

Generación Mediterránea S.A. (GEMSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
ON Co emisión GEMSA, Generación Frias y CTR por hasta USD 250 MM	BBB(arg)
ON Clase VI por hasta USD 20MM ampliable hasta USD 70MM	BBB(arg)
ON Clase VIII por \$350. MM	BBB(arg)
ON Clase I por USD 20 MM (co-emisión entre GEMSA y CTR), ampliable hasta USD 30 MM	BBB(arg)
ON Adicionales Co-emision GEMSA y CTR por hasta USD 86 MM	BBB(arg)
ON Clase II (Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 40MM, ampliable a USD 80 MM)	BBB(arg)
ON Clase X por hasta USD 35 MM	BBB(arg)
ON Clase III (Co emisión GEMSA Y CTR por hasta USD 31 MM)	BBB(arg)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

	Año móvil	12 meses
(\$ millones)	30/09/19	31/12/18
Total Activos	42.125	34.256
Total Deuda		
Financiera	25.770	19.126
Ingresos	10.007	8.569
EBITDA	6.890	5.070
EBITDA (%)	68.6	59.2
Deuda/ EBITDA	3.8x	3.8x
EBITDA/ intereses	3.4x	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

Factores relevantes de la calificación

Ajustada liquidez: en un contexto macroeconómico adverso el Grupo Albanesi ha demostrado la capacidad para refinanciar su endeudamiento a través de la emisión de ON por USD 80 millones. Sin embargo, FIX considera que bajo el actual contexto de restricciones al financiamiento y mayores tasas, el grupo continua siendo vulnerable al riesgo de refinanciación. El canje de las ON con vencimientos en 2020 le permitirá GEMSA refinanciar parte de su endeudamiento hasta 2021, no obstante la liquidez continuará siendo ajustada y el endeudamiento se mantendrá en niveles cercanos a 4.0x deuda/EBITDA.

Inversiones postergadas: ante la falta de financiamiento el grupo ralentizó la ejecución de los proyectos de cierres de ciclo de GEMSA que implicaban un aumento de capacidad de 283 MW y un EBITDA anualizado de USD 84 millones. CAMMESA extendió los plazos para la habilitación comercial hasta dic'2022 y estipuló multas progresivas a ser pagadas una vez habilitada el ciclo cerrado y una reducción del plazo del contrato proporcional a la demora. A la fecha GEMSA necesita financiamiento adicional por USD 200 millones para finalizar dichos proyectos. Adicionalmente, el proyecto de co-generación de Generación Centro S.A., también se encuentra postergado, el equipamiento ha sido adquirido con deuda financiera, restando financiación por USD 100 millones para la obra civil.

Estable generación de fondos operativos: la generación operativa de GEMSA es estable y predecible proveniente principalmente de los contratos de largo plazo (PPA) con CAMMESA con un plazo promedio de vencimiento de 7 años junto con un reducido riesgo de operación derivado de los contratos de mantenimiento que aseguran la disponibilidad y bajo riesgo de abastecimiento dado que la compañía accede al gas a través de CAMMESA o de la comercializadora de gas del grupo, Rafael G. Albanesi S.A. En el año móvil a sept'19 el flujo de caja operativo (incluyendo intereses) resultó en \$ 3.820.millones.

Riesgo Regulatorio en Alza: FIX considera que el riesgo regulatorio se intensifica ante sucesivos escenarios de fuerte depreciación del peso y continuidad de caída en la actividad económica, lo cual además puede trasladarse a un mayor *riesgo de descalce* entre la deuda en dólares de la mayoría de los emisores del sector si hubiera una pesificación de los ingresos que actualmente están dolarizados. El déficit operacional del sistema eléctrico se incrementó luego de la significativa depreciación del peso en agosto último ante un sistema cuyos costos están denominados en dólares, elevando la exposición a cambios normativos para acortar dichos desbalances.

