

Generación Mediterránea S.A. (GEMSA)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase II (Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 40 MM, ampliable a USD 80 MM) **BBB(arg)**

Perspectiva **Estable**

Resumen Financiero

(\$ millones)	Año móvil	
	31/03/19	31/12/18
Total Activos	31.228	31.282
Total Deuda		
Financiera	16.922	17.465
Ingresos	8.293	7.826
EBITDA	5.051	4.630
EBITDA (%)	60.9	59.2
Deuda/ EBITDA	3.4x	3.8x
EBITDA/ intereses	2.8x	2.6x

Criterios

Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analistas

Analista Principal
Gabriela Curutchet - Director Asociado
+54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario
Pablo Cianni - Director Asociado
+54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

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

Factores relevantes de la calificación

Elevado riesgo de ejecución de obras comprometidas: la reducida liquidez, las limitaciones al acceso al financiamiento y el incremento del riesgo de ejecución y terminación de los proyectos en marcha, deterioraron la calidad crediticia de GEMSA y del grupo Albanesi por debajo de lo estimado por FIX. La ralentización de los proyectos implica multas a partir de 2021 y posibles sobre costos. En el corto plazo el grupo se encuentra enfocado en mejorar la liquidez, a través de refinanciación de pasivos bancarios y proveedores y lograr la extensión de los plazos establecidos para la habilitación comercial de los dos proyectos de GEMSA y el proyecto de Generación Centro. Adicionalmente, en el mediano/largo plazo el grupo deberá lograr vender los activos de Generación Centro y conseguir financiamiento adicional por USD 200 millones para finalizar las obras de cierre de ciclo de GEMSA que le permitirán contar con un EBITDA adicional estimado en USD 84 millones.

Estructura Grupo Albanesi: el Grupo Albanesi es un grupo integrado de energía con una capacidad de generación térmica bruta de 1.520 MW (4% de la capacidad del país), un máximo de 12.1 millones de m³/d de gas comercializado (10% de participación), logrando en 2018 un EBITDA aprox. USD 230 MM. GEMSA es la principal compañía generadora del grupo con 900 MW de capacidad bruta (59% del grupo) y un EBITDA en el año móvil a marzo'19 de \$ 5.051 MM (aprox. 60% del grupo).

Generadora de fondos operativos: El 95% del EBITDA de GEMSA proviene de contratos de largo plazo (PPA) con CAMMESA con un plazo promedio de vencimiento de 7 años. El riesgo de abastecimiento es bajo, dado que la compañía accede al gas a través de CAMMESA o de la comercializadora de gas del grupo, Rafael G. Albanesi S.A. A su vez la compañía posee contratos de mantenimiento con los proveedores de las turbinas que le aseguran la disponibilidad exigida por CAMMESA. En el año móvil a marzo'19 el flujo de caja operativo (incluyendo intereses) resultó en \$ 2.324 millones (aprox. USD 53 millones).

Concentración de contraparte: la prolongación de plazos de pago de CAMMESA con la industria a partir de marzo'19 provocó mayores necesidades de capital de trabajo. La reducción de ajustes tarifarios o un salto devaluatorio (a partir de tarifas denominadas en pesos y remuneración a la generación de energía en dólares) podría incrementar el déficit del sector y las necesidades de subsidios gubernamentales, provocando nuevos cambios en las prioridades de pagos de CAMMESA.

Sensibilidad de la calificación

En el corto plazo la compañía deberá refinanciar sus pasivos con proveedores y bancarios y lograr la aprobación de la Secretaría de Energía extender los plazos estipulados para la habilitación comercial de los proyectos vigentes. Un deterioro en la liquidez ya sea por la prolongación de plazos de cobro de CAMMESA o falta de refinanciación bancaria podría producir una baja en la calificación. Adicionalmente, cambios regulatorios que impacten negativamente sobre la generación de fondos de la compañía podrían también implicar una baja en la calificación. La suba será contemplada en caso que la compañía logre el financiamiento para los proyectos y finalice las obras previstas.

