

Capex S.A. (CAPEX)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase 1 por hasta USD 200 MM	A(arg)
ON Clase 2 por hasta USD 250 MM (ampliable hasta USD 300 MM)	A(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/01/17 9 Meses*	30/04/16 12 Meses
Total Activos	9.119.569	6.594.433
Deuda Total	3.573.672	3.390.779
Ventas Netas	2.145.152	1.844.804
EBITDA Operativo	1.358.028	1.112.884
Margen EBITDA (%)	63,3	60,3
Deuda Neta/EBITDA	1,2	2,3
Deuda Total/FGO	1,7	2,6
EBITDA/Intereses	4,1	2,8
FGO/Intereses	4,9	3,3

* Los ratios se presentan con información anualizada

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

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable Sector

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Menor riesgo regulatorio mejora perspectiva sectorial: Las medidas adoptadas por la nueva Administración tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica. En la actualidad, 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 la oferta y la demanda. En tal sentido, el pasado mes de febrero entró en vigencia la Res. SEE n°19/2017 que dispone el aumento y la dolarización de la remuneración que reciben los generadores privados que participan en el mercado de contado, además de premiar los compromisos de disponibilidad de potencia y la mayor eficiencia en el uso de combustibles. En opinión de Fix, el nuevo esquema remunerativo le confiere mayor previsibilidad al sector y favorece la generación de fondos operativos de la empresa. No obstante la Res. deja de mencionar la compensación de los gastos por mantenimientos mayores, los que deberán ser afrontados por los generadores.

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 por encima de 60% durante los últimos 12 meses. Los ingresos en el segmento de energía se beneficiaron de subas de precios 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. FIX considera que el aumento del precio de venta del gas de la empresa a partir de abril de 2016 le permitirá mejorar la rentabilidad de dicho segmento a la vez que compensará parcialmente la merma de ingresos por la reducción del orden de 20% sufrida por los precios del crudo local en los últimos dos años.

Mayor previsibilidad del flujo de fondos mitiga riesgo de descalce de monedas: Si bien el negocio de CAPEX está expuesto en gran medida al cambiante marco regulatorio argentino, la Res. SE 19-E/2017 otorga mayor previsibilidad a los ingresos de la compañía. Asimismo, dado que la nueva remuneración de la energía está denominada en dólares, se mitiga el riesgo de descalce monetario por tener la mayor parte de la deuda financiera en moneda dura.

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 fiscal, las reservas desarrolladas de gas natural se mantuvieron relativamente estables. 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

FIX prevé que en el futuro CAPEX 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

Finalizado el período trimestral al 31/01/2017, la compañía presentaba una sólida posición de liquidez con caja e inversiones corrientes del orden de \$1.445 millones para hacer frente a vencimientos de deuda de corto plazo por alrededor de \$150 millones.

CAPEX presenta un apalancamiento moderado, con un ratio Deuda/EBITDA a ene'17 de 2,0x y cobertura de intereses con EBITDA de 4,1x. Se prevé que los fondos provenientes de la emisión de las nuevas ON objeto de calificación sean utilizados para refinanciar pasivos, y para financiar capital de trabajo y nuevos proyectos. Se estima que el nivel de apalancamiento neto se mantendrá en torno a 2,5x EBITDA. La emisión tendrá un impacto positivo sobre el perfil de deuda –estirando el plazo de pago respecto a la ON que vencía en marzo 2018- y el costo de financiamiento.

Perfil del Negocio

CAPEX opera en el sector energético local desde su constitución en 1988. Inicialmente dedicada a la exploración y explotación de hidrocarburos, ante la desregulación del mercado eléctrico la compañía decidió incursionar en el negocio de generación de energía eléctrica, construyendo una central de ciclo combinado y utilizando 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 (77% de las ventas netas en los nueve meses a enero de 2017)

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. La central térmica se vincula con el *SADI* mediante 4 líneas de alta tensión construidas a tal efecto.

En los 9 meses a enero 2017, la producción bruta de energía térmica alcanzó los 3.278 GWh, por encima de los 2.515 GWh registrados a enero 2016. Esto se explica por una mayor disponibilidad de la central tras el importante plan de mantenimiento llevado a cabo por la compañía en los últimos años.

En los últimos 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 reducido, y la última *Res. SE 19-E/2017* brinda mayor previsibilidad al sector al plantear la remuneración en dólares, aún quedan cuestiones por resolver como el tema de los mantenimientos no recurrentes, la provisión de combustible y la posibilidad de desarrollar libremente el mercado eléctrico de contratos.

