

Generación Mediterránea S.A. (GMSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor largo plazo	BBB(arg)
ON Co emisión (int)	BBB(arg)
ON Adicionales Co-emision	BBB(arg)
ON Clase VIII	BBB(arg)
ON (Co-emisión) Clase II	BBB(arg)
ON Clase X	BBB(arg)
ON (Co-emisión) Clase III	BBB(arg)
ON Clase XIII	BBB (arg)
ON Clase IV Co emission	BBB(arg)
ON Clase V Co emission	BBB(arg)
ON Clase V Co emission	BBB(arg)
Emisor Corto plazo	A3(arg)
ON Clase XI	A3(arg)
ON Clase XII	A3(arg)

Rating Watch –Alerta- Negativo

Resumen Financiero

	Año móvil	12 meses
(\$ millones)	30/09/20	31/12/19
Total Activos	62.385	58.950
Total Deuda		
Financiera	33.847	32.758
Ingresos	12.374	13.460
EBITDA	9.403	8.834
EBITDA (%)	76.0	70.7
Deuda/ EBITDA	3.6x	3.4x
EBITDA/ intereses	2.6x	3.4x

Moneda constante a sept'20

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

Gustavo Avila -Director
+54 11 5235-8146
gustavo.avila@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Rating Watch (Alerta) Negativo: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – mantuvo el Rating Watch Negativo al Grupo Albanesi – el Grupo- (Albanesi S.A., Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A) reflejando la incertidumbre frente al resultado del canje de las ON Clase X de GMSA y ON Clase III co-emisión por USD 19.7 millones y USD 23 millones respectivamente, y frente a la refinación de los restantes pasivos financieros de corto plazo. La aceptación del 60% de ambos canjes le permitirá al grupo extender vencimientos por USD 26 millones para 2020/2023, reduciendo el riesgo de refinanciación en 2021. La estructura de canje se encuentra en línea con la comunicación del Banco Central de la República Argentina (“BCRA”) “A 7106”.

Riesgo de refinanciación y descalce de moneda: En 2021, el grupo posee un servicio de deuda por aproximadamente USD 210 millones y una generación de fondos libres (previo a intereses) estimado en USD 140 millones, lo que la expone a un cierto riesgo de refinanciación por USD 90 millones. El grupo posee ingresos mayormente atados a contratos en dólares con CAMMESA pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial y una deuda en dólares que representa el 94% del total. FIX monitoreará la ejecución del plan financiero y eventualmente sensibilizará un mayor descalce de moneda que el contemplado originalmente.

Riesgo de contraparte: CAMMESA es la contraparte principal de los contratos de venta de electricidad de las compañías del grupo. El congelamiento de tarifas de los servicios públicos del sector eléctrico, 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 llegó a incrementarse a 85 días desde los 50 días promedio durante 2019 y actualmente ronda los 80 días.

Riesgo regulatorio elevado: a comienzos de 2020, el gobierno implementó ciertos cambios regulatorios para reducir los costos del sistema, incluyendo 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 un promedio de 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 tiene un reducido impacto en Albanesi dado 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.

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, reducen el riesgo operacional. Las subsidiarias de Albanesi poseen una capacidad de 1230 MW más 120 MW de la vinculada Solalban. El EBITDA anual de Albanesi consolidado para 2021 y 2022 se estima en aprox. USD 150 millones y USD 131 MM respectivamente. 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

El Rating Watch – Negativo (RWN) refleja el riesgo de refinanciación y al acceso al mercado único de cambios. Fix resolverá el RWN durante los próximos cuatro meses una vez conocido el resultado de los canjes actuales y de la refinanciación de pasivos financieros de corto plazo. Un deterioro en la liquidez ya sea por limitaciones para refinanciar los pasivos corrientes o por un descalce de moneda entre sus ingresos y deuda financiera o por la extensión de plazos de pago de CAMMESA

podría implicar una baja en más de un escalón de la calificación del Grupo. FIX no observa una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y estructura de capital

Ajustada liquidez: FIX considera que la liquidez del grupo Albanesi es ajustada. A sept'20 la deuda financiera del grupo Albanesi ascendía a USD 600 millones. La caja e inversiones corrientes eran de USD 15.5 MM, cubriendo el 10% de la deuda de corto plazo. En el año móvil a sept'20 el ratio de deuda/EBITDA medio en pesos fue de 3.7x en pesos y las coberturas de intereses en 2.7x. A dicha fecha la deuda financiera de GMSA ascendía a USD 444 millones, representando el 75% del endeudamiento del grupo y 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.

