

Generación Mediterránea S.A. (GEMSA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Co emisión GEMSA, Generación Frias y CTR por hasta USD 250 MM	A(arg)
ON Clase VI por hasta USD 20MM ampliable hasta USD 70MM	A(arg)
ON Clase VII por hasta el equivalente en pesos a USD 20 MM, ampliable hasta USD 70 MM	A(arg)
ON Clase VIII por \$350. MM	A(arg)
ON Clase I por USD 20 MM (co- emisión entre GEMSA y CTR), ampliable hasta USD 30 MM	A(arg)
ON Adicionales Co- emision GEMSA y CTR por hasta USD 86 MM	A(arg)
ON Clase IX por USD 25 MM, ampliable hasta USD70 MM	A(arg)

Perspectiva

Resumen Financiero

(\$ millones)	3 meses 12 meses	
	31/03/18	31/12/17
Total Activos	13.856	13.019
Total Deuda		
Financiera	8.686	7.266
Ingresos	930	2.612
EBITDA	593	1.300
EBITDA (%)	63.8	49.8
Deuda/ EBITDA	3.7x	5.6x
EBITDA/ intereses	2.8x	3.7x

Criterios

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

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Grupo Albanesi: GEMSA forma parte del grupo Albanesi, un grupo integrado que se dedica a la comercialización de gas y generación de energía, con ingresos a nivel consolidado en 2017 de USD 1000 millones y un EBITDA de USD 140 millones. El segmento de energía a dicha fecha representó el 19% de los ingresos y el 70% del EBITDA. No existe una compañía holding que consolide a todo el grupo, sin embargo los directores manejan al grupo con una visión global maximizando la rentabilidad y oportunidades del conjunto. En 2015 se decidió implementar un plan de inversiones para incrementar su capacidad térmica a 1400MW (más su vinculada Solalban Energía con 120 MW) para el primer semestre de 2018 y con proyectos para adicionar 383 MW en los próximos años. El EBITDA normalizado hasta la puesta en marcha de los ciclos combinados es aprox. USD 300 millones (incluyendo Co-generación) representando el segmento energético el 88% del EBITDA, y GEMSA el 43%. A partir del último semestre de 2020, una vez habilitadas las centrales a vapor, el EBITDA normalizado crecerá a USD 370 millones.

Nuevos proyectos para incrementar la capacidad /elevado endeudamiento: GEMSA se encuentra implementando diversos proyectos para incrementar la capacidad instalada. En una primera etapa ya finalizada incrementó su potencia bruta a 900 MW de 500MW, estimándose un EBITDA normalizado de aprox. USD 130 MM. Adicionalmente, GEMSA logró la adjudicación para realizar dos cierres de ciclo incrementando su capacidad en 275 MW (total 1175 MW), con contratos en dólares a 15 años con CAMMESA y plazo de ejecución de obras 30 meses (mayo 2020). Los proyectos están siendo financiados con capital propio (12.5%) y endeudamiento (87.5%). A marzo 2018 el ratio de deuda/EBITDA anualizado cerró en 3.7 y se prevé que se mantenga en niveles cercanos a 4x hasta 2020.

Ajustada liquidez mitigada por conservadora estructura de capital: la compañía opera con una ajustada liquidez que se encuentra mitigada por su buen acceso al financiamiento y su estructura de capital. La co-emisión junto con Central Térmica Roca S.A. por USD 250 Millones más el adicional de USD 86 millones le permitió a la compañía concentrar el 63% de los vencimientos en julio 2023.

Bajo riesgo operativo: GEMSA posee activos diversificados, con ingresos predecibles provenientes de contratos por disponibilidad denominados en dólares (CAMMESA y Energía Plus) que representan más del 90% del EBITDA. La existencia de contratos de mantenimiento de largo plazo con los proveedores de las turbinas aseguran un nivel mínimo de disponibilidad. El abastecimiento de gas adicional al provisto por CAMMESA se encuentra disponible a través de la comercializadora del grupo R.G. Albanesi.

