

Capex S.A. (CAPEX)

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|---|--------|
| Emisor | A(arg) |
| ON Clase 2 por hasta USD 250 MM (ampliable hasta USD 300 MM) | A(arg) |

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

| (\$ miles) | 30/04/18 12 Meses | 30/04/17 12 Meses |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| Total Activos | 15.146.544 | 9.230.781 |
| Deuda Total | 6.485.303 | 3.413.422 |
| Ventas Netas | 4.181.833 | 2.895.651 |
| EBITDA Operativo | 2.613.204 | 1.792.208 |
| Margen EBITDA (%) | 62,5 | 61,9 |
| Deuda Neta/EBITDA | 0,7 | 1,1 |
| Deuda Total/FGO | 2,2 | 1,7 |
| EBITDA/Intereses | 5,7 | 4,3 |
| FGO/Intereses | 6,6 | 4,7 |

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

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 3 años. Los ingresos en el segmento de energía se beneficiaron por la suba de precios establecida por la Res.19/2017, mientras que los programas de estímulo a la producción de gas no convencional a partir de 2018 le permiten mejorar la rentabilidad de dicho segmento. Esto compensa la reducción del 20% en la remuneración del gas producido por la compañía y consumido en la central térmica, que FIX estima tendría un impacto negativo en el EBITDA del orden de los USD 15 millones.

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.

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 petróleo y gas natural se incrementaron un 35% y 17% respectivamente. Estimamos que las reservas desarrolladas de gas son suficientes para abastecer las necesidades actuales de la planta de energía durante los próximos 7 años. Las adquisiciones a Chevron del 37,5% de la concesión área Loma Negra y del 18,75% del área La Yesera le agregan una mayor producción (de unos 160 m3/día de petróleo y 250.000 m3/día de gas) y de reservas (+30% en petróleo y +10% en gas).

Mayor riesgo de contraparte: Si bien la Administración ha adoptado en los últimos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), dando 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, el sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. La fuerte depreciación del tipo de cambio de los últimos meses incrementó el déficit del sector, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares. Esta situación aumenta las necesidades de subsidios gubernamentales por parte de CAMMESA para poder hacer frente a sus compromisos, lo que podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras y riesgo de demora en el cobro, aumentando el riesgo de contraparte.

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.

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 3,0x y coberturas de intereses con FGO superiores a 3,5x. 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

Al 30/04/2018, la compañía detentaba una buena liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de USD 224 millones. Tras la emisión de la ON Clase II por USD 300 millones con vencimiento en mayo 2024, la deuda de corto plazo quedó en USD 13 millones.

CAPEX presenta un apalancamiento moderado, con un ratio Deuda/EBITDA a abr'18 de 2,5x y cobertura de intereses con EBITDA de 5,7x. Se estima que el nivel de apalancamiento neto se mantendrá por debajo de 2,0x EBITDA. La emisión ha tenido un impacto positivo sobre el perfil de deuda –estirando el plazo de pago- y sobre 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 producción de hidrógeno, oxígeno y energía eólica.

Generación de Energía Eléctrica (33% de las ventas a abril de 2018)

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.

La Central Térmica se encuentra con su programa de mantenimientos mayores al día, habiendo terminado en sept/17 la etapa de recambio de todos los rotores de las turbinas. En los 12 meses a abril 2018, la producción bruta de energía térmica alcanzó los 4.326 GWh, similar a la generación de 4.344 GWh registrada a abril 2017. FIX estima que hacia adelante el nivel de despacho va a ir bajando gradualmente a medida que vaya ingresando al sistema la generación proveniente de fuentes renovables y la nueva generación térmica que se adjudicó en los años 2016 y 2017. En este sentido esperamos que el factor de carga se reduzca del 73% en 2018 al 60% en 2021.

