

Genneia S.A. (GENNEIA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Clase XIV por hasta USD 15 MM (ampliable hasta USD 25 MM)	A-(arg)
ON Clase XVII por hasta USD 15 MM (ampliable hasta USD 30 MM)	A-(arg)
ON Clase XVIII por hasta USD 15 MM (ampliable hasta USD 20 MM)	A-(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/03/17 3 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	10.804.234	8.367.689
Deuda Total	6.391.099	4.724.995
Ventas Netas	698.016	2.369.462
EBITDA Operativo	388.985	1.315.462
Margen EBITDA (%)	55,7	55,5
Deuda Neta / EBITDA	2,0	2,9
EBITDA / Intereses	2,8	3,0

Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Significativas necesidades de inversión: FIX considera que la calificación de GENNEIA se encuentra presionada por los compromisos asumidos para el desarrollo de diversos parques eólicos por USD 650 millones a ejecutar entre 2018 y 2019. Ello impone una serie de desafíos técnicos y financieros que la misma deberá sortear para alcanzar una generación de flujos operativos que le permita mitigar la terminación de los contratos térmicos existentes. La ejecución de parques eólicos por 460 MW permitirá para 2019 reemplazar el flujo generado por el parque térmico cuyos contratos vencen, en su mayoría, escalonadamente entre 2018 y 2021. La estrategia de crecimiento impone varios desafíos, desde la obtención del financiamiento por aprox. USD 300 MM hasta la gestión y finalización de los proyectos.

Mejora en la liquidez tras emisión: El bono internacional por USD 350 millones con vencimiento en 2022 permitió refinanciar deuda y financiar parcialmente las inversiones comprometidas. Actualmente la compañía mantiene en caja unos US\$ 212 MM, incluido el aporte de capital por USD 50 millones (31/03/17) que serán aplicados a los nuevos proyectos eólicos adjudicados a subsidiarias de Genneia. Fix considera que la flexibilidad financiera es limitada dados los compromisos de inversión asumidos por US\$650 MM para ejecutar entre 2018 y 2019.

Previsibilidad de los ingresos: GENNEIA posee alrededor de 95% de sus ingresos derivados de contratos de abastecimiento MEM, con vencimiento entre 2018 y 2021 para las centrales térmicas, y en 2027 para el Parque Eólico Rawson (PER) y las nuevas CT Bragado. Estos acuerdos de venta de electricidad, que incluyen un cargo fijo por potencia y cargos variables por generación, le otorgan previsibilidad a los ingresos, que esperamos se mantengan en torno a los USD 215 millones anuales hasta la habilitación comercial de los primeros proyectos eólicos en 2019.

Menor riesgo regulatorio mejora perspectiva sectorial: Las medidas adoptadas por la nueva Administración tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, principal contraparte de la compañía, reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica. Sin embargo prevalece su dependencia de subsidios públicos. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre la oferta y la demanda, con una menor pensión a la intervención.

Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones de GENNEIA podrían verse negativamente afectadas por demoras en la obtención del financiamiento necesario para avanzar con las inversiones comprometidas, retrasos en la ejecución y/o finalización de cada uno de los parques eólicos, que impliquen un desbalance entre los compromisos financieros asumidos y la capacidad de generación de fondos. Asimismo mayores retrasos en la ejecución del Parque Eólico Madryn (PEM), un aumento del endeudamiento que resulte en un apalancamiento neto superior a 3,5x en forma sostenida, o ante cambios regulatorios o económicos que afecten la rentabilidad esperada de sus negocios, podrían llevarnos a bajar la calificación.

No visualizamos una mejora de la calificación en el corto plazo. No obstante, la exitosa finalización de parques eólicos que permitan sustituir los flujos operacionales provenientes del parque térmico para el repago de los compromisos financieros asumidos mejorará paulatinamente la flexibilidad financiera y podría implicar mejoras crediticias.

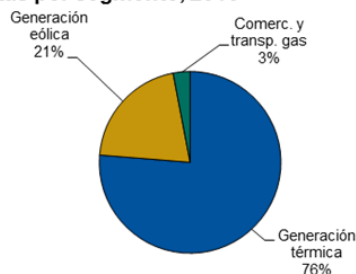
Liquidez y Estructura de Capital

A Mar 17, tras la emisión del bono internacional por USD 350 millones con vencimiento en 2022 GENNEIA mantenía un saldo de deuda total por USD 408 millones y contaba con una adecuada liquidez, con caja y equivalentes por USD 212 millones (incluyendo el aporte de capital previamente mencionado), que le permitía avanzar con el plan de inversiones en Madryn.