Perspectiva sectorial estable: el gobierno ha demostrado su interés en lograr una industria sustentable con una tendencia hacia una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. En los últimos años se redujo el déficit operacional de CAMMESA, se dolarizaron las tarifas al segmento spot e impulsaron inversiones para incrementar la capacidad instalada en generación térmica y en energías renovables. A la fecha, quedan por conocer las medidas que implementará el gobierno con respecto al precio de gas en boca de pozo, dada la fuerte devaluación de mayo-junio'18.

Sensibilidad de la calificación

El actual nivel de endeudamiento de la compañía se encuentra en el límite de la calificación, un incremento en los ratios de endeudamiento podría provocar una baja en la calificación.

Liquidez y estructura de capital

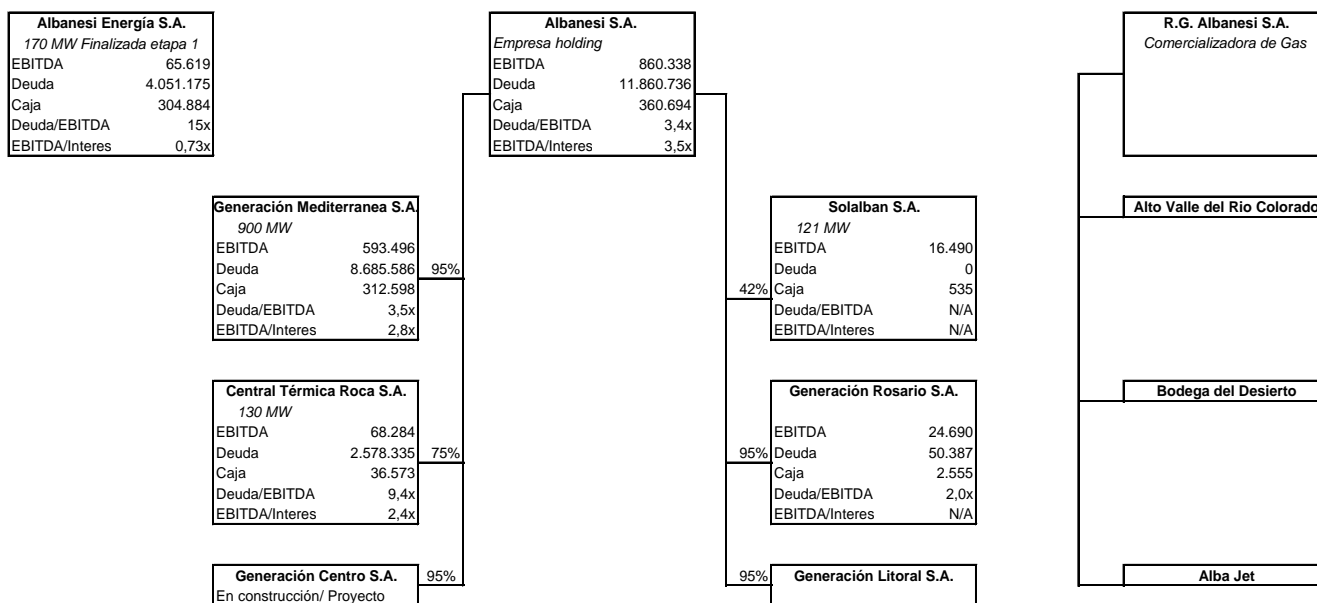
EL buen acceso al financiamiento le permite a la compañía mitigar el riesgo de refinanciación y la ajustada liquidez. El grupo ha demostrado tener acceso al financiamiento bancario y al mercado local e internacional de capitales.

Perfil del negocio

Generación Mediterránea (GEMSA), es una empresa generadora de energía térmica que pertenece al grupo Albanesi. El grupo 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. Actualmente el grupo posee una potencia bruta de 1340 MW más 120 MW de su vinculada Solalban Energía S.A. y proyectos para mejorar la eficiencia e incrementar su capacidad por en 443 MW (incluyendo el cierre de ciclo de CTR).

