

Genneia S.A. (GENNEIA)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase XXI por hasta USD 10 MM (ampliable hasta USD 50 MM) *	A-(arg)
ON Clase XXII por hasta USD 10 MM (ampliable hasta USD 50 MM) *	A-(arg)

*En conjunto por hasta USD 50 MM

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

(\$ miles)	30/06/18 Año móvil	31/12/17 12 Meses
Total Activos	32.671.090	17.412.406
Deuda Total	19.182.146	9.819.983
Ventas Netas	3.765.305	2.646.419
EBITDA Operativo	2.781.607	1.948.314
Margen EBITDA (%)	73,9	73,6
Deuda Neta / EBITDA	6,1	4,1
EBITDA / Intereses	4,0	3,8

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 proyectos de energías renovables por USD 950 millones a ejecutar entre 2018 y 2020. 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 700 MW permitirá desde 2019 reemplazar y aumentar 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 de financiamiento por unos USD 200 millones adicionales, hasta la gestión y finalización de los proyectos. Algunos de éstos ya empezarían a operar en los próximos meses.

Mayor riesgo de contraparte: Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos dos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), dando 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, el sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. La fuerte depreciación del tipo de cambio de los últimos meses incrementó el déficit del sector, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares. Esta situación aumenta las necesidades de CAMMESA de subsidios gubernamentales para poder hacer frente a sus compromisos, lo que podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras y riesgo de demora en el cobro, aumentando el riesgo de contraparte.

Acuerdos de financiamiento permiten avanzar con el plan de inversiones: En junio 2018 subsidiarias de la compañía celebraron acuerdos de financiamiento con diversas entidades europeas, japonesas y la Corporación Andina de Fomento (CAF) para varios de los proyectos eólicos, por unos USD 270 millones y plazos de 15 años. Estos acuerdos contienen ciertas cláusulas, prendas y garantías sobre los activos de cada proyecto, en favor de los acreedores. Por otro lado, la Asamblea de Accionistas del 9 de octubre de 2018 aprobó la emisión de ON por USD 50 millones, a ser suscripta por accionistas, de forma privada, sin oferta pública.

Previsibilidad de los ingresos: GENNEIA posee alrededor de 95% de sus ingresos derivados de contratos de abastecimiento con CAMMESA en dólares, con vencimiento entre 2018 y 2027 para las centrales térmicas, y entre 2028 y 2041 para energía renovable. 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 200 MM anuales hasta la habilitación comercial de los primeros proyectos de renovables.

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 un aumento del endeudamiento que resulte en un apalancamiento neto superior a 3,5x en forma sostenida, o 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

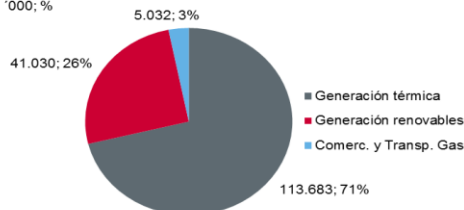
A jun'18, tras la ampliación del bono internacional en ene'18 (por la que obtuvo USD 163,5 millones) GENNEIA mantenía un saldo de deuda total por USD 665 MM. Tras el aporte de capital de mar'18 por USD 20 millones, contaba a jun'18 con una adecuada liquidez, con Caja y equivalentes por USD 81 MM, que le permitía cubrir 1,2x la deuda de corto plazo, y avanzar con el plan de inversiones. Con la emisión de las ONs objeto de calificación, el ratio deuda a EBITDA (medido en USD) quedaría cerca de 5,0x, y empezaría a bajar a medida que los nuevos proyectos vayan entrando en operaciones.

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, del Parque Eólico Rawson III y las adquisiciones de GETSA y Loma Blanca IV, la compañía cuenta con una potencia instalada de 803 MW, de los cuales aproximadamente el 80% (643 MW) corresponden a generación térmica y el 20% (160 MW) a generación eólica. Además, la empresa está involucrada en el negocio de comercialización y transporte de gas natural.