Liquidez y estructura de capital

Ajustada liquidez: el grupo Albanesi opera con una ajustada liquidez, a marzo'19 la caja e inversiones era de \$ 117 millones cubriendo el 5% de la deuda de corto plazo (USD 51 millones). En los próximos 18 meses el grupo deberá cancelar vencimientos por USD 100 millones. La emisión de deuda por USD 50/80 MM a largo plazo le permitirá a la compañía mejorar su débil situación de liquidez. A marzo'19 la deuda financiera de GEMSA ascendía a \$ 16.922 millones (aprox. USD 390 millones), el ratio de deuda/EBITDA en el año móvil a marzo'19 resultó en 3.4x y las coberturas de intereses en 2.8x. El 73% de la deuda corresponde a la ON internacional no garantizada con vencimiento julio'2023.

Perfil del Negocio

GEMSA es la principal compañía generadora de energía del Grupo Albanesi, un grupo que se dedica principalmente a la generación de energía y a la comercialización y transporte de gas. No existe una compañía holding que consolide las operaciones del grupo, sin embargo el mismo se maneja de forma centralizada maximizando la rentabilidad del conjunto.

Generación Mediterránea S.A. es la principal generadora del grupo con el 59% de la potencia del grupo y el 63% del EBITDA. GEMSA posee una capacidad bruta de 900 MW más proyectos de expansión por 275 MW.

Central Térmica	Generación Mediterránea					
	Central Maranzana	Central Independencia	Central Ezeiza	Central Riojana	Central La Banda	Central Frías
Ubicación/Provincia	Córdoba	Tucumán	Buenos Aires	La Rioja	Santiago del Estero	Santiago del Estero
Descripción de los equipos	Tres turbinas Pratt & Whitney de 60 MW, dos turbinas Thomassen de 24 MW, dos turbinas Stork de 11 MWh, Dos turbinas Siemens SGT 800 de 50 MW	Dos turbinas Pratt & Whitney de 60 MW c/u, dos turbinas Siemens SGT 800 de 50 MW	Tres turbinas Siemens SGT 800 de 50 MW c/u	Una turbina John Brown de 14 MW y dos marca Fiat de 13 MW C/u. Una turbina Siemens SGT 800 de 50 MW	Dos turbinas duales marca Fiat de 15MW c/u	Una turbina Pratt & Whitney de 60 MW
Combustible	Gas y Gas oil	Gas y Gas oil	Gas Y Gas oil	Gas y gas oil	Gas y gas oil	Gas y gas oil
Acceso al gas	Contratos con RG Albanesi S.A. + CAMMESA	Contratos con RG Albanesi S.A. + CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA
Contratos de Mantenimiento	Contrato de mantenimiento con Pratt & Whitney y con Siemens garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA.	Contrato de mantenimiento con Pratt & Whitney y con Siemens garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA	Contrato de mantenimiento con Siemens garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA	Contrato de mantenimiento con Siemens garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA por la turbina Siemens SGT 800	N/A	Contrato de mantenimiento con PW Power garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA
Eficiencia de las Centrales Kcal/MWh	2250/2383/2300	2403/2300	2300	3800/4100/2300	3800/4100	2383
Capacidad de Generación B	350 MW	220 MW	150MW	90 MW	30MW	60 MW
Contratos con CAMMESA	135 MW	192 MW	138 MW	45 MW	---	55 MW
Energía plus	140 MW	---	---	---	---	---
Energía base	70 MW	---	---	40 MW	30 MW	---

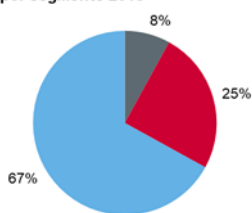
GEMSA posee una buena diversificación geográfica y de equipos, ya que cuenta con 19 turbinas termoeléctricas localizadas en 6 plantas en 5 provincias.

Existe una fuerte concentración de ingresos con CAMMESA, que a dic'18 representaban el 75% de los mismos y 90% del EBITDA. Los contratos a largo plazo denominados en dólares con CAMMESA representan el 67% de los ingresos (SE Res 220/07 y 21/2017) y 86% del EBITDA, y la venta spot con tarifas en dólares (SE Res 1/2019) el 8% y 5% respectivamente. Los contratos de corto plazo con la industria a través de Energía Plus representan el 25% de los ingresos y 9% del EBITDA.