Perfil del Negocio

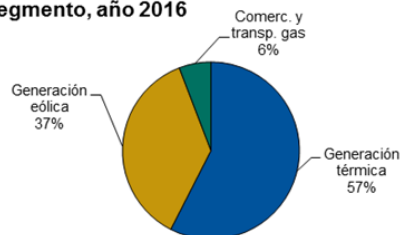
GENNEIA tiene como negocio principal la generación de energía eléctrica. Con la puesta en funcionamiento de las nuevas Centrales Térmicas Bragado II y III, la compañía cuenta con una potencia instalada de 475 MW, de los cuales aproximadamente el 84% corresponden a generación térmica y el remanente a la capacidad instalada del PER. Además, la empresa está involucrada en el negocio de comercialización y transporte de gas natural.

Ventas por segmento, 2016



Fuente: Información de la empresa

Contribución marginal por segmento, año 2016



Fuente: Información de la empresa

Las ventas se originan en contratos a largo plazo en dólares en el marco de la Resolución 220/07 de la Secretaría de Energía (SE) con vencimientos escalonados entre 2018 y 2021, y de la Resolución 21/2016 del Ministerio de Energía y Minería, con vencimiento en 2027 para las nuevas CT Bragado II y III, siendo CAMMESA su contraparte en casi todos los casos. El riesgo volumétrico es bajo dado que los principales ingresos derivan de la remuneración por disponibilidad de potencia.

Con un EBITDA estimado para 2017 en alrededor de USD 113 millones, esperamos que la generación de energía convencional represente algo más del 70% del EBITDA, mientras que la energía eólica contribuiría aproximadamente con el 25% y el resto sería aportado por los otros negocios de la compañía.

Más allá de la adjudicación de los proyectos térmicos Bragado II y III que entraron en funcionamiento en febrero y mayo 2017, la empresa está enfocada en la generación de energía eléctrica con fuentes renovables, que tiene una mayor rentabilidad. En el mediano y largo plazo, entendemos que la ejecución de los proyectos eólicos en cartera redundará en un cambio del mix de negocios, pasando la proporción de generación eólica de un 25% del total generado a dic'16 a un 60% en 2021.

Las inversiones para el período 2017-2019 estarán orientadas a expandir la capacidad de generación de fuente eólica y serán financiadas con una combinación de generación de fondos operativos, recursos provistos por la emisión del bono internacional, deuda incremental, recursos del fondo de inversión CARFON (fondo que se nutre con un esquema de deducción mensual e incremental de parte de los pagos de CAMMESA bajo cada contrato de abastecimiento MEM), y eventualmente aportes de capital adicional.

Generación de Fuentes Convencionales

La empresa desarrolla su negocio de generación de energía de fuentes convencionales mediante un parque térmico compuesto por 12 centrales y una capacidad instalada total de 398 MW.

10 de estas centrales termoeléctricas (391 MW) están conectadas al *Sistema Interconectado Nacional* y poseen contratos con CAMMESA en el marco de las Resoluciones 220/07 y 21/16. Los mismos tienen un plazo de 10 años a contar desde la habilitación comercial de cada central (vencimiento escalonado entre 2018 y 2021 para las más antiguas y 2027 para las nuevas de Bragado).

Por otro lado, las 2 centrales localizadas en la *Provincia del Chubut* (7 MW) forman parte de un sistema aislado y le venden la energía producida a la provincia a través de un contrato con vencimiento en 2025.

Asimismo, los equipos de respaldo adquiridos entre 2014 y 2015 actuaron como mitigantes de posibles penalidades por indisponibilidad, permitiendo alcanzar una disponibilidad promedio de los equipos térmicos superior a 98,5% en 2016.