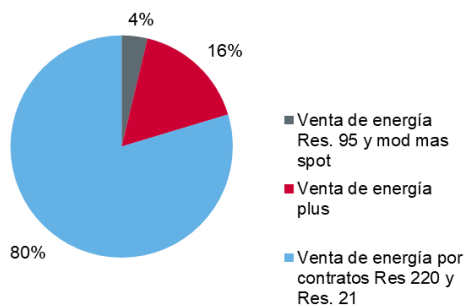
Perfil del Negocio

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. La compañía concentra el 59% de la potencia del grupo con una capacidad de 900 MW y el 63% del EBITDA. Adicionalmente posee proyectos de expansión aprobados por 275 MW, que han sido demorados debido a limitaciones al financiamiento.

	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		Contrato de mantenimiento con PW Power garantizando la disponibilidad exigida por CAMMESA

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

GMSA: Ventas por segmento sep'20 (9meses)



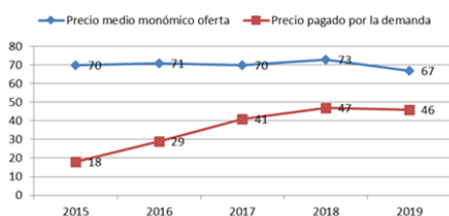
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 centrales de tecnología Pratt & Whitney comienzan a despachar (picking), logrando una gran ventaja ante saltos en la demanda.

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. 5% 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. 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. La ajustada liquidez de la compañía y el contexto macroeconómico con limitado acceso al financiamiento dificultan la realización de las inversiones.

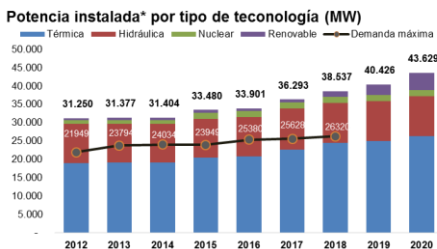
Precios medios de generación
(US\$/MWh)



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. El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. Se estima que en 2020 los subsidios ascenderán a USD 7.0 mil millones versus USD 5.0 mil millones en 2019. A pesar de la baja del costo de generación, tras la reducción de la remuneración base y del costo de combustible, el congelamiento de tarifas incrementó la dependencia de CAMMESA de la asistencia del Tesoro Nacional. 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. Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo del Grupo Albanesi. Una demora de 30 días podría implicar necesidades de capital de trabajo para el Grupo por USD 15 millones. Actualmente los pagos rondan los 85 días en promedio.

Con las licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables de 2016 y 2017, se produjo un crecimiento importante en la capacidad instalada a partir del año 2018, del orden de los 5.000 MW. En 2020 entrarían al sistema otros 2.500 MW adicionales. Todos estos compromisos de pago de CAMMESA están dolarizados, y una suba del tipo de cambio debería ser compensada por una suba acorde de tarifas para mantener equilibrado el sistema.



* Hasta 2018 es la Potencia Instalada real. 2019-2020 tiene la potencia a instalar esperada de las rondas Revonar 1, 1.5 y 2 y térmicas Res SEE 21/16, y Res SEE 287/17.
Fuente: CAMMESA, Fix Scr

Posición competitiva

GMSA tiene el 2.3% de la potencia instalada del país y el 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 9.0 millones de m3/d, lo que representa aprox. el 10% del gas consumido del país.

