

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

(\$ millones)	30/04/19* 12 Meses	30/04/18* 12 Meses
Total Activos	35.795	27.107
Deuda Total	13.751	10.082
Ventas Netas	13.712	7.292
EBITDA Operativo	7.316	4.559
Margen EBITDA (%)	53,4	62,5
Deuda Neta/EBITDA	0,7	0,6
Deuda Total/FGO	2,7	2,9
EBITDA/Intereses	6,2	5,6
FGO/Intereses	4,4	4,2

(*) Ajustado por inflación

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

Sólida generación de flujo de caja operativo: En el año a abr'19 CAPEX ha generado Flujo de Caja Operativo por \$ 4.711 MM, 60% del mismo en el segmento de petróleo y gas y el otro 40% en generación de energía eléctrica (térmica y eólica). A pesar de la reducción desde ago'18 de casi el 40% en la remuneración del gas producido por la compañía y consumido en la central térmica, que FIX estima tuvo un impacto negativo en el EBITDA del orden de los USD 15 millones en el año fiscal a abr'19, la compañía compensó esta merma con los ingresos del Programa de estímulo a la producción de gas no convencional desde 2018. Los ingresos en el segmento de energía se beneficiaron por la suba de precios establecida por la Res.19/2017 y por un nivel de despacho del 81%, por encima del promedio histórico del 73%.

Riesgo regulatorio en alza: El sector eléctrico dependía a jun'19 en un 20% de subsidios públicos. La fuerte depreciación del peso aumenta el costo del sistema, que está dolarizado. Dada la débil coyuntura económica, el aumento de tarifas necesario para financiar los mayores costos del sistema está suspendido; esto aumenta la dependencia del sector público para el pago de los compromisos de CAMMESA, que es la principal contraparte de la compañía. El mayor déficit incrementa las probabilidades de cambios regulatorios en el sector, fundamentalmente en lo que respecta a la remuneración de la Energía sin contrato (mercado spot). La Res. 1/19 que rige desde mar/19 ya redujo la remuneración en el mercado spot, que en opinión de FIX tendría un impacto negativo en el EBITDA de CAPEX por unos USD 14 MM en el año fiscal a abril 2020, lo que representa cerca del 8% del flujo generado por la compañía. FIX considera que este impacto es neutral desde el punto de vista de la calificación, como consecuencia del aumento esperado en la generación de fondos del segmento de petróleo y gas (tras las adquisiciones) y del parque eólico Diadema a inaugurarse en los próximos meses, que prácticamente compensan dicha caída.

Integración vertical y eficiencia operativa: CAPEX es un productor integrado de energía eléctrica que posee una planta de ciclo combinado con 672 MW de capacidad nominal total de generación. La empresa 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 la compañía. En el último año las reservas desarrolladas de petróleo se incrementaron un 263%, fundamentalmente por la adquisición del 95% de la concesión de Pampa del Castillo en agosto 2018, por un total de USD 39,3 millones, con un nivel de producción aproximado de 650 m3/día de petróleo, que se exporta casi en su totalidad. Las reservas desarrolladas de gas natural se incrementaron un 2% respecto al año anterior, aunque aumentaron un 27% respecto a dos años atrás, tras las adquisiciones del 37,5% de la concesión área Loma Negra y del 18,75% del área La Yesera, que le agregan una mayor producción (de unos 200 m3/día de petróleo y 250.000 m3/día de gas). Estimamos que las reservas desarrolladas de gas son suficientes para abastecer las necesidades actuales de la planta de energía durante los próximos 8 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 3,0x y coberturas de intereses con FGO superiores a 3,5x. Cambios en el entorno regulatorio que afecten la generación de fondos de la empresa, podrían llevarnos a bajar las calificaciones. Asimismo, un significativo incremento del endeudamiento que resulte en un deterioro de las métricas crediticias, o una caída sostenida del nivel de reservas de gas que dificulte el abastecimiento eficiente de la central podría derivar en una acción de calificación negativa.

