

Capex S.A.

Factores relevantes de la calificación

Obligaciones Negociables Clase 3 y Clase 4: FIX (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX - confirmó las calificaciones de Emisor de Largo Plazo de Capex S.A. (CAPEX) y de las Obligaciones Negociables emitidas previamente por la compañía. Adicionalmente FIX asignó en la misma categoría la calificación de las Obligaciones Negociables Clase 3 y Clase 4 a ser emitidas por la compañía por hasta USD 30 millones ampliables hasta USD 40 millones, en forma conjunta, denominadas en dólares, pagaderas en pesos, a tasa de interés fija y con fines de inversión, refinanciación de pasivos y/o financiamiento del giro comercial del negocio. La calificación refleja la continuidad de una tendencia de mejora operacional, inversiones enfocadas en el desarrollo gradual y reemplazo en yacimientos clave que han permitido mejorar la escala y la diversificación en contrapartes, moneda y mercados, incluyendo exportaciones crecientes. El perfil financiero continúa siendo conservador con un apalancamiento moderado con un ratio Deuda Neta/EBITDA en el año móvil a octubre 2022 de 1,4x y cobertura de intereses con EBITDA de 7,1x. FIX estima que el nivel de apalancamiento neto se mantendrá por debajo de 2x durante los próximos tres ejercicios.

Expansión en Oil&Gas: La mejora del perfil operacional se deriva del plan de inversiones de la compañía de los últimos años en el segmento petróleo (60% de los ingresos en el año fiscal 2022), que le permitió mantener márgenes del 53% y aumentar la producción de petróleo a 6.780 bbl/d en el ejercicio 2022 desde 3.855 bbl/d en el ejercicio 2019 (aumento del 76%), generando un saldo exportable por las inversiones en Pampa del Castillo. Adicionalmente, el incremento de las reservas totales de petróleo y gas considerando la ampliación de la concesión hasta octubre de 2046 en Pampa del Castillo y la obtención de la concesión del área Puesto Zúñiga en marzo 2022 implica 14 años de reservas al nivel de producción actual, cuando previamente era de 11 años. El perfil exportador de la compañía, impulsado por un escenario sostenible de precios en el segmento del upstream tanto locales como internacionales, le otorga cierta estabilidad a las estimaciones del flujo de caja de la compañía.

Saludable perfil financiero: Tras los ajustes tarifarios establecidos por la Res. 826/22 de hasta un 111% respecto al último ajuste otorgado por la Res. 238/22 en el segmento de Energía Eléctrica, y considerando un escenario de precios favorables en el segmento de upstream un poco inferiores al ejercicio 2022 donde se dio el pico por la guerra Rusia/Ucrania, así como inflación ascendente y estancamiento del tipo de cambio oficial, FIX estima un EBITDA proforma para abril 2023 de aproximadamente USD 180 millones, versus USD 214 millones del ejercicio a abril 2022. Además, FIX considera el adecuado nivel de endeudamiento y estructura de vencimiento en el largo plazo estimándose una refinanciación de deuda en mayo 2024 de aproximadamente USD 240 millones si la empresa continúa con su plan de inversiones de largo plazo.

Plan de inversiones enfocado en hidrocarburos: a diciembre 2021 la compañía contaba con un total de reservas probadas (P1) de 74,5 MM/boe, que equivalen a 14 años de producción, 67% más respecto a 2020, considerando la ampliación de la concesión hasta octubre de 2046 en Pampa del Castillo (petróleo exportable) y la obtención de la concesión de Área Puesto Zúñiga en marzo 2022. Para los ejercicios 2023 y 2024 FIX estima una inversión superior a los USD 200 millones, la cual será financiada mayormente con flujo generado por las operaciones. En el ejercicio finalizado en abril 2022 las exportaciones medidas en USD aumentaron un 150% respecto al mismo periodo a abril 2021 debido a la recuperación de los precios internacionales y a un aumento en el volumen del 4,5%, alcanzando los 1,6 MM/bbl (USD 170 millones). En el mercado local, las ventas en el mismo periodo medidas en USD, aumentaron un 57% debido a un aumento en los precios internos y a un aumento en el volumen del 12,5%, alcanzando casi 0,8 MM/bbl.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AA-(arg)
ON Clase 2	AA-(arg)
ON Clase 3	AA-(arg)
ON Clase 4	AA-(arg)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Capex S.A.		
\$ millones	31/10/22	30/04/22
	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	122.587	131.213
Deuda Total	42.646	41.646
Ventas Netas	54.112	57.123
EBITDA Operativo	28.952	31.107
Margen EBITDA (%)	53,5	54,5
Deuda total / EBITDA (x)	1,5	1,3
Deuda neta total / EBITDA (x)	1,4	1,0
EBITDA / Intereses (x)	7,1	8,1