La Resolución del Ministerio de Energía N°19/2017 fijó un aumento para los Generadores, pero además lo estableció en dólares, lo cual brinda una mayor previsibilidad de los flujos hacia adelante, permitiendo mejorar la rentabilidad de las operaciones y llevar adelante los trabajos de mantenimiento necesarios para garantizar el normal funcionamiento de las máquinas. Esto generó un aumento por encima del 60% en el EBITDA de este segmento. Por otra parte esta Resolución elimina los componentes no cash que tenían las anteriores resoluciones, es decir que se percibe el total de la remuneración.

Exploración y Producción de Hidrocarburos (61% de las ventas)

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 la provincia para extender el periodo de concesión del área hasta enero de 2026. Como parte del acuerdo, entre otros compromisos asumidos la empresa deberá ejecutar un plan de inversiones por un monto total estimado de USD 144 millones hasta el final de la extensión de la concesión. Adicionalmente, mediante el Decreto de la provincia de Neuquén n° 556/17, 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, lo que le permite explotar convencionalmente el área hasta el fin de la concesión no convencional.

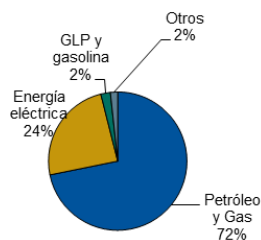
A través de su participación en el negocio de hidrocarburos, en años recientes la empresa adhirió a distintos programas de estímulo lanzados por el Gobierno para incentivar el desarrollo del sector. Estos programas le confieren el derecho a recibir una compensación monetaria toda vez que la producción supere determinados niveles mínimos acordados.

Desde julio/18, hubo una reducción del 20% en la remuneración del gas producido por la compañía y consumido en la central térmica (de 5,53 USD/MMBTU a 4,42 USD/MMBTU). FIX estima que esta medida tiene un impacto negativo en el EBITDA del orden de USD 15 millones.

Esto se ve más que compensado hacia adelante, tras las adquisiciones de parte de las áreas de Loma Negra, La Yesera y Pampa del Castillo, que en conjunto podrían incrementar el EBITDA en unos USD 30 millones. El plan de inversiones de los próximos dos años (que incluyen la adquisición de Pampa del Castillo), es del orden de los USD 240 millones y tiene un fuerte foco en el desarrollo y explotación de los recursos hidrocarbúricos, lo que permitiría aumentar los niveles de producción y de reservas.

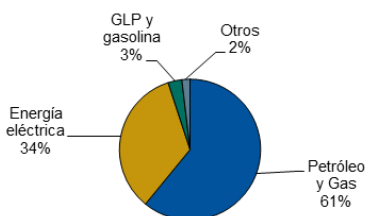
La producción de petróleo aumentó un 29,3% entre abril'17 y abril'18, y en el caso del gas fue similar al año anterior. A partir del próximo año esperamos un incremento de la producción, tanto en gas como en petróleo, debido fundamentalmente a las adquisiciones de Loma Negra, La Yesera y Pampa del Castillo, y a las inversiones a realizar en los próximos dos años, incluidas las de Agua del Cajón dentro del plan estímulo para gas no convencional que rige desde 2018. También hubo un incremento en las reservas comprobadas de petróleo del 35% y en las de gas del 17%. Esto implica

EBITDA por Segmento 2017



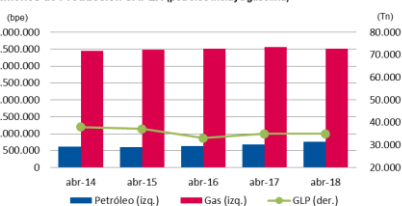
Fuente: Información de la empresa

EBITDA por Segmento 2018



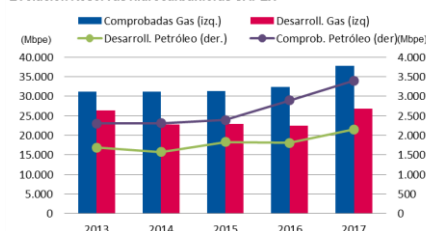
Fuente: Información de la empresa

Volúmenes de Producción CAPEX (petróleo incluye gasolina)



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

Evolución Reservas Hidrocarbúricas CAPEX



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

11 años de reservas al nivel de producción actual, cuando hasta el año anterior era de 9 años. Las reservas desarrolladas representan un 70% del total de reservas comprobadas.