Factores de riesgo

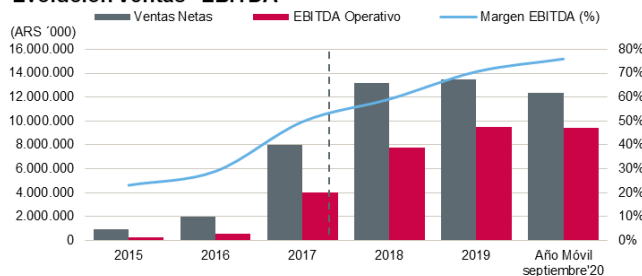
- Riesgo de ejecución de proyectos.
- Riesgo de refinanciación.
- Riesgo de descalce de moneda
- Contratos de Energía Plus de corta duración.
- Concentración de ingresos con CAMMESA
- Sector altamente regulado
- Liquidez ajustada.

Perfil financiero

Rentabilidad

En el año móvil a septiembre'20 los ingresos de GMSA ascendieron a \$ 12.374 millones y el EBITDA a \$ 9.403 millones versus \$ 13.460 millones y \$ 9.510 millones en 2019 respectivamente. El crecimiento del tipo de cambio menor a la inflación explica el leve aumento del 2% en la rentabilidad. 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 septiembre'20 el flujo generado por las operaciones (FGO) de GMSA fue de \$ 7.880 millones, que utilizó para financiar el creciente capital de trabajo que resultó negativo en \$ 3.640 millones producto de la extensión de los plazos de cobro por parte de CAMMESA y las inversiones de capital (\$ 1.609 millones). El flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 2.631 millones. FIX estima que en 2021, asumiendo los actuales días de pago de CAMMESA cercanos a 85 días e inversiones limitadas, el flujo libre continuará positivo rondando 0.5x EBITDA.

Inversiones de Capital

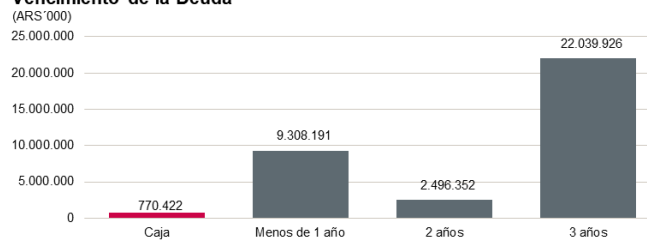


Liquidez y estructura de capital

A septiembre'20 la deuda financiera de GMSA ascendía a \$ 33.847 millones (aprox. USD 444 millones), venciendo el 28% en el corto plazo y el 72% en el largo plazo (USD 322 millones). El ratio de deuda/EBITDA del año móvil a septiembre'20 (medido en pesos) resultó en 3.6x, y las coberturas en 2.6x. El 93% del endeudamiento se encuentra denominado en dólares dado que los ingresos se encuentra mayormente atados a contratos en dólares con CAMMESA pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial y al deuda en dólares representa el 93% de la deuda financiera. FIX monitoreará la ejecución del plan financiero y eventualmente sensibilizara un mayor descalce de moneda que el contemplado originalmente.

GMSA opera con una liquidez ajustada. A septiembre'20 la caja e inversiones era de \$ 770 millones cubriendo el 8% de la deuda de corto plazo (\$9.308 millones).

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

El actual acceso al financiamiento se encuentra restringido debido a la situación macroeconómica argentina y a la débil situación de liquidez del Grupo. Bajo dicho contexto el grupo Albanesi deberá refinanciar los pasivos corrientes de 2021 por USD 90 millones (incluyendo los canjes de ON Clase X y Co-emisión Clase XI).

