Generación Mediterránea S.A. (GMSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor largo plazo	BBB(arg)
ON Co emisión por hasta USD 250 MM	BBB(arg)
ON Clase VIII por $350. MM	BBB(arg)
ON (co-emisión) Clase I por USD 20 MM, ampliable a USD 30 MM	BBB(arg)
ON Adicionales Co- emision por hasta USD 86 MM	BBB(arg)
ON (Co-emisón) Clase II por hasta USD 40MM, ampliable a USD 80 MM)	BBB(arg)
ON Clase X por hasta USD 35 MM	BBB(arg)
ON (Co-emisión) Clase III por hasta USD 31 MM)	BBB(arg)
Perspectiva	**Negativa**
Emisor Corto plazo	A3(arg)
ON Clase XI por USD 10 MM, ampliable a USD 30 MM	A3(arg)
ON Clase XII por USD 10 MM, Ampliable a USD 30 MM	A3(arg)

Resumen Financiero

	Año móvil	12 meses
($ millones)	31/03/20	31/12/19
Total Activos	51.887	51.965
Total Deuda Financiera	27.990	28.876
Ingresos	11.631	11.866
EBITDA	8.197	8.383
EBITDA (%)	70.5	70.7
Deuda/ EBITDA	3.4x	3.4x
EBITDA/ intereses	3.0x	3.4x

Criterios

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

FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings).

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

Perspectiva Negativa: la perspectiva negativa asignada a las calificaciones de largo plazo refleja la vulnerabilidad del Grupo Albanesi ante un incremento del riesgo regulatorio y de contraparte, derivadas de las mayores restricciones fiscales que enfrenta el gobierno nacional para cubrir el déficit del sector, junto con una ajustada posición de liquidez del Grupo y exigidos vencimientos en 2021. CAMMESA es la contraparte principal de las empresas del sector. El congelamiento de tarifas unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras amplifica la dependencia de CAMMESA a las transferencias no programadas del estado nacional para cumplir con los compromisos. El plazo de pago se incrementó a 85 días desde los 50 días promedio durante 2019. FIX estima que un retraso de otros 30 días exigirá al grupo a financiar USD 10 MM adicionales de capital de trabajo.

Elevado riesgo regulatorio: el déficit del sector a dic'19 era del 35%. Durante el año 2020, los cambios regulatorios para reducir los costos del sistema, incluyeron la pesificación de la remuneración de la energía base (67% de la energía total del sistema) y la suspensión de los ajustes mensuales por inflación. La Res.31/20 redujo la remuneración en promedio un 15% para la generación térmica y un 45% para las hidroeléctricas, y estipulaba un ajuste mensual por inflación, que por el momento quedó suspendido. Dicha regulación no tiene un reducido impacto para GMSA ya que sus ingresos y EBITDA provienen mayoritariamente de los contratos de largo plazo. FIX no contempla en la calificación modificaciones en los contratos de largo plazo con CAMMESA de compra de electricidad (generación térmica y de renovables), los cuales serían eventos evaluados en caso de ocurrencia.

Ajustada liquidez: FIX considera que la liquidez de GMSA es ajustada. En 2021, asumiendo un rollover de su deuda bancaria total, la compañía presentará un servicio de deuda por aproximadamente USD 140 millones y una generación de fondos libres estimada en USD 100 millones, lo que la expone a un mayor riesgo de refinanciación.

Buenos fundamentos operativos: la generación operativa del grupo Albanesi, proveniente de los contratos de largo plazo (PPA) con CAMMESA, ha sido estable y predecible, con un plazo promedio de vencimiento de 6 años. Adicionalmente, los contratos de mantenimiento con los proveedores de las turbinas que aseguran la disponibilidad exigida por CAMMESA, reduciendo el riesgo operacional. Las subsidiarias de Albanesi poseen una capacidad de 1230 MW más 120 MW de la vinculada Solalban, GMSA representa el 73% de la capacidad del grupo. El EBITDA normalizado anual de Albanesi consolidado se estima en aprox. USD 165 millones y el de GMSA en USD 130 millones, (81% del grupo).