Estructura Organizacional del Grupo Albanesi. (EBITDA a marzo'18, ratios anualizados)

Miles/\$

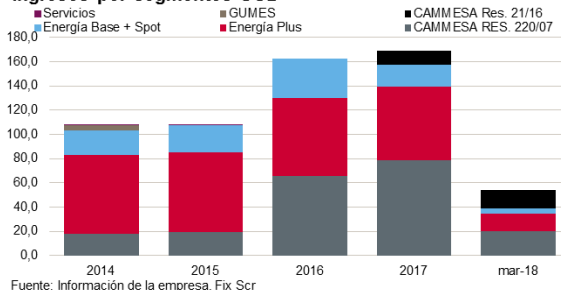


GEMSA posee seis centrales térmicas con una capacidad nominal operativa de 900MW. Las distintas locaciones y cantidad de equipos le permiten a la compañía obtener una diversificación geográfica de equipos, ingresos y flujo.

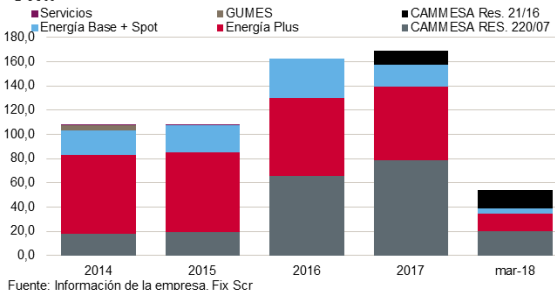
El riesgo operativo de la compañía es bajo ya que la empresa posee contratos de largo plazo por potencia y energía con CAMMESA y con la industria además de contratos de mantenimiento con los proveedores de las turbinas. A marzo'18 los ingresos por contratos representaron el 93% de los ingresos.

Por otro lado los ingresos de la compañía se encuentran altamente concentrados en CAMMESA que a marzo'18 representaron el 72% de los ingresos y 70% de los Gwh generados. Cambios regulatorios en el segmento de energía base o una extensión de los plazos de pago de CAMMESA podrían producir un impacto negativo en el flujo de la compañía.

Ingresos por segmentos USD



GWh



GEMSA posee contratos de mantenimiento con los principales proveedores de las turbinas que le garantizan un nivel de disponibilidad por arriba del exigido en los contratos firmados con CAMMESA. Además, la compañía cuenta con una turbina adicional móvil de marca P&W que puede ser utilizada en 24/48 hs. En 2017 la disponibilidad de las diversas centrales varió entre 90%-100%, cumpliendo en todos los casos los requerimientos de CAMMESA.

Las turbinas de las centrales de Central Térmica Maranzana, Central Independencia, Central y la nueva de Central tienen una eficiencia media respecto del total del sistema. Central (antigua central) y Central La Banda se consideran con una eficiencia baja despachando solamente en casos de alta demanda de energía. Los proyectos de cierre de ciclo de las Centrales Maranzana y Ezeiza le permitirán a la compañía mejorar la eficiencia y encontrarse mejor posicionada frente a un posible cambio regulatorio que apunte a un mercado competitivo (Ver Proyectos en marcha).

El abastecimiento de combustible para la generación de energía destinada al segmento energía plus se obtiene a través de los contratos con los productores o con R.G. Albanesi S.A. (RGA). El combustible para el resto de los segmentos de ingresos es provisto por CAMMESA. Fix considera que ante un cambio regulatorio que establezca que las centrales deberán obtener su propio combustible, el riesgo de abastecimiento de GEMSA es bajo. La compañía podría obtener el gas necesario a través de RGA, la comercializadora de gas del Grupo Albanesi. Actualmente, RGA destina el 10% de sus ventas a las centrales térmicas del grupo.

	Central Maranzana	Central Independencia	Central Ezeiza	Central Riojana	Central La Banda	Central Frias	Total GEMSA
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	
Eficiencia de las Centrales Kcal/MWh	2250/2383/2300	2403/2300	2300	3800/4100/2300	3800/4100	2383	
Capacidad de Generación Bruta	350 MW	220 MW	150MW	90 MW	30MW	60 MW	900 MW
Contratos con CAMMESA	135 MW	192 MW	138 MW	45 MW	---	55 MW	565 MW
Energía plus	140 MW	---	---	---	---	---	140 MW
Energía base	70 MW	---	---	40 MW	30 MW	---	140 MW

Inversiones realizadas

En 2016 la compañía decidió realizar un plan de inversiones que implicó aumentar la capacidad bruta en un 80%, de 500MW a los actuales 900MW.