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a septiembre'20 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 Mediterránea S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*) NIIF	Moneda Constante(*) NIIF	Moneda Constante(*) NIIF	Moneda Constante(*) NIIF	Moneda Constante(*) NIIF	NIIF
Año	Año Móvil septiembre'20	sep-20	2019	2018	2017	2016
Período	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	9.402.893	7.002.930	9.510.211	7.792.344	3.972.990	566.188
EBITDA Operativo	9.402.893	7.002.930	9.510.211	7.792.344	3.972.990	566.188
Margen de EBITDA	76,0	78,3	70,7	59,2	49,7	29,0
Margen de EBITDA	76,0	78,3	70,7	59,2	49,7	29,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	21,3	19,8	2,5	(15,8)	(106,3)	(106,2)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,2	2,8	3,5	2,5	3,7	(3,6)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,6	2,5	3,4	2,6	4,3	2,9
EBITDA Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,6	2,5	3,4	2,6	4,3	2,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,7	1,3	1,0	1,4	1,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,6	1,3	1,0	1,4	1,2
FGO / Cargos Fijos	3,2	2,8	3,5	2,5	3,7	(3,6)
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,4	0,1	(2,6)	(3,9)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,9	3,2	3,3	4,0	5,8	(5,3)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,6	3,6	3,4	3,8	5,1	6,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	3,5	3,3	3,7	5,0	5,8
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,6	3,6	3,4	3,8	5,1	6,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	3,5	3,5	3,3	3,7	5,0	5,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,0	11,6	9,7	11,9	7,8	9,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,5	27,5	14,4	16,6	9,6	7,7
Balance						
Total Activos	62.384.876	62.384.876	58.949.591	52.646.621	36.270.157	6.857.245
Caja e Inversiones Corrientes	770.422	770.422	1.075.131	581.123	235.020	444.955
Deuda Corto Plazo	9.308.191	9.308.191	4.730.780	4.875.516	1.944.217	287.621
Deuda Largo Plazo	24.539.278	24.539.278	28.027.508	24.517.963	18.233.432	3.458.177
Deuda Total	33.847.470	33.847.470	32.758.287	29.393.479	20.177.649	3.745.798
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	33.847.470	33.847.470	32.758.287	29.393.479	20.177.649	3.745.798
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	33.847.470	33.847.470	32.758.287	29.393.479	20.177.649	3.745.798
Total Patrimonio	12.621.466	12.621.466	11.322.739	12.309.835	7.415.302	1.770.122
Total Capital Ajustado	46.468.935	46.468.935	44.081.026	41.703.315	27.592.951	5.515.921
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.879.636	5.137.636	7.034.300	4.378.752	2.544.950	(907.217)
Variación del Capital de Trabajo	(3.639.545)	(2.408.070)	(3.620.952)	(3.284.434)	1.461.478	(33.586)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.240.092	2.729.566	3.413.348	1.094.318	4.006.427	(940.804)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.608.861)	(959.940)	(3.072.858)	(3.176.287)	(12.503.288)	(1.134.282)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	2.631.231	1.769.626	340.490	(2.081.969)	(8.496.860)	(2.075.085)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	25.106	25.106	0	0	32.553	0
Otras Inversiones, Neto	(2.666.479)	(1.140.773)	(2.954.750)	24.944	581.977	(177.177)
Variación Neta de Deuda	(887.678)	(600.178)	2.405.558	1.747.571	6.421.828	2.690.205
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(20.298)	(4.848)	253.387	491.234	0	0
Variación de Caja	(918.119)	48.933	44.685	181.780	(1.460.503)	437.943
Estado de Resultados						
Ventas Netas	12.374.467	8.941.441	13.460.429	13.170.161	7.994.343	1.953.798
Variación de Ventas (%)	(0,1)	(10,8)	2,2	64,7	N/A	109,4
EBIT Operativo	7.687.391	5.706.085	7.681.990	6.096.848	3.137.137	457.471
Intereses Financieros Brutos	3.659.970	2.851.852	2.811.297	2.946.346	932.385	197.534
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.034.823	1.298.727	1.391.476	(1.571.816)	460.519	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 Mediterránea S.A. Central Termica Roca y TR y Central Térmica 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.

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 30 millones)

Monto Autorizado: por hasta USD 31 millones

Monto Emisión: 25,730,782 Saldo actual USD 23,157,703

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 2020 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 19,703,838

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 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: USD 9,876,755.

Moneda de Emisión: denominados en dólares y pagaderas en pesos al tipo de cambio

Fecha de emisión y liquidación: 23 de junio 2020

Fecha de Vencimiento: 23 de junio 2021

Amortización de Capital: en un unico pago al vencimiento.