Sensibilidad de la calificación

La calificación actual no contempla posibles modificaciones en los contratos de largo plazo de compra de electricidad. La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro en la liquidez del grupo ya sea por la extensión de plazos de pago de CAMMESA, modificaciones a los contratos PPA, o limitaciones para refinanciar los pasivos corrientes. FIX no observa una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y estructura de capital

A mar'20 la deuda financiera del grupo Albanesi ascendía a $ 37.781 millones (aprox. USD 598 millones). La caja e inversiones corrientes eran de $ 1.019 millones cubriendo el 16% de la deuda de corto plazo. A dicha fecha a deuda financiera de GMSA ascendía a $ 27.990 millones (USD 443 millones), representando el 74% del endeudamiento del grupo y el ratio de deuda/EBITDA año móvil medido en pesos 3.4x. FIX analiza el grupo en su conjunto debido al manejo centralizado del mismo por parte de los directores y la estructura de deuda con co-emisiones y garantías entre compañías.

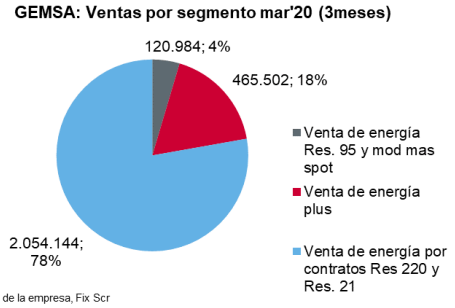
Perfil del Negocio

GMSA 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. GMSA posee una capacidad bruta de 900 MW más proyectos de expansión aprobados pero demorados por 275 MW debido a limitaciones al financiamiento.

	Generación Mediterranea					
Central Térmica	**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 disponiblidad 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 Bı	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	---

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



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A marzo'20 los ingresos con CAMMESA representaron el 82% y más del 90% del EBITDA. Los contratos a largo plazo denominados en dólares con CAMMESA representan el 78% de los ingresos (SE Res 220/07 y 21/2017) y mas del 85% del EBITDA. Los contratos de corto plazo con la industria a través de Energía Plus representaron el 18% de los ingresos y 8% del EBITDA.

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. 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. Adicionalmente las central de tecnología Pratt & Whitney comienzan a despachar (picking), logrando una gran ventaja ante saltos en la demana.

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. 12% 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. A la fecha la compañía compro los equipos pero no comenzó las obras civiles por limitaciones al financiamiento.

(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.

GMSA 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. 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

Riesgo de contraparte con CAMMESA: El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos, del orden del 35% del costo del sistema. Aún con la baja del costo de generación, tras la reducción de la remuneración base y del costo de combustible, el congelamiento de tarifas de Distribución mantiene la dependencia de CAMMESA de la asistencia del Tesoro Nacional, a fin de poder hacer frente a sus compromisos. Las mayores restricciones fiscales del gobierno, por efecto del COVID-19, podrían implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte. CAMMESA viene teniendo cada vez más retrasos en los pagos, pasando en los últimos meses de los 50 días promedio de 2019 a unos 85 días en las últimas transacciones. Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo de la compañía. Una demora de 30 días podría implicar necesidades de capital de trabajo para el Grupo Albanesi por USD 10 millones.

Riesgo regulatorio: Es inherente a todo el sector energético e implica un potencial cambio de reglas con el fin de reducir los subsidios, que pueden impactar en la rentabilidad de la compañía. FIX considera que la remuneración a la energía base está más expuesta a cambios de reglas que la energía contractualizada. FIX no contempla en su caso base la revisión/ cancelación o suspensión de los contratos con CAMMESA.

Limitado acceso al financiamiento: La debil situación fiscal y monetaria macroeconmica condiciona el ambiente para operar. Un crecimiento de inflación, la suba de tasas o un deterioro en la liquidez del sistema bancario local, podría debilitar el acceso al crédito, incrementando el riesgo de refinanciación del sector.

Posición competitiva
GMSA 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.

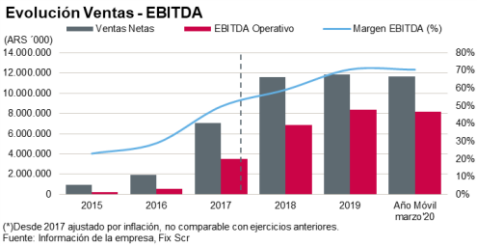
Factores de riesgo

- 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.

