

01 de Febrero de 2019

CAPEX

Como solemos remarcar en nuestros *Resúmenes Económicos*, en Argentina contamos con varias compañías con sólidos ratios financieros cuyos bonos brindan atractivos rendimientos, muy por encima de empresas comparables a nivel regional. El grotesco riesgo país se paga caro. Nuestra decadencia macroeconómica e institucional se traduce en un alto costo del capital para las empresas. En esta oportunidad, repasamos los números de CAPEX S.A., compañía de energía de capitales locales.

CAPEX es una empresa integrada de energía cuyos principales negocios son la generación de energía eléctrica y la producción y exploración de hidrocarburos. También participa en el desarrollo de energías renovables, cuenta con una planta de hidrógeno a través de una de sus filiales, que se mezcla con gas y es utilizado como combustible en el sistema eléctrico, mientras que el oxígeno se vende en la región. Por otro lado, tiene una planta en Agua del Cajón donde obtiene propano, butano y gasolina del procesamiento del gas natural. El propano y el butano son comercializados separadamente mientras que la gasolina es mezclada y vendida junto con el petróleo. El resto del gas procesado se utiliza como combustible para la central térmica propia de la compañía.

La familia Götz es la accionista mayoritaria de CAPEX y una de las familias más ricas de Argentina. Posee una participación directa del 11.7% y un 74.8% indirectamente a través CAPSA (Compañías Asociadas Petroleras S.A.). El resto esta en manos de ANSES (10.7%) y minoristas (2.7%) vía su oferta pública.

Resultados

La empresa cierra balance en abril, con lo cual contamos con los resultados acumulados de los dos primeros trimestres (al 31 de octubre). Como la gran mayoría de las empresas, la devaluación generó una fuerte distorsión contable. Las pérdidas financieras de la empresa presentaron un salto debido a que su deuda esta nominada casi por completo en dólares. Por otro lado, los balances al primer semestre muestran un

importante salto en otros resultados integrales. Estos corresponden a las revaluaciones contables de los activos fijos. Como generadora y productora de hidrocarburos, la empresa cuenta con importantes bienes como propiedades, plantas y equipos fijos. Con lo cual, nos centraremos en las ventas, la producción, los resultados operativos y el EBITDA. Dado que sus ingresos tanto en los segmentos de generación e hidrocarburos están mayormente dolarizados, analizaremos los resultados en dicha moneda (tipo de cambio promedio del período). Por otro lado, la mayor parte de su deuda también esta emitida en dólares. Las comparaciones son siempre del último semestre contra el mismo periodo del año anterior.

Estado de Resultados (miles)	2019 (6 meses)		USD % 2019/2018	2018 (6 meses)	
	ARS	USD		ARS	USD
Ventas Netas	3.776.116,00	120.390,23	10%	1.870.209,00	109.119,73
Costo de Ventas	-900.937,00	-28.723,70	-20%	-617.661,00	-36.038,22
Resultado Bruto	2.875.179,00	91.666,53	25%	1.252.548,00	73.081,51
Gastos de exploración	-4.685,00	-149,37		-	-
Gastos de comercialización	-572.730,00	-18.259,79	13%	-275.867,00	-16.095,81
Gastos de administración	-183.832,00	-5.860,94	-26%	-136.032,00	-7.936,96
Otros egresos/ingresos	3.954,00	126,06	-598%	-434,00	-25,32
Resultado Operativo	2.117.886,00	67.522,50	38%	840.215,00	49.023,41
Ingresos financieros	2.653.543,00	84.600,33	143%	597.164,00	34.842,29
Egresos financieros	-5.448.969,00	-173.724,17	185%	-1.045.829,00	-61.020,23
Otros resultados financieros	-17.671,00	-563,39	1995%	-461,00	-26,90
Resultado antes de Impuestos	-695.211,00	-22.164,74	-197%	391.089,00	22.818,59
Impuesto a las ganancias	192.521,00	6.137,96	-176%	-138.132,00	-8.059,49
Resultado neto del ejercicio	-502.690,00	-16.026,78	-209%	252.957,00	14.759,10
otros resultados integrales	3.154.083,00	100.558,56	303%	427.774,00	24.959,02
Resultado Integral del ejercicio	2.651.393,00	84.531,78	113%	680.731,00	39.718,12
EBITDA	2.612.394,00	83.288,41	22%	1.173.469,00	68.467,54
Margen EBITDA		0,69			0,63
Margen operativo		0,56			0,45

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

Las ventas crecieron un 10% frente a una baja de costos del 20%, permitiendo un salto en los resultados brutos de U\$73 millones a U\$ 91 millones, ingresos dolarizados contra costos de ventas sólo parcialmente dolarizados. Los costos de comercialización crecieron prácticamente en línea con las ventas (dolarizados), mientras que los costos de administración cayeron un 26% en dólares producto de la devaluación. Esto permitió un importante crecimiento de los resultados operativos del 38%, superando en el semestre los U\$67 millones. El margen operativo creció en forma interanual 11 p.p., llegando al 56%. Por su parte el EBITDA en el semestre fue de U\$84 millones, un 22% por encima del año anterior. De esta manera, la empresa muestra varios años de crecimiento. Para tener una dimensión, las ventas en dólares este año mostrarán un crecimiento acumulado de casi el

50% durante los últimos 4 ejercicios. El crecimiento acumulado del EBITDA en dicho periodo rondará el 80% en dólares.