Incrementado riesgo de contraparte: Luego de la fuerte depreciación del peso, el sector eléctrico vuelve a depender fuertemente de la asistencia del Gobierno Nacional a través de la Secretaría de Energía y las correspondientes transferencias de fondos a CAMMESA, quien actúa como cámara compensadora de la industria. Dichas transferencias no poseen fecha cierta y expone al agente a déficits que podrían provocar atrasos en los pagos a los operadores/generadores.

Sensibilidad de la calificación

Se considerará una baja en la calificación en caso de un deterioro en la liquidez del grupo ya sea por la extensión de plazos de pago de CAMMESA o limitaciones para refinanciar los pasivos. Adicionalmente, cambios regulatorios que impacten negativamente sobre la generación de fondos del grupo podrían también implicar una baja en la calificación

La suba será contemplada en caso que el grupo logre el financiamiento para los proyectos y finalice las obras previstas.

Liquidez y estructura de capital

A sep'19 la deuda financiera de GEMSA ascendía a \$ 25.770 millones (aprox. USD 447 millones) el ratio de deuda/EBITDA 3.8x. Aprox. el 60% de la deuda corresponde a la ON internacional no garantizada con vencimiento julio'2023. La caja e inversiones corrientes eran de \$ 1.200 millones cubriendo el 25% de la deuda de corto plazo.

Perfil del Negocio

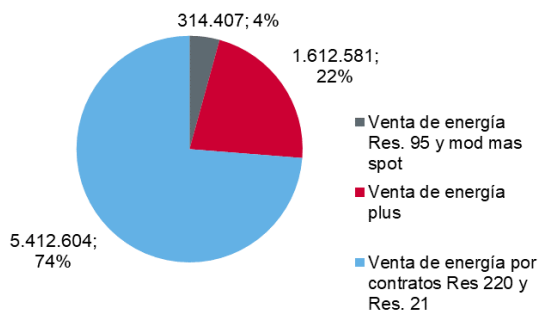
GEMSA es la principal compañía generadora de energía del Grupo Albanesi, un grupo que se dedica principalmente a la generación de energía y a la comercialización y transporte de gas. No existe una compañía holding que consolide las operaciones del grupo, sin embargo el mismo se maneja de forma centralizada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

GEMSA: Ventas por segmento Sept'19 (9 meses)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A sept'19 los ingresos con CAMMESA representaron el 78% y el 90% del EBITDA. El incremento déficit sectorial producto de la devaulación podría implicar retrasaos en los pagos y mayores necesidades de capital de trabajo. 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 22% 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.

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 el segundo semestre de 2017 (Res. 287/2017) la compañía obtuvo la adjudicación de dos proyectos de cierres de ciclo, que implica lograr un incremento de capacidad de 283MW y una elevada eficiencia de equipos que le permitirán obtener un alto nivel de despacho.

- (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 dic 2022. Se estiman inversiones totales por USD 400 millones. La compañía necesita lograr financiamiento por USD 200 millones para poder finalizar las inversiones sin embargo, debido a la falta de financiamiento, GEMSA decidió ralentizar la ejecución de las obras. En caso de no poder lograr la habilitación de equipos en los plazos previstos CAMMESA prevé un esquema de penalidades creciente a ser abonadas luego de la entrada en operación y la reducción proporcional del plazo de contrato.