Proyecto	Capacidad	Fecha de Habilitación	de EBITDA estimado anual
CT Maranzana	100 MW	Julio-2017	USD 20 MM
CT La Rioja	50 MW	Mayo-2017	USD 7 MM
Ezeiza	100 MW	Sept.-2017	USD 23 MM
Independencia	50 MW	Ago- 2017	USD 12 MM
Independencia	50 MW	Feb-2018	USD 11 MM
Ezeiza	50 MW	Feb-2018	USD 11 MM

Las centrales han sido habilitadas a tiempo cumpliendo con el cronograma comprometido con CAMMESA. El EBITDA anualizado de GEMSA a partir de los 900 MW de capacidad es de aprox. USD 130 MM, proviniendo aprox. 90% de contratos con CAMMESA (Res CAMMESA 220 y Res. 21/16). La compañía realizó inversiones por un total de USD 400 millones, siendo parte financiada con deuda financiera. A marzo'18 el ratio de Deuda/EBITDA anualizado era de 3.7x. .

Proyectos en marcha

En el segundo semestre de 2017 la compañía logró la adjudicación de dos proyectos en la licitación de Cierre de Ciclo. Uno en la central de Ezeiza que implica la construcción de una nueva turbina a gas Siemens por 50 MW y dos turbinas de vapor Siemens de 50MW cada uno (Total 150 MW adicionales) permitiendo una central de ciclo cerrado de 300MW. El otro en Central Maranzana adicionando una turbina a gas de 50MW y una a vapor por 75 MW (total 125 MW) permitiendo una central de ciclo cerrado de 225 MW. GEMSA firmó dos contratos a 15 años con CAMMESA a un precio por potencia de USD 24.500 MW/mes, teniendo un plazo de ejecución de obras de 30 meses (mayo 2020). Se estiman inversiones totales por USD 410 millones, siendo financiadas en USD 50 millones con fondos propios y USD 200 millones con deuda financiera y con los proveedores de los equipos USD 150 millones. El EBITDA adicional anualizado se estima en aprox. USD 70/80 MM.

Riesgo del Sector

Las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y aún están más influenciadas por la política energética que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. La perspectiva estable que asignó FIX para el sector de generación eléctrica refleja las medidas adoptadas por la nueva Administración política en las cuales evidencian una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Las regulaciones buscaron reducir el déficit operacional de CAMMESA, actualizar las tarifas al segmento energía base (Res. SEE 22/16 Y 19/17) e impulsar inversiones para incrementar la capacidad instalada en generación térmica y en energías renovables.

A través de los sucesivos incrementos tarifarios el gobierno logró reducir los subsidios a los usuarios finales, que pasaron de pagar cerca del 10% del costo de generación en 2015 a abonar el 52% a fines de 2017. A la fecha, quedan por conocer las medidas que implementará el gobierno con respecto al precio de gas en boca de pozo, dada la fuerte devaluación de mayo-junio'18.

Posición Competitiva

La compañía tiene el 2% de la potencia instalada del país y 4% 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 26 años de experiencia como operadores de gas y 14 como generadores de energía térmica.

Factores de riesgo

- Sector altamente regulado
- Contratos de Energía Plus de corta duración
- Concentración de ingresos con CAMMESA
- Riesgo de construcción
- Elevado endeudamiento

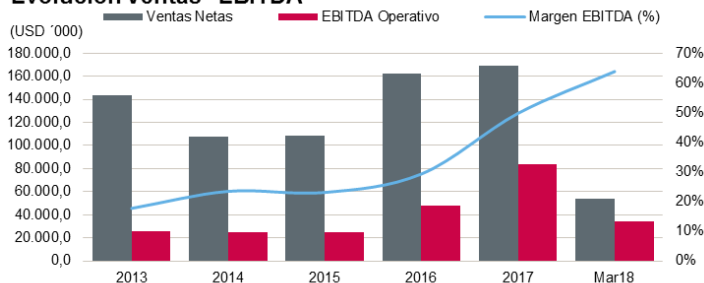
Perfil Financiero

Los Estados Contables a diciembre 2016 no son comparables con ejercicios anteriores ya que refleja la fusión con las Generación Independencia, Generación La Banda y Generación Riojana. Los Estados Contables a diciembre'17 tampoco son comparables ya que a partir de 1 de enero 2017 GEMSA se fusionó con Generación Frías.