Producción y Venta de Líquidos Derivados del Gas (4% de las ventas)

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)

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. 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 por 15 años con CAMMESA. En el último año operó con un alto nivel de eficiencia (factor de carga del 57%). A través de E G WIND, la compañía resultó adjudicada en un nuevo proyecto eólico (Diadema II), de 27 MW, con un PPA con CAMMESA a 20 años y un precio inicial de USD/MWh 40,27. La inversión total es por USD 38 millones.

Riesgo del Sector

Electricidad

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada.

Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos dos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), reflejando una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica, aún prevalece su dependencia de subsidios públicos. La política energética viene dando 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, con una menor propensión a la intervención. Sin embargo la fuerte depreciación del tipo de cambio de los últimos meses incrementó el déficit del sector eléctrico, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares.

Por ende, lo que CAMMESA cobra de parte de los Distribuidores no alcanza para cubrir el incremento en el costo de generación. Esta situación aumenta las necesidades de subsidios gubernamentales por parte de CAMMESA para poder hacer frente a sus compromisos, lo que podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras y riesgo de demora en el cobro, aumentando el riesgo de contraparte. Para evitar esta concentración queda aún pendiente volver a desarrollar libremente el mercado eléctrico de contratos con grandes usuarios y resolver el tema del aprovisionamiento de combustible.

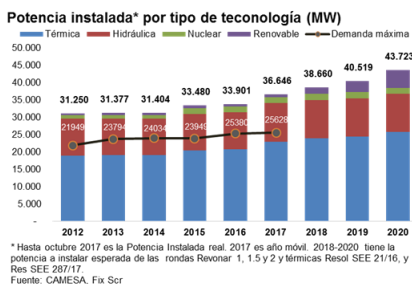
CAMMESA ha regularizado los pagos a todos los generadores desde septiembre de 2016, llevando los días de pago a 42 días, cuando antes el plazo habitual de pago estaba cerca de los 100 días. Esto ha sido así incluso en los dos primeros meses post devaluación.

El sector eléctrico ha llegado a operar cerca del límite de la capacidad desde el año 2007, y la nueva oferta de generación apenas fue acompañando la demanda. Ante este panorama la nueva Administración decretó en diciembre de 2015 el estado de emergencia del sector eléctrico hasta el 31 de diciembre de 2017. Se le encomendó al Ministerio de Energía la instrumentación de un plan para desarrollar los segmentos de generación, transporte y distribución, mejorar la calidad y garantizar la prestación del servicio en condiciones técnicas y económicas adecuadas. Con las nuevas licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables, se espera un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2019. Esto traerá aparejado un incremento en los compromisos de pago de CAMMESA, los que deberán ser compensados por la suba acorde de tarifas y de los costos cobrados a los Grandes Usuarios para mantener equilibrado el sistema.

Otro riesgo es que el aumento necesario de la capacidad de transporte vaya a un ritmo más lento que el necesario para acompañar el crecimiento previsto en la generación.

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. 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, y un sendero de precios fijado por el Gobierno hasta 2021, sumado a los planes estímulo para la explotación de gas no convencional, con precios de 7,5



USD/MM BTU en 2018, 7,0 USD/MM BTU en 2019, 6,5 USD/MM BTU en 2020 y 6,0 USD/MM BTU en 2021, han comenzado a revertir la tendencia decreciente que se observaba en la producción de gas hasta 2014.