Riesgo del sector

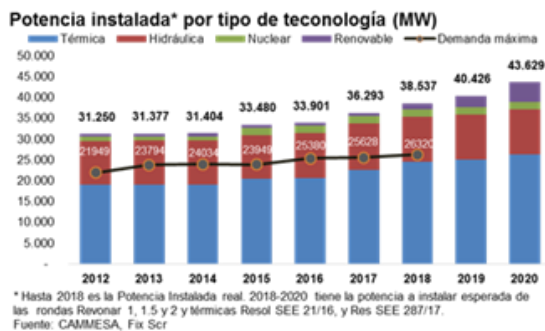
El sector eléctrico dependía a jul'19 en un 25% de subsidios públicos. La fuerte depreciación del peso aumenta el costo del sistema, que está dolarizado. Dada la débil coyuntura económica, el gobierno prorrogó el aumento de tarifas de agosto a enero'20. El sector continua con una dependencia del sector público estimado en aprox. USD 4 mil millones por año para el pago de los compromisos de CAMMESA, que es la principal contraparte de los emisores del sector. El déficit fiscal que esto trae aparejado incrementa mucho las probabilidades de cambios regulatorios en el sector, fundamentalmente en lo que respecta a la remuneración de la Energía sin contrato o Energía Base (mercado spot). FIX no espera que se modifiquen los contratos de largo plazo de los proyectos recientemente adjudicados, pero sí podría haber retrasos en los pagos de CAMMESA, que pueden presionar la liquidez de las compañías y generar demoras en los planes de inversión comprometidos, tanto de renovables como de cierres de ciclo o cogeneración.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan entre 45 y 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 24hs 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).

Con las nuevas licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables, se espera un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2019, con unos 5.000 MW adicionales en energía térmica y otros 4.500 MW en energías renovables. Esto traerá aparejado un incremento en los compromisos de pago de CAMMESA, los que deberían ser compensados por la suba acorde de tarifas y el vencimiento de los contrato bajo resolución CAMMESA 220.



Posición competitiva

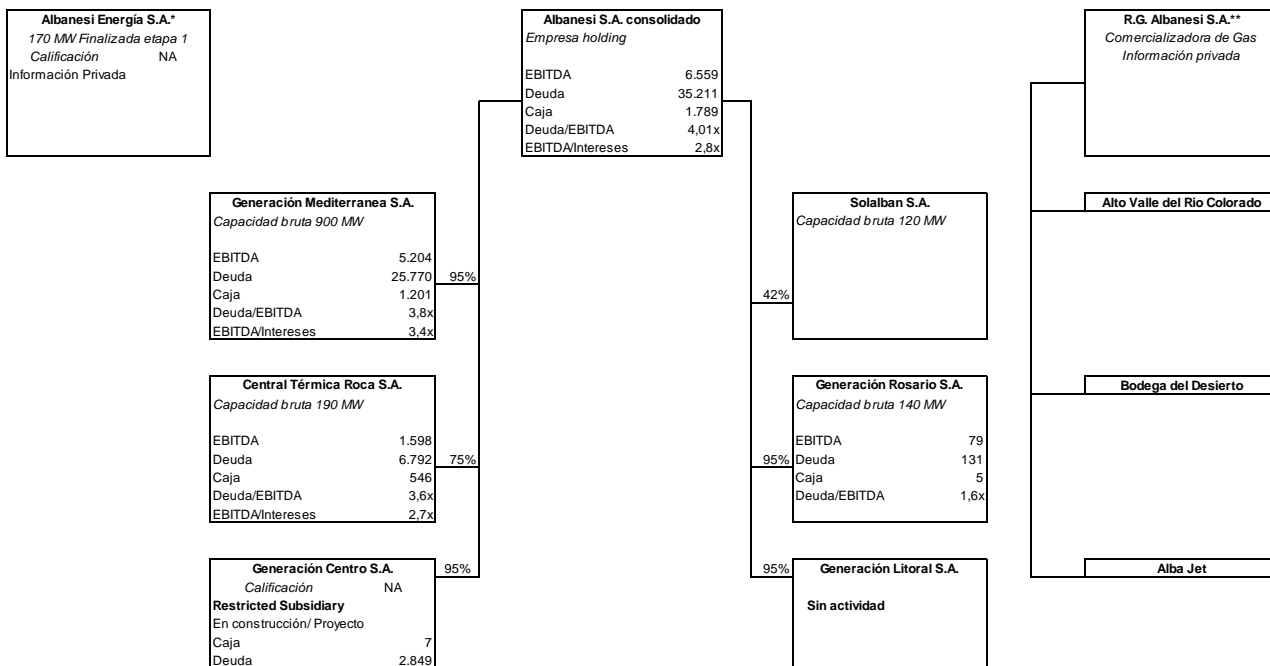
GEMSA tiene el 2.3% de la potencia instalada del país y 3.6% de la potencia térmica. Los contratos por potencia con CAMMESA y con la industria le permiten a la compañía asegurarse un nivel alto de rentabilidad e ingresos.