En general el grupo opera con turbinas de eficiencia media. Las centrales térmicas Maranzana, Independencia, Frías, Rosario y la nueva turbina de Riojana poseen una eficiencia media y las turbinas antiguas centrales de Riojana y central La Banda poseen un bajo nivel de eficiencia, despachando solamente en casos de alta demanda de energía. En los últimos meses CAMMESA priorizó para el despacho la eficiencia de las centrales y la cercanía al gas de cuencas más baratas como la neuquina.

El combustible es mayormente provisto por CAMMESA (no contabilizado en los costos) salvo el combustible para la producción de energía destinada a la venta de energía plus que se obtiene a través de los contratos con R.G. Albanesi S.A. Al ser un grupo integrado, en el caso que en el futuro CAMMESA deje de proveer el gas a las centrales, la comercializadora de gas del grupo, Rafael G. Albanesi S.A., podrá abastecer a las mismas. Actualmente, las ventas a las generadoras del grupo Albanesi representan aprox. 26% de los ingresos de RGA.

Ingresos por segmento 2018



■ Energía Base ■ Energía Plus ■ Contratos con CAMMESA

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

El riesgo operativo es bajo ya que todas las centrales con ingresos atados a contratos de venta de potencia y energía, poseen contratos de mantenimiento de largo plazo con los proveedores de las turbinas garantizando la disponibilidad necesaria.

En los últimos tres años la compañía ha realizado inversiones para incrementar su capacidad bruta, la cual ha crecido en 400 MW (80%) hasta 900MW. Las inversiones fueron financiadas con fondos propios y deuda financiera.

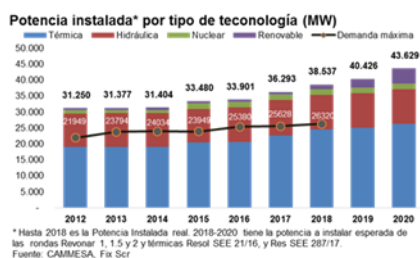
Empresa	Central térmica	Tipo de proyecto	Marco Regulatorio	Capacidad Nominal (MW)	Capacidad PPA (MW)	Precio PPA USD / MW mes	COD	Finalización de PPA
GEMSA	Maranzana	Ciclo abierto	Res. 220/2007	60	45	16.133	sep-10	sep-20
GEMSA	Independencia	Ciclo abierto	Res. 220/2007	120	100	17.155	dic-11	dic-21
GEMSA	Frias	Ciclo abierto	Res. 220/2007	60	56	19.272	dic-15	dic-25
GEMSA	Riojana	Ciclo abierto	Res. 220/2007	50	45	16.790	may-17	may-27
GEMSA	Maranzana	Ciclo abierto	Res. 220/2007	100	90	15.930	jul-17	jul-27
GEMSA	Independencia	Ciclo abierto	Res. 220/2007	50	46	21.900	ago-17	jul-27
GEMSA	Ezeiza	Ciclo abierto	Res. 220/2007	100	93	21.900	sep-17	jul-27
GEMSA	Independencia	Ciclo abierto	Res. 21/2016	50	46	20.440	feb-18	feb-28
GEMSA	Ezeiza	Ciclo abierto	Res. 21/2016	50	47	20.440	feb-18	feb-28

En el segundo semestre de 2017 (Res. 287/2017) la compañía logró la adjudicación de dos proyectos para el cierre de ciclo, que representará un incremento de capacidad de 283MW.

- (1) Central Ezeiza: implica la construcción de una nueva turbina a gas Siemens por 54 MW y dos turbinas de vapor Siemens de 50MW cada uno (Total 154 MW adicionales) permitiendo una central de ciclo cerrado de 304MW total.
- (2) Central Maranzana: se adicionará una turbina a gas de 54MW y una a vapor por 75 MW (total 129 MW) permitiendo una central de ciclo cerrado de 229 MW e incrementando la capacidad de la central de Maranzana a 479MW.

GEMSA firmó dos contratos a 15 años con CAMMESA a un precio por potencia de USD/MW-mes 24.500 cada uno, lo que implica un EBITDA adicional anualizado de aprox. USD 84 millones. La fecha de habilitación comercial comprometida es junio 2020. Se estiman inversiones totales por USD 400 millones.