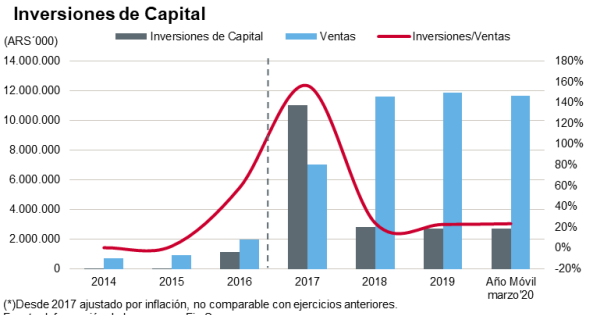
Perfil Financiero

Rentabilidad

En el año móvil a marzo'20 los ingresos de GMSA ascendieron a $ 11.6631 millones y el EBITDA a $ 8.197 millones versus $ 11.631 millones y $ 8.383 millones en 2019 respectivamente. El crecimiento del tipo de cambio menor a la inflación explica la caída del 2% en la rentabilidad. FIX estima que bajo el actual escenario regulatorio el EBITDA anual ronde en aprox. USD 140 millones.



Flujo de fondos
En el año móvil a marzo'20 el flujo generado por las operaciones (FGO) de GMSA fue de $ 6.171 millones, que utilizó para financiar el creciente capital de trabajo que resultó negativo en $ 3.188 producto de la extensión de los plazos de cobro por parte de CAMMESA y las inversiones de capital ($ 2.730 millones). En 2020 el flujo libre de fondos dependerá de los plazos de pago de CAMMESA. Asumiendo los actuales días de pagos (cercanos a 85 días), los fondos generados por la compañía serán suficientes para cumplir con los pagos de capital y logar un flujo de fondos neutro/positivo.

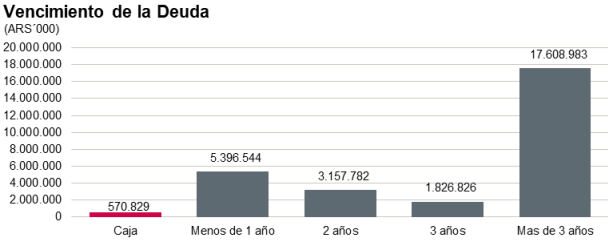


(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

A marzo'20 la deuda financiera de GMSA ascendía a $ 27.990 millones (aprox. USD 443 millones), venciendo el 19% en el corto plazo y el 81% en el largo plazo (USD 357 millones). El ratio de deuda/EBITDA del año móvil a marzo'20 (medido en pesos) resultó en 3.4x, y las coberturas en 3.0x.

El 93% 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.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

GMSA opera con una liquidez ajustada. La emisión en el mercado local por USD 10 millones, ampliable a USD 30 millones, le permitirá lograr liquidez, necesaria en un contexto macroeconómico adverso. A mar'20 la caja e inversiones era de $ 570 millones cubriendo el 11% de la deuda de corto plazo ($5.397millones).

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 GMSA planea lograr seguir refinanciando su endeudamiento bancario y poder logar realizar emisiones de corto para cumplir con los compromisos en 2020-2021.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a mar'209 los estados contables al 31/12/2017, 31/12/2018 y 31/12/2019, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los estados contables al 31/12/2016 se expresan en valores nominales y por lo tanto no son comparables con los expresados en moneda homogénea.