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 sep'19 (9 meses millones de pesos)



Factores de riesgo

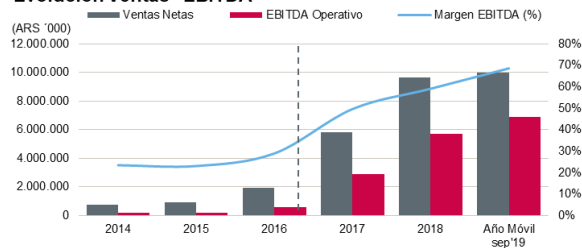
- Riesgo de ejecución de proyectos.
- Riesgo de refinanciación.
- Contratos de Energía Plus de corta duración.
- Concentración de ingresos con CAMMESA
- Sector altamente regulado
- Liquidez ajustada.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En el año móvil a sept'19 los ingresos de GEMSA ascendieron a \$ 10.008 millones y el EBITDA a \$ 6.890 millones versus \$ 9.640 millones y \$ 5.704 millones en 2018 respectivamente. La devaluación de la moneda explica la mejora en la rentabilidad y márgenes. FIX estima que bajo el actual escenario regulatorio el EBITDA anual ronde en aprox. USD 140 millones.

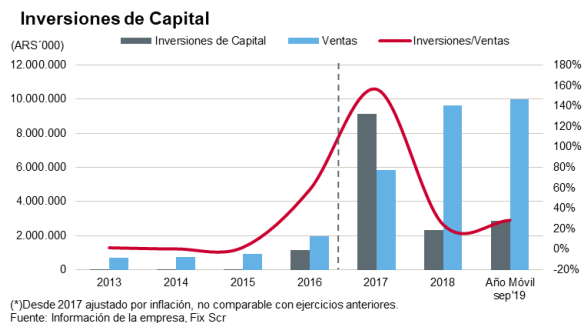
Evolución Ventas - EBITDA



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

Flujo de fondos

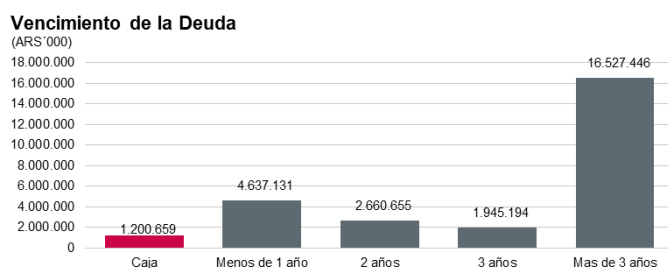
En el año móvil a sept'19 el flujo generado por las operaciones (FGO) de GEMSA fue de \$ 4.955 millones, que utilizó para financiar el creciente capital de trabajo y las inversiones de capital, ambos crecientes por el incremento en capacidad. Durante el año móvil las inversiones de capital ascendieron a \$ 2.846 millones y el flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 975 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.



Liquidez y estructura de capital

A sep'19 la deuda financiera de GEMSA ascendía a \$ 25.770 millones (aprox. USD 447 millones), venciendo el 18% en el corto plazo y el 82% en el largo plazo (USD 367 millones). El ratio de deuda/EBITDA del año móvil a sept'19 (medido en pesos) resultó en 3.8x, y las coberturas en 3.4x.

El 96% 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.