Generación de Fuentes Renovables

En 2012, GENNEIA inauguró el *PER* en la *Provincia del Chubut*. El mismo tiene una capacidad instalada de 77,4 MW distribuida en 43 aerogeneradores marca *Vestas* de 1,8 MW de potencia cada uno, que lo convierte en la mayor explotación del recurso eólico en funcionamiento de la Argentina. El parque cuenta con acuerdos de venta de energía donde *ENARSA* es el tomador y

CAMMESA el pagador en virtud de los contratos de abastecimiento MEM que respaldan dichos acuerdos. La vigencia del vínculo contractual es por 15 años a partir de la entrada en operación comercial o hasta que ENARSA adquiera un mínimo de energía comprometido de 3.825 GWh. La remuneración de la energía generada y efectivamente despachada se basa en un precio fijo del orden de USD 125 / MWh. En 2016, estos activos registraron un factor de capacidad neto de 39%, siendo el año con peores vientos desde que opera el parque.

La compañía posee una cartera de proyectos eólicos en fase de desarrollo por unos 460 MW, todos ellos en el ámbito local, de los cuales 220 MW son del Parque Eólico Madryn, con una inversión estimada en USD 350 MM, y el resto son proyectos por 216 MW en distintas localidades (Villalonga, Chubut Norte, Pomona y Necochea), de los cuales Genneia es el sponsor, con una inversión entre los cuatro de otros USD 325 MM. Estos parques, junto a la tercera etapa del PER (24 MW) entrarían en operaciones entre 2018 y mediados de 2019.

El PEM, que tras la Res SE N° 202-E/2016 involucraría dos etapas (de 70MW y 150MW) a completarse entre febrero y agosto de 2019, implica una inversión escalonada y conlleva el riesgo de ejecución inherente a los proyectos de infraestructura de gran escala. En consecuencia, y teniendo en cuenta los otros proyectos que está encarando la compañía, esperamos que el flujo de fondos libre resulte negativo hasta el 2019 inclusive. Por otra parte los nuevos Contratos de Abastecimiento MEM con CAMMESA, que reemplazan a los que había con ENARSA para el PEM, implicaron una reducción del precio originalmente previsto en los PPA, aunque con una duración de 20 años en lugar de los 15 originales, lo que implica para Genneia un corrimiento en el tiempo de los flujos.

Otros Negocios

El mix de negocios de la GENNEIA incluye otras actividades como la comercialización por medio de contratos de largo plazo con clientes industriales de 165.000 m3 diarios de capacidad de transporte en firme de gas natural, la gestión de compra de gas realizada por cuenta y orden de terceros, y la compra de gas natural y de capacidad de transporte para su reventa. Estos negocios complementarios representan menos del 5% de los ingresos y el EBITDA actual.

Riesgo del Sector

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y aún están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. Creemos, sin embargo, que GENNEIA opera bajo un marco regulatorio de mayor estabilidad que el de aquellos participantes del sector cuyos ingresos derivan de ventas en el mercado spot, dado que los contratos firmados por la empresa bajo el Régimen CAMMESA 220 del año 2007 no han sufrido modificaciones en años recientes.

Por otra parte, las medidas adoptadas por la nueva Administración tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, principal contraparte de la compañía, reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica. En los últimos años, los elevados compromisos de pago de CAMMESA en relación con sus ingresos implicaron una significativa discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, riesgo de demora en el cobro y precios insuficientes para mantener activos y cubrir costos operacionales. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre la oferta y la demanda, con una menor propensión a la intervención. CAMMESA ha comenzado a regularizar los pagos a todos los generadores desde septiembre de 2016, y actualmente ha reducido los días de pago a alrededor de 40 días, cuando antes el plazo habitual de pago estaba cerca de los 100 días.

Posición Competitiva

A pesar de ser un pequeño jugador dentro de la industria energética local (menos de 1% de la capacidad de generación total), GENNEIA ocupa una posición de liderazgo en el desarrollo de energías renovables, siendo en la actualidad uno de los referentes del segmento de explotación del recurso eólico con una participación de mercado de aproximadamente 41%.

En el segmento de generación eléctrica convencional, los contratos por disponibilidad de potencia le confieren a la compañía un flujo de fondos estable denominado en dólares y una adecuada rentabilidad a sus operaciones. Asimismo, estos contratos de largo plazo garantizan un nivel de ingresos independiente de la eficiencia de la turbina, siendo los costos de combustible, operación y mantenimiento afrontados por CAMMESA en el pago de la tarifa.