Exploración y Producción de Hidrocarburos (16% 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, la empresa deberá ejecutar inversiones por un monto total estimado de USD 144 millones hasta el final de la concesión. Adicionalmente, mediante el Decreto de la provincia de Neuquén n° 0556/17, se otorgó a favor de CAPEX S.A. la Concesión de Explotación No Convencional sobre toda el área de *Agua del Cajón* por un plazo de 35 años hasta 2052. Como parte de este acuerdo, entre otros compromisos asumidos la empresa deberá ejecutar inversiones por un monto total estimado de USD 126 millones en los primeros cinco años de la concesión.

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.

La producción de gas aumentó un 1,6% entre enero '16 y enero '17, debido a inversiones realizadas dentro del Programa de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural, luego de años de leve declinación en el nivel de producción. Por otro lado, la producción de petróleo se incrementó en 7,8% desde ene '16 a ene '17.

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.

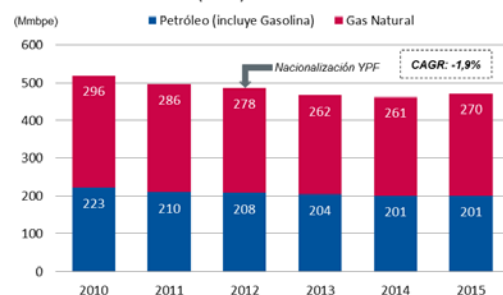
La perspectiva estable que asignó FIX para el sector de generación eléctrica refleja las medidas adoptadas por la nueva Administración política en 2016 tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, evidenciando una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Si bien los generadores enfrentan desafíos importantes derivados del desbalance entre oferta y demanda, la mayor parte de las empresas cuentan con una aceptable situación crediticia.

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. Si bien la última Res.SE 19-E/2017 va apuntando en este sentido, queda pendiente el tema de los mantenimientos no recurrentes, la provisión del combustible y la recreación del mercado a término, con la posibilidad de acordar contratos con grandes usuarios que mitiguen el riesgo de contraparte.

Petróleo y Gas

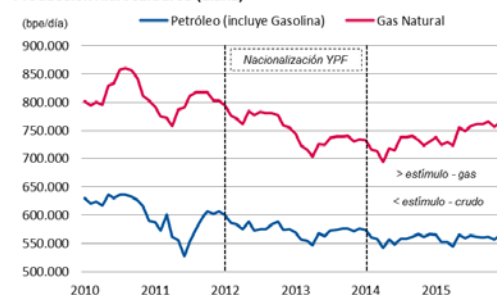
El sector petrolero es de capital intensivo. El éxito de las empresas que lo integran depende de su capacidad para incrementar la base de reservas y producir hidrocarburos a partir de las mismas. Si bien la política energética impulsada hasta 2012 provocó una baja en el nivel de inversiones, esperamos que la reversión gradual de esta tendencia, iniciada a partir de la nacionalización de YPF, se profundice en la medida que los planes de estímulo del Gobierno continúen apoyando la suba de los precios internos. La entrada en vigor en oct'16 del nuevo cuadro tarifario del gas, que contempla aumentos escalonados del precio del gas en boca de pozo, confirma nuestra expectativa.

Producción Hidrocarburos (anual)



Fuente: Ministerio de Energía y Minería

Producción Hidrocarburos (diaria)

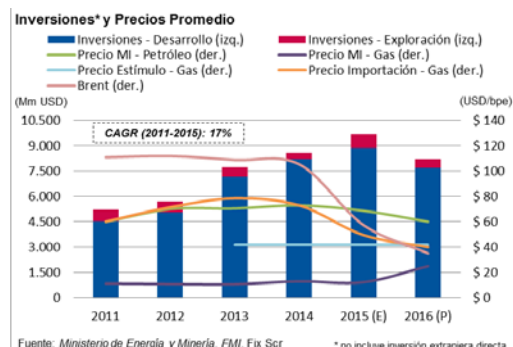
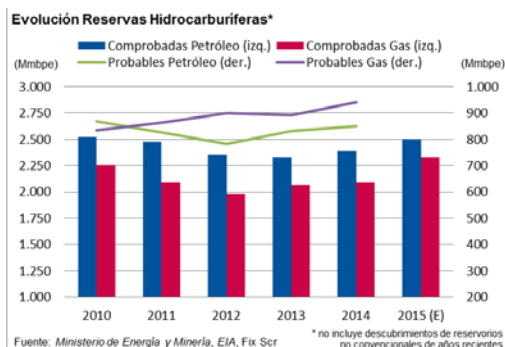


Fuente: Ministerio de Energía y Minería

A su vez, el mercado local 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 el mismo. A pesar de que la nueva Administración, en funciones desde dic'15, ha mostrado señales de menor interferencia en el sector, 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 esperamos 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, aunque las distintas resoluciones ministeriales tendientes a incrementar el precio del gas en boca de pozo, sumado a la suba escalonada que experimentó el precio de los combustibles a lo largo del año, contribuyen a mitigar este efecto.

