segunda mitad de 2016).

**Evolución Reservas Hidrocarburíferas\***



Fuente: Ministerio de Energía y Minería, EIA, Fix Scr \* no incluye descubrimientos de reservas no convencionales de años recientes

**Inversiones\* y Precios Promedio**



Fuente: Ministerio de Energía y Minería, FMI, Fix Scr \* no incluye inversión extranjera directa

## Posición Competitiva

CAPEX se beneficia de la integración vertical de su negocio de generación de energía eléctrica, que le confiere cierto grado de eficiencia a las operaciones de su central térmica de ciclo combinado. La empresa cuenta con reservas de gas propias que utiliza para abastecer la planta, además de un posicionamiento favorable entre los productores locales de menor escala, dada su buena capacidad de extracción de hidrocarburos en el contexto deficitario que atraviesa el sector energético del país.

## Administración y Calidad de los Accionistas

Los miembros de la familia Götz ejercen control sobre CAPEX a través de su participación en *Compañías Asociadas Petroleras S.A. (CAPSA)*, que posee el 75% del capital social de la empresa. Asimismo, *Wild S.A.* es la última sociedad controlante del grupo con una participación de 98%, directa e indirecta, sobre las acciones de CAPSA.

CAPSA es una empresa de capitales argentinos enfocada en el negocio energético con operaciones hidrocarburíferas en la *Provincia del Chubut*.

## Factores de Riesgo

- Mercado altamente regulado.
- Negocio petrolero de capital intensivo (altas inversiones para mantener el nivel de reservas).
- Fuerte devaluación del peso en diciembre de 2015 amplifica el riesgo de descalce de monedas.

## Perfil Financiero

Nuestro análisis incorpora la evaluación de diferentes escenarios que involucran aspectos del negocio y financieros sobre los cuales trazamos ciertas sensibilidades. Los principales supuestos macroeconómicos del escenario base incluyen: (i) Una inflación en pesos de alrededor de 28% para

los ejercicios 2016 y 2017, desacelerándose hasta 20% en el ejercicio 2018; (ii) una inflación en dólares estable en torno a 2% anual; (iii) tasas de devaluación de 63% para el año fiscal 2016, 33% para 2017 y 20% para 2018, con una cotización del dólar para el cierre de cada ejercicio de \$14,5, \$19,4 y \$23,2 respectivamente; y (iv) tasas de interés en pesos de entre 25% y 30% para los ejercicios fiscales 2016 y 2017, bajando hasta un promedio de 20% en 2018.

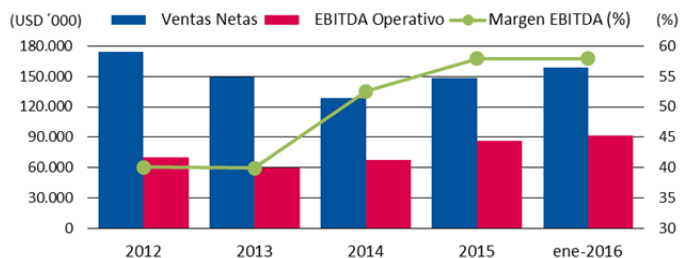
## Rentabilidad

Desde 2014, la rentabilidad de CAPEX se ve favorecida por una dinámica positiva de precios. El aumento de los precios de venta en los segmentos de energía eléctrica, petróleo y gas redundó en una mejora del margen de EBITDA, el cual se mantuvo en torno al 58% en el año móvil a enero de 2016. Mientras que la generación de energía se benefició de subas de tarifas para las ventas en el mercado *spot* (*Resolución SE 95/2013* y modificatorias), los programas de estímulo a la producción gasífera y las ventas de crudo a refinerías contribuyeron a mejorar los ingresos del segmento de hidrocarburos.

En el año móvil a enero 2016, se registraron ingresos por USD 158,8 millones y un EBITDA cercano a USD 92 millones (+7% en comparación con el año fiscal finalizado en abril de 2015). El incremento registrado obedece principalmente a mayores volúmenes de venta de hidrocarburos que implicaron, a su vez, una mayor compensación bajo el *Programa de Estímulo a la Inyección de Gas Natural para Empresas de Inyección Reducida*, y a un precio promedio de venta de gas más elevado que el del ejercicio anterior.