Administración y Calidad de los Accionistas

La estructura accionaria está conformada por los tenedores de acciones Clase A, que incluyen a Argentum Investments LLC (44%) y Prado Largo S.A. (6%), y por los representantes de las acciones Clase B Fintech Energy LLC (25%) y familias Brito y Carballo (25%). Cada clase de acción representa un 50% del capital social de GENNEIA.

Los principales accionistas tienen una larga trayectoria en el desarrollo de negocios e inversiones en el exterior y en el país. Asimismo, ante la fortaleza financiera de los propietarios no descartamos aportes de capital adicionales en el mediano plazo para afrontar parte de las significativas necesidades de fondos que exhibe la empresa de cara al futuro. En marzo 2017 han realizado un aporte de capital de USD 50 millones que serían aplicados al financiamiento de los nuevos proyectos eólicos adjudicados a subsidiarias de la compañía.

Factores de Riesgo

- Numerosos proyectos en cartera, que plantean un exigente desafío financiero durante 2017 y sobre todo en 2018, donde se produce el pico de inversiones previsto y se hace necesario conseguir financiamiento por unos USD 300 millones adicionales.
- La cartera de proyectos también presentan los inherentes riesgos de construcción y de finalización, todo dentro de los plazos previstos, teniendo en cuenta que la empresa necesita reemplazar la caída de ingresos de los activos térmicos cuyos PPA vencen entre 2018 y 2019, por los flujos que provean los nuevos parques eólicos. Si bien la diversificación de las zonas tras la licitación de los proyectos RenovAr es positiva desde el punto de vista de los ingresos, tiene otros riesgos, por ser zonas en las cuales la compañía no ha tenido operaciones y porque hay menos sinergias como por ejemplo en el aprovisionamiento de repuestos para las turbinas como ocurre en un sitio único.
- A medida que el mix de generación se vuelca hacia los parques eólicos, aumenta el riesgo de volumen característico de estos proyectos por la variabilidad de los vientos, generando un flujo de ingresos menos estable que el de las centrales térmicas, dado que la generación eólica se abona por energía generada, mientras que los térmicos es por potencia disponible, independientemente del despacho.
- Elevada concentración de contrapartes que incrementa el riesgo de atrasos en las cobranzas (si bien CAMMESA ha regularizado la situación en el último año, es un riesgo potencial).
- Marco regulatorio cambiante.

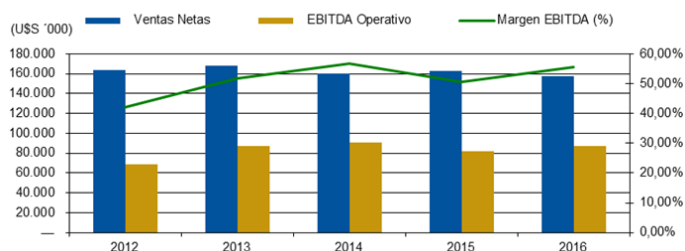
Perfil Financiero

Rentabilidad

Desde la puesta en marcha del *PER* en 2012, los ingresos en dólares se han mantenido bastante estables, dado que la capacidad instalada ha sido de 357 MW durante los 5 años, y la remuneración principal es por la potencia puesta a disposición, independientemente del despacho. La leve variabilidad estuvo vinculada a alguna indisponibilidad puntual de alguna central o al factor de capacidad del *PER* que depende de los vientos.

Por otro lado, la rentabilidad expresada como Margen de EBITDA se incrementó hasta alcanzar 55,5% a dic/16 que compara positivamente con el 50,6% de dic'15. Esta mejora se debió principalmente a una reducción de los Gastos de Administración y Comercialización, cuya incidencia respecto a las ventas bajó de 10,3% en 2015 a 6,4% en 2016.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa

