

CAPEX (CAPX)

Informe de Resultados al tercer trimestre, 31 de octubre de 2000

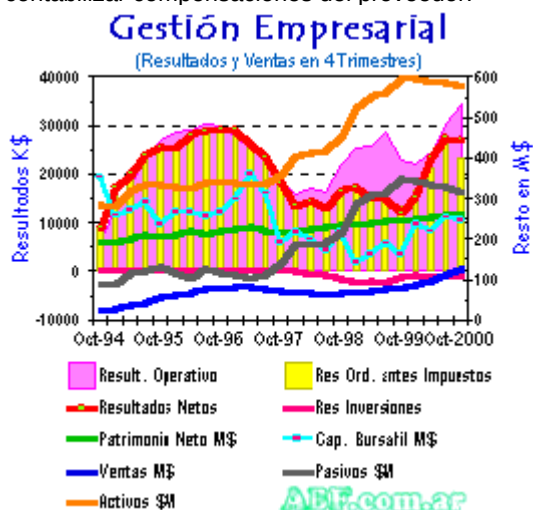
Sus resultados se han opacado como sucedió con las otras empresas del Sector, pero aún no se ha visto todo. Esto, más una situación de bajo volumen bursátil no la hacen atractiva por el momento.

Recomendación: mantener

Como hemos explicado en nuestros artículos anteriores en más detalle, el negocio principal de Capex es la generación eléctrica. Ha implementado un Ciclo Combinado (CC) de 657 MW que entró en servicio comercial en enero'00 concurrentemente con la implementación de la 4ta línea de transmisión desde el Comahue. Otros negocios son:

- Explotación de hidrocarburos
- Procesamiento de gas
- Gasoducto del Pacífico (gas a Chile) y otros negocios menores

Hay una tendencia a comparar a las distintas generadoras. Si algo hay que destacar en Capex es sobre la implementación no disruptiva y sin problemas posteriores en su CC según los informes de Cammesa, o lo que podemos apreciar a través de los Balances por no contabilizar compensaciones del proveedor.



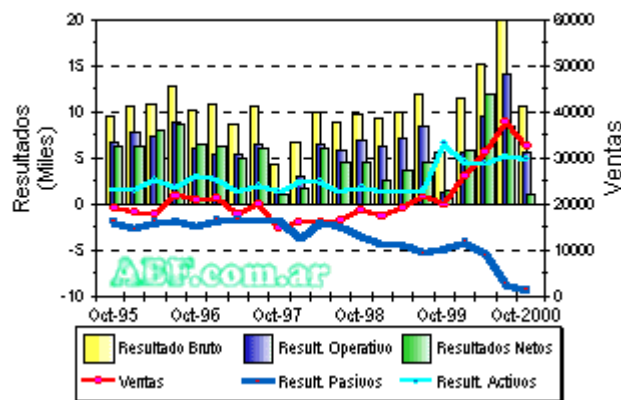
Con el nuevo CC Capex tiene un lugar preferencial para el despacho de energía, dados sus costos marginales declarados. Esto es así porque Capex es en realidad una productora de gas integrada desde la extracción, el procesamiento y el consumo para la generación eléctrica. Esto le permite tener márgenes muy buenos, pero es como si vendiera el gas al precio de la electricidad. Dado este contexto, Capex no ha sido impactada como otras generadoras térmicas por la alta hidraulicidad, aunque ciertamente veremos una importante caída en sus márgenes debido a los menores precios de despacho. Sí ha sufrido por las caídas en los sistemas de transmisión -

que pareciera se hubieran intensificado-, principalmente cuando debe comprar energía para satisfacer sus contratos a término en momentos en que generalmente los precios vuelan.

Balance y Resultados:

Los Resultados Netos de Capex arrojaron una ganancia de \$M 0,9 en el trimestre contra \$M 8,5 del trimestre anterior y \$M 1,4 de igual trimestre anterior. En 4 trimestres ganó \$M 27,0, incluyendo un recupero de Impuesto a las Ganancias de \$M 1,5 y Resultados Extraordinarios de \$M 2,2 contra \$M 27,5 al trimestre anterior y \$M 8,3 un año atrás. Al comparar hacia atrás debemos tener en cuenta que aún no tenemos un año completo con su nuevo CC facturando.

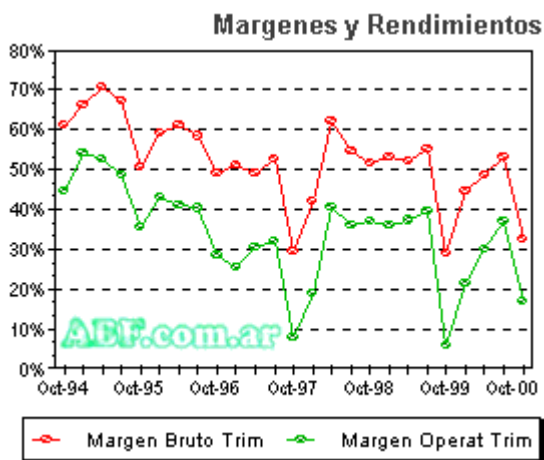
Resultados por Trimestre



Una porción importante de sus Resultados proviene de los no Operativos. Desde hace un año tiene entre \$M 4 a 6 de los Resultados por Activos por Tenencia de Bienes de Cambio, que parcialmente disminuyen los rojos cada vez mayores por sus Resultados por Pasivos. Por ejemplo, de los \$M 27,0 que ganó en los últimos 4 trimestres, \$M 18,8 provienen de sus Resultados por Activos.