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 dicho mercado. Si bien la nueva Administración 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 transición hacia un mercado menos regulado, sumadas a las distintas resoluciones ministeriales tendientes a incrementar el precio del gas en boca de pozo, podrían alentar el flujo de capitales y resultar en una creciente inversión en el sector.

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 75,2% 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 (fuertes inversiones para mantener el nivel de reservas).

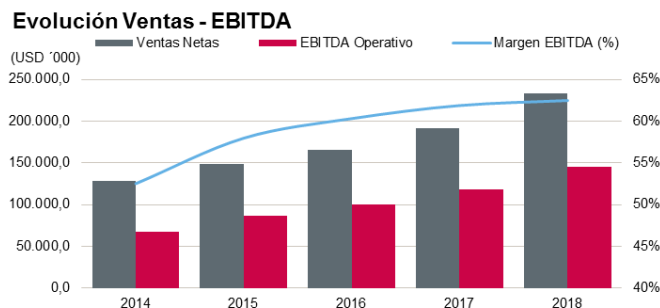
Perfil Financiero

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 62% a abril de 2018. 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 a abril 2018, se registraron ingresos por USD 233 millones y un EBITDA cercano a USD 146 millones (+22% y +23% respectivamente, en comparación a abr'17). El incremento registrado obedece principalmente a mayores volúmenes de venta de petróleo, y a precios promedio de venta más elevados que en el ejercicio anterior, tanto en energía eléctrica (*Res 19/2017*), como en gas y petróleo.

Para los próximos años esperamos que la generación de EBITDA se incremente hasta valores cercanos a los USD 160/165 millones. El margen de EBITDA se estabilizaría alrededor de 62%.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En el año a abril de 2018, y tras recibir el aumento de la Res.19/2017 para su negocio de venta de electricidad, CAPEX generó un flujo de caja operativo de USD 139 millones que aplicó en parte a la financiación de un demandante plan de inversiones orientado a incrementar los niveles de producción de petróleo y gas (alrededor de USD 62 millones). En consecuencia, el flujo de fondos libre resultó positivo en USD 77 millones.

Durante los próximos años y dada la necesidad de añadir y desarrollar reservas para compensar el declino natural de sus yacimientos productivos, esperamos que las inversiones de capital junto a las adquisiciones como Pampa del Castillo, presionen el flujo de fondos de la compañía. A pesar de una fuerte generación de fondos operativos, FIX estima que el flujo de fondos libre será negativo en los próximos dos años, para volver a ser positivo desde el 2021.

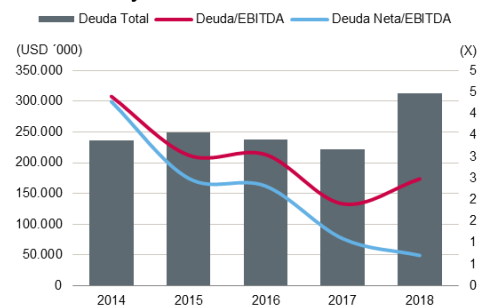
| Flujo de Fondos USD '000 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Ventas | 128.821 | 149.097 | 165.441 | 191.083 | 233.295 |
| Flujo Generado por las Operaciones | 36.751 | 66.467 | 82.211 | 101.631 | 142.654 |
| Variación del Capital de Trabajo | (6.365) | (14.599) | (37.514) | 14.953 | (3.468) |
| Flujo de Caja Operativo | 30.386 | 51.868 | 44.696 | 116.584 | 139.186 |
| Inversiones de Capital | (30.213) | (41.386) | (56.800) | (64.468) | (61.595) |
| Dividendos | - | - | - | - | - |
| Flujo de Fondos Libre | 173 | 10.482 | (12.103) | 52.116 | 77.592 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