Rentabilidad

Actualmente, la rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los contratos CAMMESA Res. 220/07, Res. 21/16 y Energía Plus. A marzo de 2018 el EBITDA de la compañía cerró de acuerdo a lo esperado en USD 34.3 MM. FIX espera que la compañía logre cerrar el año con una EBITDA de alrededor de USD 130 MM debido al operar a partir de xx con una capacidad bruta de 900 MW.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A marzo '18 el flujo de caja operativo resultó negativo USD 23.3 millones producto de los intereses pagados y el capital de trabajo necesario tras la puesta en marcha de las últimas turbinas de las centrales de Ezeiza e Independencia. En el primer trimestre la compañía realizó inversiones de capital por USD 15.7 millones que junto con el déficit fueron financiadas con endeudamiento adicional. Hasta 2020 se espera que la compañía continúe teniendo un flujo de fondos libre negativo, dadas las inversiones en los dos cierres de ciclo. El déficit será financiado con endeudamiento financiero.

Liquidez y estructura de capital

A marzo '18 el total de la deuda financiera ascendía a USD 431 millones, venciendo el 12% en el corto plazo (USD 68 millones) y el 88% en el largo plazo (USD 363 millones). El ratio de deuda/EBITDA (anualizando las cifras a marzo '18) resultó en 3.7x, y las coberturas en 2.8x. La estructura de capital mitiga el elevado endeudamiento de la compañía. A marzo '18 el 63% de la deuda vence en 2023.

El 89% del endeudamiento se encuentra denominado en dólares, sin embargo el riesgo de descalce de monedas es bajo ya que la totalidad de los ingresos se encuentran denominados en dólares.

Históricamente GMSA opera con una liquidez ajustada, la cual se encuentra mitigada por el acceso al financiamiento a través del mercado de capitales y bancario del Grupo Albanesi.

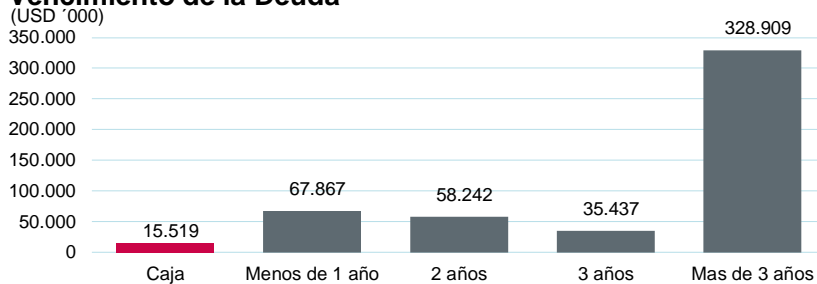
Capitalización

USD '000 Marzo '18

Deuda de Corto Plazo	67.867	12%
Deuda de Largo Plazo	363.322	66%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	431.190	78%
Total Patrimonio	121.997	22%
Total Capital Ajustado	553.187	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía se financia en el mercado de capitales, préstamos bancarios contando además, con líneas de corto plazos y descubiertos autorizados. Las Obligaciones Negociables co-emitidas en Julio 2016 por USD 250 millones y adicionales por USD 86 millones, le permitieron a la compañía acceder al financiamiento internacional.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo'18 han sido estimados anualizando las cifras trimestrales. La variación de ventas correspondiente a marzo'18 se calculó con respecto a marzo'17.

Resumen Financiero - Generación Mediterránea S.A.