Para 2017 esperamos un aumento en el nivel de ingresos por la puesta en operación de las Centrales Térmicas Bragado II y III. En consecuencia, creemos que las ventas y el EBITDA estarán en torno a USD 219 millones y USD 113 millones respectivamente, por encima de los USD 158 millones y USD 87 millones respectivamente en 2016. A partir de 2018 la entrada en operación de las distintas etapas de los proyectos eólicos resultaría en un incremento gradual y sostenido de los volúmenes de energía despachados, con impacto directo en la evolución del EBITDA que alcanzaría unos USD 160 millones en 2019 y unos USD 195 millones en 2020. FIX estima que durante los próximos 5 años el Margen de EBITDA se mantendrá en el rango de 51% a 56%. Si bien varios de los PPA de centrales térmicas vencen entre 2018 y 2021, creemos que los mismos entrarán en el régimen de la Res. 19/2017, cuya remuneración por potencia se reduce a casi un tercio respecto de la actual con los PPA. Esto repercutirá en una reducción en el EBITDA de la generación térmica de unos USD 40 millones, la cual se compensa por el mayor margen de rentabilidad de los proyectos eólicos (del orden del 90%).

Flujo de Fondos

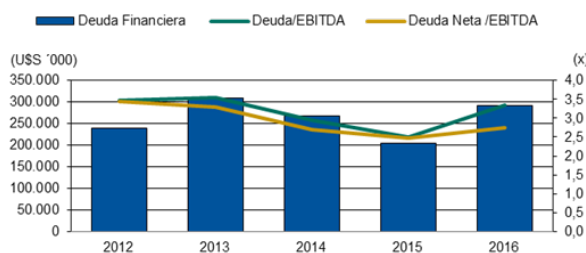
Por las inversiones en las nuevas Centrales Térmicas de Bragado que comenzaron a operar en febrero y mayo 2017, en 2016 el Flujo de Fondos Libre resultó negativo en USD 48,2 millones. Este déficit del flujo de fondos fue financiado con deuda incremental, entre las cuales estuvo una emisión de ON local (Clase XIX) y un préstamo sindicado con varios bancos.

Para los años venideros, esperamos que las inversiones comprometidas hasta 2019 para el desarrollo de los distintos proyectos eólicos (*PEM* y *los de la licitación RenovAr*), estimadas en alrededor de USD 350 millones para el PEM y de USD 325 millones para los 4 proyectos adjudicados (Villalonga, Chubut Norte, Pomona y Necochea, con una estructura de financiación de 70% deuda y 30% equity), redunden en una generación de Flujo de Fondos libre negativa hasta 2019 y añadan presión a la liquidez, requiriendo deuda adicional estimada en unos USD 300 millones y alguna inyección de fondos propios, de por lo menos unos USD 40 millones. Parte del desarrollo del proyecto PEM podría ser financiado con los fondos que se retienen en el CARFON (USD 26,5 millones al 31 de diciembre de 2016).

Liquidez y Estructura de Capital

A dic'2016 la deuda financiera de la compañía era de USD 292 millones, 48% concentrada en el corto plazo y mayormente denominada en dólares, superior en USD 87 millones a la deuda a dic'2015. Asimismo, el apalancamiento neto alcanzó 2,7x (cumpliendo con los compromisos establecidos en sus contratos de préstamo), en comparación a 2,5x del año anterior. Tras la emisión del bono internacional en enero de 2017, la empresa canceló el préstamo sindicado y varias de las ONs de manera anticipada, aliviando la carga de intereses y liberando garantías (por las ON Clase II y III que vencían el 30 de sept'17 y se cancelaron el 30 de mar'2017 y eran Senior Secured).

Deuda Total y Endeudamiento



Información de la empresa

Al 31 de marzo 2017 la deuda de Genneia era de USD 408 millones, de la cual sólo un 4% era de corto plazo. El ratio deuda/EBITDA era de 4,2x, pero el apalancamiento neto es de 2,0x, inferior al de dic'16.

A dic'16 la compañía contaba con una caja de USD 52 millones, que permitían cubrir un 37% de la deuda de corto plazo. Tras la emisión del bono internacional, que permitió cancelar gran parte de la deuda de CP, a marzo 2017 Genneia contaba con una adecuada liquidez, con caja y equivalentes por USD 212 millones, que le permitía cubrir 11,6x la deuda de corto plazo.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

GENNEIA posee un acceso comprobado al mercado de capitales, tanto en el mercado local donde emitió varias clases de obligaciones negociables, como en el mercado internacional,

donde pudo colocar un bono por US\$ 350 millones en enero 2017. También ha celebrado contratos de préstamos sindicados con varios bancos locales.