Cifras expresadas en moneda constante al 31/10/22.

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, junio 2014.](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, junio 2022.](#)

Analistas

Analista Principal y Responsable del Sector
 Cecilia Minguillon
 Director Senior
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235-8123

Analista Secundario
 Gabriel Zille
 Analista
gabriel.zille@fixscr.com
 +54 11 5235-8100

Integración vertical mitiga los riesgos en el sector eléctrico: 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. CAPEX fue adjudicado en el Plan Gas (Agua del Cajón y Loma Negra) por 800 m³/d a un precio de USD 2,40 MM/btu, en pos de lograr un precio competitivo para participar del esquema (el volumen representa el 60% de la producción total) y reafirmar la integración de su central térmica y su yacimiento. El resto de la producción es destinado al mercado spot con precios actuales en el orden de USD 3,0 MM/btu.

Sensibilidad de la calificación

Una baja en las calificaciones podría darse ante la ocurrencia de diversos eventos que afecten la posibilidad de generar moneda dura a través de las exportaciones, caída o demora en las cobranzas de gas natural y/o regulaciones al sector eléctrico o de producción de petróleo y gas que afecten la generación de caja estimada.

Liquidez y Estructura de Capital

Fuerte perfil financiero: A octubre 2022 la compañía detentaba una buena posición de liquidez, con Caja e Inversiones del orden de los USD 13 millones la cual cubría el 39% de la deuda de corto plazo. La compañía ha recomprado un total de USD 61 millones de las Obligaciones Negociables Clase II emitidas por USD 300 millones, correspondiendo USD 16 millones y USD 45 millones a los ejercicios finalizados en abril 2022 y abril 2021, respectivamente. La estructura de vencimientos concentrada en 2024 minimiza el riesgo de refinanciación en el corto plazo, evita las limitaciones cambiarias emitidas por el BCRA y mitiga el elevado riesgo de descalce de moneda. La compañía presenta un apalancamiento moderado, con un ratio Deuda Neta/EBITDA en el año móvil a octubre 2022 de 1,4x y cobertura de intereses con EBITDA de 7,1x (indicadores calculados en USD). FIX estima que el nivel de apalancamiento neto estará por debajo de 2,0x durante los próximos tres años.

Perfil del Negocio

CAPEX opera en el sector energético argentino desde su constitución en 1988.

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.

Exploración y Producción de Hidrocarburos (78% de las ventas en el año fiscal 2022)

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 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 debería ejecutar inversiones por un monto total estimado de USD 126 millones en un plazo de 5 años, el cual ya fue ejecutado, lo que le permite explotar convencionalmente el área hasta el fin de la concesión no convencional.

A abril 2022 CAPEX ha utilizado el 100% de la producción de gas proveniente del área Agua del Cajón, para la generación de energía eléctrica en la CT ADC y la operación de la Planta de GLP.

El objetivo en dicho segmento es continuar desarrollando los yacimientos en forma racional y rentable en función a las circunstancias del mercado de cada uno de los productos. Esto incluye el cumplimiento de los compromisos asumidos en cada uno de ellos con las distintas autoridades y organismos. Mantener el flujo de exportaciones de petróleo para diversificar los

ingresos y ampliar mercados, así como buscar el desarrollo de nuevas reservas en los horizontes exploratorios disponibles.