La ralentización de las obras por falta de financiamiento eleva el riesgo de ejecución y terminación. La compañía necesita lograr financiamiento por USD 200 millones para poder finalizar las inversiones. En caso de no poder finalizar las obras para junio'20 Generación Mediterránea deberá cumplir con multas por un máximo de USD 36 millones que serán exigidas a partir de enero 2021.

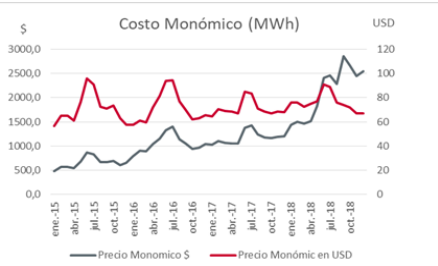


Riesgo del sector

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. Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, dando señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema, el sector eléctrico dependía a dic'18 en un 25% de subsidios públicos. La volatilidad y depreciación del peso aumenta el costo del sistema, que está dolarizado. Dada la débil coyuntura económica, el aumento de tarifas necesario para financiar los mayores costos del sistema está suspendido; esto aumenta la dependencia del sector público para el pago de los compromisos de CAMMESA.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA se elevaron de 40 a un promedio de 50 días. Bajo la actual regulación el riesgo de descalce de moneda es bajo; las facturas son denominadas en dólares pero cobradas en pesos, estableciendo el tipo de cambio 48hs antes del pago.

La Res. SEE N°1/19 (que rige desde marzo 2019 en reemplazo de la Res. n° 19/17) mantiene la dolarización de la remuneración a la generación base, pero reduce los precios entre un 11% y un 37% según el nivel de despacho del último año, penalizando a las máquinas más ineficientes. Esto presiona a los generadores a invertir en equipos más eficientes, para aumentar su nivel de despacho y así incrementar su flujo de caja operativo. Los precios monómicos de generación se han mantenido en un rango de 70 / 75 USD/MWh en los últimos años, y prevemos que continuará en esos valores en los



próximos años, dado que el menor precio por el ingreso de generación con fuentes renovables es compensado por los elevados cargos fijos de los nuevos contratos térmicos de largo plazo, pero con un despacho esperado de energía térmica inferior al histórico (del 67% del total generado en los últimos años, a menos del 60 % a partir de 2020).

Posición competitiva

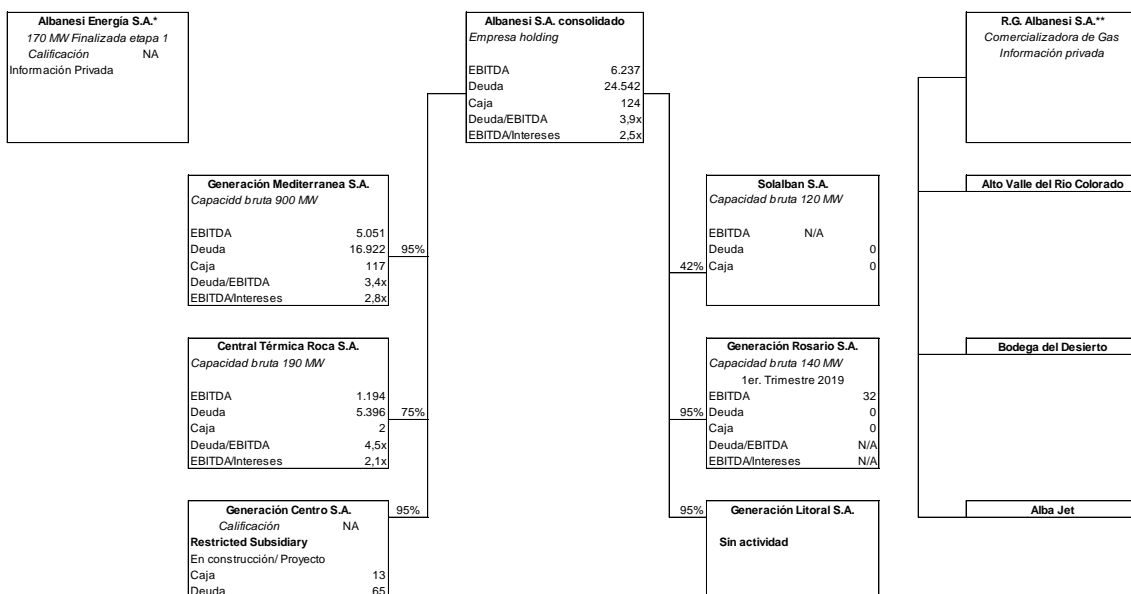
GEMSA tiene el 2.3% de la potencia instalada del país y 3.6% de la potencia térmica. Los contratos por potencia con CAMMESA y con la industria le permiten a la compañía asegurarse un nivel alto de rentabilidad e ingresos.