(miles de ARS, cierre año fiscal Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	20,14	16,60	14,92	9,09	8,13
Tipo de Cambio Promedio	17,28	15,45	12,01	8,61	6,80
Período	mar-18	2017	2016	2015	2014
	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad					
EBITDA Operativo	593.496	1.299.561	572.931	215.586	171.692
EBITDAR Operativo	593.496	1.299.561	572.931	215.586	171.692
Margen de EBITDA	63,8	49,8	29,3	23,1	23,5
Margen de EBITDAR	63,8	49,8	29,3	23,1	23,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	3,5	4,4	(12,9)	11,2	20,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(72,7)	(102,7)	(106,2)	(3,3)	7,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(28,7)	14,0	8,1	7,0	2,6

Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,8	1,2	(3,6)	1,2	1,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	3,7	2,9	2,4	1,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,8	3,7	2,9	2,4	1,8
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	1,2	1,2	1,0	0,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	1,2	1,2	1,0	0,7
FGO / Cargos Fijos	1,8	1,2	(3,6)	1,2	1,6
FFL / Servicio de Deuda	(0,8)	(2,2)	(3,9)	0,3	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,7)	(2,1)	(3,0)	0,3	0,6
FCO / Inversiones de Capital	(1,5)	(0,3)	(0,8)	2,2	18,9

Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	5,6	16,6	(5,3)	2,6	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,7	5,6	6,5	1,3	1,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,5	5,5	5,8	1,3	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,7	5,6	6,5	1,3	1,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	3,5	5,5	5,8	1,3	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,5	6,4	9,8	33,7	37,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	15,7	9,6	7,7	41,0	62,4

Balance					
Total Activos	13.856.345	13.018.504	6.857.245	1.532.882	1.172.248
Caja e Inversiones Corrientes	312.598	84.616	444.955	3.094	10.842
Deuda Corto Plazo	1.367.073	700.573	287.621	118.296	148.542
Deuda Largo Plazo	7.318.513	6.564.696	3.458.177	170.222	89.692
Deuda Total	8.685.586	7.265.269	3.745.798	288.518	238.234
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.685.586	7.265.269	3.745.798	288.518	238.234
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.685.586	7.265.269	3.745.798	288.518	238.234
Total Patrimonio	2.457.430	2.640.111	1.770.122	699.349	481.297
Total Capital Ajustado	11.143.016	9.905.379	5.515.921	987.867	719.531

Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	176.294	86.654	(907.217)	21.510	54.700
Variación del Capital de Trabajo	(579.258)	(692.147)	(33.586)	17.062	1.203
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(402.964)	(605.492)	(940.804)	38.572	55.903
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(272.685)	(2.077.998)	(1.134.282)	(17.758)	(2.965)
Dividendos	0	0	0	(51.401)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(675.649)	(2.683.490)	(2.075.085)	(30.587)	52.938
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	56
Otras Inversiones, Neto	(40.371)	253.768	(177.177)	0	0
Variación Neta de Deuda	942.851	2.014.219	2.690.205	17.676	(34.157)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	226.831	(415.503)	437.943	(12.911)	18.837

Estado de Resultados					
Ventas Netas	929.792	2.611.739	1.953.798	932.989	731.182
Variación de Ventas (%)	46,8	33,7	109,4	27,6	3,5
EBIT Operativo	476.112	1.030.151	457.471	169.635	136.922
Intereses Financieros Brutos	208.652	350.019	197.534	88.876	93.438
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(182.680)	307.696	99.455	41.447	7.791

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- O&M: Operación y mantenimiento

Anexo III. Características de los instrumentos

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

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

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

Precio de emisión: 98.758%

Tasa de interés aplicable: 9.625%.

Intereses: pagos semestrales.

Vencimiento: 27 de julio 2023.

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

Garante: Albanesi S.A.

Ley aplicable: Nueva York

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

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

Monto de emisión: de USD 86 millones.

Tasa de interés aplicable: 9.625%.

Precio de emisión: 110.875%

Intereses: pagos semestrales.

Vencimiento: 27 de julio 2023.

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

Garante: Albanesi S.A.

Ley aplicable: Nueva York

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

El 16 de febrero de 2017 Generación Mediterránea emitió las Obligaciones Negociables Clase VI bajo las siguientes condiciones:

Monto: 34.696.397

Moneda: dólares

Intereses: pagos trimestrales

Tasa: 8%

Vencimiento: 16 de febrero 2020

Amortización: el capital se amortizará en un único pago al vencimiento.

Ley aplicable: argentina

Obligaciones Negociables Clase VII por hasta el equivalente en pesos a USD 20 MM, ampliable hasta USD 70 MM.