Concesiones	Participación	Operador	Plazo concesión
Agua del Cajón	100%	CAPEX	2052
Pampa del Castillo	95%	CAPEX	2046
Loma Negra	37,5%	CAPEX	2034
La Yesera	37,5%	CAPEX	2037
Bella Vista Oeste	100%	CAPEX	2045
Parva Negra Oeste	90%	CAPEX	2027
Puesto Zúñiga	90%	CAPEX	2047
Total			

El incremento de las reservas considerando la ampliación de la concesión hasta octubre de 2046 en Pampa del Castillo (petróleo exportable) y la obtención de la concesión de Área Puesto Zúñiga en marzo 2022 implica 14 años de reservas al nivel de producción actual, cuando previamente era de 11 años. A abril 2022 las reservas desarrolladas representan un 61% del total de reservas comprobadas. Dada el alza de precios actuales se espera un nivel de inversiones superior a los USD 200 millones para los ejercicios 2023 y 2024, con un fuerte foco en el desarrollo y explotación de los recursos hidrocarburíferos, lo que permitiría aumentar los niveles de producción y mantener reservas.

Generación de Energía Eléctrica (22 % de las ventas en el año fiscal 2022)

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.

El nivel de despacho del año fiscal 2022 fue del orden del 82%. Hacia adelante FIX prevé que el nivel de despacho se mantendrá en el rango del 70% - 65%, con una generación entre los 4.000 GWH y 3.800 GWH.

Producción y Venta de Líquidos Derivados del Gas

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

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 (PED) 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 el factor de carga fue de casi el 48%. 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 (PED 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. Dicho parque entró en operaciones durante septiembre 2019 y su inversión fue de USD 38 millones. A partir de la entrada en operación comercial de un nuevo parque eólico correspondiente a Renovar 1.0 en mayo 2021 en la zona de Pampa del Castillo, se comenzaron a producir restricciones de despacho en general pero que afectaron más significativamente al PED II. El promedio del nivel de restricciones durante el ejercicio

finalizado en abril 2022 ha sido de un 5% y un 42% para el PED I y PED II, respectivamente. A partir del mes de noviembre 2021 dicho nivel se ubicó en un 7,5% y 58%, para el PED I y PED II, respectivamente. Como se mencionó anteriormente para el PED II el contrato con CMMESA prevé una cláusula de “Tomar o pagar” a partir de junio de 2021, lo cual mitiga parcialmente las restricciones mencionadas. Se esperan ampliaciones de inversiones del Estado Nacional que aumenten la capacidad de transporte que actualmente es insuficiente.

Riesgo del Sector

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. Creemos, sin embargo, que los nuevos proyectos térmicos y de energías renovables operan bajo un marco regulatorio de mayor estabilidad que las centrales cuyos ingresos derivan de ventas en el mercado spot.

El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. Durante 2022 el Gobierno Nacional comenzó la implementación de la segmentación en el otorgamiento de los subsidios al precio de la energía por parte del Estado Nacional a los usuarios del servicio de energía eléctrica y del servicio de gas natural. Las mayores restricciones fiscales del gobierno, podrían implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte.

A diciembre 2022 Argentina cuenta con una potencia instalada de 42.989 MW, muy similar a 2021, y la generación neta del cuarto trimestre 2022 alcanzó los 35.084 GWh, 1.37% por debajo de la generación del mismo período del año anterior, correspondiendo el 54,3% a fuentes de origen térmico, 29,4% a centrales hidroeléctricas, 14,9% a energías renovables o no convencionales y 1,4% a centrales nucleares.

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 en la generación.

