

Capex S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación y asignación ON Clase XI: FIX SCR (afiliada a Fitch Rating) – en adelante FIX – confirmó la calificación de emisor de largo plazo y de las ON vigentes de CAPEX S.A en categoría AA(arg), Perspectiva Estable. Asimismo, asignó en misma categoría a las ON Clase XI por un monto de USD 40 MM ampliables por hasta USD 80 MM (dólar MEP) con amortización íntegra al vencimiento a los tres años desde la fecha de emisión y liquidación con intereses trimestrales a tasa fija a licitar.

Apalancamiento en niveles manejables: A enero 2025, la deuda ascendía a USD 431 MM (93% ON) mientras que, en febrero canceló la primera cuota de capital de la ON internacional por USD 23,6 MM (más intereses) teniendo que abonar una segunda cuota por mismo monto en el mes de agosto. El resto de los vencimientos de deuda del 2025 corresponden a deuda bancaria por un monto aproximado en USD 17MM. En 2026 y 2027, CAPEX enfrenta vencimientos de capital de ON por USD 147,7 MM y USD 159,7 MM respectivamente, los cuales deben ser refinanciados. Para el 2025, el endeudamiento podría llegar a un pico de 4x EBITDA en función del ritmo de las inversiones estimadas, comenzando a reducirse a partir de 2026 con valores cercanos a los 2,7x (3x estimado por la compañía), conservando elevadas coberturas de intereses.

Foco en hidrocarburos con perfil exportador: A enero 2025 (9 meses), aproximadamente el 77% de los ingresos y el 67% del EBITDA fueron generados por el segmento de petróleo y gas. Las ventas de petróleo se destinan mayormente al mercado externo representando aproximadamente el 50% de los ingresos de este segmento y el 34% de los ingresos totales de la compañía. FIX espera que a medida que la compañía incremente su nivel de producción, estos porcentajes sean mayores pudiendo alcanzar en 2027 niveles cercanos al 80% de la generación de EBITDA.

Integración vertical y diversificación: CAPEX se beneficia de la integración vertical con el segmento de generación de energía eléctrica, que le confiere eficiencia en las operaciones utilizando la totalidad de su producción de gas para la generación de energía eléctrica en la central térmica Agua del Cajón (CT ADC) y la operación su planta de GLP. Adicionalmente posee dos parques eólicos y acaba de iniciar la operación comercial del parque solar La Salvación. Por otra parte, la compañía acaba de obtener la prioridad de despacho para la construcción del parque solar “Agua del Cajón” con una capacidad inicial de 30 MW con potencial de ampliación hasta 100 MW. La inversión requerida para los primeros 30 MW asciende a USD 25 MM con desembolsos a partir de marzo/abril de 2026 estimando el comienzo de su operación comercial para fines del 2026/inicios del 2027.

Mayor impulso a explotación no convencional: A través de sus acuerdos con Trafigura y Schlumberger, la compañía comenzó a desarrollar producción no convencional en Agua del Cajón. Durante el ejercicio finalizado en abril 2024, se finalizó el primer PAD de 4 pozos mientras que durante el 2025 se finalizó un segundo PAD, se espera que el pico de producción ocurra entre julio y agosto de este año. Estas operaciones le permitieron a la compañía incrementar la producción de crudo en ADC en un 168,1% permitiendo compensar el declino del resto de los yacimientos (crecimiento en la producción de crudo 3,2% interanual). En los 9 meses finalizados en enero de 2025, la producción ascendió a 16,7 Mboe/d (49% petróleo y 51% gas. FIX estima que la compañía podría alcanzar 19 Mboe/d de producción en 2027 bajo el *farm-out agreement* con Trafigura y Schlumberger. Las reservas al 31 de diciembre ascendieron a 96,3 MM de boe (11% superiores al cierre de abril 2024).

Flujo de fondos presionado por inversiones: CAPEX finalizó el tercer trimestre de 2024 con un FGO de USD 133 MM y un FCO de USD 87 MM, luego de cubrir necesidades de capital de trabajo por USD 46 MM. Con inversiones por USD 148 MM, resultó en un FFL negativo de USD 61 MM. El plan de inversiones para los próximos tres años totaliza unos USD 500 MM y

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	AA(arg)
ON Clase III	AA(arg)
ON Clase IV	AA(arg)
ON Clase V	AA(arg)
ON Clase VI	AA(arg)
ON Clase VII	AA(arg)
ON Clase VIII	AA(arg)
ON Clase X	AA(arg)
ON Clase XI	AA(arg)

Perspectiva **Estable**

Resumen Financiero

Capex S.A.

\$ miles de millones	31/01/2025 30/04/2024	
	Año Movil	12 Meses
Total Activos	1.149	1.217
Deuda Financiera	454	478
Ingresos	415	447
EBITDA	145	181
EBITDA (%)	35,0	40,5
Deuda Total / EBITDA (x)	3,1	2,6
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	2,9	2,5
EBITDA / Intereses (x)	3,2	2,4

Cifras expresadas en moneda constante al 31/01/2025.

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024.](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, mayo 2025.](#)

[Perspectivas: Argentina Oil & Gas, junio 2024](#)

Analistas

Analista Principal
Leticia Inés Wiesztort
Asociada
leticia.wiesztort@fixscr.com
+54 11 5235 8100

Analista Secundario
Juan Bertone
Director Asociado
juan.bertone@fixscr.com
+54 11 5235 8100

está principalmente orientado al desarrollo de la producción no convencional en Agua del Cajón y el crecimiento en Pampa del Castillo que son los activos más importantes de la compañía. FIX espera que el FFL sea levemente negativo a neutro para los próximos ejercicios.

Sensibilidad de la calificación

Una suba en la calificación se derivaría a partir de los siguientes eventos (de manera individual o conjunta): i) Mejora en las métricas operativas con incremento en producción y reservas y/o; ii) Generación de FFL positivos constantes en el tiempo y/o; iii) Mayor cobertura del FGO/CAPEX y/o; iv) Apalancamiento por debajo de 1,5x a lo largo del ciclo.

Una baja en la calificación se derivaría de los siguientes eventos: i) Deterioro de las métricas operativas con caída de la producción respecto a los niveles actuales y/o; ii) Cambios regulatorios adversos y/o; iii) Apalancamiento por encima de 4x a lo largo del ciclo y/o; iv) Nivel de CAPEX significativamente superior al FGO constante en el tiempo.

Liquidez y Estructura de Capital

Ajustado nivel de liquidez: A enero 2025, la deuda ascendía a USD 431 MM, de los cuales un 93% (USD 402 MM) corresponden a ON y, dentro de estas, USD 188,8 MM corresponden a las ON Clase V (internacional). Al 31 de mayo, CAPEX posee vencimientos remanentes por USD 32,6 MM de capital e intereses de ON Clase V. Considerando el flujo generado por la compañía (FCO en niveles de USD 80 MM) se requiere que parte de la deuda sea refinanciada. Los vencimientos por capital e intereses de ON para el 2026 y 2027 ascienden a USD 161,5 MM y USD 167,3 MM respectivamente. A misma fecha, la caja y equivalentes era por USD 26 MM. Para el año móvil a enero 2025, el ratio FCO (año móvil) + caja e inversiones corrientes / deuda de corto plazo asciende a 1,6x.