Sin embargo la compañía requiere un elevado nivel de financiamiento que le permita ejecutar su plan de inversiones por unos USD 650 MM, cuyo pico se producirá en 2018, con el objeto de expandir la capacidad de generación de energía de fuentes renovables, que le permita reemplazar los ingresos que hoy recibe de fuentes convencionales.

Anexo I. Resumen Financiero

La Deuda Total Ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como arrendamientos operativos, provisiones para reclamos y juicios laborales pendientes, e impuestos en planes de regularización.

Resumen Financiero - Genneia S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)	15,67	16,17	13,30	8,57	6,53
Tipo de Cambio ARS/USD (Promedio)	15,98	15,04	9,26	8,13	5,49
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Periodo	mar-17	2016	2015	2014	2013
	3 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	388.985	1.315.462	760.742	737.607	476.879
Margen de EBITDA (%)	55,7	55,5	50,6	56,8	51,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,4	16,6	22,9	22,8	17,1
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	5,0	(30,6)	(7,6)	16,4	(21,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	6,8	12,7	(19,3)	1,2	(24,0)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,8	2,5	2,8	2,3	1,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	3,0	2,2	2,6	2,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	0,5	0,5	0,5	0,8
FGO / Cargos Fijos	2,8	2,5	2,7	2,3	1,7
FFL / Servicio de Deuda	0,8	(0,1)	0,2	0,4	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	4,8	0,2	0,2	0,5	0,3
FCO / Inversiones de Capital	1,2	0,5	0,5	1,9	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,0	4,3	2,9	3,4	4,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,1	3,6	3,6	3,1	4,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	2,9	3,6	2,8	3,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,1	11,7	13,6	13,4	13,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,5	48,2	41,3	47,6	18,1
Balance					
Total Activos	10.804.234	8.367.689	5.407.808	4.050.277	3.239.713
Caja e Inversiones Corrientes	3.321.136	848.842	18.000	197.522	145.358
Deuda Corto Plazo	285.512	2.275.423	1.124.529	1.092.656	364.045
Deuda Largo Plazo	6.105.587	2.449.572	1.597.138	1.203.748	1.648.580
Deuda Total	6.391.099	4.724.995	2.721.667	2.296.404	2.012.625
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.391.099	4.724.995	2.721.667	2.296.404	2.012.625
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	2.527	2.571	25.604	17.403	11.860
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.393.626	4.727.566	2.747.271	2.313.807	2.024.485
Total Patrimonio	2.698.123	1.950.247	1.407.691	660.395	507.397
Total Capital Ajustado	9.091.749	6.677.813	4.154.962	2.974.202	2.531.882
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	254.423	666.301	600.653	383.071	179.555
Variación del Capital de Trabajo	(1.444)	(30.938)	(495.845)	70.675	66.006
Flujo de Caja Operativo (FCO)	252.979	635.363	104.808	453.746	245.561
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	(4.918)
Inversiones de Capital	(218.350)	(1.360.757)	(218.682)	(241.318)	(439.531)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	34.629	(725.394)	(113.874)	212.428	(198.888)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	77.788	(77.788)	0	9.612	(8.605)
Variación Neta de Deuda	1.806.506	1.556.236	(547.399)	(160.264)	331.614
Variación Neta de Capital	770.500	0	481.751	0	0
Variación de Caja	2.689.423	753.054	(179.522)	61.776	124.121
Estado de Resultados					
Ventas Netas	698.016	2.369.462	1.503.653	1.299.029	922.624
Variación de Ventas (%)	17,8	57,6	15,8	40,8	24,0
EBIT Operativo	231.385	729.928	411.548	437.529	252.907
Intereses Financieros Brutos	140.220	436.961	342.137	288.315	217.905
Resultado Neto	39.764	212.679	(199.626)	7.285	(119.683)