Liquidez y Estructura de Capital

A abril 2019 la compañía detentaba una buena liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de USD 198,5 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 11,5 millones. CAPEX presenta un apalancamiento moderado, con un ratio Deuda/EBITDA a abr'19 de 1,9x y cobertura de intereses con EBITDA de 6,2x. 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 vencimiento de deuda y sobre el costo de financiamiento.

Perfil del Negocio

CAPEX opera en el sector energético argentino desde su constitución en 1988. Inicialmente dedicada a la exploración y explotación de hidrocarburos, ante la desregulación del mercado eléctrico local, la compañía decidió incursionar en el negocio de generación de energía eléctrica y construyó 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 producción de hidrógeno, oxígeno y energía eólica.

Generación de Energía Eléctrica (26% de las ventas a abril de 2019)

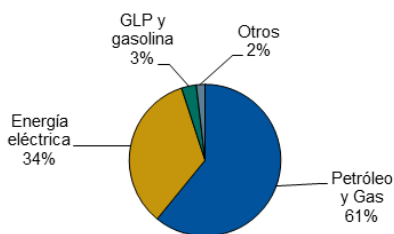
La planta generadora se encuentra ubicada en el área *Agua del Cajón*, en la *Provincia del Neuquén*, sobre los yacimientos *Agua del Cajón* y *El Salitral* que proveen el gas natural para su uso como combustible en la generación de energía eléctrica. La central tiene una capacidad nominal total de generación 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.

Habiendo terminado en sept/17 la etapa de recambio de todos los rotores de las turbinas de gas, en los 12 meses a abril 2019, la central tuvo un nivel de despacho record, del 81%, con una producción bruta de energía térmica de 4.784 GWh, un 11% por encima de los 4.326 GWh registrados a abril 2018, cuando el nivel de despacho fue del 73%. La Central Térmica tendrá otra parada por mantenimiento mayor en el próximo trimestre (con una inversión de unos USD 8 millones), por lo cual FIX estima que el nivel de despacho del año fiscal 2020 será del orden del 65%. Hacia adelante no prevemos que el nivel de despacho retorne a los niveles históricos del 73%, al ir 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 mantenga cercano al 65% desde 2021.

La Resolución de la Secretaría de Energía N°1/2019, que rige desde marzo 2019, fijó una reducción de la remuneración a los Generadores en el mercado spot, reduciendo un 23% los cargos de energía y un 11% los de potencia. Esta última reducción podría ser más amplia para los generadores con despacho inferior al 70% en el último año, pudiendo llegar a ser del 37,5% para un despacho inferior al 30%. Esto casi no tuvo impacto en el EBITDA del ejercicio fiscal a abril 2019, pero tendrá un impacto de unos USD 14 millones en el EBITDA a abril 2020 (cerca de un 8% de la generación de fondos de 2019). Una potencial reducción adicional de un 20% en la remuneración spot (energía base), producto de la fuerte devaluación post PASO y de la delicada situación fiscal, tendría un impacto negativo para Capex de otros USD 10 millones.

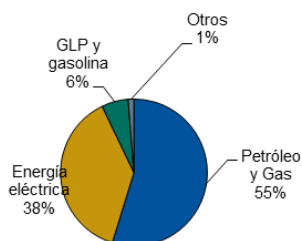
Exploración y Producción de Hidrocarburos (68% de las ventas)