GEMSA opera con una liquidez ajustada. La emisión de USD 80 millones en agosto'19 le permitió mejorar su liquidez, necesaria en un contexto macroeconómico adverso. A sep'19 la caja e inversiones eran de \$ 1.200 millones cubriendo el 25% de la deuda de corto plazo (\$4.637 millones). El canje de ON Clase VI ON Co-emisión clase I le permitirá a la compañía refinanciar su endeudamiento de 2020.

Fondeo y flexibilidad financiera

El actual acceso al financiamiento se encuentra restringido debido a la situación macroeconómica argentina. La refinanciación y/o reestructuración de la deuda soberana limita el acceso al financiamiento de los privados. Bajo dicho contexto GEMSA planea lograr refinanciar su endeudamiento bancario y canjear un elevado porcentaje de sus Obligaciones Negociables con vencimiento en 2020.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a sept'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.

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(*)		
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	sep-19	2018	2017	2016	2015
Período	Últ. 12 meses	Últ. 12 meses	Últ. 12 meses	Últ. 12 meses	Últ. 12 meses	Últ. 12 meses
	(sept'19)	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		253,71	184,26	184,26		
Coefficiente de actualización		253,71	253,71	253,71		
Ratio de ajuste		1,00	1,27	1,27		
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	6.869.901	5.204.370	5.703.633	2.908.043	566.188	215.586
EBITDAR Operativo	6.869.901	5.204.370	5.703.633	2.908.043	566.188	215.586
Margen de EBITDA	68,6	70,9	59,2	49,7	29,0	23,1
Margen de EBITDAR	68,6	70,9	59,2	49,7	29,0	23,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	9,7	(5,2)	(7,9)	(106,3)	(106,2)	(3,3)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,5	3,3	2,8	3,7	(3,6)	1,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,4	3,5	2,6	4,3	2,9	2,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,4	3,5	2,6	4,3	2,9	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	1,1	1,0	1,4	1,2	1,0
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,0	0,9	1,0	1,4	1,2	1,0
FGO / Cargos Fijos	3,5	3,3	2,8	3,7	(3,6)	1,2
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,2	(2,6)	(3,9)	0,3
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	4,0	3,5	5,8	(5,3)	2,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,8	3,7	3,8	5,1	6,6	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	3,5	3,7	5,0	5,8	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,8	3,7	3,8	5,1	6,6	1,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	3,6	3,5	3,7	5,0	5,8	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,4	8,4	11,9	7,4	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 (%)	18,0	18,0	16,6	9,6	7,7	41,0
Balance						
Total Activos	42.125.206	42.125.206	38.534.873	26.548.065	6.857.245	1.532.882
Caja e Inversiones Corrientes	1.200.659	1.200.659	425.355	172.023	444.955	3.094
Deuda Corto Plazo	4.637.131	4.637.131	3.568.651	1.423.077	287.621	118.296
Deuda Largo Plazo	21.133.294	21.133.294	17.946.007	13.346.023	3.458.177	170.222
Deuda Total	25.770.425	25.770.425	21.514.658	14.769.099	3.745.798	288.518
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.770.425	25.770.425	21.514.658	14.769.099	3.745.798	288.518
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.770.425	25.770.425	21.514.658	14.769.099	3.745.798	288.518
Total Patrimonio	6.820.725	6.820.725	9.010.226	5.427.655	1.770.122	699.349
Total Capital Ajustado	32.591.150	32.591.150	30.524.884	20.196.754	5.515.921	987.867
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	4.955.450	3.388.708	3.967.475	1.862.785	(907.217)	21.510
Variación del Capital de Trabajo	(1.135.127)	(1.995.932)	(2.404.053)	1.069.733	(33.586)	17.062
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.820.323	1.392.776	1.563.422	2.932.518	(940.804)	38.572
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.845.550)	(1.774.209)	(2.324.894)	(9.151.824)	(1.134.282)	(17.758)
Dividendos	0	0	0	0	0	(51.401)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	974.773	(381.432)	(761.472)	(6.219.306)	(2.075.085)	(30.587)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	23.827	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.386.721)	(1.045.993)	(384.615)	425.980	(177.177)	0
Variación Neta de Deuda	1.662.880	1.971.193	1.279.141	4.700.478	2.690.205	17.676
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(238.532)	196.777	0	0	0	0
Variación de Caja	1.012.401	740.544	133.054	(1.069.020)	437.943	(12.911)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	10.007.462	7.339.592	9.639.944	5.851.486	1.953.798	932.989
Variación de Ventas (%)	N/A	5,3	64,7	N/A	109,4	27,6
EBIT Operativo	5.327.782	4.172.635	4.462.608	2.296.238	457.471	169.635
Intereses Financieros Brutos	1.996.172	1.466.234	2.156.588	682.462	197.534	88.876
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	5.620.367	(252.246)	(1.150.496)	337.078	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 Negociables Co-emisión por GEMSA, Generación Frías y CTR por hasta USD 250 millones.