FIX estima que en el mediano plazo la convergencia entre los precios locales e internacionales del crudo 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 de la fase deprimida del ciclo que atraviesa el sector globalmente, que ha evidenciado una leve recuperación a partir del segundo trimestre del 2016.



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).

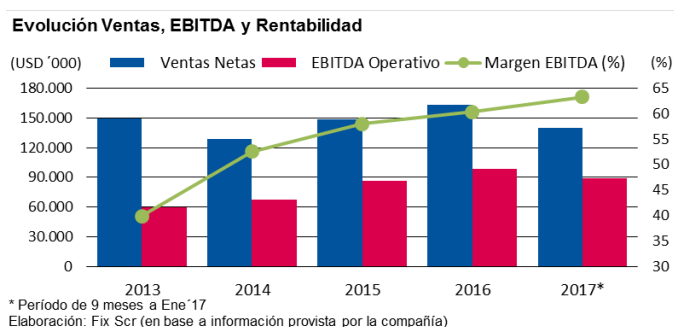
Perfil Financiero

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 63% en los 9 meses a enero de 2017. 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 período de 9 meses a enero 2017, se registraron ingresos por USD 140,1 millones y un EBITDA cercano a USD 89 millones (+17% y +27% respectivamente, en comparación con los 9 meses a ene'16). El incremento registrado obedece principalmente a mayores volúmenes de venta de energía eléctrica y de hidrocarburos, y a precios promedio de venta más elevados que en el ejercicio anterior, tanto en energía eléctrica como en gas, que más que compensaron la disminución en el precio local del petróleo.

Para los próximos años esperamos que la generación de EBITDA se mantenga estable en el rango de USD 115-120 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 2016. 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.



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 9 meses a enero de 2017, y tras recibir un nuevo aumento tarifario para su negocio de venta de electricidad, CAPEX generó un flujo de caja operativo de USD 93,3 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 41 millones durante el mismo período). En consecuencia, el flujo de fondos libre resultó positivo en USD 52 millones.

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

En los 9 meses a enero 2017 CAPEX presenta una moderada estructura de capital, con un apalancamiento medido en dólares de 1,9x EBITDA. FIX considera que la empresa debe mantener un nivel de endeudamiento acotado a fin de mitigar su exposición al riesgo regulatorio. Prevemos que CAPEX mantenga en los próximos años un endeudamiento, incluyendo obligaciones contraídas con CAMMESA, inferior a USD 350 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 (ene'17), la compañía exhibía una sólida posición de liquidez al contar con tenencias líquidas equivalentes a 9,7x sus obligaciones financieras corrientes y a un 40% de su deuda financiera total.

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.

Por otra parte, la compañía prevé una nueva emisión de ONs, que son objeto de calificación, cuyos fondos serían utilizados, entre otras cosas, para cancelar anticipadamente la ON que vence en marzo de 2018, y el remanente de la emisión para financiar nuevos proyectos de inversión y capital de trabajo. Se estima que el nivel de apalancamiento neto se mantendrá por debajo de 2,5x EBITDA. La emisión tendrá un impacto positivo sobre el perfil de deuda –al estirar el plazo de la misma- y en el costo de financiamiento.

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).