EBITDA por Segmento 2018



Fuente: Información de la empresa

EBITDA por Segmento 2019



Fuente: Información de la empresa

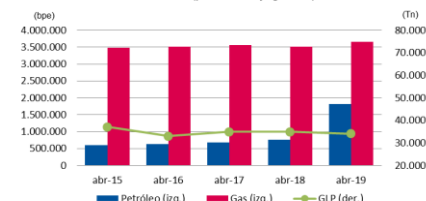
Concesiones	Participación	Operador	Plazo concesión	Reservas P1 (MMBoe)	Producción (boed)	% prod. Petróleo	Compromisos de inversiones
Agua del Cajón	100%	Capex	2052	36,4	9875	8%	Ya cumplidos
Pampa del Castillo	95%	Capex	2026	14,4	4290	98%	USD 108,4 MM hasta 2021
Loma Negra	37,5%	Capex	2024	3,0	4950	23%	
La Yesera	18,75%	Capex	2027	0,6	988	59%	
Total				54,4	20103		

La producción de gas proviene principalmente del yacimiento neuquino Agua del Cajón y es utilizada en la planta de energía eléctrica. La concesión del área finalizaba en 2026, pero 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.

Desde agosto/18, comenzó una reducción en la remuneración del gas producido por la compañía y consumido en la central térmica, que actualmente es del 40% (pasó de 5,5 USD/MM BTU a 3,3 USD/MM BTU). FIX estima que esta medida tiene un impacto negativo en el EBITDA del orden de los USD 15 millones anuales. La adhesión al Programa de estímulo a la producción de gas no convencional (Res 419-E/2017) le permite a la compañía compensar parte de este impacto, llevando el precio promedio comercializado por CAPEX cerca de los 3,8 USD/MM BTU.

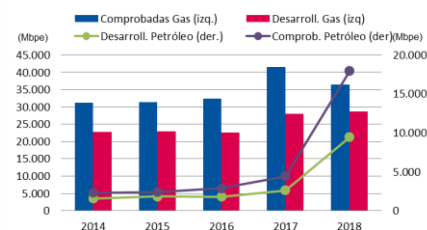
Hacia adelante, las adquisiciones de parte de las áreas de Loma Negra, La Yesera y Pampa del Castillo, podrían en conjunto incrementar el EBITDA en unos USD 30 millones.

Volúmenes de Producción CAPEX (petróleo incluye gasolina)



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

Evolución Reservas Hidrocarburíferas CAPEX



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

La producción de petróleo aumentó un 275,2% entre abril '18 y abril '19, fundamentalmente por la adquisición de Pampa del Castillo, que también permitió aumentar las reservas comprobadas de petróleo en un 307%. Toda la producción de Pampa del Castillo representó dos tercios de la producción de petróleo en el período a abril 2019, y la misma se exporta, lo cual minimiza el impacto del decreto que dictó el congelamiento de precios del petróleo por 90 días en el mercado interno. FIX estima el impacto de dicha medida en unos USD 4 millones en el EBITDA de Capex.

En el caso del gas, la producción se incrementó un 4,2% por las adquisiciones de Loma Negra y La Yesera, y por las inversiones en Agua del Cajón dentro del plan estímulo para gas no convencional que rige desde 2018.

El incremento de las reservas tras las adquisiciones implica 11 años de reservas al nivel de producción actual, cuando previamente era de 9 años. Las reservas desarrolladas representan un 70% del total de reservas comprobadas. El plan de inversiones de los próximos dos años es del orden de los USD 220 millones y tiene un fuerte foco en el desarrollo y explotación de los recursos hidrocarburíferos, lo que permitiría aumentar los niveles de producción y de reservas.

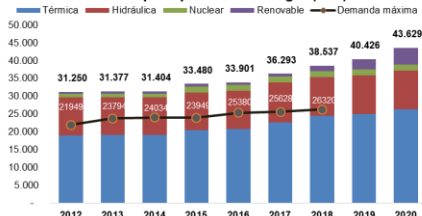
Producción y Venta de Líquidos Derivados del Gas (4% de las ventas)

CAPEX procesa el gas rico en componentes licuables en la planta de 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 51%). El 4 de junio de 2018 la subsidiaria E G WIND firmó un PPA con CAMMESA por 20 años, por la venta de energía del Parque Eólico Diadema II en Comodoro Rivadavia, de 27 MW, a un precio inicial de USD/MWh 40,27 que fue adjudicado en la ronda Renovar 2.5. La inversión total es de USD 38 millones (de los cuales falta desembolsar USD 18 millones, financiados por el proveedor). El parque entraría en operaciones durante septiembre 2019.