Perfil del Negocio

CAPEX opera en el sector energético argentino. Desde su constitución en 1988 y junto con sus subsidiarias Servicios Buproneu S.A. (SEB), Hychico S.A. (Hychico), EG WIND S.A. (E G WIND) y 4SOLAR S.A (4SOLAR) se encuentra presente en los segmentos: i) Exploración, producción y comercialización de petróleo y gas; ii) Generación de energía térmica; iii) Procesamiento y separación de gases líquidos y derivados de gas y, iv) Energías renovables (energía eléctrica eólica, energía eléctrica generada con hidrógeno, producción y venta de oxígeno y generación eléctrica solar).

La Sociedad inició sus operaciones en el segmento de exploración y producción de hidrocarburos en el yacimiento Agua del Cajón (Neuquén) para luego expandir sus operaciones hacia otras áreas hidrocarbúferas y hacia el segmento de generación de energía eléctrica con la Central Térmica "Agua del Cajón" (CT ADC) de Ciclo Combinado de 672 MW de potencia instalada y una Planta de GLP (propiedad de SEB), ambas ubicadas en el yacimiento Agua del Cajón que le permitió integrar verticalmente sus operaciones (el gas producido es procesado en la Planta de GLP y utilizado como combustible en CT ADC).

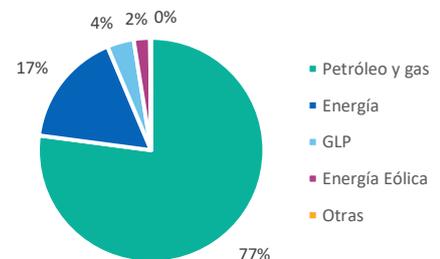
Posteriormente, a través de sus subsidiarias Hychico y EG WIND, la compañía comenzó a desarrollar proyectos de energías renovables incluyendo generación eléctrica eólica e hidrógeno y la producción y venta de oxígeno. En noviembre de 2023, la Sociedad adquirió el 95% de la tenencia accionaria de 4Solar S.A. mientras que Hychico (sociedad controlada por CAPEX adquirió el 5% restante) para el desarrollo de parques solares.

Segmento petróleo y gas (77% de ingresos y 68% del EBITDA a enero 2025)

CAPEX es la operadora de las 6 áreas en las cuales produce petróleo (de los cuales se exporta el petróleo pesado) y gas según en siguiente detalle:

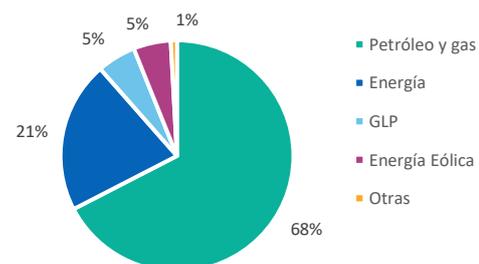
	Provincia	Participación	Operador	Fin Concesión
Agua del Cajón	Neuquén	100% ⁽¹⁾	CAPEX S.A.	2052
Loma Negra	Río Negro	37,5%	CAPEX S.A.	2034
La Yesera	Río Negro	37,5% - 72,5% ⁽²⁾	CAPEX S.A.	2037
Pampa del Castillo	Chubut	95%	CAPEX S.A.	2046
Bella Vista Oeste	Chubut	100%	CAPEX S.A.	2045

Ingresos por segmento (Enero 2025 - 9 meses)



Fuente: FIX SCR en base a datos de CAPEX S.A.

EBITDA por segmento (Enero 2025 - 9 meses)



Fuente: FIX SCR en base a datos de CAPEX S.A.

Puesto Zúñiga	Río Negro	90%	CAPEX S.A.	2047
⁽¹⁾ Con la excepción al PAD ADC-1050 donde Trafigura posee en 30% de las reservas de gas y petróleo hasta el 2036 inclusive y el PAD-1060 donde Trafigura Argentina S.A. y Schlumberger Argentina S.A. poseen un 30% y 19% respectivamente de las reservas de gas y petróleo por el plazo de 12 años desde la fecha de ingreso en producción. ⁽²⁾ Capex posee el 37,5% de participación. Durante el ejercicio 2022/23 se perforó el pozo LY-1002 del cual YPF decidió no participar aumentando su participación al 72,5% a partir de agosto de 2027.				

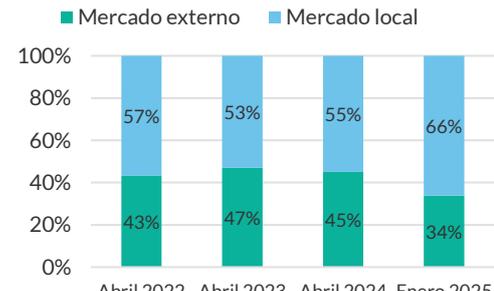
En julio de 2023, CAPEX celebró un Farm-Out Agreement con Trafigura Argentina S.A para el desarrollo de hidrocarburos no convencionales en la formación Vaca Muerta del área Agua del Cajón. De esta forma, Trafigura asumió el compromiso de participar en el desarrollo de 4 pozos, y tendrá el derecho, durante 30 meses, a participar en 12 pozos adicionales, para lo cual aportará el 30% de la inversión de los pozos en los que participe y a su vez tendrá el derecho al 30% de la producción resultante de los mismos durante 12 años.

Adicionalmente, y en mismo sentido el 21 de noviembre de 2024, se firmó un "Asset Technical Collaboration Agreement" entre Capex y Schlumberger Argentina S.A. (Schlumberger), a través del cual, Schlumberger asumió el compromiso de participar en el desarrollo de 4 pozos junto con CAPEX y Trafigura y tendrá el derecho, durante 30 meses, a participar en hasta 8 pozos adicionales, para lo cual participará con el 19% de los gastos de capital.

En consecuencia, Schlumberger tiene derecho al 19% de la producción resultante de los mismos durante 12 años. La UTE quedó conformada un 51% por CAPEX, un 30% Trafigura y un 19% Schlumberger.

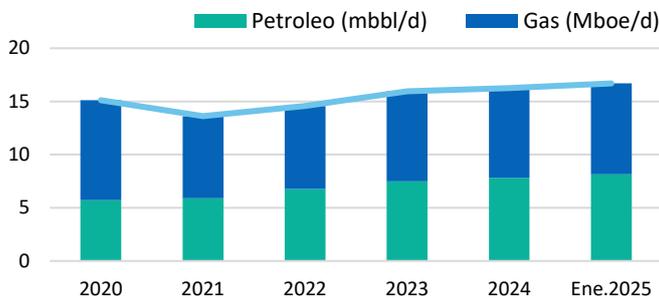
Al 31 de diciembre de 2024, las reservas probadas ascendieron a 96,3 millones de boe, un 11% superiores al cierre fiscal de abril de 2024 las que representan aproximadamente un equivalente a 15,8 años de producción. El 70% de las reservas corresponden a crudo y el 30% a gas; el 42% de las reservas se encuentran desarrolladas.

Exportaciones sobre ingresos totales



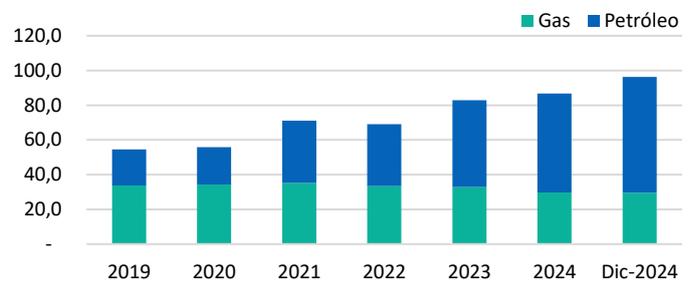
Fuente: FIX SCR en base a datos de la compañía.