El 16 de febrero de 2017 Generación Mediterránea emitió las Obligaciones Negociables Clase VII bajo las siguientes condiciones:

Monto: 553.737.013.

Moneda: pesos

Intereses: pagos trimestrales

Tasa: Badlar privada más 4%.

Vencimiento: 16 de febrero 2019.

Amortización: el capital se amortizará en tres cuotas trimestrales consecutivas, equivalentes al 30% para los primeras dos cuotas y del 40% para la última. Los pagos serán realizados los días 16 de agosto de 2018, 16 de noviembre 2018 y 16 de febrero de 2019.

Ley aplicable: argentina

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 por USD 20 MM, ampliable hasta USD 30 MM.

El 11 de octubre 2017 GEMSA co-emitió junto con Central Térmica Roca S.A. las Obligaciones Negociables Clase I bajo el programa de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones) por hasta USD 100.000.000. Las condiciones de las ON son las siguientes:

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

Monto de Emisión: USD 30 millones.

Moneda: dólares

Tasa de interés aplicable: 6.68%.

Vencimiento: 11 de octubre 2020.

Intereses: pagos trimestrales.

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

Ley aplicable: Argentina.

Obligaciones Negociables Clase IX por hasta USD 25 millones, ampliable hasta USD 70 millones.

La compañía emitirá las Obligaciones Negociables bajo las siguientes condiciones:

Monto de emisión: USD 25 millones ampliable hasta USD 70 millones.

Tasa de interés aplicable: fija a determinar.

Intereses: pagos trimestrales.

Vencimiento: 18 meses a partir de la fecha de emisión.

Amortización: El capital se amortizará en tres cuotas consecutivas, pagaderas trimestralmente, equivalentes al 30%, 30% y 40% del valor nominal de las Obligaciones Negociables a los 12, 15 y 18 meses desde la fecha de emisión.

Suscripción e integración: Las Obligaciones Negociables Clase IX podrán ser suscriptas e integradas (i) en efectivo, en Dólares Estadounidenses y/o su equivalente en Pesos; y/o (ii) en especie, canjeando las Obligaciones Negociables Clase VII.

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 **23 de julio de 2018 confirmó*** en categoría **A(arg)** a la calificación de Emisor y a los siguientes instrumentos emitidos por Generación Mediterránea S.A.:

- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 20 millones, ampliable hasta USD 70 millones.
- Obligaciones Negociables Clase VII por el equivalente en pesos a USD 20 millones, ampliable hasta USD 70 millones.
- Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta \$ 350 millones.
- Obligaciones Negociables Clase I por USD 20 millones (Co-emisión Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A.), ampliable hasta USD 30 millones.
- Obligaciones Negociables Co-emisión por Generación Mediterránea S.A, Generación Frias S.A. (fusionada con GEMSA) y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 250 millones.
- Obligaciones Negociables Adicionales Co-emision Generación Mediteránea S.A. y Central Térmica Roca S.A. por hasta USD 86 millones.

Adicionalmente asignó en categoría **A(arg)** a las Obligaciones Negociables Clase IX por hasta USD 25 millones, ampliable hasta USD 70 millones a ser emitidas por la compañía.

La **Perspectiva** es **Estable**.

Categoría A(arg): "A" nacional 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 agrega "(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 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 auditados hasta el 31-03-2018, disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. SRL
- Suplemento de Prospecto de ON Co-emitida por GEMSA, Generación Frías (ahora GEMSA) y CTR, de fecha 12 de Julio 2016 disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Adicional Co-emitida por GEMSA y CTR, de fecha 28 de noviembre 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase VI y VII emitidas por GEMSA de fecha 2 de febrero 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de ON Clase VIII emitidas por GEMSA, de fecha 29 de septiembre de 2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Prospecto de las ON Clase I Co-emitidas por GEMSA y CTR, de fecha 29 de septiembre 2017, disponible en www.cnv.gob.ar

Además la presente calificación se determinó en base a la siguiente información suministrada por el emisor de carácter privado:

- Suplemento preliminar de Prospecto de las Obligaciones Negociables Clase IX, provistas por el emisor el 17 de julio 2018.

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 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.