Administración y calidad de accionistas

El grupo Albanesi está integrado por tres sociedades Albanesi S.A., Rafael G. Albanesi S.A. (RGA) y Albanesi Energía S.A. y sus controladas. El grupo tiene 27 años de experiencia como operadores de gas y 15 como generadores de energía térmica.

RGA es la mayor comercializadora de gas natural del país. En la actualidad RGA ha alcanzado valores máximos diarios del orden de los 12.1 millones de m³/d, lo que representa aprox. el 10% del gas consumido del país.

Grupo Albanesi año móvil a marzo '19 (millones de pesos)



Factores de riesgo

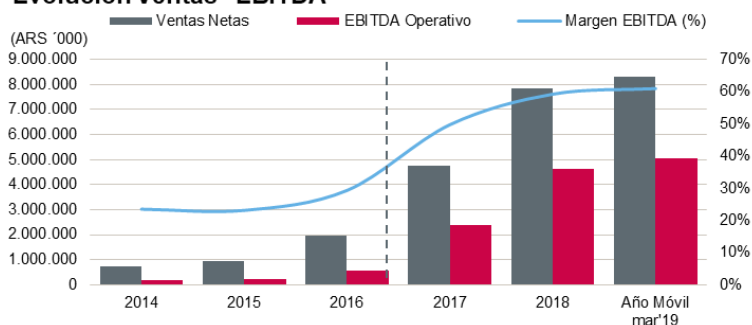
- Riesgo de ejecución de proyectos.
- Riesgo de refinanciación.
- Contratos de Energía Plus de corta duración.
- Concentración de ingresos con CAMMESA
- Sector altamente regulado
- Liquidez ajustada.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En el año móvil a marzo'19 los ingresos de GEMSA ascendieron a \$ 8.293 millones (aprox. USD 190 millones) y el EBITDA a \$ 5.051 millones (aprox. USD 120 millones). El incremento de ingresos y márgenes con respecto a Dic'18 se debe al incremento de capacidad en las centrales de Ezeiza y Maranzana en febrero 2018. Adicionalmente la devaluación de la moneda provocó una mejora en la rentabilidad y márgenes. FIX estima que el EBITDA en 2019 ronde los USD 140 millones.

Evolución Ventas - EBITDA

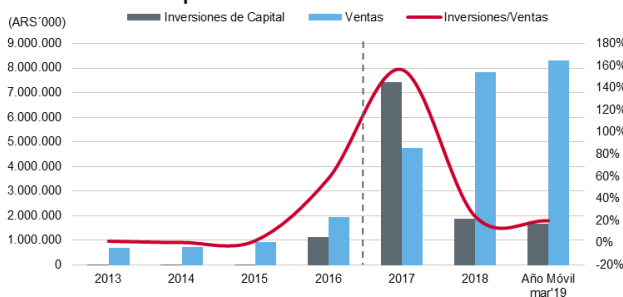


(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
 Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

En el año móvil a marzo'19 el flujo generado por las operaciones (FGO) de GEMSA fue de \$ 3691 millones, que utilizó para financiar el creciente capital de trabajo y las inversiones de capital, ambos crecientes por el incremento en capacidad. Durante el año móvil las inversiones de capital ascendieron a \$ 1.662 millones y el flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 663 millones. En 2019 y 2020 la generación de fondos de la compañía resultará insuficiente para cubrir las necesidades de inversiones asumidas por Generación Mediterránea. La realización de las mismas de acuerdo a los plazos comprometidos dependerá del acceso al financiamiento en el futuro.