Por segmento, en este semestre las ventas de energía crecieron un 5%, las de petróleo un 20%, las de gas un 50% y las de propano y butano un 4%, siempre en moneda dura y en forma interanual. En este contexto donde el Gobierno esta negociando los subsidios a la producción de gas no convencional, vale remarcar que las ventas en el convenio plan gas rondan el 11% de las ventas totales, con lo cual los flujos futuros no se verán tan castigados por la renegociación del plan de estímulo.

Parte de este salto en las ventas y los resultados se explica por los mejores precios. En el segmento generación se vio beneficiada por el incremento del valor de la potencia remunerada según el esquema tarifario implementado por la Resolución SEN 19 E/2017 y de la cotización del dólar. En la ventas de gas, parte de la devaluación fue compensada por la disminución del valor del gas de referencia por millón de btu. Por el lado de los precios del crudo, estos mostraron un incremento del 121,9% del precio promedio en pesos, por efecto del incremento del precio del barril de referencia más la devaluación.

Más allá de los mejores precios, otra parte importante del salto en las ventas tiene que ver con los incrementos de producción. La producción de gas aumentó un 2,8 %, pasando de 275MM de m3 al 31 de octubre de 2017 a 283.MM de m3 al 31 de octubre de 2018. Teniendo en cuenta la declinación natural del yacimiento, Capex viene sosteniendo el nivel de producción de gas mediante las inversiones efectuadas, incentivadas principalmente por los programas estímulos y al desarrollo de reservas con mejor productividad. La producción de petróleo aumentó un 188,1%, de 28.840 m3 al 31 de octubre de 2017 a 83.077 m3 al 31 de octubre de 2018, debido a los resultados obtenidos en la estimulación de algunos pozos y a la incorporación de la producción de petróleo proveniente de la participación en los Consorcios con concesiones en las áreas Loma Negra y La Yesera en la Provincia de Río Negro.

Otro dato para destacar es que en agosto de 2018 se produjo la cesión a favor de la Sociedad

de la totalidad de los derechos y obligaciones que Enap Sipetrol poseía sobre la Concesión de explotación hidrocarburífera Pampa del Castillo, tomando Capex el 95% de participación, mientras que el 5% restante le pertenece a Petrominera. El área abarca una superficie de aproximadamente 121 km² y cuenta con una producción aproximada de 550 m³/día de petróleo; el plazo de vigencia de la concesión del área vence en el año 2026 con opción a extenderla por 20 años adicionales si se cumple con las inversiones adicionales. Esto le permitirá mostrar un importante incremento en la producción en el corto plazo.

Solidez financiera

La empresa cuenta con una envidiable salud financiera. En los últimos años, los incrementos en los resultados operativos le permitieron bajar drásticamente su apalancamiento. El EBITDA permite cubrir más de 8 veces los intereses de deuda. La deuda financiera neta representa menos de una vez el EBITDA. La ON emitida por U\$300 millones con vencimiento en el 2024 representa casi la totalidad de la deuda financiera. No solamente es sumamente baja en relación al flujo de caja, sino que además la empresa actualmente cuenta con liquidez por U\$165 millones. Casi la mitad de la deuda la tiene en cash y con el flujo del negocio paga 8 veces los intereses. Extremadamente tranquilo perfil de deuda y bajísima carga de intereses. Otro dato relevante es que el flujo de inversión (CAPEX) representa entre 4 y 5 veces el gasto en intereses. En estos números no estamos considerando potenciales aumentos de producción.

(millones de USD)	oct-2018	oct-2017	
EBITDA	156	137	ANUALIZADO
Intereses	21	21	ANUALIZADO
EBITDA/Intereses	8	7	
Deuda Financiera	300	320	
Caja y Equivalentes	165	148	
Deuda Financiera Neta	135	172	
Deuda Fin Neta/EBITDA	0,87	1,26	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Balances Contables

La ON tiene un cupón del 6.875% y una paridad del 87%-88%, lo que brinda una tasa de retorno del 9.6% aproximadamente con una duration cercana a 4.3, excelente relación retorno/plazo. Antes de la crisis local, el bono cotizaba

levemente por encima de la par. Como mencionamos, para los inversores mediamente optimistas que consideren que el país no vuela por el aire, estos títulos lucen más que atractivos. Claro está que el riesgo país repercute en la actividad de la empresa, fundamentalmente sus dos principales negocios, segmento generación (CAMMESA) e hidrocarburos (regulación precios boca de pozo).



Buen fin de semana,

valentina@cucchiara.sba.com.ar
juan@cucchiara.sba.com.ar