

4 de Octubre de 2024

## Capex S.A.

Fundada en 1988, Capex inició sus operaciones en el segmento de exploración y producción de hidrocarburos para luego expandirse e integrar verticalmente todas sus operaciones, por medio de la construcción de la central de energía térmica de ciclo combinado y una planta de GLP que separa los fluidos líquidos del gas seco que suministra como combustible para la Central Térmica. Luego, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, el Grupo busca insertarse fuertemente en el segmento energías renovables incluyendo la construcción de dos parques de energía eólica y producción de hidrógeno y oxígeno.

En el año 2017, la empresa inició un importante proceso de crecimiento que incluyó la expansión de su negocio de exploración y producción de hidrocarburos, mediante la compra de diferentes áreas hidrocarburíferas en las provincias de Neuquén, Chubut y Río Negro. A su vez, en 2023, comenzó a desarrollar 4SOLAR, su primer parque solar con una potencia inicial de 20 MW, ubicado en la provincia de San Luis que iniciará sus operaciones a principios de 2025. A continuación, detallamos los negocios en donde participa Capex y sus subsidiarias:

Generación Eléctrica y Procesamiento de Derivados				
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Tipo de actividad
Central Térmica Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	Generación de energía
Planta gas licuado de petróleo Agua del Cajón (GLP)	Neuquén	95%	Servicios Buproneu	Proc y sep de gases liq derivados Gas
Parque Eólico Diadema I	Chubut	85,2%	Hychico	Energía eólica
Parque Eólico Diadema II	Chubut	99,3%	EG Wind	Energía eólica
Planta de producción hidrogeno & oxígeno	Chubut	85%	Hychico	Energía renovable
Parque Solar "La Salvación"	San Luis	99%	Solar	Energía solar

Oil & Gas					
Área / Negocio	Provincia	% part.	Operador	Año de vto. concesión	Tipo de actividad
Yac. Agua del Cajón	Neuquén	100%	Capex	2052	Exploración y explotación Oil & Gas
Yac. Pampa del Castillo	Chubut	95%	Capex	2046	Exploración Oil & Gas
Yac. Loma Negra	Río Negro	37,5%	Capex	2034	Exploración Oil & Gas
Yac. La Yesera	Río Negro	37,5% (1)	Capex	2037	Exploración Oil & Gas
Yac. Bella Vista Oeste	Chubut	100%	Capex	2045	Exploración Oil & Gas
Yac. Puesto Zúñiga	Río Negro	90%	Capex	2047	Exploración Oil & Gas

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

La compañía es controlada por Compañías Asociadas Petroleras (CAPSA), sociedad que posee el 74,8% de las acciones. El accionista mayoritario de Capex es la familia Götz, quién cuenta con una gran historia en la industria petrolera local.

Área / Negocio	% part.	Año de vto. concesión	Reservas		Comprobadas	
					Total 30.04.24	Total 30.04.23
Agua del Cajón	100%	2052	Gas	MMm3 (1)	3.372	3.407
			Petróleo	Mbbl	22.842	13.995
				Mm3	3.632	2.225
Bella Vista Oeste	100%	2045	Petróleo	Mbbl	8.087	6.869
				Mm3	1.286	1.092
Loma Negra	37,5%	2034	Gas	MMm3 (1)	1.564	1.929
			Petróleo	Mbbl	3.395	3.119
				Mm3	540	496
La Yesera	37,50%	2037	Gas	MMm3 (1)	228	262
			Petróleo	Mbbl	2.389	2.359
				Mm3	380	375
Pampa del Castillo	95%	2046	Gas	MMm3 (1)	0	0
			Petróleo	Mbbl	25.716	28.939
				Mm3	4.086	4.601
Puesto Zúñiga	90%	2047	Gas	MMm3 (1)	902	1.255
			Petróleo	Mbbl	1.233	1.295
				Mm3	196	206
Total	100%	-	Gas	MMm3 (1)	6.066	6.853
			Petróleo	Mbbl	63.662	56.576
				Mm3	10.120	8.995

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.<sup>1</sup>

La compañía cierra balance en el mes de abril. En este *Resumen* estaremos analizando los últimos estados contables presentados correspondientes al primer trimestre con cierre el 31 de julio de 2024 (1Q25). Conforme a estos, Capex cuenta con reservas probadas por 10.120 mil m<sup>3</sup> de petróleo y 6.066 mil millones de m<sup>3</sup> de gas. En este sentido, los niveles de reservas de crudo se incrementaron en 13% desde el último cierre de balance en abril 2024 y 90% respecto a 2023. Por el contrario, las reservas de gas se contrajeron 11% y 7% respectivamente.