Potencia instalada* por tipo de tecnología (MW)



* Hasta 2018 es la Potencia Instalada real. 2019-2020 tiene la potencia a instalar esperada de las rondas Renovar 1, 1.5 y 2 y térmicas Res SEE 21/16, y Res SEE 287/17.
Fuente: CAMMESA, Fix Scr

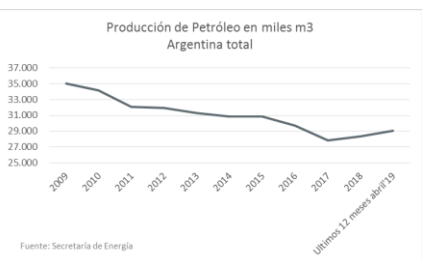
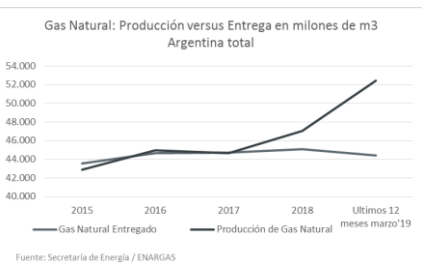
Riesgo del Sector

Electricidad

El sector eléctrico dependía a jun '19 en un 20% de subsidios públicos. La fuerte depreciación del peso aumenta el costo del sistema, que está dolarizado. Dada la débil coyuntura económica, el aumento de tarifas necesario para financiar los mayores costos del sistema está suspendido; esto aumenta la dependencia del sector público para el pago de los compromisos de CAMMESA, que es la principal contraparte de los emisores del sector. El mayor déficit fiscal que esto trae aparejado incrementa mucho las probabilidades de cambios regulatorios en el sector, fundamentalmente en lo que respecta a la remuneración de la Energía sin contrato o Energía Base (mercado spot). FIX no espera que se modifiquen los contratos de largo plazo de los proyectos recientemente adjudicados, pero sí podría haber importantes retrasos en los pagos de CAMMESA, que pueden presionar la liquidez de las compañías y generar demoras en los planes de inversión comprometidos, tanto de renovables como de cierres de ciclo o cogeneración.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan entre 45 y 50 días. La elevada liquidez de CAPEX permitiría cubrir los incrementos de capital de trabajo por extensión de plazos de cobro sin inconvenientes. Bajo la actual regulación el riesgo de descalce de moneda es bajo; las facturas son denominadas en dólares pero cobradas en pesos, estableciendo el tipo de cambio 48hs antes del pago.