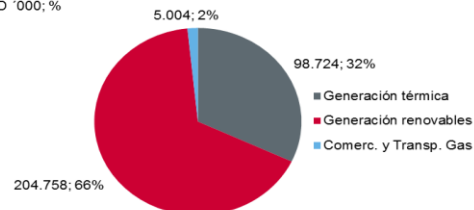
Ventas por segmento 2017

USD '000; %



Ventas por segmento 2020 (estim.)

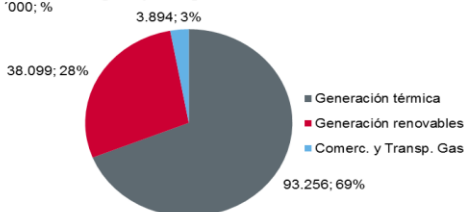
USD '000; %



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

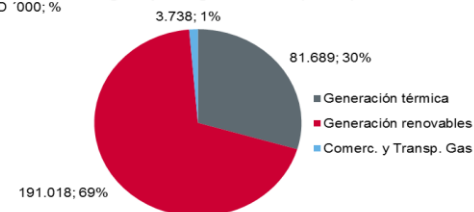
Contribución marginal por segmento 2017

USD '000; %



Contribución marginal por segmento 2020 (estim.)

USD '000; %



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Las ventas de las centrales térmicas se originan en contratos a largo plazo en dólares en el marco de la *Resolución 220/07* y de la *Resolución 21/2016* con vencimientos escalonados entre 2018 y 2027, 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. Cuando esos contratos finalicen, las centrales serán remuneradas según la Res. 19/2017, que generará un EBITDA equivalente a un tercio del que tenía cada central con el contrato anterior. La Central "El Bracho" (de 245 MW), adquirida en agosto de 2017 a Generadora Eléctrica de Tucumán S.A., es remunerada según esta Resolución. Esta central aportaría unos USD 16 millones de EBITDA adicionales. La mayoría de los proyectos renovables tienen contratos en USD con CAMMESA por entre 15 y 20 años.

Con un EBITDA estimado para 2018 en alrededor de USD 163 millones, esperamos que la generación de energía convencional represente alrededor del 62% del mismo, mientras que la energía eólica contribuiría aproximadamente con el 36% y el 2% sería aportado por la comercialización y transporte de gas.

Más allá de la adjudicación de los proyectos térmicos Bragado II y III (por 118 MW entre ambos) que entraron en funcionamiento en febrero y mayo 2017, la empresa está enfocada en la generación de energía eléctrica con fuentes renovables. Además del Parque Eólico Madryn (220 MW), en la primera licitación de Renovar le adjudicaron proyectos por 216 MW en distintas localidades (Villalonga, Chubut Norte, Pomona y Necochea). Todos estos proyectos entrarían en operaciones durante 2019. En la última licitación de Renovar 2.0 y 2.5, le fueron adjudicados los proyectos eólicos de Chubut Norte III (57 MW) y Chubut Norte IV (84 MW) y el proyecto de biomasa La Florida (19 MW). En noviembre de 2017 adquirió de Isolux Corsán Energías Renovables S.A. el Parque eólico Loma Blanca IV (51 MW), que le va a agregar unos USD 20 millones de EBITDA por año. En abril 2018 Genneia adquirió de 360 Energy S.A. el 100% del capital social de los Parques Solares Ullum I, II y III. Los mismos tienen una capacidad combinada de 82 MW y entrarán en operaciones a fines de 2018. El EBITDA adicional proyectado de estos parques es de unos USD 12 millones por año. En el mediano y largo plazo, entendemos que la ejecución de los proyectos renovables en cartera redundará en un cambio del mix de negocios, pasando la proporción de generación renovable de un 26% del total generado a dic'17 a un 77% en 2020.

Las inversiones para el período 2018-2020 por USD 950 millones estarán orientadas a expandir en unos 700 MW la capacidad de generación de fuentes renovables, y serán financiadas con una

combinación de generación de fondos operativos, recursos provistos por la ampliación del bono internacional (USD 163,5 millones), deuda incremental (unos USD 200 millones) y recursos del fondo de inversión CARFON (unos USD 50 millones), 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.

Riesgo del Sector

Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos dos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), reflejando una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica, aún prevalece su dependencia de subsidios públicos. La política energética viene dando 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. Sin embargo la fuerte depreciación del tipo de cambio de los últimos meses incrementó el déficit del sector eléctrico, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares.