Para 2023 se espera que continúe el aumento de la producción local de petróleo derivado principalmente de un incremento en la producción no convencional de la cuenca Neuquina impulsado por los precios locales que se encuentran sobre los USD/bbl 65 y el precio de exportación por arriba de los USD/bbl 80 promedio. Dicho incremento en la producción podría estar limitado por la capacidad de evacuación actual de Oldelval, la cual concentra el 70% de los envíos de crudo de la Cuenca Neuquina y el 100% del shale oil de Vaca Muerta, generando restricciones en la carga de petróleo al sistema. Se esperan obras por más de USD 1.000 millones, en dos etapas en los próximos dos años para sumar capacidad de transporte en Oldelval por 50.000 m3/d. FIX asume un precio Brent de USD/bbl 80 para 2023 en el ámbito internacional, disminuyendo a USD/bbl 70 en 2024, y USD 60/bbl hacia adelante.

Por su parte, la producción local de gas en 2023 continuará creciendo impulsada por el mayor crecimiento de la cuenca Neuquina y por los precios promedio actuales de 3,5 USD/MMBTU logrados por el Plan Gas Ar, el cual fue extendido hasta 2028, con precios que podrían alcanzar hasta picos de 9,5 USD/MMBTU por los incrementales de producción en las cuencas Austral y Noroeste, lo cual brinda certidumbre frente a los planes de inversión comprometidos, pero contará con las actuales restricciones en el transporte de gas hasta la concreción de las obras del Programa Sistema de Gasoductos “Transport Ar Producción Nacional”, principalmente las estipuladas para la puesta en operación del gasoducto Néstor Kirchner en estimativamente julio de 2023 que ampliará en 11 millones m3/d la capacidad de evacuación a esa fecha, elevándose a 22 millones m3/d con la incorporación posterior de plantas compresoras. Finalmente con el segundo tramo del gasoducto Néstor Kirchner (obra aún no licitada con concurso abierto hasta abril 2023) y/o con mayor compresión, se incrementaría en 17 millones m3/d la capacidad de transporte, sumando de esta forma un total de 39 millones m3/d a la capacidad actual.

A su vez, la evolución de la demanda local de productos refinados evolucionará favorablemente en 2023. En tanto los precios reales de nafta y gasoil permanecerán rezagados ante la expectativa de continuidad de un nivel elevado de inflación. Las empresas integradas están en mejor posición de balancear los resultados fortaleciendo su rentabilidad y flujo de caja a la vez que mantienen altos niveles de liquidez.

La escasez de divisas por parte del estado argentino podría ocasionar problemas en la importación de insumos y bienes de capital, impactando negativamente en los distintos sectores.

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 74,8% 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

- Riesgo regulatorio, tanto en petróleo y gas como energía eléctrica.
- Riesgo de contraparte (CAMMESA).

Perfil Financiero

Rentabilidad

En el año móvil a octubre 2022, se registraron ingresos por USD 345 millones y un EBITDA cercano a USD 185 millones. El margen EBITDA fue del 53,5%, similar al promedio de los últimos 5 años del 55%. FIX estima que CAPEX finalizara su año fiscal 2023 con un EBITDA de aproximadamente USD 184 millones y ventas por USD 376 millones (87% petróleo y gas y 13% de electricidad y otros).

Flujo de Fondos

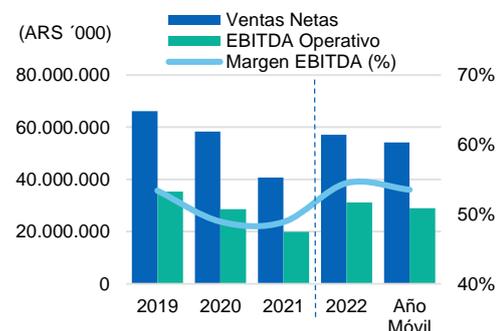
En el año móvil a octubre 2022 CAPEX generó un flujo de caja operativo de USD 64 millones principalmente por el aumento de los precios del petróleo, sobre todo el internacional.

Durante los próximos dos años FIX espera que las inversiones de capital sean cubiertas mayormente por los fondos propios generados por la empresa. A pesar de una fuerte generación de fondos operativos, FIX estima que el flujo de fondos libre será negativo en el ejercicio 2023 y CAPEX deberá refinanciar su deuda por obligaciones negociables en aproximadamente USD 240 millones en mayo de 2024 para no detener su plan de inversiones puesto en marcha.