En el año a abril 2018 CAPEX presenta una moderada estructura de capital, con un apalancamiento medido en dólares de 2,1x EBITDA, y un apalancamiento neto de 0,6x 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 3,5x.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

| USD '000 | | |
|------------------------|---------|------|
| Deuda de Corto Plazo | 12.556 | 2% |
| Deuda de Largo Plazo | 300.869 | 51% |
| Otros | 0 | 0% |
| Deuda Total Ajustada | 313.425 | 53% |
| Total Patrimonio | 281.027 | 47% |
| Total Capital Ajustado | 594.452 | 100% |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Al 30/04/2018, la compañía detentaba una buena liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de USD 224 millones. Tras la emisión de la ON Clase II por USD 300 millones con vencimiento en mayo 2024, la deuda de corto plazo quedó en USD 13 millones.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

En nuestra opinión, la flexibilidad financiera de CAPEX es adecuada. La compañía ha emitido deuda en los mercados internacionales de crédito y opera con diversos bancos del ámbito local, con los que tiene líneas de crédito aprobadas por USD 70 millones. La emisión de ON del año pasado tiene un impacto positivo sobre el perfil de deuda –estirando el plazo de pago- y el costo de financiamiento, al tener el nuevo bono una tasa de 6,875% anual respecto al 10% de la ON Clase 1.

Anexo I. Resumen Financiero

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

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

| | NIF | NIF | NIF | NIF | NIF | NCP |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
| | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
| | 20,69 | 15,43 | 14,26 | 8,90 | 8,00 | 5,18 |
| | 17,93 | 15,15 | 11,15 | 8,46 | 6,34 | 4,77 |

Rentabilidad

| | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| EBITDA Operativo | 2.613.204 | 1.792.208 | 1.112.884 | 731.125 | 428.760 | 285.489 |
| EBITDAR Operativo | 2.613.204 | 1.792.208 | 1.112.884 | 731.125 | 428.760 | 285.489 |
| Margen de EBITDA | 62,5 | 61,9 | 60,3 | 58,0 | 52,5 | 39,9 |
| Margen de EBITDAR | 62,5 | 61,9 | 60,3 | 58,0 | 52,5 | 39,9 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 24,5 | 28,2 | 25,4 | 26,1 | 21,1 | 16,8 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 33,3 | 27,3 | (7,3) | 7,0 | 0,1 | (6,9) |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 14,9 | 21,2 | (18,5) | 0,1 | (60,1) | (16,7) |

Coberturas

| | | | | | | |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 6,6 | 4,7 | 3,3 | 3,0 | 2,1 | 2,0 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 5,7 | 4,3 | 2,8 | 2,6 | 1,9 | 1,9 |
| EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres) | 5,7 | 4,3 | 2,8 | 2,6 | 1,9 | 1,9 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 3,7 | 0,5 | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 0,8 |
| EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda | 3,7 | 0,5 | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 0,8 |
| FGO / Cargos Fijos | 6,6 | 4,7 | 3,3 | 3,0 | 2,1 | 2,0 |
| FFL / Servicio de Deuda | 2,6 | 0,3 | 0,4 | 0,7 | 0,5 | 0,3 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 9,1 | 0,7 | 1,7 | 1,5 | 0,6 | 0,4 |
| FCO / Inversiones de Capital | 2,3 | 1,8 | 0,8 | 1,3 | 1,0 | 0,7 |

Estructura de Capital y Endeudamiento

| | | | | | | |
|--|-----|------|------|------|------|------|
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,2 | 1,7 | 2,6 | 2,6 | 4,2 | 4,3 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,5 | 1,9 | 3,0 | 3,0 | 4,4 | 4,5 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 0,7 | 1,1 | 2,3 | 2,5 | 4,3 | 4,4 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 2,5 | 1,9 | 3,0 | 3,0 | 4,4 | 4,5 |
| Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo | 0,7 | 1,1 | 2,3 | 2,5 | 4,3 | 4,4 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 9,2 | 12,4 | 14,4 | 13,6 | 13,9 | 11,6 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 4,0 | 97,5 | 7,0 | 10,4 | 11,1 | 14,8 |