Por ende, lo que CAMMESA cobra de parte de los Distribuidores no alcanza para cubrir el incremento en el costo de generación. Esta situación aumenta las necesidades de subsidios gubernamentales por parte de CAMMESA para poder hacer frente a sus compromisos, lo que podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras y riesgo de demora en el cobro, aumentando el riesgo de contraparte.

CAMMESA ha regularizado los pagos a todos los generadores desde septiembre de 2016, llevando los días de pago a 42 días, cuando antes el plazo habitual de pago estaba cerca de los 100 días. Esto ha sido así incluso en los dos primeros meses post devaluación.

El sector eléctrico ha llegado a operar cerca del límite de la capacidad desde el año 2007, y la nueva oferta de generación apenas fue acompañando la demanda.

Ante este panorama la nueva Administración decretó en diciembre de 2015 el estado de emergencia del sector eléctrico hasta el 31 de diciembre de 2017. Se le encomendó al Ministerio de Energía la instrumentación de un plan para desarrollar los segmentos de generación, transporte y distribución, mejorar la calidad y garantizar la prestación del servicio en condiciones técnicas y económicas adecuadas. Con las nuevas licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables, se espera un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2019. Esto traerá aparejado un incremento en los compromisos de pago de CAMMESA, los que deberán ser compensados por la suba acorde de tarifas y de los costos cobrados a los Grandes Usuarios para mantener equilibrado el sistema.

Otro riesgo es que el aumento necesario de la capacidad de transporte vaya a un ritmo más lento que el necesario para acompañar el crecimiento previsto en la generación.

Posición Competitiva

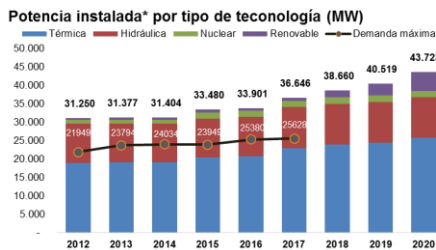
A pesar de ser un pequeño jugador dentro de la industria energética local (2% de la capacidad de generación total), GENNEIA ocupa una posición de liderazgo en el desarrollo de energías renovables, siendo en la actualidad uno de los referentes del segmento de explotación del recurso eólico con una participación de mercado de aproximadamente 70% a dic'17.

Luego de los proyectos adjudicados en las licitaciones Renovar, además del Proyecto Eólico Madryn, Genneia quedaría para el 2020 con una capacidad instalada eólica de 764 MW, que la seguiría posicionando en el primer lugar.

Administración y Calidad de los Accionistas

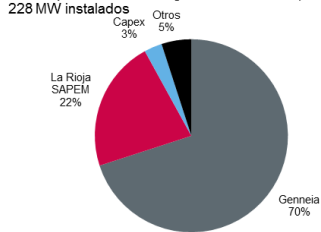
La estructura accionaria está conformada por los tenedores de acciones Clase A, que incluyen a Argentum Investments LLC (44%) y LAIG Eolia S.A. (6%), y por los representantes de las acciones Clase B Fintech Energy LLC (25%) y familias Brito y Carballo (25%). Cada clase de acción representa un 50% del 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 2018 han realizado un aporte de capital de USD 20 millones que serán aplicados al financiamiento de los nuevos proyectos eólicos adjudicados a subsidiarias de la compañía.



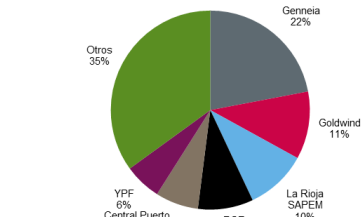
* Hasta octubre 2017 es la Potencia Instalada real. 2017 es año móvil. 2018-2020 tiene la potencia a instalar esperada de las rondas Renovar 1, 1.5 y 2 y térmicas Resol SEE 21/16, y Res SEE 28/17.
Fuente: CAMESA, Fix Scr

Particip. de mercado generac. eólica (2017)



Fuente: Ministerio de Energía, Fix Scr

Particip. de mercado generac. eólica post Renovar 2



Fuente: Ministerio de Energía, Fix Scr

Factores de Riesgo

- Numerosos proyectos en cartera, que plantean un exigente desafío financiero durante 2018 y sobre todo en 2019, donde se produce el pico de inversiones previsto y se hace necesario conseguir financiamiento por unos USD 230 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 los últimos dos años, es un riesgo potencial que se incrementa luego de la fuerte devaluación de mayo y junio 2018, que aumenta la dependencia de CAMMESA de los subsidios del gobierno.
- Marco regulatorio cambiante.