Producción diaria de petróleo y gas



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX. Información a la fecha de cierre de los estados contables (abril) excepto los datos indicados con diferente fecha.

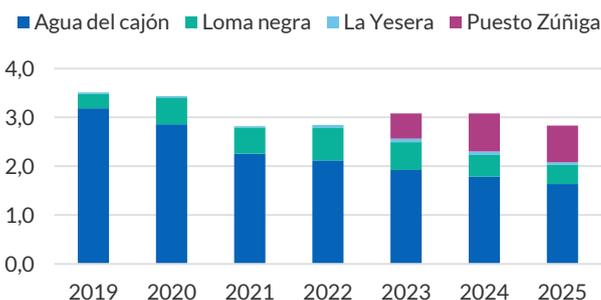
Evolución de reservas (millones de Boe)



Fuente: FIX SCR en base a información de CAPEX. La información es a fecha del cierre fiscal (abril de cada año), excepto para diciembre de 2024.

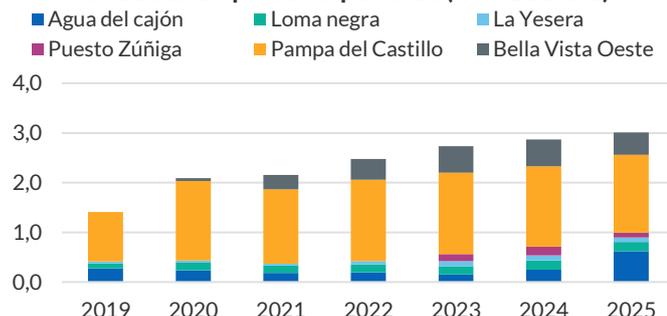
Agua del Cajón y Pampa del Castillo son los dos activos más importantes dado que concentran aproximadamente el 80% de las reservas y el 70% de la producción. Las reservas de gas se mantuvieron estables entre abril y diciembre del 2024 y se concentran en Agua de Cajón (71%). Respecto al crudo, las reservas crecieron un 21% impulsado por Agua del Cajón (+66%) que concentra el 53% seguido por Pampa del Castillo con otro 23%.

Producción gas por área (MM boe/año)



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A. y 2025 de SEN.

Producción petróleo por área (MM Bbl/año)



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A. y 2025 de SEN.

Según datos de la Secretaría de Energía de la Nación al 30 de abril del 2025, el 51% de la producción de crudo provino de Pampa del Castillo seguido con un 20% de Agua del Cajón. En cuanto al gas, un 57% en Agua del Cajón mientras que Puesto Zúñiga aportó un 26%.

Según datos de la compañía, al cierre anual de abril de 2024, el lifting cost se encontraba en el orden de los USD/boe 17 mientras que, al incorporar los gastos de administración, comercialización y las regalías, el gasto total por barril se encuentra en torno a los USD 30,7. Se espera que a medida que aumente la producción, el lifting cost tenga una tendencia a la baja.

CAPEX posee una capacidad de evacuación por 651 m³/d por Oldelval (4.095 bbl/d) y una capacidad de 651 m³/d de despacho (4.095 bbl/d) y, 3.906 m³ de almacenaje (25 Mbb) en Oiltanking Ebytem. Adicionalmente, la compañía mantiene la capacidad previa a la ampliación de Oldelval de 300 m³/d de Open Access.

El petróleo se comercializa a través de clientes seleccionados por licitaciones, traders y refinadores globales, para el ejercicio finalizado en abril de 2024, la producción para el mercado externo se comercializó a Trafigura Ltd, BP Oil Supply Co, Refinería de Mataripe S.A con destinos Brasil y Estados Unidos mientras que los clientes en el mercado local fueron Raizen Argentina y Trafigura Argentina.

Los ingresos por venta de gas corresponden a los pagos recibidos de CAMMESA en concepto de reconocimiento de combustibles propios cuya remuneración está pactada en dólares a precios del Plan GasAr.

Segmento Energía (17% de ingresos y 21% del EBITDA a enero 2025)

CAPEX posee una capacidad de generación eléctrica por 726,9 MW más 30 MW a construirse en el Parque solar "Agua del Cajón".

Empresa	Provincia	Participación	Capacidad	Operador	Actividad
CT ADC	Neuquén	100%	672 MW	CAPEX S.A.	Generación de energía ciclo combinado
Parque Eólico Diadema I (PED I)	Chubut	85,2046%	6,3 MW	Hychico	Generación energía Eólica
Parque Eólico Diadema II (PED II)	Chubut	99,26%	27,2 MW	EG WIND	Generación energía Eólica
H&O	Chubut	85,2046%	1,4 MW	Hychico	Energía renovable (Hidrógeno y oxígeno)
Parque Solar "La Salvación"	San Luis	99,26%	20MW	4SOLAR	Energía solar

Generación de energía térmica: La CT ADC se encuentra ubicada 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 está compuesta por un ciclo abierto (371 MW) y un ciclo combinado (301 MW). La energía generada en los últimos 6 años se resume a continuación:

Ejercicio	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Energía generada (GWh)	4.784	3.589	3.387	4.842	4.660	4.306
CT ADC - FC	81,3%	61,0%	57,5%	82,3%	79,2%	73,1%

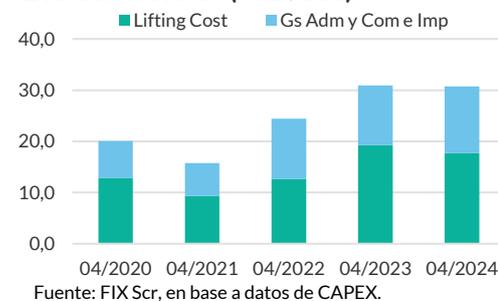
(* Considerando una energía anual a potencia nominal de 5.887 GWh)

La energía térmica es vendida a CAMMESA y es remunerada considerando: a) Precio base de la potencia; b) Precio para la potencia garantizada ofrecido (DIGO); c) Remuneración por disponibilidad de potencia; d) remuneración por energía generada y operada; e) remuneración por generación en horas punta. Los precios de la remuneración se han ido modificando a lo largo de los años a partir de diferentes resoluciones.

Generación de energía eólica: Hychico S.A. (subsidiaria de CAPEX) opera el Parque Eólico Diadema I (PED I) en la provincia de Chubut con una capacidad instalada de 6,3 MW (7 aerogeneradores de 0,9 MW). La operación comenzó en 2011 y tienen un PPA por 15 años (o 361,755 MWh) a un precio de USD 115,896 /MWh.

EG Wind S.A, otra de sus subsidiarias, opera desde el 2019 el Parque Eólico Diadema II (PED II) con una capacidad instalada de 27,2 MW (9 aerogeneradores de 3,02 MW) y un PPA por 20 años a USD 40.27/MWh más incentivos y factores de ajuste. El PED II opera con restricciones de potencia hasta tanto se realicen las obras de ampliación a cargo del Estado Nacional. Como mecanismo de compensación, el contrato posee cláusula de "Obligación de tomar o pagar" la

Evolución costos (USD/boe)



Fuente: FIX Scr, en base a datos de CAPEX.