<sup>1</sup> Expresado en 9.300 Kcal por m<sup>3</sup>

Debido a que el 87% de los ingresos de la compañía son denominados en dólares, analizaremos los estados contables en esta moneda, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda. Al cierre del último balance en abril de 2024, el perfil de ingresos de la compañía se encontró distribuido en un 79% los originados por la explotación de hidrocarburos (del cual exporta dos tercios) y el restante 21% de las ventas corresponden a energía y sus derivados que se dirigen mayormente al mercado local.

### Resultados por Segmentos

**Petróleo y Gas:** la compañía produce un tipo de petróleo pesado que tiene un costo de extracción en torno a los USD 28 por barril, pero con gran penetración en el mercado internacional exportando el 65% de la producción. Los ingresos correspondientes al primer trimestre 1Q25, alcanzaron los USD 44 millones, un -30% menos en comparación interanual (i.a.) y -53% contra 1Q23.

Esta disminución corresponde íntegramente a una caída en la producción como consecuencia del temporal con nevadas de extraordinaria intensidad que obligaron a evacuar el personal afectando las operaciones de los yacimientos en Pampa del Castillo y Bella Vista Oeste. Esto impactó principalmente en los ingresos por exportaciones con una variación i.a. del -43.5%, mientras que el mercado local tuvo un impacto del -10.9%.

**Energía Térmica:** la compañía utiliza la totalidad la producción de gas para la generación de energía térmica destinada íntegramente a abastecer el mercado local. Los ingresos generados por las operaciones de la Central Térmica ADC en el 1Q25 se mantuvieron estables en los USD 30 millones.

El segmento se benefició principalmente por un mayor precio de venta y compensados por un

menor volumen. En este sentido, desde marzo 2023 la Secretaría de Energía viene otorgando en forma periódica una serie de incrementos en la remuneración por generación y por potencia. Estos ingresos en dólares representaron aproximadamente el 47,8% y el 51,6% de los ingresos por energía al 1Q25 y 1Q24 respectivamente.

Por su parte, la producción de gas de la cuenca neuquina disminuyó un 2,5%. La producción de gas proveniente del área Puesto Zuñiga compensó la disminución de la producción de las áreas ADC y Loma Negra al 31 de julio de 2024. No se registraron ventas de gas a terceros en ambos períodos. El total del gas producido en los yacimientos operados por Capex fue inyectado en la CT ADC.

**Energía Eólica:** los ingresos en el 1Q25 fueron de USD 1.5 MM un -24% frente al 1Q24. Esta disminución fue producto también por temporales que afectaron la zona del Golfo de Comodoro Rivadavia donde se encuentran los dos parques de la compañía.

**Gas Licuado de Petróleo (GLP):** los ingresos medidos en dólares acumulados fueron de USD 2,9 millones un 29% i.a. como resultado del incremento del 87% de las ventas por exportaciones de butano y del aumento del 9.3% de la cantidad del gas procesado en la planta de GLP, como consecuencia del aumento en la producción del yacimiento Agua del Cajón.

Ventas por segmento	1Q25	1Q24	Var (%)	1Q23	Var (%)
Petroleo & Gas	44	63	-30%	93	-53%
Energía Térmica	30	27	8%	27	12%
Energía Eólica	1,5	1,9	-24%	2,1	-31%
GLP	2,9	2,2	29%	2,7	5%
Hidrógeno	0,04	0,08	-56%	0,10	-62%
Oxígeno	0,02	0,04	-45%	0,04	-42%
<b>Ventas Totales</b>	<b>78</b>	<b>94</b>	<b>-17%</b>	<b>124</b>	<b>-37%</b>

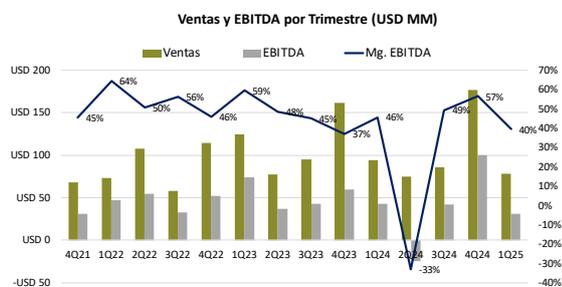
**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

## Resultados

En 2024, finalizado el primer periodo de exploración, desarrollo y producción de cuatro años y con una inversión aproximada de USD 19 millones, la compañía decidió no continuar con el segundo periodo dando por terminado el contrato en el área de Parva Negra Oeste en la provincia de Neuquén, con un impacto excepcional en la cuenta resultados por la baja de USD 51 millones. Sumado a ello, debido a las medidas implementadas por el nuevo gobierno nacional, la compañía recibió títulos públicos AE38 en compensación por la energía entregada en los periodos de diciembre y enero pasados lo cual le generó una pérdida por desvalorización de USD 7 millones.