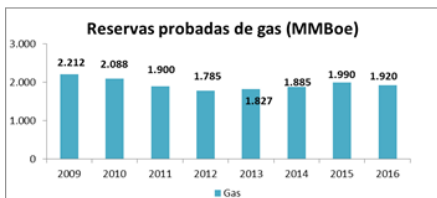
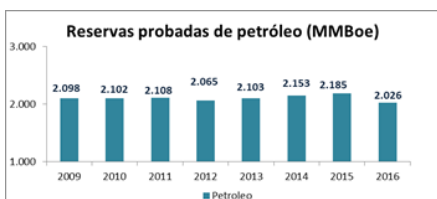
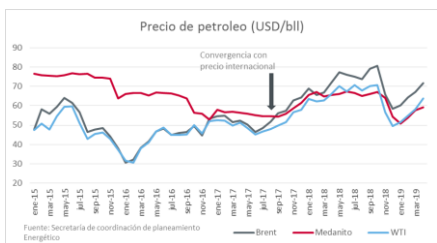
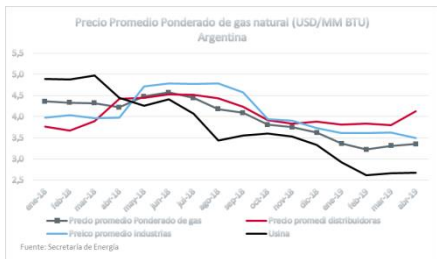
La Res. SEE N°1/19 (que rige desde marzo 2019 en reemplazo de la Res. n° 19/17) mantiene la dolarización de la remuneración a la generación base, pero reduce los precios entre un 11% y un 37% según el nivel de despacho del último año, penalizando a las máquinas más ineficientes. Esto presiona a los generadores a invertir en equipos más eficientes, para aumentar su nivel de despacho y así incrementar su flujo de caja operativo. Los precios monómicos de generación se han mantenido en un rango de 70 / 75 USD/MWh en los últimos años, y prevemos que continuará en esos valores en los próximos años, dado que el menor precio por el ingreso de generación con fuentes renovables es compensado por los elevados cargos fijos de los nuevos contratos térmicos de largo plazo, pero con un despacho esperado de energía térmica inferior al histórico (del 67% del total generado en los últimos años, a menos del 60 % a partir de 2020).



Petróleo y Gas

El sector de petróleo y gas también se encuentra expuesto a la intervención gubernamental, como lo muestra el Decreto N° 566/19 del 16 de Agosto 2019 que limita por 90 días a los valores existentes al 9 de agosto 2019 tanto de los precios del petróleo (es decir un barril Brent de USD 59 y un tipo de cambio de \$ 45,19 por dólar), como los precios de las naftas y el gasoil en surtidores. El impacto de esta medida es mayor para los productores que comercializan principalmente en el mercado local, y algo menor para aquellos con exportaciones. En el caso de Capex el impacto en el Flujo no es muy relevante, dado que dos tercios de su producción de petróleo se exporta. FIX espera una reducción en los planes de inversiones de las compañías del sector, fundamentalmente los de expansión, a fin de acomodarse a los menores flujos y las limitadas condiciones de financiamiento, lo cual retrasará un par de años la posibilidad de convertirse en exportador neto de hidrocarburos.

Habiendo incrementado la producción de gas y con motivo de la crisis macroeconómica surgida en abril'18, el gobierno congeló los planes de incentivos a la producción de gas no convencional e implementó un plan de pago en 30 cuotas intransferibles para las deudas por el Plan Gas ya vencido. En los próximos meses no se esperan nuevos incentivos a la producción de gas. El desafío de la industria es logra incrementar la producción y las reservas bajo el actual contexto de restringido acceso al financiamiento y de incertidumbre política. La mayoría de las empresas priorizaron la liquidez en detrimento de un crecimiento elevado de inversiones. Durante 2019 se espera que el marco de precios ronden los actuales niveles, USD/bbl 59 (Brent) y 3.7 USD/MMBTU en promedio para el gas, siendo suficientes para mantener adecuados ratios de rentabilidad.



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 hidrocarburiíferas en la *Provincia del Chubut*.

Factores de Riesgo

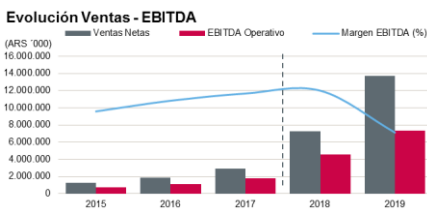
- Riesgo regulatorio, tanto en petróleo y gas como energía eléctrica.
- Riesgo de contraparte (CAMMESA).
- Negocio petrolero de capital intensivo (fuertes inversiones para mantener el nivel de reservas).
- Riesgo de precio.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En el año a abril 2019, se registraron ingresos por \$ 13.712 millones y un EBITDA cercano a \$ 7.316 millones (+88% y +60% respectivamente, en comparación a abr'18). El incremento registrado obedece principalmente a mayores volúmenes de venta de petróleo (+ 275% tras adquisición de Pampa del Castillo), mayor nivel de despacho de la central térmica (81% este año vis a vis 73% el año anterior), y a precios promedio de venta más elevados en energía eléctrica (Res 19/2017) y en petróleo. El margen EBITDA fue del 53%, por debajo del promedio de los últimos 5 años del 60%.