El 27 de Julio 2016 GEMSA, Generación Frías y CTR Co-emitieron Obligaciones Negociables bajo las siguientes condiciones:

Monto de emisión: USD 250 millones. (porción de GEMSA incluyendo GFSA USD 180 MM).

Precio de emisión: 98.758%

Tasa de interés aplicable: 9.625%.

Intereses: pagos semestrales.

Vencimiento: 27 de julio 2023.

Amortización: El capital se amortizará en una única cuota al vencimiento.

Garante: Albanesi S.A.

Ley aplicable: Nueva York

Obligaciones Negociables Adicionales Co-emisión Generación Mediterránea S.A. y CTR por hasta USD 86 millones.

El 5 de diciembre 2017 GEMSA, y CTR emitieron Obligaciones Negociables Adicionales bajo las siguientes condiciones:

Monto de emisión: de USD 86 millones.

Tasa de interés aplicable: 9.625%.

Precio de emisión: 110.875%

Intereses: pagos semestrales.

Vencimiento: 27 de julio 2023.

Amortización: El capital se amortizará en una única cuota al vencimiento.

Garante: Albanesi S.A.

Ley aplicable: Nueva York

Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta \$350MM

El 29 de agosto 2017 la compañía emitió las Obligaciones Negociables Clase III bajo las siguientes condiciones:

Monto de Emisión: \$ 312.884.660.

Moneda: Pesos

Tasa de interés aplicable: Tasa Badlar + 5%.

Vencimiento: 29 de agosto 2021.

Intereses: pagos trimestrales.

Amortización: El capital de las Obligaciones Negociables Clase será amortizado en una única cuota al vencimiento.

Integración: en especie mediante canje de ON Clase V, ON Clase II y ON Clase III.

Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 20 MM, ampliable a USD 70 MM

Monto Autorizado: por hasta USD 20 millones, ampliable a USD 70 millones

Monto Emisión: USD34,696,397

Moneda de Emisión: dólar

Fecha de Emisión: 16 de febrero 2017

Fecha de Vencimiento: 16 de febrero 2020

Amortización de Capital: en un único pago al vencimiento.

Intereses: 8% nominal anual

Pago de Intereses: trimestral

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

Garantías: Aval Albanesi SA

Ley aplicable: Argentina

Obligaciones Negociables Clase I (Co emisión por USD 20 MM, ampliable hasta USD 30 MM).

El 11 de octubre 2017 GEMSA co-emitió junto con Central Térmica Roca S.A. las Obligaciones Negociables Clase I bajo el programa de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones) por hasta USD 300.000.000. Las condiciones de las ON son las siguientes:

Emisores: Generación Mediterránea S.A y Central Térmica Roca S.A.

Monto de Emisión: USD 30 millones.

Moneda: dólares

Tasa de interés aplicable: 6.68%.

Vencimiento: 11 de octubre 2020.

Intereses: pagos trimestrales.