Para los próximos años esperamos que la generación de EBITDA se mantenga estable en el rango de USD 110-115 millones. El salto con relación al ejercicio 2016 se explica fundamentalmente por el aumento de 35% en el precio del gas de la compañía a partir de la *Resolución ministerial 41/2016* de abril de este año. De cara al futuro, la política comercial tiene por objetivo elevar al máximo posible los precios promedio de venta del gas, con un mayor direccionamiento de combustible a la central para incrementar el factor de utilización de las máquinas térmicas. Por otro lado, el margen de EBITDA se estabilizaría alrededor de 60% ya que la estructura de costos presenta un bajo grado de apalancamiento operativo con una alta sensibilidad al nivel de actividad.

**Evolución Ventas, EBITDA y Rentabilidad**



Elaboración: Fix Scr (en base a información provista por la compañía)

## Flujo de Fondos

La generación de fondos de la empresa es volátil, ya que depende en gran medida del cambiante marco regulatorio. En el período de 12 meses a enero de 2016, y tras recibir un nuevo aumento tarifario para su negocio de venta de electricidad, CAPEX generó un flujo de caja operativo de USD 52,4 millones que aplicó en su totalidad a la financiación de un demandante plan de inversiones orientado a mantener los niveles de producción de gas (alrededor de USD 56 millones durante el mismo período). En consecuencia, el flujo de fondos libre resultó levemente negativo.

Durante los próximos años, esperamos que las inversiones de capital continúen presionando el flujo de fondos de la compañía dada la necesidad de añadir y desarrollar reservas para compensar el declino natural de sus yacimientos productivos. No obstante, la suba de precios del gas sumada a la continua actualización de la remuneración de la energía eléctrica contribuiría al fortalecimiento de la generación de fondos operativos, permitiendo cubrir las inversiones previstas y generar excedentes de caja.

## Liquidez y Estructura de Capital

FIX considera que la empresa debe mantener un nivel de endeudamiento acotado a fin de mitigar su exposición al riesgo regulatorio. Asimismo, la estructura de capital presenta riesgo de descalce de monedas, dado que el grueso de la deuda financiera está compuesto por el bono global vigente por

USD 200 millones y buena parte de los ingresos se originan localmente en pesos. En consecuencia, la evolución del tipo de cambio tiene una incidencia significativa sobre el grado de apalancamiento (mayor endeudamiento por \$1.057 millones generado por diferencia de cambio en los primeros 9 meses del año fiscal 2016). Hasta el vencimiento del bono internacional en marzo de 2018, FIX prevé que CAPEX mantenga un endeudamiento, incluyendo obligaciones contraídas con *CAMMESA*, inferior a USD 250 millones, con indicadores de apalancamiento por debajo de 3,0x y coberturas de intereses superiores a 2,5x.

Al cierre del tercer trimestre del ejercicio 2016, la compañía exhibía una sólida posición de liquidez al contar con tenencias líquidas equivalentes a 1,2x sus obligaciones financieras corrientes. Durante los próximos 2 años estimamos que CAPEX será capaz de generar unos USD 45 millones de caja excedentaria que podría aplicar a inversiones no contempladas en el plan o a reducir la necesidad de refinanciar deuda a comienzos de 2018.

### **Fondeo y Flexibilidad Financiera**

En nuestra opinión, la flexibilidad financiera de CAPEX es adecuada. En el pasado la empresa ha logrado acceder al mercado internacional de crédito y habitualmente opera con diversos bancos del ámbito local.

## 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). Por este motivo, las cifras no son del todo comparables con años anteriores.

La Deuda Total Ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como provisiones para juicios y multas.

El EBITDA / EBIT Operativo fue calculado revirtiendo los resultados no recurrentes.

### Resumen Financiero - Capex S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)

Norma Contable

Período

#### Rentabilidad

##### EBITDA Operativo

##### Margen de EBITDA

Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)

Margen del Flujo de Fondos Libre

Retorno sobre el Patrimonio Promedio

#### Coberturas

FGO/Intereses Financieros Brutos

EBITDA/Intereses Financieros Brutos

EBITDA/Servicio de Deuda

FGO/Cargos Fijos

FFL/Servicio de Deuda

(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda

FCO/Inversiones de Capital

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada/FGO

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA

Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA

Costo de Financiamiento Implícito (%)

Deuda Corto Plazo/Deuda Total

#### Balance

Total Activos

Caja e Inversiones Corrientes

Deuda Corto Plazo

Deuda Largo Plazo

**Deuda Total**

Deuda Asimilable al Patrimonio

**Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio**

Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda

**Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio**

**Total Patrimonio**

**Total Capital Ajustado**

#### Flujo de Caja

**Flujo Generado por las Operaciones (FGO)**

Variación del Capital de Trabajo

**Flujo de Caja Operativo (FCO)**

Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total

Inversiones de Capital

Dividendos

**Flujo de Fondos Libre (FFL)**

Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)