Liquidez y Estructura de Capital

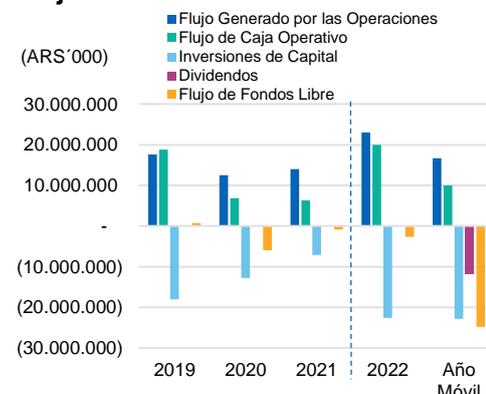
En el año móvil a octubre 2022 CAPEX presenta una moderada estructura de capital, con un apalancamiento de 1,5x EBITDA y un apalancamiento neto de 1,4x EBITDA, ambos medidos en USD. La cobertura de intereses con EBITDA en USD en ese período fue de 7,1x. FIX prevé que CAPEX mantenga en los próximos tres años indicadores de apalancamiento por debajo de 2x y coberturas de intereses superiores a 4x. La deuda total de la compañía es de USD 272 millones, de la cual USD 246 millones están relacionados a las Obligaciones negociables Clase II con vencimiento en mayo 2024.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos



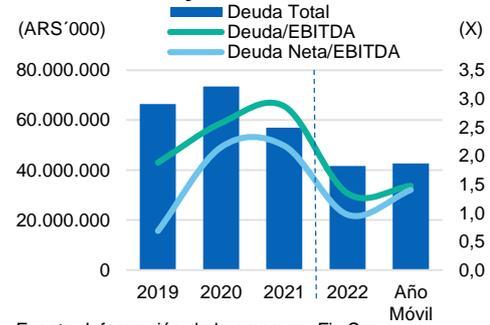
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A octubre 2022, la compañía detentaba una adecuada liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de USD 13 millones, que le permiten cubrir el 39% de la deuda de corto plazo.

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 y ha recomprado parte de su deuda en Obligaciones Negociables con los excedentes de caja. La emisión de las Obligaciones Negociables Clase 2 tuvo un impacto positivo sobre el perfil de deuda, estirando el plazo de pago hasta mayo 2024, y disminuyendo el costo de financiamiento al tener el nuevo bono una tasa de 6,875% anual respecto al 10% de las Obligaciones Negociables Clase 1.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Capex S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)						
Normas Contables	NIIF						
Año	Año Móvil	oct-22	2022	2021	2020	2019	2018
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	28.952.364	17.460.244	31.107.397	19.889.272	28.524.489	35.333.070	22.016.441
EBITDAR Operativo	28.952.364	17.460.244	31.107.397	19.889.272	28.524.489	35.333.070	22.016.441
Margen de EBITDA	53,5	54,9	54,5	48,9	48,9	53,4	62,5
Margen de EBITDAR	53,5	54,9	54,5	48,9	48,9	53,4	62,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(45,8)	(50,0)	(4,6)	(2,1)	(10,2)	1,1	16,2
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,1	5,6	7,0	3,3	3,3	4,2	4,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,1	7,9	8,1	3,3	5,3	6,3	5,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,1	7,9	8,1	3,3	5,3	6,3	5,6
EBITDA / Servicio de Deuda	3,1	3,6	5,1	2,2	2,7	4,4	3,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	3,1	2,4	5,1	2,2	2,7	4,4	3,7
FGO / Cargos Fijos	5,1	5,6	7,0	3,3	3,3	4,2	4,2
FFL / Servicio de Deuda	(2,2)	(2,9)	0,2	0,6	(0,1)	0,8	1,6
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	2,1	1,7	1,6	2,8	4,1	2,9	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,2	1,3	2,9	2,6	1,9	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	1,2	1,0	2,2	2,2	0,7	0,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	1,2	1,3	2,9	2,6	1,9	2,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	1,2	1,0	2,2	2,2	0,7	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,7	10,4	7,8	9,4	7,7	9,7	15,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,2	12,2	5,3	5,4	7,0	3,7	4,0
Balance							
Total Activos	122.587.382	122.587.382	131.212.519	139.566.082	165.287.470	172.833.739	130.884.549
Caja e Inversiones Corrientes	2.031.989	2.031.989	11.494.383	13.775.996	12.005.464	42.187.709	34.921.844