Anexo II. Glosario

- **BADLAR** (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*): Se trata de la tasa de interés que paga el promedio de entidades financieras por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
- **CAMMESA** (*Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.*): Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de los precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- **CARFON** (*Cargo para Fondo de Garantía*): Con fecha 18 de abril de 2012, GENNEIA celebró con la SE un acuerdo marco para la renovación de los contratos relacionados con *Energía Distribuida I y II*, en virtud del cual se comprometió a ejecutar el proyecto de instalación de una o más centrales de generación de energía eléctrica (de fuente térmica o eólica, esta última incorporada a partir de la suscripción de una adenda al acuerdo marco con fecha 9 de noviembre de 2015) por una potencia total de 200 MW antes de abril de 2019. Al respecto, las partes acordaron la creación de un fondo de inversión con el objeto de garantizar y aportar parte del financiamiento requerido para la instalación de las nuevas centrales. Desde el 1 de octubre de 2012, dicho fondo se nutre con un esquema de deducción mensual e incremental de parte de los pagos de CAMMESA bajo los contratos de abastecimiento con el MEM antes mencionados.
- **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.
- **EBITDA**: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- **EBITDAR**: EBITDA + Alquileres Devengados.
- **ENARSA** (*Energía Argentina S.A.*): Empresa pública argentina dedicada al estudio, exploración y explotación de hidrocarburos, al transporte, almacenaje, distribución, comercialización e industrialización de estos productos y sus derivados, al transporte y distribución de gas natural, y a la generación, transporte, distribución y comercialización de energía eléctrica.
- **MEM** (*Mercado Eléctrico Mayorista*): Mercado de energía eléctrica que abastece algo más de 90% de la demanda del sistema eléctrico argentino y está asociado al SADI cubriendo casi la totalidad de la extensión del país, a excepción de las provincias patagónicas.
- **Mercado spot**: Mercado de precios horarios en los que se comercializa la energía no sujeta a contratos de abastecimiento.
- **MM**: Millones.
- **MW**: Símbolo del megavatio en el *Sistema Internacional de Unidades*. Se trata de una unidad de potencia equivalente a 1 millón de vatios.
- **SADI** (*Sistema Argentino de Interconexión*): Red principal de transporte de energía eléctrica de Argentina. Colecta y distribuye la potencia eléctrica generada en la mayor parte del país.
- **SE** (*Secretaría de Energía*; desde diciembre de 2015 adquirió rango de ministerio y pasó a denominarse *Ministerio de Energía y Minería*): Sus principales tareas incluyen la administración de subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- **Servicio de Deuda**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- **SSN** (*Superintendencia de Seguros de la Nación*): Organismo público y descentralizado que depende del *Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas* y ejerce funciones como supervisor y fiscalizador de las entidades de seguros y reaseguros del país. Su función principal es controlar las actividades de evaluación e inspección de los operadores del mercado para garantizar el cumplimiento de las legislaciones y regulaciones vigentes.

Anexo III. Características de los Instrumentos

La *Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas* de GENNEIA celebrada el 2 de julio de 2008 y su *Directorio* en la reunión celebrada el 3 de julio de 2008, autorizaron la creación de un *Programa Global para la emisión de Obligaciones Negociables simples por un monto máximo de hasta USD 200 millones (o su equivalente en otras monedas)*.

Adicionalmente, la *Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas* de la compañía celebrada el 17 de abril de 2013 y su *Directorio* en la reunión celebrada el 23 de octubre de 2013, autorizaron la ampliación del monto y extensión del plazo de vigencia del Programa hasta un monto máximo de USD 400 millones (o su equivalente en otras monedas).

La oferta pública fue autorizada por la *Comisión Nacional de Valores (CNV)* mediante *Resolución N° 15.987* de fecha 25 de septiembre de 2008. Además, a través de la *Resolución N° 17.245* de fecha 12 de diciembre de 2013 la *CNV* resolvió el aumento del monto máximo del Programa y su prórroga por 5 (cinco) años. Por otro lado, el *Directorio* de la empresa resolvió en la reunión de fecha 13 de mayo de 2015 aprobar la actualización del Prospecto y su presentación ante la *CNV* para su autorización, obteniéndose la misma el 21 de julio de 2015.

Obligaciones Negociables Clase XIV por un valor nominal de hasta USD 15 millones (ampliable a USD 25 millones).

Monto colocado: USD 25.000.000.

Fecha de colocación: 8 de octubre de 2014.

Fecha de vencimiento: 8 de octubre de 2018.

Amortización: El capital se amortizará en 3 pagos consecutivos los días 8 de abril de 2018, 8 de julio de 2018 y 8 de octubre de 2018, siendo los 2 primeros por un importe equivalente a 33,33% del valor nominal y el último por un importe equivalente a 33,34% del valor nominal.