Sin embargo, para los próximos años esperamos una menor generación de EBITDA, hasta valores del orden de los USD 135 millones anuales. Esto se debe fundamentalmente a menores precios en todos los segmentos: en energía eléctrica por la Res. 1/19 que rige desde marzo; en gas por la reducción del 40% que aplicó CAMMESA al gas para centrales térmicas y también la baja gradual del precio estímulo, que en 2020 bajará de 7 a 6,5 USD/MMBTU; en petróleo por la baja esperada



(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

por Fitch para el precio del barril Brent, además del efecto que pueda producir el congelamiento de precios por 90 días en el mercado interno. Adicionalmente a esto habría un menor nivel de despacho en la central térmica producto del mantenimiento programado para los próximos meses. La principal fuente de crecimiento la aporta el mayor volumen esperado de producción de petróleo en Pampa del Castillo. El margen de EBITDA se estabilizaría alrededor de 45%.

Flujo de Fondos

En el año a abril de 2019, y tras recibir todos los aumentos de la Res.19/2017 para su negocio de venta de electricidad, CAPEX generó un flujo de caja operativo de \$ 4.711 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 \$ 4.207 millones). En consecuencia, el flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 504 millones.

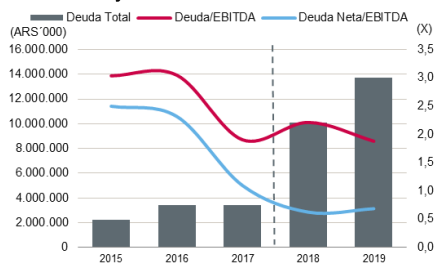
Durante los próximos dos años y dada la necesidad de añadir y desarrollar reservas para compensar el declino natural de sus yacimientos productivos, esperamos que las inversiones de capital en Agua del Cajón, Pampa del Castillo, Loma Negra y La Yesera, presionen el flujo de fondos de la compañía. A pesar de una fuerte generación de fondos operativos, FIX estima que el flujo de fondos libre será negativo en esos dos años, para volver a ser positivo desde el 2022.

Flujo de Fondos

ARS '000	2015	2016	2017	2018	2019
Ventas	1.260.912	1.844.804	2.895.651	7.292.234	13.711.817
Flujo Generado por las Operaciones	562.111	916.713	1.540.101	2.645.026	3.993.237
Variación del Capital de Trabajo	(123.463)	(418.313)	226.600	279.421	717.438
Flujo de Caja Operativo	438.648	498.400	1.766.700	2.924.447	4.710.675
Inversiones de Capital	(349.999)	(633.363)	(976.942)	(1.746.140)	(4.206.518)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	88.649	(134.963)	789.759	1.178.307	504.157

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



(*) Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
 Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

En el año a abril 2019 CAPEX presenta una moderada estructura de capital, con un apalancamiento de 1,9x EBITDA, y un apalancamiento neto de 0,7x EBITDA. La cobertura de intereses con EBITDA a la misma fecha era de 6,2x. 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. La deuda total de la compañía es de USD 312 millones, y prácticamente la totalidad de la misma está compuesta por la ON Clase II por USD 300 millones con vencimiento en mayo 2024.

Al 30/04/2019, la compañía detentaba una muy buena liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de USD 198 millones, que le permiten cubrir toda la deuda de corto plazo y un 64% de la deuda total.