AJUSTES ENERGÍA BASE

Resolución	Fecha transacción	Valor
	sep-22	20,0%
	dic-22	10,0%
Res.SE N° 826/22	feb-23	25,0%
	ago-23	28,0%
Res.SE N° 750/23	sep-23	23,0%
Res.SE N° 869/23	nov-23	28,0%
Res.SE N° 9/24	feb-24	73,9%
Res.SE N° 99/24	jun-24	25,0%
Res.SE N° 193/24	ago-24	3,0%
Res.SE N° 233/24	sep-24	5,0%
Res.SE N° 285/24	oct-24	3,0%
Res.SCEyM N° 20/24	nov-24	6,0%
Res. SE N° 387/24	dic-24	5,0%
Res. SE N° 603/24	ene-25	4,0%
Res. SE N° 27/25	feb-25	4,0%
Res. SE N° 113/25	mar-25	1,5%

cuál entró en vigor en junio del 2020 (al cumplirse los 30 meses desde la adjudicación). La inversión para su construcción ascendió a USD 35,7 MM.

Los factores de carga promedio de ambos parques son los siguientes:

Ejercicio		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
PED I	FC	46,5%	43,1%	47,9%	49,1%	46,2%
PED II	FC	N/A	42,5%	37,2%	40,1%	38,2%

FC = (energía real producida / energía producida si hubiera funcionado todo el tiempo a potencia nominal)

Generación de energía a través de hidrógeno y oxígeno: En 2008 se inauguró una planta de producción de hidrógeno y oxígeno a partir de electrolisis de agua. La planta tiene dos electrolizadores, el hidrógeno de alta pureza (99,998%) se mezcla con gas natural para alimentar a un generador de 1,4 MW equipado con un motor de combustión interna especialmente adaptado para funcionar con gas rico y/o pobre mezclado con hidrógeno. El oxígeno producido, también de alta pureza (99,998%), es comercializado a alta presión en el mercado de gases industriales.

Generación de energía solar: A través de la subsidiaria 4SOLAR, la compañía desarrolló su primer parque solar “La Salvación” en Quines, Provincia de San Luis con una potencia de 20 MW compuesto por 40.338 paneles solares. El parque recientemente entró en operaciones un 50% y se espera el 100% para fin de junio. La energía generada es evacuada por el Sistema Argentino de Interconexión (SADI) y su comercialización se realizará mediante contratos de abastecimiento en el Mercado a Término (MATER). Por otra parte, la compañía acaba de obtener la prioridad de despacho para la construcción del parque solar “Agua del Cajón” con una capacidad inicial de 30 MW con potencial de ampliación hasta 100 MW. La inversión requerida para los primeros 30 MW asciende a USD 25 MM con desembolsos a partir de marzo/abril de 2026 estimando el comienzo de su operación comercial para fines del 2026/inicios del 2027.

Procesamiento y separación de gases (4% de ingresos y 5% del EBITDA a enero 2025)

CAPEX opera una planta de procesamiento de gases ubicada en el Yacimiento Agua del Gas.

Empresa	Provincia	Participación	Operador	Actividad
GLP	Neuquén	95,0%	CAPEX S.A.	Procesamiento y separación de gases líquidos derivados del gas

CAPEX procesa el gas rico en componentes licuables en la planta de GLP (Servicios Buproneu S.A.), la cual tiene una capacidad de procesamiento de 2,4 Mm³/d con altos niveles de eficiencia (superior al 99%). A través de este proceso se obtienen propano, butano y gasolina estabilizada. El propano y el butano son vendidos en forma separada y la gasolina estabilizada es comercializada junto con el petróleo mientras que, el gas seco remanente es utilizado como combustible para la generación eléctrica en CT ADC.

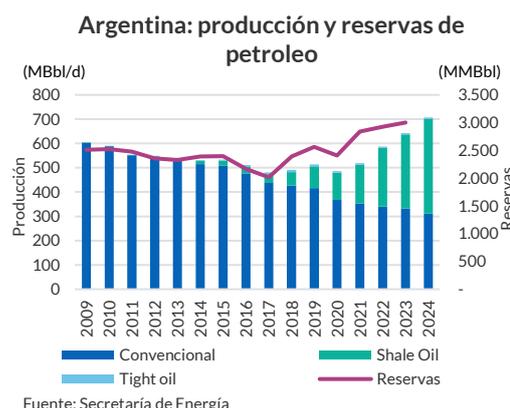
El LPG es exportado a Chile a Lipigas y Gasco GLP y localmente es vendido a fraccionadores como Italgas, IPSA, Cañuelas Gas, Alpes Energy, Naturgy Gas.

Riesgo del Sector

Hidrocarburos

FIX estima que la producción de petróleo y gas continuarán mostrando una tendencia de crecimiento durante en 2025 favorecida por una mayor capacidad de evacuación y la consolidación de un entorno operacional más claro y estable. El potencial de crecimiento a futuro seguirá expuesto a la volatilidad en los precios internacionales, las regulaciones sectoriales, mayores necesidades de evacuación, disponibilidad de equipos de perforación y fractura de alta potencia y escasez de mano de obra en una actividad con demanda creciente.

FIX estima que la producción de crudo en 2025 alcanzará niveles cercanos a los 800 Mbbl/d promedio anual (+13% respecto al promedio de 2024) impulsado por el crecimiento del shale oil en la cuenca neuquina y la mayor capacidad de evacuación a través de Oldelval por la inauguración del proyecto “Duplicar Plus” momento a partir del cual, la cuenca neuquina tiene una capacidad de evacuación de aproximadamente 750 Mbbl/d a través de Oldelval (540



Mbbl/d), OTASA (110 Mbbl/d) y otros oleoductos (100 Mbbl/d). Además de la mayor capacidad de transporte se espera un incremento en la capacidad de almacenaje. En este sentido se destaca la ampliación de Oiltanking recientemente inaugurada que permitirá despachar 210 Mbbl/d adicionales en 2025 y 105 Mbbl/d incrementales a partir de 2026 con una inversión de USD 580 millones.

Con relación a los precios, FIX ha ajustado su proyección para el 2025 a la baja en un promedio de USD 65 por barril manteniendo el precio hasta el 2027. Se monitoreará la profundidad de la baja registrada en los últimos días y su impacto en términos de inversiones y rentabilidad en función de las estructuras de costos particulares de cada compañía.

En un contexto de elevada volatilidad en el precio internacional del crudo, la producción de tipo convencional se encuentra más expuesta a pérdidas en la rentabilidad producto de los mayores costos operativos en comparación con la extracción no convencional con menores costos y mayor flexibilidad para ajustar el nivel de inversiones según los niveles de precio vigentes.

En caso del gas, FIX estima un incremento en la producción promedio diaria del 10% respecto a los valores del 2024 (139 MMm³/d), promediando en el año unos 155 MMm³/d derivado principalmente de la mayor producción en Fénix (+10MMm³/d) y la mayor capacidad de tratamiento en la planta de procesamiento de La Calera (5,5 MMm³/d) (entre otros). La mayor oferta estará soportada por una mayor demanda derivada de la recuperación esperada en la economía (crecimiento del PBI estimado en el orden del 5,4%), y la reducción en las importaciones de gas debido a la mayor capacidad de transporte a través del Gasoducto Francisco Pascasio Moreno (ex GPNK) y la reversión del gasoducto norte. Con relación a los precios, FIX considera la continuidad de las condiciones establecidas en el Plan Gas hasta 2028 con precios promedios en torno a los USD 3,5 por millón de BTU entrando a un régimen de precios de mercado a partir de entonces.