Balance

| | | | | | | |
|---|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total Activos | 15.146.544 | 9.230.781 | 6.594.433 | 4.017.443 | 2.455.907 | 2.120.340 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 4.642.339 | 1.450.437 | 813.226 | 392.704 | 51.783 | 33.813 |
| Deuda Corto Plazo | 259.804 | 3.327.697 | 238.186 | 230.389 | 209.629 | 191.087 |
| Deuda Largo Plazo | 6.225.499 | 85.725 | 3.152.593 | 1.988.233 | 1.675.878 | 1.101.956 |
| Deuda Total | 6.485.303 | 3.413.422 | 3.390.779 | 2.218.622 | 1.885.507 | 1.293.043 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 6.485.303 | 3.413.422 | 3.390.779 | 2.218.622 | 1.885.507 | 1.293.043 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 6.485.303 | 3.413.422 | 3.390.779 | 2.218.622 | 1.885.507 | 1.293.043 |
| Total Patrimonio | 5.814.929 | 3.541.442 | 1.797.299 | 1.007.229 | 263.323 | 487.340 |
| Total Capital Ajustado | 12.300.233 | 6.954.865 | 5.188.078 | 3.225.851 | 2.148.830 | 1.780.383 |

Flujo de Caja

| | | | | | | |
|--|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 2.557.093 | 1.540.101 | 916.713 | 562.111 | 232.855 | 151.839 |
| Variación del Capital de Trabajo | (62.162) | 226.600 | (418.313) | (123.463) | (40.332) | (6.030) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 2.494.931 | 1.766.700 | 498.400 | 438.648 | 192.523 | 145.809 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (1.104.088) | (976.942) | (633.363) | (349.999) | (191.429) | (194.922) |
| Dividendos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 1.390.843 | 789.759 | (134.963) | 88.649 | 1.094 | (49.113) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | (406.369) | 0 | 0 | 141.000 | 0 | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | 59.201 | 85.883 | (3.680) | 1.309 | 8.518 | (1.461) |
| Variación Neta de Deuda | 1.402.798 | (203.074) | 140.500 | 51.940 | (28.347) | 56.400 |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 1.070 | 11.500 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Variación de Caja | 2.447.543 | 684.068 | 1.858 | 282.899 | (18.735) | 5.826 |

Estado de Resultados

| | | | | | | |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| Ventas Netas | 4.181.833 | 2.895.651 | 1.844.804 | 1.260.912 | 816.212 | 715.340 |
| Variación de Ventas (%) | 44,4 | 57,0 | 46,3 | 54,5 | 14,1 | |
| EBIT Operativo | 1.919.964 | 1.309.340 | 763.497 | 351.751 | 304.164 | 132.010 |
| Intereses Financieros Brutos | 455.750 | 421.433 | 403.188 | 279.723 | 220.667 | 147.662 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 697.336 | 566.801 | (259.926) | 388 | (225.418) | (82.490) |

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.
- *Non cash*: Parte de la Remuneración que recibían los generadores era sólo económica, sin flujo asociado, como los Mantenimientos Mayores y el Adicional Fideicomiso.
- *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 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), 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 y autorizado por la CNV mediante Resolución N° 18.632 de fecha 27 de abril de 2017.

Obligaciones Negociables Clase 2 por hasta USD 250 millones (ampliable hasta USD 300 millones)

- Monto emitido: USD 300 millones.
- Fecha de Vencimiento: 15 de mayo de 2024 (a los 7 años de 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: 6,875% nominal anual (pagadera semestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión).

Limitaciones del instrumento emitido:

- 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 septiembre de 2018**, confirmó (*) en **Categoría A(arg)** la calificación de Emisor de Capex S.A. y de las ON Clase 2 emitidas por la empresa.

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.

() 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 30-04-2018 y desde el 30-04-2013 (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 600 millones* de fecha 28 de abril de 2017.
- 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 LÍDER 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.