Inversiones de Capital



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
 Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

A marzo'19 la deuda financiera de GEMSA ascendía a \$ 16.922 millones (aprox. USD 390 millones), venciendo el 13% en el corto plazo y el 84% en el largo plazo (USD 344 millones). El ratio de deuda/EBITDA del año móvil a marzo'19 (medido en pesos) resultó en 3.4x, y las coberturas en 2.8x.

El 97% del endeudamiento se encuentra denominado en dólares, sin embargo el riesgo de descalce de monedas es bajo ya que la totalidad de los ingresos se encuentran denominados en dólares.

Históricamente GEMSA opera con una liquidez ajustada. A marzo'19 la caja e inversiones eran de \$ 117 millones cubriendo el 5% de la deuda de corto plazo.

Fondeo y flexibilidad financiera

En el pasado la compañía ha demostrado tener buen acceso a los mercados financieros nacionales e internacionales mediante préstamos bancarios y emisión de obligaciones negociables. A partir de agosto'18 el acceso al financiamiento de Albanesi y sus subsidiarias se vio limitado debido al contexto macroeconómico y a la situación puntual del grupo ante la ajustada liquidez y elevadas necesidades de financiamiento para realizar las inversiones. La Co-emisión por USD 40/80 millones le permitirán a la compañía mejorar su liquidez y reducir el riesgo de refinanciación.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a marzo'19 los estados contables al 31/12/2017 y 31/12/2018, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los estados contables al 31/12/2016 y 31/12/2015 se expresan en valores nominales y por lo tanto no son comparables con los expresados en moneda homogénea. Los resultados de Petrolera Pampa se consolidan a partir del 27 de julio de 2016. Por este motivo, la información financiera no es totalmente comparable con años anteriores.

Resumen Financiero - Generación Mediterránea S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	NIIF	NIIF
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)		
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF		
Normas Contables						
Año	Año Móvil	mar-19	2018	2017	2016	2015
Período	Últ. 12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		205,96	184,26	184,26		
Coefficiente de actualización		205,96	205,96	205,96		
Ratio de ajuste		1,00	1,12	1,12		

Rentabilidad

EBITDA Operativo	5.050.898	1.473.950	4.630.100	2.360.694	572.931	215.586
EBITDAR Operativo	5.050.898	1.473.950	4.630.100	2.360.694	572.931	215.586
Margen de EBITDA	60,9	76,1	59,2	49,7	29,3	23,1
Margen de EBITDAR	60,9	76,1	59,2	49,7	29,3	23,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	8,0	12,3	(7,9)	(106,3)	(106,2)	(3,3)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	3,1	3,3	2,8	3,7	(3,6)	1,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	4,0	2,6	4,3	2,9	2,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,8	4,0	2,6	4,3	2,9	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,3	1,6	1,0	1,4	1,2	1,0
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,3	0,6	1,0	1,4	1,2	1,0
FGO / Cargos Fijos	3,1	3,3	2,8	3,7	(3,6)	1,2
FFL / Servicio de Deuda	0,6	0,7	0,2	(2,6)	(3,9)	0,3

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	3,1	3,4	3,5	5,8	(5,3)	2,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	2,9	3,8	5,1	6,5	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,3	2,9	3,7	5,0	5,8	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,4	2,9	3,8	5,1	6,5	1,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	3,3	2,9	3,7	5,0	5,8	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,4	8,6	11,9	7,0	9,8	33,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	13,0	13,0	16,6	9,6	7,7	41,0

Balance

Total Activos	31.227.587	31.227.587	31.281.875	21.551.213	6.857.245	1.532.882
Caja e Inversiones Corrientes	116.893	116.893	345.295	139.645	444.955	3.094
Deuda Corto Plazo	2.206.776	2.206.776	2.896.963	1.155.226	287.621	118.296
Deuda Largo Plazo	14.715.603	14.715.603	14.568.226	10.834.047	3.458.177	170.222
Deuda Total	16.922.378	16.922.378	17.465.189	11.989.273	3.745.798	288.518
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	16.922.378	16.922.378	17.465.189	11.989.273	3.745.798	288.518
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	16.922.378	16.922.378	17.465.189	11.989.273	3.745.798	288.518
Total Patrimonio	7.379.106	7.379.106	7.314.329	4.406.067	1.770.122	699.349
Total Capital Ajustado	24.301.484	24.301.484	24.779.518	16.395.340	5.515.921	987.867