Perfil Financiero

Rentabilidad

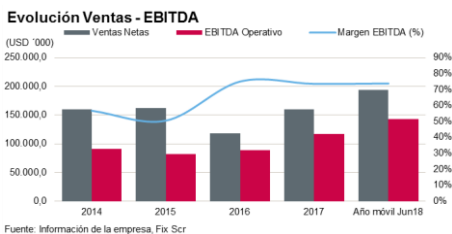
Los ingresos en dólares se han mantenido bastante estables hasta el 2016 (aunque en este año dejó de incluirse el costo de combustible dentro de las ventas). Esto se debe a que la capacidad instalada se mantuvo constante hasta ese año, y la remuneración principal es por la potencia puesta a disposición, 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. Desde 2017 empezaron a incorporarse las Centrales Bragado II y III y las adquisiciones de GETSA y Loma Blanca IV.

Por otro lado, la rentabilidad expresada como Margen de EBITDA rondaba el 55% cuando se incluía el costo de combustible en las ventas y en los costos, y se incrementó hasta alcanzar 74% en el año móvil a jun/18 al no incluir dicho costo.

Para 2018 esperamos un aumento en el nivel de ingresos por estar en operaciones el año completo las centrales que comenzaron en 2017 y las adquisiciones efectuadas en el segundo semestre 2017. En consecuencia, creemos que las ventas y el EBITDA estarán en torno a USD 203 millones y USD 163 millones respectivamente, por encima de los USD 160 millones y USD 118 millones respectivamente en 2017. A partir de 2019 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 190 millones en 2019 y unos USD 260 millones en 2020. FIX estima que durante los próximos 5 años el Margen de EBITDA se mantendrá en el rango del 80% a 84%. 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 los nuevos proyectos, el Flujo de Fondos Libre en el año móvil a jun'18 resultó negativo en USD 187 millones. Este déficit del flujo de fondos fue financiado con deuda incremental, entre las cuales estuvo una ampliación de la emisión de la ON internacional Clase XX por USD 163,5 millones.



Para los años 2018-2020, esperamos que las inversiones comprometidas para el desarrollo de los distintos proyectos (*PEM y los de las licitaciones RenovAr*), estimadas en alrededor de USD 950 millones, redunden en un Flujo de Fondos libre negativo hasta 2019 y añadan presión a la liquidez, requiriendo deuda adicional estimada en unos USD 200 millones y alguna inyección de fondos propios, de por lo menos unos USD 50 millones. Parte del desarrollo del proyecto PEM podría ser financiado con los fondos que se retienen en el CARFON (USD 42,3 millones al 31 de diciembre de 2017).

Flujo de Fondos

USD '000	2014	2015	2016	2017	Año móvil Jun18
Ventas	160.003	162.226	118.539	159.745	193.783
Flujo Generado por las Operaciones	47.183	64.803	45.083	95.711	87.189
Variación del Capital de Trabajo	8.705	(53.496)	(2.093)	(9.979)	18.166
Flujo de Caja Operativo	55.888	11.307	42.990	85.732	105.356
Inversiones de Capital	(29.723)	(23.593)	(92.071)	(168.397)	(292.372)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	26.165	(12.286)	(49.081)	(82.665)	(187.016)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

A jun'2018 la deuda financiera de la compañía era de USD 665 millones, 10% concentrada en el corto plazo y mayormente denominada en dólares, superior en USD 241 millones a la deuda a jun'2017. Asimismo, el apalancamiento neto consolidado a jun'18 alcanzó 3,8x (medido en USD), en comparación a 2,5x a jun'17. Tras la ampliación del bono internacional hecha en enero de 2018, la empresa obtuvo USD 163,5 millones (la ampliación fue por USD 150 millones, pero se emitió 9% sobre la par). La emisión del bono internacional con vencimiento en 2022 ha mejorado el perfil de la deuda (que hasta dic'16 estaba muy concentrada en el corto plazo), ha bajado los costos de financiamiento y permite financiar parcialmente la expansión de la capacidad instalada de activos renovables.