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)	16,21	14,54	8,92	8,01	5,19	4,43
Tipo de Cambio ARS/USD (Promedio)	15,31	11,28	8,47	6,34	4,79	4,26
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Periodo	ene-17	2016	2015	2014	2013	2012
	9 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.358.028	1.112.884	731.125	428.760	285.489	297.456
Margen de EBITDA	63,3	60,3	58,0	52,5	39,9	40,1
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	30,7	25,4	26,1	21,1	16,8	18,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	37,4	(7,3)	7,1	1,7	(6,9)	(3,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	17,4	(18,5)	0,1	(60,1)	(15,6)	(2,7)
Coberturas						
FGO/Intereses Financieros Brutos	4,9	3,3	3,0	2,1	2,0	2,5
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	4,1	2,8	2,6	1,9	1,9	2,4
EBITDA/Servicio de Deuda	3,1	1,7	1,4	1,0	0,8	1,2
FGO/Cargos Fijos	4,9	3,3	3,0	2,1	2,0	2,5
FFL/Servicio de Deuda	2,6	0,4	0,7	0,5	0,3	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	5,0	1,7	1,5	0,7	0,4	0,5
FCO/Inversiones de Capital	2,3	0,8	1,3	1,0	0,7	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada/FGO	1,7	2,6	2,6	4,2	4,3	3,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	2,0	3,0	3,0	4,4	4,5	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	1,2	2,3	2,5	4,3	4,4	3,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,6	14,4	13,6	13,9	12,6	12,0
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Balance						
Total Activos	9.119.569	6.594.433	4.017.443	2.455.907	2.120.340	2.010.017
Caja e Inversiones Corrientes	1.444.921	813.226	392.704	51.783	33.813	20.621
Deuda Corto Plazo	148.409	238.186	230.389	209.629	191.087	121.185
Deuda Largo Plazo	3.425.262	3.152.593	1.988.233	1.675.878	1.101.956	938.130
Deuda Total	3.573.672	3.390.779	2.218.622	1.885.507	1.293.043	1.059.315
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.573.672	3.390.779	2.218.622	1.885.507	1.293.043	1.059.315
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	2.730	3.244	2.367	1.810	3.733	4.279
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.576.402	3.394.023	2.220.990	1.887.317	1.296.776	1.063.595
Total Patrimonio	3.399.052	1.797.299	1.007.229	263.323	487.340	569.831
Total Capital Ajustado	6.975.455	5.191.322	3.228.218	2.150.640	1.784.116	1.633.425
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.278.986	916.713	562.111	232.855	151.839	179.032
Variación del Capital de Trabajo	150.008	(418.313)	(123.463)	(40.332)	(6.030)	(8.374)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.428.995	498.400	438.648	192.523	145.809	170.659
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	299	526	1.468	12.996	0	0
Inversiones de Capital	(626.903)	(633.363)	(349.999)	(191.429)	(194.922)	(193.218)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	802.391	(134.437)	90.117	14.090	(49.113)	(22.559)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	141.000	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	449.093	(3.680)	1.309	8.518	(1.461)	(181.844)
Variación Neta de Deuda	(247.912)	140.500	51.940	(28.347)	56.400	702
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	1.015.072	2.383	284.366	(5.739)	5.826	(203.702)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.145.152	1.844.804	1.260.912	816.212	715.340	741.726
Variación de Ventas (%)	55,0	46,3	54,5	14,1	(3,6)	5,8
EBIT Operativo	999.178	839.682	525.144	291.168	132.010	144.311
Intereses Financieros Brutos	329.587	403.188	279.723	220.667	147.662	121.544
Resultado Neto	338.242	(259.926)	388	(225.418)	(82.490)	(15.605)

Anexo II. Glosario

- CAMMESA (*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.
- 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*. 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 por semestre vencido desde el 10 de septiembre de 2011).
- 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 indicador de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,5x y el indicador 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 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.

El 18 de abril de 2017, el *Directorio* de CAPEX aprobó la emisión de la segunda clase de obligaciones negociables (las *Obligaciones Negociables Clase 2*), simples, no convertibles en acciones, por un monto de hasta USD 250 millones (ampliable hasta USD 300 millones), a ser emitidas bajo el *Programa Global de Obligaciones Negociables por hasta USD 600 millones* aprobado por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el día 15 de marzo de 2017.

Características del instrumento:

- Monto a emitir: Valor Nominal por hasta USD 250 millones, ampliable hasta USD 300 millones.
- Vencimiento: a los 5 años o a los 7 años a contar desde la Fecha de Emisión.
- Amortización de capital: El 100% del capital se cancelará en una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
- Tasa de interés: Tasa fija (pagadera semestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión).

Limitaciones del instrumento a emitir:

- 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 indicador de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,0x y el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado no fuera superior a 3,5x. Alcanzados el valor mínimo y el máximo para el caso del ratio de cobertura y de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado respectivamente, CAPEX y sus subsidiarias restringidas, tomadas en conjunto, podrán incurrir en deuda financiera adicional por un monto que sea el mayor entre USD 60 millones y el 10% 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 al 101% del principal más los intereses devengados y no pagados.
- 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 2,0x y el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado 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 (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **3 de mayo de 2017**, confirmó (*) en **Categoría A(arg)** la calificación de Emisor de Capex S.A. y de las ON Clase 1 emitidas por la empresa. A su vez asignó en **Categoría A(arg)** a las siguientes ON a ser emitidas por la empresa.

- *Obligaciones Negociables Clase 2* por hasta USD 250 millones, ampliable hasta USD 300 millones

Las calificaciones cuentan con perspectiva **Estable**.

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 Factores Cuantitativos y 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):

- Estados financieros consolidados anuales hasta el 30-04-2016 y desde el 30-04-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Estados contables consolidados intermedios hasta el 31-01-2017 (auditor externo de los últimos estados contables disponibles: *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.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Clase 2* de fecha 28 de abril de 2017.

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 calificadora-, 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros 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 fáctica 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 fáctica 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, recibida del emisor, se proporciona 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 como ser riesgo de precio o de mercado, 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 representan una opinión y 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 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 cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, 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.