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.691.131	862.018	3.220.721	1.512.173	(907.217)	21.510
Variación del Capital de Trabajo	(1.366.757)	(302.970)	(1.951.564)	868.389	(33.586)	17.062
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.324.373	559.048	1.269.156	2.380.562	(940.804)	38.572
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.661.686)	(320.574)	(1.887.305)	(7.429.276)	(1.134.282)	(17.758)
Dividendos	0	0	0	0	0	(51.401)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	662.687	238.474	(618.148)	(5.048.714)	(2.075.085)	(30.587)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	19.342	0	0
Otras Inversiones, Neto	(547.236)	(343.170)	(312.223)	345.803	(177.177)	0
Variación Neta de Deuda	(846.600)	(426.083)	1.038.382	3.815.759	2.690.205	17.676
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	209.376	243.798	0	0	0	0
Variación de Caja	(521.773)	(286.981)	108.011	(867.810)	437.943	(12.911)

Estado de Resultados

Ventas Netas	8.293.221	1.937.772	7.825.523	4.750.125	1.953.798	932.989
Variación de Ventas (%)	N/A	31,8	64,7	N/A	109,4	27,6
EBIT Operativo	4.053.119	1.175.611	3.622.660	1.864.042	457.471	169.635
Intereses Financieros Brutos	1.796.278	368.383	1.750.677	554.010	197.534	88.876
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(976.290)	226.166	(933.951)	273.634	99.455	41.447

Anexo II Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- 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
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- O&M: Operación y mantenimiento

Anexo III Características de los instrumentos

Obligaciones Clase II (Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones)

Monto Autorizado: por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: dólar

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 48 meses desde fecha de emisión

Amortización de Capital: 10 cuotas trimestrales e iguales comenzando a los 18 meses desde la fecha de emisión

Intereses: tasa fija a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestral

Destino de los fondos: inversiones de capital, refinanciación de deuda comercial y financiera.

Garantías: Aval Albanesi SA, Equipos 8 Turbinas ya instaladas y operando, Flujo de los contratos de venta de capacidad asociados a 6 de las 8 turbinas puestas en garantía y cuenta de Reserva equivalente a dos períodos de interés.

Condiciones de no hacer: limitaciones al endeudamiento adicional en caso que el endeudamiento consolidado resulte menor a 4x hasta el 31/12/2020 y 3,75x desde 01/12/2021 al vencimiento.

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 SCR-** realizado el **24 de julio de 2019** asignó en categoría **BBB(arg)** a las Obligaciones Negociables Clase II, (Co-emisión entre Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones). Se asignó **Perspectiva Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una calidad crediticia buena. Las calificaciones 'BBB' indican que actualmente es baja la expectativa de riesgo crediticio. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera adecuada, si bien cambios adversos en las circunstancias y condiciones económicas tienen mayor posibilidad de afectar esa capacidad. Es la categoría de grado de inversión más baja.

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 agrega "(arg)".

La perspectiva 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores 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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Fuentes

- Balances hasta el 31-03-2019, disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. SRL
- Suplemento de Prospecto de ON Co-emitada por GEMSA, Generación Frías (ahora GEMSA) y CTR, de fecha 12 de Julio 2016 disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Adicional Co-emitada por GEMSA y CTR, de fecha 28 de noviembre 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase VI emitida por GEMSA de fecha 2 de febrero 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Clase VIII emitidas por GEMSA, de fecha 29 de septiembre de 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase I Co-emitidas por GEMSA y CTR, de fecha 29 de septiembre 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase IX todavía no emitidas de fecha 27 de julio 2018, disponible en www.cnv.gob.ar
- Preliminar de Suplemento de Prospecto de la Co emisión entre GEMSA y CTR por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones, provisto por la compañía el 22 de julio 2019.

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 los 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:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://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](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmó 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.