Deuda Corto Plazo	5.218.018	5.218.018	2.212.020	3.061.165	5.166.191	2.434.797	1.936.081
Deuda Largo Plazo	37.428.062	37.428.062	39.433.680	53.940.944	68.205.804	63.960.212	46.745.824
Deuda Total	42.646.080	42.646.080	41.645.699	57.002.109	73.371.996	66.395.009	48.681.905
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	42.646.080	42.646.080	41.645.699	57.002.109	73.371.996	66.395.009	48.681.905
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	42.646.080	42.646.080	41.645.699	57.002.109	73.371.996	66.395.009	48.681.905
Total Patrimonio	53.059.819	53.059.819	60.815.800	57.567.350	61.302.343	67.237.165	56.622.771
Total Capital Ajustado	95.705.899	95.705.899	102.461.499	114.569.459	134.674.338	133.632.175	105.304.676

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	16.666.429	10.000.962	23.013.154	13.973.812	12.473.965	17.578.541	12.771.333
Variación del Capital de Trabajo	(6.685.484)	(4.837.556)	(3.053.698)	(7.685.591)	(5.655.115)	1.189.016	1.349.166
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9.980.944	5.163.406	19.959.456	6.288.221	6.818.850	18.767.557	14.120.498
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(22.857.812)	(9.146.133)	(22.578.398)	(7.126.875)	(12.763.842)	(18.035.804)	(8.431.121)
Dividendos	(11.922.058)	(11.922.058)	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(24.798.925)	(15.904.785)	(2.618.942)	(838.654)	(5.944.992)	731.754	5.689.377
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	292.499	0	0	0	(2.221.967)	(6.284.994)	(3.455.000)
Otras Inversiones, Neto	13.181.972	12.043.097	3.361.150	6.806.349	(25.918.737)	8.553.781	1.033.367
Variación Neta de Deuda	3.348.467	3.615.881	(3.654.708)	(13.095.116)	3.991.068	(773.147)	14.254.951
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	152.412	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(7.823.575)	(245.807)	(2.912.499)	(7.127.421)	(30.094.627)	2.227.394	17.522.695

Estado de Resultados

Ventas Netas	54.112.258	31.793.571	57.122.693	40.708.914	58.316.870	66.206.600	35.210.068
Variación de Ventas (%)	32,9	(8,6)	40,3	(30,2)	(11,9)	88,0	N/A
EBIT Operativo	13.440.141	8.954.895	16.913.430	8.535.286	15.723.699	25.650.109	14.932.911
Intereses Financieros Brutos	4.088.562	2.197.085	3.831.958	6.115.882	5.415.285	5.567.729	3.937.559
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.422.137	4.719.490	6.748.262	(1.395.978)	3.114.470	6.730.885	9.708.000

(*) Moneda constante a octubre 2022.

Anexo II. Glosario

- BOE: Sigla en inglés para barril de petróleo crudo equivalente, que equivalen a 158,98731 m³ de gas natural, establecidos utilizando el ratio de 5.614,6 pies cúbicos de gas natural por barril de petróleo crudo.
- 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 equivalente a 1 millón de vatios-hora. Es la energía necesaria para suministrar una potencia constante de un megavatio durante una hora.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase 2