Otras Inversiones (Neto)

Variación Neta de Deuda

Variación Neta del Capital

**Variación de Caja**

#### Estado de Resultados

**Ventas Netas**

Variación de Ventas (%)

**EBIT Operativo**

Intereses Financieros Brutos

**Resultado Neto**

	14,14	8,92	8,01	5,19	4,43	4,11
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NCP
	ene-16	2015	2014	2013	2012	2011
	Año Móvil	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>892.077</b>	<b>731.125</b>	<b>428.760</b>	<b>285.489</b>	<b>297.456</b>	<b>314.997</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>57,9</b>	<b>58,0</b>	<b>52,5</b>	<b>39,9</b>	<b>40,1</b>	<b>44,9</b>
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	27,1	26,1	21,1	16,8	18,4	19,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,3)	7,1	1,7	(6,9)	(3,0)	(0,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(51,2)	0,1	(60,1)	(15,6)	(2,7)	N/A
<b>Coberturas</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos	3,1	3,0	2,1	2,0	2,5	2,6
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	2,5	2,6	1,9	1,9	2,4	2,7
EBITDA/Servicio de Deuda	1,4	1,4	1,0	0,8	1,2	1,5
FGO/Cargos Fijos	3,1	3,0	2,1	2,0	2,5	2,6
FFL/Servicio de Deuda	0,5	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	1,0	1,5	0,7	0,4	0,5	1,3
FCO/Inversiones de Capital	0,9	1,3	1,0	0,7	0,9	1,0
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada/FGO	3,1	2,6	4,2	4,3	3,5	3,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,8	3,0	4,4	4,5	3,6	3,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	3,4	2,5	4,3	4,4	3,5	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,6	13,6	13,9	12,6	12,0	N/A
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Balance</b>						
Total Activos	4.692.957	4.017.443	2.455.907	2.120.340	2.010.017	1.969.492
Caja e Inversiones Corrientes	358.038	392.704	51.783	33.813	20.621	170.772
Deuda Corto Plazo	296.559	230.389	209.629	191.087	121.185	98.930
Deuda Largo Plazo	3.103.008	1.988.233	1.675.878	1.101.956	938.130	866.142
<b>Deuda Total</b>	<b>3.399.566</b>	<b>2.218.622</b>	<b>1.885.507</b>	<b>1.293.043</b>	<b>1.059.315</b>	<b>965.072</b>
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.399.566</b>	<b>2.218.622</b>	<b>1.885.507</b>	<b>1.293.043</b>	<b>1.059.315</b>	<b>965.072</b>
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	1.641	2.367	1.810	3.733	4.279	2.745
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.401.207</b>	<b>2.220.990</b>	<b>1.887.317</b>	<b>1.296.776</b>	<b>1.063.595</b>	<b>967.818</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>658.860</b>	<b>1.007.229</b>	<b>263.323</b>	<b>487.340</b>	<b>569.831</b>	<b>585.436</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>4.060.067</b>	<b>3.228.218</b>	<b>2.150.640</b>	<b>1.784.116</b>	<b>1.633.425</b>	<b>1.553.253</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
<b>Flujo Generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>746.876</b>	<b>562.111</b>	<b>232.855</b>	<b>151.839</b>	<b>179.032</b>	<b>190.084</b>
Variación del Capital de Trabajo	(238.646)	(123.463)	(40.332)	(6.030)	(8.374)	(4.856)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>508.229</b>	<b>438.648</b>	<b>192.523</b>	<b>145.809</b>	<b>170.659</b>	<b>185.229</b>
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	290	1.468	12.996	0	0	0
Inversiones de Capital	(543.898)	(349.999)	(191.429)	(194.922)	(193.218)	(185.726)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(35.379)</b>	<b>90.117</b>	<b>14.090</b>	<b>(49.113)</b>	<b>(22.559)</b>	<b>(497)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	(148)	141.000	0	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	(3.329)	1.309	8.518	(1.461)	(181.844)	(22.947)
Variación Neta de Deuda	141.287	51.940	(28.347)	56.400	702	110.737
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>102.432</b>	<b>284.366</b>	<b>(5.739)</b>	<b>5.826</b>	<b>(203.702)</b>	<b>87.293</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>1.540.217</b>	<b>1.260.912</b>	<b>816.212</b>	<b>715.340</b>	<b>741.726</b>	<b>701.147</b>
Variación de Ventas (%)	22,2	54,5	14,1	(3,6)	5,8	N/A
<b>EBIT Operativo</b>	<b>616.664</b>	<b>525.144</b>	<b>291.168</b>	<b>132.010</b>	<b>144.311</b>	<b>171.257</b>
Intereses Financieros Brutos	355.030	279.723	220.667	147.662	121.544	116.925
<b>Resultado Neto</b>	<b>(426.525)</b>	<b>388</b>	<b>(225.418)</b>	<b>(82.490)</b>	<b>(15.605)</b>	<b>1.757</b>