Resumen Financiero - Generación Mediterranea S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil Últ. 12 meses	mar-20	2019	2018	2017	2016
Período	(mar '20)	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coeficiente de fecha de cierre		305,55	283,44	283,44	184,26	
Coeficiente de actualización		305,55	305,55	305,55	305,55	
Ratio de ajuste		1,00	1,08	1,08	1,66	
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	8.197.437	2.000.745	8.383.398	6.869.072	3.502.252	566.188
EBITDAR Operativo	8.197.437	2.000.745	8.383.398	6.869.072	3.502.252	566.188
Margen de EBITDA	70,5	75,8	70,7	59,2	49,7	29,0
Margen de EBITDAR	70,5	75,8	70,7	59,2	49,7	29,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,2	11,6	2,5	(15,8)	(106,3)	(106,2)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,3	2,6	3,5	2,5	3,7	(3,6)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,0	2,6	3,4	2,6	4,3	2,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,0	2,6	3,4	2,6	4,3	2,9
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,9	1,3	1,0	1,4	1,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,0	0,3	1,3	1,0	1,4	1,2
FGO / Cargos Fijos	3,3	2,6	3,5	2,5	3,7	(3,6)
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,5	0,4	0,1	(2,6)	(3,9)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,2	3,5	3,3	4,0	5,8	(5,3)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	3,5	3,4	3,8	5,1	6,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,3	3,4	3,3	3,7	5,0	5,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,4	3,5	3,4	3,8	5,1	6,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,3	3,4	3,3	3,7	5,0	5,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,5	10,5	9,7	11,9	7,6	9,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	19,3	19,3	14,4	16,6	9,6	7,7
Balance						
Total Activos	51.886.715	51.886.715	51.964.975	46.408.810	31.972.704	6.857.245
Caja e Inversiones Corrientes	570.829	570.829	947.744	512.269	207.173	444.955
Deuda Corto Plazo	5.396.544	5.396.544	4.170.255	4.297.843	1.713.858	287.621
Deuda Largo Plazo	22.593.591	22.593.591	24.706.681	21.612.963	16.073.052	3.458.177
Deuda Total	27.990.136	27.990.136	28.876.936	25.910.806	17.786.910	3.745.798
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	27.990.136	27.990.136	28.876.936	25.910.806	17.786.910	3.745.798
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	27.990.136	27.990.136	28.876.936	25.910.806	17.786.910	3.745.798
Total Patrimonio	10.730.437	10.730.437	9.981.169	10.851.310	6.536.703	1.770.122
Total Capital Ajustado	38.720.572	38.720.572	38.858.105	36.762.116	24.323.613	5.515.921
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	6.171.377	1.249.395	6.200.844	3.859.938	2.243.412	(907.217)
Variación del Capital de Trabajo	(3.187.712)	(445.264)	(3.191.925)	(2.895.280)	1.288.315	(33.586)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.983.665	804.131	3.008.919	964.658	3.531.727	(940.804)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.730.236)	(497.057)	(2.708.772)	(2.799.946)	(11.021.841)	(1.134.282)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	253.429	307.074	300.147	(1.835.288)	(7.490.114)	(2.075.085)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	28.696	0
Otras Inversiones, Neto	(2.334.963)	(239.421)	(2.604.658)	21.989	513.022	(177.177)
Variación Neta de Deuda	2.373.285	(379.375)	2.120.537	1.540.511	5.660.940	2.690.205
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(138.326)	0	223.364	433.030	0	0
Variación de Caja	153.424	(311.722)	39.390	160.242	(1.287.456)	437.943
Estado de Resultados						
Ventas Netas	11.631.388	2.640.630	11.865.576	11.609.701	7.047.137	1.953.798
Variación de Ventas (%)	N/A	(8,1)	2,2	64,7	N/A	109,4
EBIT Operativo	6.575.446	1.547.752	6.771.793	5.374.465	2.765.435	457.471
Intereses Financieros Brutos	2.708.216	776.536	2.478.202	2.597.250	821.912	197.534
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.640.343	749.267	1.226.608	(1.385.580)	405.954	99.455

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
- Grupo Albanesi: Albanesi S.A. y sus subsidiarias (Generación Mediterranea S.A. Central Termica Roca y TR y Central Tërmica Rosario).

Anexo III. Características de los instrumentos

Obligaciones Negociables Co-emisión por GMSA, Generación Frías y CTR por hasta USD 250 millones.

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

Monto de emisión: USD 250 millones. (Porción de GMSA 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 GMSA, 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 I (Co emisión por USD 20 MM, ampliable hasta USD 30 MM).