Tasa de interés: El capital no amortizado devengará intereses compensatorios a una tasa fija de 4% nominal anual.

Pago de intereses: Los intereses se pagarán trimestralmente en forma vencida.

Obligaciones Negociables Clase XVII por un valor nominal total de hasta USD 15 millones (ampliable a USD 30 millones).

Monto colocado: USD 10.212.903

Fecha de colocación: 10 de agosto de 2015.

Fecha de vencimiento: 10 de agosto de 2017

Amortización: El capital de las *Obligaciones Negociables Clases XVII* se amortizará en un único pago equivalente a 100% del valor nominal en la fecha de vencimiento.

Tasa de interés: el capital no amortizado devengará intereses compensatorios a una tasa fija de 5,25% nominal anual.

Pago de intereses: Los intereses se pagarán trimestralmente en forma vencida.

Obligaciones Negociables Clase XVIII por un valor nominal total de hasta USD 15 millones (ampliable a USD 20 millones). La emisión de las obligaciones negociables y los términos y condiciones particulares de las mismas fueron aprobados por el Directorio de la compañía el 20 de octubre de 2015.

Monto colocado: USD 20.000.000.

Fecha de colocación: 20 de noviembre de 2015.

Fecha de vencimiento: 20 de noviembre de 2020.

Amortización: El capital se amortizará en 3 pagos consecutivos los días 20 de mayo de 2020, 20 de agosto de 2020 y 20 de noviembre de 2020, siendo los 2 primeros por un importe equivalente a 33,33% del valor nominal y el último por un importe equivalente a 33,34% del valor nominal.

Tasa de interés: El capital no amortizado devengará intereses compensatorios a una tasa fija de 2% nominal anual.

Pago de intereses: Los intereses se pagarán trimestralmente en forma vencida.

Otros: Las obligaciones negociables han sido calificadas como una inversión productiva computable en el marco del **inciso k)** del punto 35 del *Reglamento General de la Actividad Aseguradora (Resolución SSN 21.523/1992)*.

Destino de los fondos: Inversiones en activos físicos situados en el país de acuerdo al siguiente orden: (i) construcción del *PER III*; y (ii) desarrollo de un primer módulo de hasta 50 MW del *PEM*. Asimismo, la empresa utilizará los fondos remanentes, en caso de existir, para (i) financiar otros proyectos productivos o de infraestructura de generación de energía eléctrica en la Argentina, o expansiones o finalizaciones de proyectos vigentes, incluyendo inversiones en otros activos no financieros destinados a dichos proyectos de generación de energía eléctrica, y (ii) para la cancelación de impuestos, honorarios o gastos contraídos con relación a dichos proyectos.

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, realizado el **3 de agosto de 2017**, confirmó (*) en **Categoría A-(arg)** la calificación de Emisor de Genneia S.A. y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía bajo el *Programa Global para la emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 400 millones (o su equivalente en otras monedas)*:

- *Obligaciones Negociables Clase XIV* por h/ USD 15 millones (ampliable h/ USD 25 millones).
- *Obligaciones Negociables Clase XVII* por h/ USD 15 millones (ampliable h/ USD 30 millones).
- *Obligaciones Negociables Clase XVIII* por h/ USD 15 millones (ampliable h/ USD 20 millones).

Las calificaciones cuentan con perspectiva **Negativa**.

Categoría A(arg): "A" implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas 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 agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación 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 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. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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 e igual a la que se publica en el presente dictamen.*

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados contables consolidados hasta el 31-03-2017 (auditor externo a la fecha de los últimos estados contables disponibles: *Deloitte & Co. S.A.*).
- Prospecto del Programa global para la emisión de Obligaciones Negociables simples (no convertibles en acciones) a corto, mediano o largo plazo por un monto máximo de hasta USD 400 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 21 de julio de 2015 (actualización y ampliación del programa original de fecha 19 de noviembre de 2012).
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase XIV de fecha 26 de septiembre de 2014 (y adenda de fecha 1 de octubre de 2014).
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase XVI y Clase XVII de fecha 29 de julio de 2015.
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase XVIII de fecha 9 de noviembre de 2015.

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 calificador-, 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 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 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.