## Anexo II. Glosario

- Bpe: Barril de petróleo crudo equivalente.
- Btu: Sigla en inglés para unidad térmica británica. Unidad de energía inglesa que representa la cantidad de energía que se requiere para elevar en un grado *Fahrenheit* la temperatura de una libra de agua en condiciones atmosféricas normales.
- CAMESA (*Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.*): 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 los precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de 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.
- GWh: Símbolo de gigavatio-hora. Medida de energía eléctrica equivalente a la que desarrolla una potencia suministrada de un gigavatio durante una hora.
- Mercado *spot*: Mercado de precios horarios en los que se comercializa la energía no sujeta a contratos de abastecimiento.
- MM: Millones.
- MW: Símbolo del megavatio en el *Sistema Internacional de Unidades*. Se trata de una unidad de potencia equivalente a 1 millón de vatios.
- MWh: Símbolo del megavatio-hora. Medida de energía eléctrica equivalente a 1 millón de vatios-hora. Es la energía necesaria para suministrar una potencia constante de un megavatio durante una hora.
- *Programa de Estímulo a la Inyección de Gas Natural para Empresas de Inyección Reducida*: Programa creado en noviembre de 2013 por la *Resolución 60/13 de la Comisión de Planificación y Coordinación Estratégica del Plan Nacional de Inversiones Hidrocarburíferas* (disuelta en enero de 2016), al cual podían solicitar la adhesión empresas con una inyección promedio menor a 3,5 millones de metros cúbicos diarios. El programa, con vigencia de 4 años y la posibilidad de un año de prórroga, establece un esquema de compensaciones a pagar sobre los precios del gas natural que se aplica en forma escalonada y progresiva dependiendo de la producción excedente de cada empresa por sobre su inyección base ajustada (inyección del período julio-diciembre de 2013).
- SADI (*Sistema Argentino de Interconexión*): Es la principal red de transporte de energía eléctrica de Argentina. Colecta y distribuye la potencia eléctrica generada en la mayor parte del país.
- SE (*Secretaría de Energía*; en 2015 adquirió rango ministerial y pasó a denominarse *Ministerio de Energía y Minería*): Sus principales tareas incluyen la administración de subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- 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 del mismo año, 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 la fecha de autorización por parte de la *Comisión Nacional de Valores* (17 de febrero de 2011). Características del instrumento:

- 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 de 10% (pagadera semestralmente).
- Limitación a incurrir en deuda financiera adicional: La empresa y sus subsidiarias restringidas podrán incurrir en deuda financiera adicional, si al momento de incurrirla y dado efecto a la misma: (i) No ha ocurrido ningún supuesto de incumplimiento y (ii) el ratio de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,5x y el ratio de deuda financiera sobre EBITDA ajustado no fuera superior a 3,5x. Alcanzados el valor mínimo y el máximo para el caso del ratio de cobertura de intereses y de deuda financiera sobre EBITDA ajustado respectivamente, CAPEX y sus subsidiarias restringidas, tomadas en conjunto, podrán incurrir en deuda financiera adicional por un monto que sea el mayor entre USD 20 millones y el 5% del valor de los activos consolidados.
- Cambio de control: Ante la ocurrencia de un cambio de control los tenedores podrán requerir que la compañía compre toda o parte de sus obligaciones negociables.
- Limitación al pago de dividendos: La empresa y sus subsidiarias restringidas solo podrán pagar dividendos si no ha ocurrido un evento de incumplimiento y la primera pudiera contraer deuda adicional por al menos USD 1, si al momento de incurrir el indicador de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,5x y el ratio de deuda financiera sobre EBITDA ajustado no fuera superior a 3,5x.

## 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 (afilada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **10 de mayo de 2016**, 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.

La perspectiva se revisó a **Estable** desde 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.

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 es 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](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estados financieros consolidados anuales hasta el 30-04-2015 y desde el 30-04-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Estados financieros consolidados intermedios hasta el 31-01-2016 y desde el 31-01-2015 (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* de fecha 21 de febrero de 2011 y adenda de fecha 23 de febrero de 2011.

**Las calificaciones incluidas en este informe 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 independientes 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. 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 que pueden suceder y 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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 contactados. 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 ningún 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 200.000 (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 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación 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 cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. 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.