Capitalización

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	504.262	2%
Deuda de Largo Plazo	13.246.576	48%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	13.750.838	50%
Total Patrimonio	13.925.254	50%
Total Capital Ajustado	27.676.092	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 la ON Clase 2 tuvo un impacto positivo sobre el perfil de deuda –estirando el plazo de pago hasta 2024- 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. Los datos a abril 2019 y abril 2018 fueron ajustados por inflación y por lo tanto no son comparables con años anteriores.

Resumen Financiero - Capex S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas	Moneda		Moneda		
	Constante(*)	Constante(*)	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	2019	2018	2017	2016	2015
Período	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre	213,05	213,05			
Coefficiente de actualización	213,05	213,05			
Ratio de ajuste	1,00	1,00			
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	7.315.626	4.559.186	1.792.208	1.112.884	731.125
EBITDAR Operativo	7.315.626	4.559.186	1.792.208	1.112.884	731.125
Margen de EBITDA	53,4	62,5	61,9	60,3	58,0
Margen de EBITDAR	53,4	62,5	61,9	60,3	58,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,7	16,2	27,3	(7,3)	7,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,4	4,2	4,7	3,3	3,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,2	5,6	4,3	2,8	2,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,2	5,6	4,3	2,8	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	4,3	3,7	0,5	1,7	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	4,3	3,7	0,5	1,7	1,4
FGO / Cargos Fijos	4,4	4,2	4,7	3,3	3,0
FFL / Servicio de Deuda	1,0	1,6	0,3	0,4	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,7	2,9	1,7	2,6	2,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	2,2	1,9	3,0	3,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	0,6	1,1	2,3	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,9	2,2	1,9	3,0	3,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,7	0,6	1,1	2,3	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,9	12,1	12,4	14,4	12,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	3,7	4,0	97,5	7,0	10,4
Balance					
Total Activos	35.794.991	27.107.041	9.230.781	6.594.433	4.017.443
Caja e Inversiones Corrientes	8.737.349	7.232.541	1.450.437	813.226	392.704
Deuda Corto Plazo	504.262	400.975	3.327.697	238.186	230.389
Deuda Largo Plazo	13.246.576	9.681.364	85.725	3.152.593	1.988.233
Deuda Total	13.750.838	10.082.339	3.413.422	3.390.779	2.218.622
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.750.838	10.082.339	3.413.422	3.390.779	2.218.622
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.750.838	10.082.339	3.413.422	3.390.779	2.218.622
Total Patrimonio	13.925.254	11.726.944	3.541.442	1.797.299	1.007.229
Total Capital Ajustado	27.676.092	21.809.283	6.954.865	5.188.078	3.225.851
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.993.237	2.645.026	1.540.101	916.713	562.111
Variación del Capital de Trabajo	717.438	279.421	226.600	(418.313)	(123.463)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.710.675	2.924.447	1.766.700	498.400	438.648
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.206.518)	(1.746.140)	(976.942)	(633.363)	(349.999)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	504.157	1.178.307	789.759	(134.963)	88.649
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.301.663)	(715.553)	0	0	141.000
Otras Inversiones, Neto	1.662.533	214.017	85.883	(3.680)	1.309
Variación Neta de Deuda	(160.124)	2.952.293	(203.074)	140.500	51.940
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	11.500	0	0
Variación de Caja	704.903	3.629.064	684.068	1.858	282.899
Estado de Resultados					
Ventas Netas	13.711.817	7.292.234	2.895.651	1.844.804	1.260.912
Variación de Ventas (%)	88,0	N/A	57,0	46,3	36,7
EBIT Operativo	5.312.304	3.092.703	1.309.340	763.497	351.751
Intereses Financieros Brutos	1.182.811	815.494	421.433	403.188	279.723
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.394.010	2.010.590	566.801	(259.926)	388

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.
- 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.
- 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 **2 de septiembre de 2019**, 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 30-04-2019 y desde el 30-04-2015 (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 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 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.