El 11 de octubre 2017 GMSA 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. (Saldo actual USD 4.521.000)
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: invesiones 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 30 millones)

Monto Autorizado: por hasta USD 31 millones
Monto Emisión: 25,730,782
Moneda de Emisión: dólar
Integración: en especie con canje de Co emisión ON Clase I
Fecha de Vencimiento: 11 abril 2021
Amortización de Capital: 10% del capital se amortizará en octubre 2019 y el 90% al
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: 28,056,118. Saldo actual USD 25,333,506
Moneda de Emisión: dólar
Integración: en espec ie 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 hast febrero 2021.
Pago de Intereses: trimestral en febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año.
Destino de los fondos:refinanciación de deuda financiera.
Garantías: Aval Albanesi SA
Ley aplicable: Argentina

Obligaciones Negociables Clase XI por hasta USD 10 MM, ampliable a USD 30 MM

Monto Emisión: valor nominal por USD 10 millones, ampliable hasta USD 30 millones.
Moneda de Emisión: denominados en dólares y pagaderas en pesos al tipo de cambio
Integración: en efectivo
Fecha de Vencimiento: 12 meses desde la fecha de emsión
Amortización de Capital: en un unico pago al vencimiento.
Intereses: a determinar.
Pago de Intereses: trimestral
Destino de los fondos:refinanciación de deuda financiera y financiación de capital de trabajo.
Garantías: Aval Albanesi SA
Ley aplicable: Argentina

Obligaciones Negociables Clase XII por hasta USD 10 MM, ampliable a USD 30 MM

Monto Emisión: valor nominal por USD 10 millones, ampliable a USD 30 millones.
Moneda de Emisión: pesos
Integración: en efectivo
Fecha de Vencimiento: 12 meses a partir de la fecha de emisión.
Amortización de Capital: la ON será amortizable en dos cuotas consecutivas, la primera por un monto equivalente al 30% del valor nominal pagadera a los 3 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación y la seguna por un monto equivalente al 70% del valor nominal pagadera a los 6 meses contados desde la fecha de emisión y liquideación.
Intereses: Badlar Privada + margen de corte.
Pago de Intereses: trimestral.
Destino de los fondos:refinanciación de deuda financiera y financiación de capital de trabajo.
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 Nº9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX SCR-** realizado el **10 de junio de 2020 confirmó* en categoría BBB(arg)** a la calificación de Emisor de largo plazo y a los siguientes instrumentos emitidos por Generación Mediterranea S.A.:

- Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta $ 350 millones.
- Obligaciones Negociables (Co-emisión*) Clase I por USD 20 millones, ampliable hasta USD 30 millones.
- Obligaciones Negociables (Co-emsión*) por hasta USD 250 millones.
- Obligaciones Negociables Adicionales (Co-emision*) Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 86 millones.
- Obligaciones Negociables (Co-emisión*) Clase II por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones.
- Obligaciones Negociables Clase X por hasta USD 35 millones.
- Oblitaciones Negociables (Co-emisión*) Clase III por hasta USD 31 millones.

Las co-emsiones son emitidas entre Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A.

La **Perspectiva es Negativa.**

Asimismo, se asignó en categoría **A3(arg)** a la calificación de emisor de corto plazo y las Obligaciones Negociables Clase XI por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 30 millones y Obligaciones Negociables Clase XII por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 30 millones a ser emitidas por la compañía. En su conjunto las ON Clase XI y Clase XII no pueden superar los USD 30 millones.

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.

Categoría A3(arg): indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

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 31-03-2020, 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 GMSA, Generación Frías (ahora GMSA) y CTR, de fecha 12 de Julio 2016 disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Adicional Co-emitida por GMSA y CTR, de fecha 28 de noviembre 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Clase VIII emitidas por GMSA, de fecha 29 de septiembre de 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase I Co-emitidas por GMSA 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 GMSA y CTR por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones, de fecha 30 de junio 2019, disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase III Co emisión entre GMSA y CTR por hasta USD 30 millones, de fecha 22 de noviembre 2019, disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase X por hasta USD 35 millones, de fecha 22 de noviembre 2019, disponible en www.cnv.gov.ar

Adicionalmente FIX cuenta con el preliminar del Prospecto de ON Clase XI y Clase XII provisto por la compañía de forma privada el 4 de junio 2020.

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. 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 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 LIDER 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 substituto 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.