Las reservas comprobadas de Argentina al 31 de diciembre de 2023 (último dato disponible) totalizaron 3.002 MMboe; un 3% superiores a las del 2022; el 52% son de fuentes no convencionales, ubicadas principalmente en la Cuenca Neuquina (58%) seguida por la cuenca Golfo San Jorge (39%). Para el gas, totalizaron 487.472 MMm³ un 8% más altas que las registradas en 2022, el 71% corresponden a recursos no convencionales, ubicadas casi en su totalidad en la Cuenca Neuquina (75%) seguido por la cuenca Austral (16%).

La continuidad en el crecimiento del sector hacia el futuro seguirá limitada por la capacidad de evacuación. En este sentido, los principales proyectos son el Oleoducto Vaca Muerta Sur (VMOS) que permitirá adicionar, en la cuenca neuquina, una capacidad incremental de transporte de crudo de 180 Mbbl/d hacia fines de 2026, 550 Mbbl/d hacia mediados de 2027 y 700 Mbbl/d a partir de 2028. En el caso del gas, la mayor capacidad exportable comenzará en 2027 a través del arribo de unidades flotantes de licuefacción.

Eléctrico

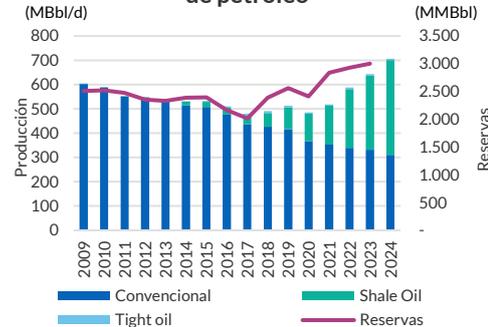
FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos, a pesar de los incrementos tarifarios de 2024. 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.

A diciembre 2024, Argentina contaba con una potencia instalada de 43.351 MW, manteniendo un nivel similar al de diciembre 2023 (43.774 MW). De la potencia instalada total, el 62,4% corresponde a fuentes no renovables, mientras que el 37,6% a fuentes renovables, de acuerdo con la siguiente distribución:

- Fuentes no renovables: Térmico (58,3%) y nuclear (4%).
- Fuentes renovables: Hidráulica (23,4%), eólico (10%), solar (3,9%), biogás (0,2%) y biomasa (0,2%).

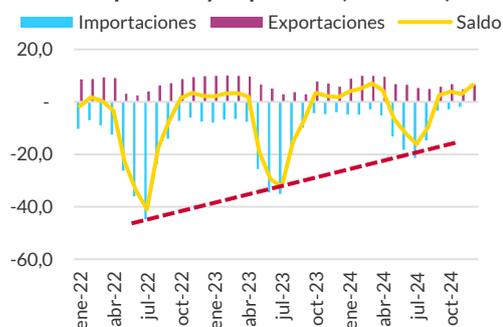
A su vez, la participación sobre la energía generada durante diciembre 2024 se distribuyó de la siguiente manera: generación térmica (48,8%), generación hidráulica (28,5%), otras fuentes de energía renovable (17%) y generación nuclear (5,7%).

Argentina: producción y reservas de petróleo



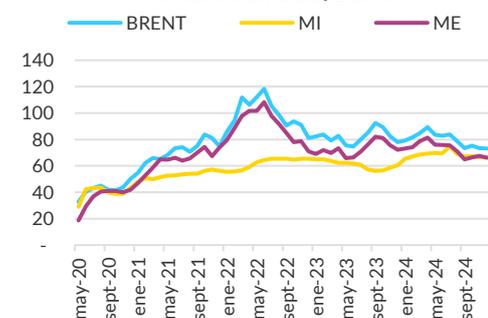
Fuente: Secretaría de Energía

Volúmenes de gas natural importado y exportado (MMm³/d)



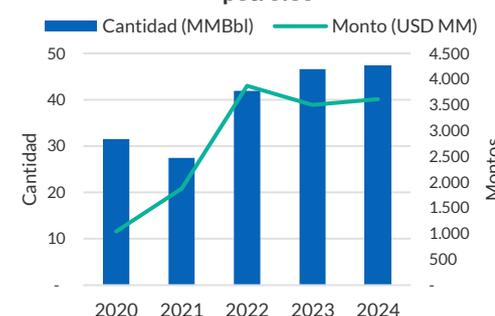
Fuente: Enargas

Precio de Exportación vs. Mercado Interno en USD/barril



Fuente: FixScr en base a Secretaría de Energía

Argentina: Exportaciones de petróleo



Fuente: Secretaría de energía

La principal limitante al crecimiento de fuentes renovables constituye la necesidad de contar con la prioridad de despacho por parte de CAMMESA en un sistema con capacidad de transporte al límite. Adicionalmente, el contexto operacional debilitado con elevadas tasas de interés y restricciones al financiamiento también actúa como limitante al desarrollo del sector.

Factores ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG)

Durante el 2024, CAPEX ha producido su primer informe de sustentabilidad, para el ejercicio finalizado en abril de 2023.

Petróleo y gas

Los principales factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de Oil & Gas incluyen las emisiones efectivas y potenciales de Gases de Efecto Invernadero (GEI) a lo largo de toda la cadena de valor, el historial de incidentes críticos ante fugas y derrames en las operaciones, junto con los programas de prevención y mitigación y los programas de cuidado de la biodiversidad en zonas aledañas. FIX evaluará los riesgos ambientales asociados a la calidad del aire, la gestión del agua (especialmente en zonas de stress hídrico) y el tratamiento de residuos, efluentes y materiales peligrosos. Respecto a los riesgos de Transición Energética, se tienen en consideración los riesgos de demanda y regulatorios asociados a la descarbonización de la economía y la diversificación de la matriz energética. Se analiza la situación actual y planes a futuro hacia los objetivos de Net Zero y el impacto ante la creación de potenciales impuestos de carbono; como así también los porcentajes de generación por tipo de energía y tecnología y la estrategia corporativa en relación con la resiliencia, mitigación y adaptación frente al cambio climático.

En términos sociales, es material para el crédito el análisis de políticas que garanticen la seguridad de las tareas e infraestructuras, la continuidad de las operaciones y la integración con la comunidad, lo cual puede derivar en impactos reputacionales significativos y /o afectación de los flujos operativos. Además, se tienen en consideración los riesgos asociados al incumplimiento de normativas fijadas por agentes reguladores o requerimientos de contrapartes.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la estructura del directorio, la política anticorrupción, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia en la publicación de reportes asociados a la gestión sustentable de la compañía, los compromisos, los incentivos y su trayectoria. También resulta significativo el reporte frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas.

Eléctrico

Los principales factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de Generación de Energía Eléctrica incluyen las emisiones efectivas y potenciales de Gases de Efecto Invernadero (GEI) a lo largo de toda la cadena de valor, la probabilidad de incidentes críticos y programas de cuidado de la biodiversidad en zonas aledañas. A su vez, las compañías del sector se encuentran expuestas a eventos climáticos extremos negativos (interrupción por incendios o fuertes tormentas) y se consideran las medidas de adaptación adoptadas por la empresa. Los riesgos asociados a la calidad del aire, la utilización de combustible, la gestión del agua y el tratamiento de residuos, efluentes y materiales peligrosos y las medidas de protección de la biodiversidad en las instalaciones, resulta material para la calificación.