Sus Activos muestran una interesante disminución de sus Créditos por Ventas, donde sus Ventas de petróleo deja menos deudas. Esto ha mejorado sensiblemente su ratio de Días de Cobranza, que de 50 días de hace dos años ha mejorado a la mitad.

Sus márgenes mejoraron sensiblemente con la baja hidraulicidad luego de la corriente de "la niña" y luego con la implementación del CC. En el último trimestre -y supuestamente en el próximo- han pasado al otro extremo. Es de esperar que luego recuperen a un nivel intermedio, pues es difícil que los precios retornen a los valores altos anteriores. Su política de asegurar ventas a través de los contratos a término estabiliza sus márgenes, pero es riesgosa cuando hay cortes de transmisión desde el Comahue como ha sucedido en estos últimos tiempos.



La situación del Impuesto a las Ganancias es complicada y difícil de recomponer con la simple exposición de los Balances. Capex amortiza aceleradamente sus usinas impositivamente. Contablemente las amortiza en función a las horas de uso en un período muy extenso: 30 años. Esto le permite reducir su ganancia impositiva (diferiendo el pago de impuestos) e incrementar su ganancia contable por menores impuestos y amortizaciones. Además es elástica de acuerdo a las oportunidades. Tomando período a período, desde el '94 no hubo pagos, pero ganó \$M 136,8 y algún día debería pagar. Pero paralelamente ha aprovechado moratorias para compensar hacia atrás. Por ejemplo hace poco ajustó Resultados de Ejercicios Anteriores a abril'00 por \$M 10,2. Mientras tanto el flujo de fondos le es favorable, principalmente en un momento de altas deudas y cargos por Pasivos. Hay Activos por el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta por \$M 4,1 y que seguramente no van a desperdiciarse.

Por un lado esto simplifica y por otro complica la distribución de dividendos en efectivo, pero dada la deuda actual no es de prever que la empresa pueda retornar a proporcionar efectivo a sus accionistas por un tiempo. Como vemos desde fines del '97 que no se paga dinero contante y sonante. Por el otro lado la Distribución

en acciones limita la posibilidad de hacerlo luego por esta vía.

Fecha	Efectivo	Acciones
08/1995	\$ 0.16723	
11/1995	\$ 0.083621	
08/1996	\$ 0.35114	
07/1997	\$ 0.32687	
10/1997	\$ 0.087975	
10/1999		0.12432%
10/2000		0.17275%

Perspectivas:

Capex ha sido castigada como el resto de acciones del Sector Eléctrico debido a los bajos resultados. Su principal línea de negocios augura que su próximo Balance tendrá características similares.

Desde esa óptica, es posible que el castigo actual continúe. Su volumen bursátil es extremadamente bajo y cada vez pasan más días sin operar. En este contexto la acción solamente sube cuando hay interesados, pero cuando uno debe vender la ley de la Oferta y Demanda es inflexible, por lo que es previsible encontrar mejores precios hacia adelante y una probable mejora de precios en el mediano plazo cuando la situación de sus números mejore. Claro que el mercado no siempre se basa en estos criterios expuestos.

Para el largo plazo es difícil aventurar el momento y el impacto del diferimiento de impuestos del que hablamos. Esto, junto con una situación demorada de pago de dividendos en efectivo le quita interés para este tipo de inversiones.

Las AFJPs poseen un 20% del Capital, una porción importante. No hay por el momento una tendencia definida de compra o de venta. Pero es poco probable que aumenten su posición, y los compradores cruzarán los dedos para que no se desprendan de Capex como lo han hecho con CECO y CEPU.

Cont. Gabriel Castro
<http://www.ABF.com.ar/>
 15 de febrero de 2001

Copyright © de Gabriel Castro. Todos los derechos reservados.
 En base a datos propios, de Economática y Cammesa
 Prohibida su reproducción total o parcial.

El o los autores pueden tener intereses en posición igual o contraria a las opiniones vertidas. Hacemos el mayor esfuerzo por la calidad de los datos provistos, pero damos garantías. Los lectores son los únicos responsables por sus operaciones, aún las basadas en la información provista, por lo que no se asume responsabilidad alguna. Cuando no se exprese el valor, se asumen miles de pesos (\$K). Los informes se expresan generalmente en millones de pesos (\$M).