Amortización: El capital de las Obligaciones Negociables Clase será amortizado en una única cuota al vencimiento.

Ley aplicable: Argentina.

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: USD 80 millones

Moneda de Emisión: dólar

Fecha de Emisión: 5 de agosto 2019

Fecha de Vencimiento: 5 de mayo 2023

Amortización de Capital: 10 cuotas trimestrales e iguales, el 5 de febrero, 5 de mayo, 5 de agosto y 5 de noviembre de cada año, comenzando el 5 de febrero de 2021 y finalizando en la fecha de vencimiento.

Intereses: 15% nominal anual

Cronograma de Pago de Intereses: el 5 de febrero, 5 de mayo, 5 de agosto y 5 de noviembre de cada año, comenzando el 5 de noviembre de 2019 y finalizando en la fecha de vencimiento.

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 30/06/2020 y 3,75x desde 01/07/2020 al vencimiento.

Obligaciones Clase III (Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 31 millones)

Monto Autorizado: por hasta USD 31 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: dólar

Integración: en especie con canje de Co emisión ON Clase I

Fecha de Vencimiento: abril 2021

Amortización de Capital: 10% del capital se amortizará en octubre 2019 y el 90% al vencimiento.

Intereses: 8% hasta octubre 2020 y 13% desde octubre 2020 hasta el vencimiento.

Cronograma de Pago de Intereses: pagadero trimestrales.

Destino de los fondos: refinanciación de deuda financiera.

Garantías: Aval Albanesi SA

Obligaciones Negociables Clase X por hasta USD 35 MM

Monto Autorizado: por hasta USD 35 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: dólar

Integración: en especie con canje de Obligaciones Negociables Clase VI

Fecha de Vencimiento: 16 de febrero 2021

Amortización de Capital: el 10% de la emisión será cancelado el 16 febrero 2020, el 20% el 16 de agosto 2020 y el 70% restante al vencimiento.

Intereses: 8,5% hasta febrero 2020, 10,5% desde febrero 2020 hasta agosto 2020 y 13% desde agosto 2020 hasta febrero 2021.

Pago de Intereses: trimestral en los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año.

Destino de los fondos: refinanciación de deuda financiera.

Garantías: Aval Albanesi SA

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 SCR-** realizado el **22 de noviembre de 2019 confirmó* en categoría BBB(arg)** a la calificación de Emisor y a los siguientes instrumentos emitidos por Generación Mediterránea S.A.:

- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 20 millones, ampliable hasta USD 70 millones.
- Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta \$ 350 millones.
- Obligaciones Negociables Clase I por USD 20 millones (Co-emisión Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A.), ampliable hasta USD 30 millones.
- Obligaciones Negociables Co-emisión por Generación Mediterránea S.A, Generación Frias S.A. (fusionada con GEMSA) y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 250 millones.
- Obligaciones Negociables Adicionales Co-emisión Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 86 millones.
- Obligaciones Negociables Clase II por hasta USD 40 millones, (Co emisión GEMSA Y CTR) ampliable a USD 80 millones.

Asimismo asignó en **categoría BBB(arg)** a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía.

- Obligaciones Negociables Clase X por hasta USD 35 millones.
- Obligaciones Negociables Clase III por hasta USD 31 millones (Co emisión GEMSA y CTR).

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.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances hasta el 31-09-2019, disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. SRL
- Suplemento de Prospecto de ON Co-emitida 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-emitida 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
- Suplemento de Prospecto de las Co emisión entre GEMSA y CTR por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones, de fecha 30 de junio 2019, disponible en www.cnv.gov.ar
- Preliminar de Suplemento de Prospecto de las ON Clase III Co emisión entre GEMSA y CTR por hasta USD 30 millones, provisto por la compañía el 21 de noviembre 2019.
- Preliminar de Suplemento de Prospecto de las ON Clase X por hasta USD 35 millones, provisto por la compañía el 21 de noviembre 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.