En términos sociales, se evalúan las prácticas de salud y seguridad en el lugar de trabajo y el bienestar de los empleados, la seguridad de la red eléctrica, la integridad de la infraestructura y la interacción con la comunidad por sus impactos reputacionales significativos. Además, se tienen en consideración los riesgos de mercado asociados a los cambios de tendencia hacia energías y productos bajos en carbono y los riesgos regulatorios asociados a las condiciones de operación fijadas por los agentes reguladores, a la descarbonización de la economía y la diversificación de la matriz energética o el surgimiento de nuevos mercados o impuestos al carbono.

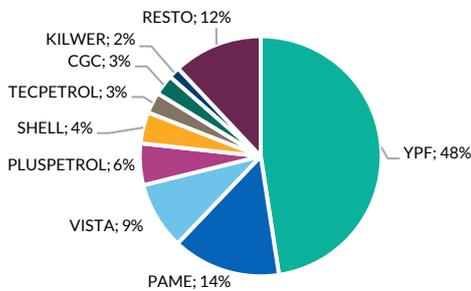
En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la política anticorrupción, la estructura del directorio, incluyendo la independencia, diversidad e idoneidad de sus miembros, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia y la trayectoria de la compañía.

Se analiza el compromiso de la alta gerencia en la implementación de los factores ESG y el plan estratégico a futuro en términos de acción climática.

Posición Competitiva

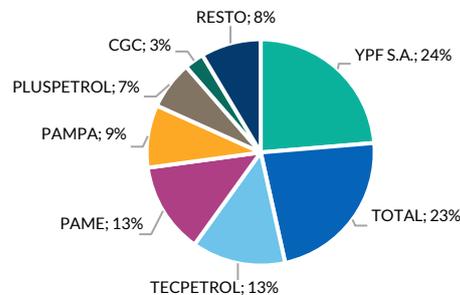
CAPEX se beneficia de la integración vertical de su negocio de generación de energía eléctrica, que le confiere cierto grado de eficiencia a las operaciones de su central térmica de ciclo combinado. La empresa cuenta con reservas de gas propias que utiliza para abastecer la planta, además de un posicionamiento favorable entre los productores locales de menor escala. Según datos de la Secretaría de energía, considerando la producción total acumulada a abril de 2025 en los últimos doce meses, más del 70% de la producción de petróleo está concentrada en tres operadores (YPF S.A. y Pan American Energy SL Sucursal Argentina y Vista Energy SAU), el resto se divide entre operadores de distinto tamaño. Con relación al gas, cerca del 75% de la producción operada, se concentra en YPF S.A., Total Austral, Tecpetrol S.A y Pan American Energy SL Sucursal Argentina.

Argentina: Producción petróleo (LTM. Abril 2025)



Fuente: Secretaría de Energía-Datos por operador

Argentina: Producción gas (LTM. Abril 2025)



Fuente: Secretaría de energía - Datos por

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 (empresa de capitales argentinos enfocada en el negocio energético con operaciones hidrocarburíferas en la Provincia de Chubut).

Perfil Financiero

Rentabilidad

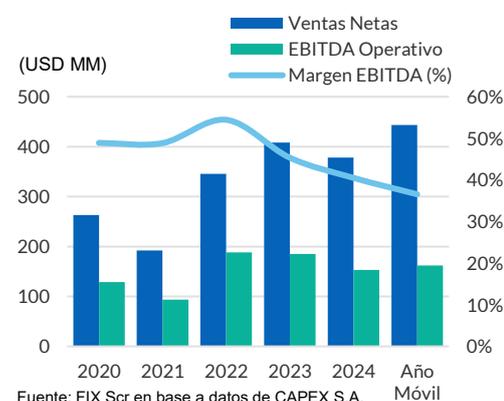
En el año móvil a enero de 2025, CAPEX generó ventas y EBITDA por USD 443 MM y USD 162 MM respectivamente (margen del 36,6%). El EBITDA es generado en un 70% por el segmento de petróleo y gas seguido por el segmento de energía con más del 20% (considerando la energía térmica y renovable).

Desde abril de 2022, la compañía viene mostrando una reducción del margen de EBITDA desde 54,5% a los niveles actuales. FIX estima para cierre fiscal de abril 2025 un EBITDA en niveles cercanos a USD 140 MM con tendencia creciente a partir del 2026 que alcanzaría los USD 170 MM derivados de una mayor escala debido al crecimiento de la producción no convencional con márgenes en torno al 45%.

Flujo de Fondos

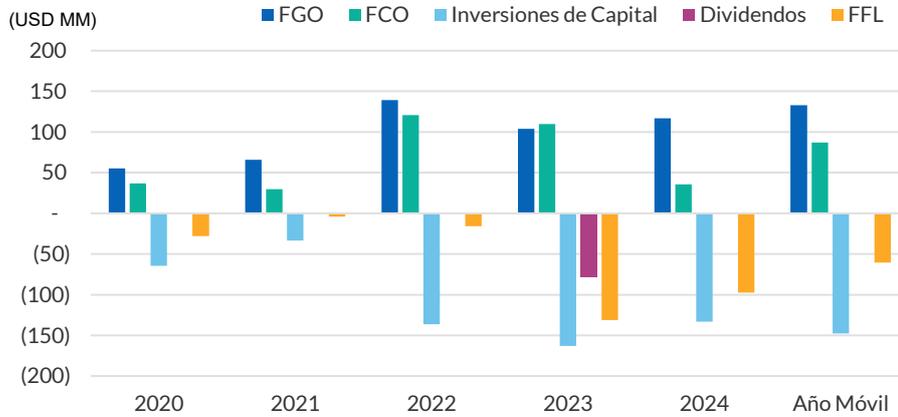
CAPEX finalizó el ejercicio 2024 (abril) con un flujo generado por las operaciones (FGO) de USD 117 millones y un flujo de caja operativo (FCO) de USD 36 millones luego de cubrir mayores necesidades de capital de trabajo (por retrasos en los pagos de CAMMESA) sumado al impacto generado por la Res. 58/2024. Luego de inversiones de capital por USD 133 millones el flujo de fondos libres (FFL) resultó negativo en USD 97 millones. FIX espera un FFL levemente negativo o neutro para los próximos ejercicios.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A.

Flujo de Fondos



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A.