Tasa de Corte: 6,5% nominal anual.

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 XIII por hasta USD 19,7MM

Monto Emisión: por hasta USD 19,7 MM a determinar

Moneda de Emisión: dolares

Fecha de emisión y liquidación: a determinar

Fecha de Vencimiento: 16 de febrero 2024

Amortización de Capital: la ON serán amortizadas en 3 cuotas mensuales equivalentes al

Intereses: a determinar

Pago de Intereses: trimestral.

Destino de los fondos: refinanciación de deuda financiera

Garantías: Aval Albanesi SA

Ley aplicable: Argentina

Obligaciones Negociables Clase IV Co emison por hasta USD 25 MM

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: dolares

Fecha de emisión y liquidación: a determinar

Fecha de Vencimiento: abril 2022

Amortización de Capital: la ON serán amortizadas siguiendo un esquema de amortización mensual de 4,75% las primeras 6 cuotas, 8% las siguientes 6 cuotas y 23,5% al vencimiento.

Intereses: a determinar

Pago de Intereses: trimestral los primeras dos cuotas y las siguientes mensuales.

Destino de los fondos: refinanciación de deuda financiera y financiación de capital de trabajo.

Garantías: Aval Albanesi SA

Ley aplicable: Argentina

Obligaciones Negociables Clase V Co emison por hasta USD 10 MM; ampliable a USD 20 MM

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: denominadas en doales y pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable

Fecha de emisión y liquidación: a determinar

Fecha de Vencimiento: 24 meses

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 VI Co emison por hasta USD 10 MM; ampliable a USD 20 MM

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: pesos

Fecha de emisión y liquidación: a determinar

Fecha de Vencimiento: 18 meses

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

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 **13 de octubre de 2020 confirmó* en categoría 'BBB(arg)'** la calificación de Emisor de largo plazo y de los siguientes instrumentos emitidos por Generación Mediterránea 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-emisión*) 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 (Co-emisión*) Clase II por hasta USD 40 millones, ampliable a USD 80 millones.
- Obligaciones Negociables Clase X por hasta USD 35 millones.
- Obligaciones Negociables (Co-emisión*) Clase III por hasta USD 31 millones.

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

Asimismo, confirmó* en la 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 emitidas por la compañía.

Se mantuvo el **Rating Watch –Alerta Negativo (RWN) a todas las calificaciones**

Adicionalmente, asignó en **BBB(arg) RWN** a la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía.

- Obligaciones Negociables Clase XIII por hasta USD 19.7 millones
- Obligaciones Negociables Clase IV (Co emisión) por hasta USD 25 millones
- Obligaciones Negociables Clase V (Co emisión) por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 20 MM
- Obligaciones Negociables Clase VI (Co emisión) por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 20 MM

Las ON Clase V y VI no podrán superar en conjunto los USD 20 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)".

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

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 30-09-2020, disponibles en www.cnv.gov.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. SRL
- Suplemento de Prospecto de ON Co-emitada por GMSA, Generación Frías (ahora GMSA) y CTR, de fecha 12 de Julio 2016 disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Adicional Co-emitada por GMSA y CTR, de fecha 28 de noviembre 2017, disponible en www.cnv.gov.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Clase VIII emitidas por GMSA, de fecha 29 de septiembre de 2017, disponible en www.cnv.gov.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.gov.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase IX todavía no emitidas de fecha 27 de julio 2018, disponible en www.cnv.gov.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
- Suplemento de Prospecto de la ON Clase XI y Clase XII por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 30 millones, de fecha 18 de junio 2020, disponible en www.cnv.gov.ar

Adicionalmente FIX cuenta con la siguiente información de carácter privado provista por la compañía por email el 11 de noviembre 2020.

- Preliminar de suplemento de prospecto de las ON clase XIII
- Preliminar de suplemento de prospecto de las ON Clase IV, ON Clase V y ON Clase VI.

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 disseminación 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.