En resumen, las ventas totales medidas en dólares para los últimos doce meses (LTM) alcanzaron los USD 362 millones, una caída del 4% i.a. Aun así, debido a lo mencionado en el párrafo anterior, el EBITDA ajustado se expande un 30% hasta los USD 142 millones (sin contemplar resultados excepcionales) y el margen sobre el nivel de ventas crece 1.037 puntos básicos hasta el 39%, en igual comparación.

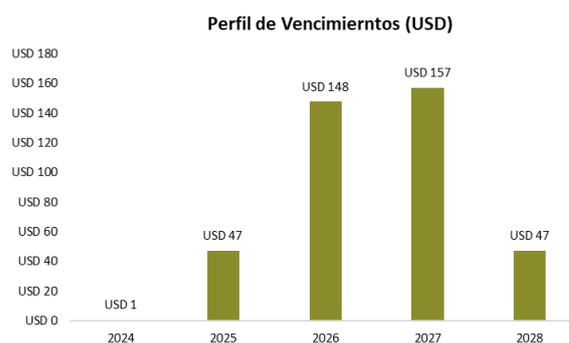
Capex SA - LTM					
USD Mill	1Q25	1Q24	Var (%)	1Q23	Var (%)
Ventas Totales	362	378	-4%	365	-1%
EBITDA Ajustado	142	109	30%	196	-27%
Rdo Neto	-28	61	-146%	68	-141%
Mg EBITDA	39%	29%	1037 pb	54%	(1431)pb



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

## Perfil de Deuda

En el último cierre presentó una deuda financiera total de USD 402 millones, un incremento del 43% interanual. Esto se debe a que la compañía emitió tres nuevos bonos en pesos ajustados por tipo de cambio (dollar linked) por un total de USD 123 millones con cupón 0% y un bono en dólares (hard dollar) por USD 47 millones con tasa del 5.95% a fin de hacer frente al residual de su obligación negociable con vencimiento en 2024 por USD 41 millones y tasa de 6.875% canjeado en 2023 y detallado en nuestro *Resumen* de abril pasado ([ver](#)). De esta forma, su deuda está compuesta en un 59% por dos obligaciones negociables (ONs) Hard Dollar y un 41% a ONs Dollar Linked.



**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance.

En cuanto a su caja, la empresa tiene un disponible entre caja y activos financieros de USD 16 millones, nominados en un 92% en pesos. Si contemplamos el aumento del nivel de inventarios hasta los USD 11 millones, su posición de liquidez se incrementa un 49%. Por lo cual, la deuda neta alcanzó los USD 375 millones, que al nivel de EBITDA actual, la compañía sube su apalancamiento neto a 2.6 veces (deuda neta/EBITDA) y la cobertura de intereses se mantiene en 7.0 veces.

Capex (USD Mill)	1Q25	1Q24	Var (%)	1Q23	Var (%)
Deuda Total	402	282	43%	242	66%
Caja y Eq.	9	13	-29%	9	4%
Inv. Financieras	7	1	965%	53	-88%
Inventarios	11	4	179%	22	-53%
Deuda Neta	375	264	42%	157	138%
EBITDA Aj. LTM	142	109	30%	215	-34%
Deuda Neta/EBITDA	2,6	2,4	0,2	0,7	1,9
Intereses Anualizado	20	21	-2%	27	-24%
EBITDA/Intereses	7,0	5,3	1,7	8,1	-6,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

## CAPEX 2028 9.25%

La mayor negociación se encuentra en su bono hard dollar con vencimiento en 2028. La emisión fue por USD 189 millones, paga un cupón de 9,25% y amortizaciones semestrales de 12,5% a partir de febrero 2025. El bono tiene legislación internacional, en la actualidad cotiza en una paridad clean cable cercana a 103.5%. Esto deja un rendimiento a vencimiento cercano al 8.15% con una duration modificada de 1.9 años.



Fuente: Bloomberg.

## Perspectivas

Desde el punto de vista financiero, la mejora en el perfil de vencimientos de su bono hard dollar y el notable aprovechamiento de las ventanas de oportunidad de acceso al mercado local para obtener financiamiento en moneda doméstica a

tasas de 0% le reduce notablemente su costo crediticio. Sumado a ello, el reacomodamiento tarifario, la dolarización de la energía base y las buenas perspectivas de sus fuertes inversiones en vaca muerta, le deberían permitir normalizar sobrellevar los desajustes productivos mencionados y el incremento del apalancamiento de los últimos trimestres.

A su vez, operativamente la empresa tiene varias cualidades que nos gustan. Destacamos su matriz de producción diversificada, la gran expansión de su nivel de reservas, el share de exportaciones y la mayor eficiencia en exploración. Desde hace muchos años la firma es una de nuestras favoritas del mercado argentino. En esta idea se posiciona nuestros fondos de renta fija en dólares.

Buen fin de semana.

Sekoia Research  
[research@sekoia.com.uy](mailto:research@sekoia.com.uy)