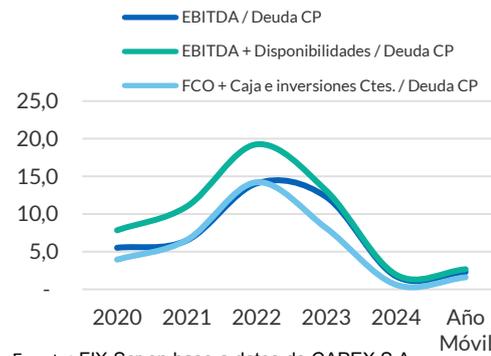
Liquidez y Estructura de Capital

La compañía opera con un ajustado nivel de liquidez y una moderada estructura de capital. A enero 2025, la deuda ascendía a USD 431 MM, de los cuales un 93% (USD 402 MM) corresponden a ON y, dentro de estas, USD 188,8 MM corresponden a las ON Clase V (internacional). Las ON locales se componen de USD 165,6 MM (dólar linked) y ON hard dólar por USD 47,4 MM. A misma fecha, la caja y equivalentes era por USD 26 MM. Para el año móvil a enero 2025, el ratio FCO (año móvil) + caja e inversiones corrientes / deuda de corto plazo asciende a 1,6x.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

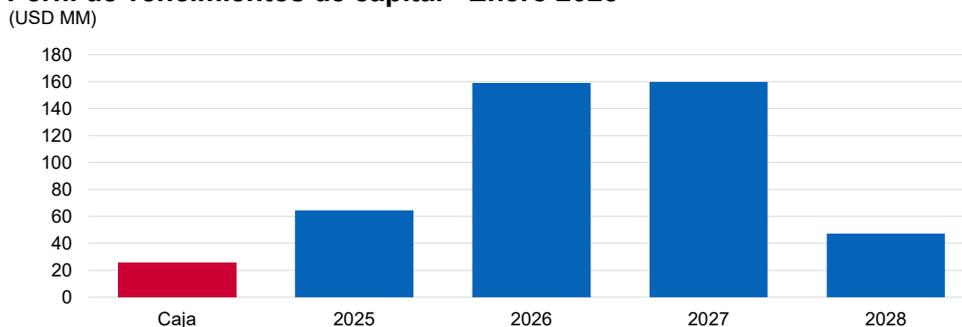
FIX considera que la flexibilidad financiera de CAPEX posee cierta flexibilidad financiera aunque su principal fuente de financiamiento es el mercado de capitales. Su perfil exportador le permite mitigar riesgos ante escenarios adversos. Al 31 de mayo, CAPEX posee vencimientos remanentes por USD 32,6 MM de capital e intereses de ON. Considerando el flujo generado por la compañía (FCO en niveles de USD 80 MM) se requiere que parte de la deuda sea refinanciada. Los vencimientos por capital e intereses de ON para el 2026 y 2027 ascienden a USD 161,5MM y USD 167,3 MM respectivamente.

Indicadores de Liquidez



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A.

Perfil de vencimientos de capital - Enero 2025



Fuente: FIX Scr en base a datos de CAPEX S.A.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Capex S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	ene-25	abr-24	abr-23	abr-22
Período	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	145.170	110.858	181.172	216.315	237.806
Margen de EBITDA	35,0	37,7	40,5	45,3	54,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,6	11,8	22,2	34,1	42,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,1)	(3,6)	(25,7)	(32,1)	(4,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,2	12,2	(9,9)	24,9	11,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,9	3,3	2,8	3,7	7,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,2	3,6	2,4	4,7	8,1
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	1,3	1,0	3,4	5,1
FGO / Cargos Fijos	3,9	3,3	2,8	3,7	7,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0,2	(0,2)	(1,7)	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,5	(0,1)	(1,5)	2,1
FCO / Inversiones de Capital	0,6	0,9	0,3	0,7	0,9
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,6	3,3	2,2	2,1	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,1	3,1	2,6	1,6	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,9	2,9	2,5	1,5	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,1	8,2	18,3	13,8	7,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	16,4	16,4	21,7	5,1	5,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	2,6	3,3	2,2	2,1	1,6
Balance					
Total Activos	1.148.806	1.148.806	1.216.508	1.154.472	1.003.078
Caja e Inversiones Corrientes	26.926	26.926	21.988	14.754	87.871
Deuda Corto Plazo	74.200	74.200	103.578	17.615	16.910
Deuda Largo Plazo	379.358	379.358	374.242	325.541	301.458
Deuda Total	453.558	453.558	477.820	343.156	318.368
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	453.558	453.558	477.820	343.156	318.368
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	453.558	453.558	477.820	343.156	318.368
Total Patrimonio	493.751	493.751	470.039	511.645	464.917
Total Capital Ajustado	947.310	947.310	947.859	854.801	783.286
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	130.478	71.921	138.322	121.505	175.928
Variación del Capital de Trabajo	(50.362)	18.787	(96.049)	6.983	(23.345)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	80.116	90.707	42.273	128.487	152.584
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(134.417)	(101.348)	(157.410)	(190.637)	(172.605)
Dividendos	0	0	0	(91.142)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(54.302)	(10.641)	(115.136)	(153.291)	(20.021)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3.352)	0	(3.352)	92.063	0

Otras Inversiones, Neto	(4.073)	(6.510)	(3.478)	0	25.695
Variación Neta de Deuda	72.311	16.122	138.029	52.032	(27.939)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	10.583	(1.029)	16.062	(9.196)	(22.265)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	415.143	294.145	447.291	477.082	436.685
Variación de Ventas (%)	(7)	(9,85)	(6,24)	9,25	40,32
EBIT Operativo	(32.983)	(18.404)	(3.183)	124.437	129.298
Intereses Financieros Brutos	45.592	30.662	74.991	45.739	29.294
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	101.942	42.944	(48.407)	121.348	51.588

(*) Moneda constante a enero 2025.

Resumen Financiero - Capex S.A.

(millones de USD, año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio USD al Final del Período	1.053,50	1.053,50	876,75	222,58	115,31
Año	Año Móvil	ene-25	abr-24	abr-23	abr-22
Período	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	162	105	153	185	188
Margen de EBITDA	36,6	37,7	40,5	45,3	54,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,7	14,4	22,5	19,6	26,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,7)	(3,6)	(25,7)	(32,1)	(4,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18,5	14,3	(9,8)	25,8	12,8

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,3	3,3	2,2	2,1	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	3,1	2,6	1,6	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,9	2,5	1,5	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,5	9,8	18,2	14,4	8,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	16,4	16,4	21,7	5,1	5,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	2,3	3,3	2,2	2,1	1,6

Balance

Total Activos	1.090	1.090	1.029	987	793
Caja e Inversiones Corrientes	26	26	19	13	69
Deuda Corto Plazo	70	70	88	15	13
Deuda Largo Plazo	360	360	316	278	238
Deuda Total	431	431	404	294	252
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	431	431	404	294	252
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	431	431	404	294	252
Total Patrimonio	469	469	397	438	368
Total Capital Ajustado	899	899	801	731	619

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	133	68	117	104	139
Variación del Capital de Trabajo	(46)	18	(81)	6	(18)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	87	86	36	110	121
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(148)	(96)	(133)	(163)	(136)
Dividendos	0	0	0	(78)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(61)	(10)	(97)	(131)	(16)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3)	0	(3)	79	0
Otras Inversiones, Neto	(5)	(6)	(3)	0	20

Variación Neta de Deuda	78	15	117	45	(22)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	10	(1)	14	(8)	(18)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	443	279	378	408	345
Variación de Ventas (%)	17,2	30,5	(7,3)	18,2	79,9
EBIT Operativo	(28)	(17)	(3)	106	102
Intereses Financieros Brutos	53	29	63	39	23
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	70	41	(41)	104	41

Anexo II. Glosario

- a/a: variación interanual.
- 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.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- CT ADC: Central Térmica Agua del Cajón.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- Farm-out: Acuerdo celebrado por el propietario de uno o más arrendamientos minerales, llamados "farmor", y otra empresa que desea obtener un porcentaje de propiedad de ese arrendamiento o arrendamientos a cambio de prestación de servicios, denominado "farmee".
- FC: Factor de carga. Energía real producida/energía producida si hubiera funcionado todo el tiempo a potencia nominal.
- FGO: Flujo Generado por las Operaciones.
- FCO: Flujo de Caja Operativo.
- FFL: Flujo de Fondos Libre.
- GLP: Gas Licuado de Petróleo.
- GWh: unidad de energía equivalente a mil millones de vatios-hora.
- M: Miles.
- MM: Millones.
- MW: unidad de potencia equivalente a un millón de vatios.
- PAD: delimitación geográfica en donde se realiza la perforación de uno o varios pozos.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase III