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta USD 250 millones, ampliable hasta USD 300 millones.
Monto a emitir:	USD 300 millones.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas en integradas en el exterior en Dólares Estadounidenses de libre disponibilidad en efectivo.
Fecha de Emisión:	15 de mayo de 2017.
Fecha de Vencimiento:	15 de mayo de 2024.
Amortización de Capital:	El 100% del capital se cancelará en una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	6,875% nominal anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión.
Destino de los fondos:	La Compañía destinará los fondos para (i) integración de capital de trabajo en el país y/o (ii) refinanciación de pasivos y/o (iii) inversiones en activos físicos situados en el país, y/o (iv) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la Emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos especificados en los incisos (i) a (iii).
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Las Obligaciones Negociables podrán ser rescatadas a opción de la Sociedad, en su totalidad pero no en parte, con no menos de 10 días ni más de 60 días de aviso previo a los Tenedores de las Obligaciones Negociables, en un monto equivalente al 100% del monto de capital de las mismas, más los intereses devengados y no pagados a la fecha de rescate y una Prima de Rescate (según se define a continuación), sujeto a los derechos de los tenedores de las Obligaciones Negociables en la fecha de registro anterior a la fecha de rescate para recibir intereses vencidos en la fecha de pago de intereses posterior.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	<p>1) 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.</p> <p>2) 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.</p> <p>3) 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 incurrida 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.</p>
Ley Aplicable:	Estado de Nueva York, Estados Unidos.

Obligaciones Negociables Clase 3

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase 4.
Monto a emitir:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas y pagaderas en pesos.
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses desde la Fecha de Emisión.
Amortización de Capital:	El 100% del capital se cancelará en una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Tasa de interés fija nominal anual a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión.
Destino de los fondos:	La Compañía destinará los fondos a (i) inversiones en activos físicos situados en el país; y/o (ii) refinanciación de pasivos existentes de la Emisora; y/o (iii) financiamiento del giro comercial de su negocio.
Garantías:	N/A.

Opción de Rescate:	La Emisora podrá rescatar a su sola opción, en su totalidad y no parcialmente las Obligaciones Negociables, con una anticipación no mayor a noventa (90) días a la Fecha de Vencimiento. En caso de rescate de las Obligaciones Negociables, se rescatarán por un importe equivalente al monto de capital no amortizado de las Obligaciones Negociables, más los intereses devengados e impagos sobre aquellos a la fecha del rescate en cuestión, más cualquier monto adeudado e impago bajo las Obligaciones Negociables.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase 4

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase 3.
Monto a emitir:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas y pagaderas en pesos.
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	A los 48 meses desde la Fecha de Emisión.
Amortización de Capital:	El 100% del capital se cancelará en una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Tasa de interés fija nominal anual a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión.
Destino de los fondos:	La Compañía destinará los fondos a (i) inversiones en activos físicos situados en el país; y/o (ii) refinanciación de pasivos existentes de la Emisora; y/o (iii) financiamiento del giro comercial de su negocio.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	La Emisora podrá rescatar a su sola opción, en su totalidad y no parcialmente las Obligaciones Negociables, con una anticipación no mayor a noventa (90) días a la Fecha de Vencimiento. En caso de rescate de las Obligaciones Negociables, se rescatarán por un importe equivalente al monto de capital no amortizado de las Obligaciones Negociables, más los intereses devengados e impagos sobre aquellos a la fecha del rescate en cuestión, más cualquier monto adeudado e impago bajo las Obligaciones Negociables.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

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 **15 de febrero de 2023**, confirmó (*) en Categoría AA-(arg) a la calificación de Emisor de Largo Plazo de Capex S.A. y de las Obligaciones Negociables Clase 2 por un monto de hasta USD 250 millones, ampliable hasta USD 300 millones, emitidas por la compañía.

Adicionalmente, el mismo consejo asignó en AA-(arg) a la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 3 por un monto de hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 40 millones, de forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase 4.
- Obligaciones Negociables Clase 4 por un monto de hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 40 millones, de forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase 3.

Las calificaciones tienen **Perspectiva Estable**.

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.

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 Fondeo 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.gov.ar):

- Estados financieros consolidados intermedios y anuales hasta el 31 de octubre de 2022 (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.
- Borrador del suplemento de precio de las Obligaciones Negociables Clase 3 y Clase 4 enviado por mail por la compañía el 14 de febrero de 2023.

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 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.