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las ON Clase IV
Monto a emitir:	USD 22.433.559
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas y pagaderas en pesos.
Fecha de Emisión:	27/02/2023.
Fecha de Vencimiento:	27/02/2026.
Amortización de Capital:	En una única cuota en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija 0,0% TNA.
Cronograma de Pago de Intereses:	Siendo la Tasa de Interés del 0,0%, las ON no tendrán pagos de intereses.
Destino de los fondos:	(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 del negocio.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Se podrá rescatar a opción del Emisor, en su totalidad y no parcialmente, con una anticipación no mayor a 90 días a la fecha de vencimiento por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos sobre a la fecha del rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase IV

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las ON Clase III.
Monto a emitir:	USD 17.566.441
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas y pagaderas en pesos.
Fecha de Emisión:	27/02/2023.
Fecha de Vencimiento:	27/02/2027.
Amortización de Capital:	En una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Tasa fija 0,0% TNA.
Cronograma de Pago de Intereses:	Siendo la Tasa de Interés del 0,0%, las ON no tendrán pagos de intereses.
Destino de los fondos:	(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 del negocio.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Se podrá rescatar a opción del Emisor, en su totalidad y no parcialmente, con una anticipación no mayor a 90 días a la Fecha de Vencimiento por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos sobre a la fecha del rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase V

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta USD 248 millones.
Monto a emitir:	USD 188.801.600.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares a ser integradas únicamente en especie, mediante la entrega de ON Clase II.
Fecha de Emisión:	25/08/2023.
Fecha de Vencimiento:	25/08/2028.
Amortización de Capital:	8 cuotas semestrales iguales y consecutivas equivalentes al 12,5% del capital.
Intereses:	Tasa fija 9,25% TNA.
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestrales.
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos (ON Clase II).
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Podrán ser rescatadas a opción de la Sociedad a partir de febrero 2025 y hasta febrero 2026 a un valor del 104,625% y de la última fecha en adelante, al 100% de su valor.
Ley Aplicable:	Estado de Nueva York, Estados Unidos.

Obligaciones Negociables Clase VI

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 40 millones, ampliable por hasta USD 70 millones, en forma conjunta con las ON Clase VII.
Monto a emitir:	USD 30.676.500
Precio de la emisión:	116,30%
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas en pesos al tipo de cambio inicial y pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable.
Fecha de Emisión:	07/09/2023
Fecha de Vencimiento:	07/09/2026
Amortización de Capital:	En una única cuota en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija 0,0% TNA
Cronograma de Pago de Intereses:	Siendo la Tasa de Interés del 0,0%, las ON no tendrán pagos de intereses.
Destino de los fondos:	(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 ON, con una anticipación no mayor a 90 días a la Fecha de Vencimiento. En caso de rescate el mismo será por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase VII

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 40 millones, ampliable por hasta USD 70 millones, en forma conjunta con las ON Clase VI.
Monto a emitir:	USD 39.323.500
Precio de emisión:	116,30%
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas en pesos al tipo de cambio inicial y pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable.
Fecha de Emisión:	07/09/2023
Fecha de Vencimiento:	07/09/2027
Amortización de Capital:	En una única cuota en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija 0% TNA
Cronograma de Pago de Intereses:	Siendo la Tasa de Interés del 0,0%, las ON no tendrán pagos de intereses.
Destino de los fondos:	(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 ON, con una anticipación no mayor a 90 días a la Fecha de Vencimiento. En caso de rescate el mismo será por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase VIII

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 60 millones.
Monto a emitir:	USD 47.354.472
Precio de emisión:	100%
Moneda de Emisión:	Las Obligaciones Negociables serán suscriptas e integradas en efectivo a su valor nominal en dólares en Argentina.
Fecha de Emisión:	29/04/2024.
Fecha de Vencimiento:	29/06/2026.
Amortización de Capital:	En una única cuota en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija 5,95% TNA.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	(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:	A su sola opción, en su totalidad y no parcialmente, por cuestiones impositivas. También pueden ser rescatadas a opción de la Emisora a partir de la Fecha de Pago de Intereses del tercer Período de Devengamiento. En caso de rescate, se rescatarán por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos, más cualquier monto adeudado e impago.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase X

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 70 millones, en forma conjunta con las ON Clase IX.
Monto a emitir:	USD 55.599.334
Precio de la emisión:	100%.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares, suscriptas y pagaderas en pesos.
Fecha de Emisión:	05/07/2024.
Fecha de Vencimiento:	05/07/2027.
Amortización de Capital:	En una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	0%
Cronograma de Pago de Intereses:	Siendo la Tasa de Interés del 0,0%, las ON no tendrán pagos de intereses.
Destino de los fondos:	(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 del negocio.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Se podrá rescatar a opción del Emisor, en su totalidad y no parcialmente, con una anticipación no mayor a 90 días a la Fecha de Vencimiento por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos sobre a la fecha del rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

Obligaciones Negociables Clase XI

Monto Autorizado:	VN de hasta USD 40 millones, ampliable por hasta USD 80 millones.
Monto a emitir:	A determinar.
Precio de la emisión:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominadas en dólares en Argentina (dólar MEP)
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	En una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Tasa fija a licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestrales.
Destino de los fondos:	(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 del negocio.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Se podrá rescatar a opción del Emisor, en su totalidad y no parcialmente, con una anticipación no mayor a 90 días a la Fecha de Vencimiento por un importe equivalente al monto de capital no amortizado más los intereses devengados e impagos sobre a la fecha del rescate.
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 09 de junio 2025, confirmó* en Categoría AA(arg) a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **CAPEX S.A.** y los siguientes instrumentos vigentes de la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase III por hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase IV.
- Obligaciones Negociables Clase IV hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 40 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase III.
- Obligaciones Negociables Clase V por hasta USD 248 millones.
- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 40 millones, ampliable por hasta USD 70 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase VII.
- Obligaciones Negociables Clase VII por hasta USD 40 millones, ampliable hasta USD 70 millones, en forma conjunta con las Obligaciones Negociables Clase VI.
- Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 60 millones.
- Obligaciones Negociables Clase X por hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 70 millones.

Asimismo, asignó en categoría AA(arg) la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase XI por hasta USD 40 millones, ampliable por hasta USD 80 millones.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **24 de octubre de 2024** disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

(*) 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 31/01/2025 (9 meses).
- Informe de auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Price Waterhouse & Co. S.R.L.
- Información de gestión de la compañía.
- 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 prospecto de las Obligaciones Negociables Clase III y Clase IV del 16/02/2023 disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de prospecto de las Obligaciones Negociables clase V del 24/07/2023 disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de prospecto de las Obligaciones Negociables clase VI y Clase VII del 01/09/2023 disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de prospecto de las Obligaciones Negociables clase VIII del 22/04/2024 disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de prospecto de las Obligaciones Negociables clase X del 01/07/2024 disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento preliminar de prospecto de las Obligaciones Negociables Clase XI del 9/06/2025, enviado por email el 06/06/2025.

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.