FIX espera que el pico de endeudamiento se produzca en 2019, con un ratio Deuda/EBITDA del orden de 5x, y un nivel de deuda total consolidada de unos USD 900 millones. Luego el nivel de endeudamiento empezaría a bajar gradualmente, a valores por debajo de 3x desde el 2021 en adelante. La cobertura de intereses con EBITDA para los próximos años sería del orden de 3x.

A jun'18 la compañía contaba con una adecuada liquidez, con caja y equivalentes por USD 81 millones, que le permitían cubrir 1,2x la deuda de corto plazo.

Liquidez - Genneia S.A.

USD '000	2014	2015	2016	2017	Año móvil Jun18
EBITDA Operativo	90.852	82.075	89.006	117.606	143.157
Caja e Inversiones Corrientes	23.097	1.384	53.554	97.503	81.095
Deuda Corto Plazo	127.766	86.469	143.558	65.424	65.108
Deuda Largo Plazo	140.756	122.810	154.545	457.633	599.515

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,7	0,9	0,6	1,8	2,2
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,9	1,0	1,0	3,3	3,4
Deuda Total / EBITDA	3,0	2,5	3,3	4,4	4,6

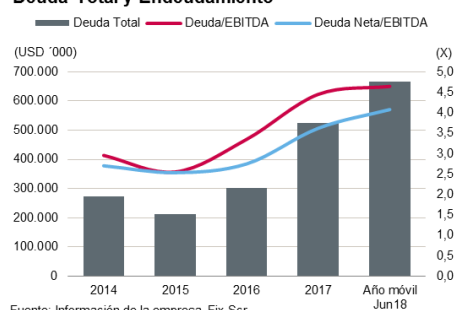
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 y una ampliación del mismo por USD 150 millones en enero 2018 (emitido 9% sobre la par). 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 950 MM, cuyo pico se producirá en 2019, con el objeto de expandir la capacidad de generación de energía de fuentes renovables, que permita reemplazar los ingresos que hoy recibe de fuentes convencionales. Se prevé que los fondos provenientes de la emisión de las ONs objeto de calificación sean utilizados para refinanciar pasivos y financiar inversiones. Se estima que el nivel de apalancamiento medido en dólares quedará cerca de 5,0x EBITDA, y bajaría a medida que vayan entrando en operaciones los nuevos proyectos.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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. Hasta 2015 el costo de combustible estaba incluido en las Ventas y los Costos. Desde 2016 ya no se incluye, lo cual modifica los márgenes EBITDA.

Resumen Financiero - Genneia S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

Año Móvil 12 meses 6 meses 12 meses 12 meses 12 meses 12 meses 2014

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.781.607	1.650.928	1.948.314	1.315.462	760.742	737.607
EBITDAR Operativo	2.789.655	1.655.067	1.954.888	1.321.850	767.563	744.756
Margen de EBITDA	73,9	74,8	73,6	75,1	50,6	56,8
Margen de EBITDAR	74,1	75,0	73,9	75,5	51,0	57,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,0	9,9	14,4	16,5	22,7	22,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(96,5)	(138,7)	(51,7)	(41,4)	(7,6)	16,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,7	(10,3)	18,9	12,7	(19,3)	1,2

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	8,0	7,2	4,7	4,3	2,9	3,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,9	5,8	5,0	3,6	3,6	3,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,1	5,1	4,1	2,9	3,6	2,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	6,9	5,8	5,0	3,6	3,6	3,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	6,1	5,1	4,1	3,0	3,6	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,4	6,2	7,1	11,7	13,6	13,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	9,8	9,8	12,5	48,2	41,3	47,6

Balance

Total Activos	32.671.090	32.671.090	17.412.406	8.367.689	5.407.808	4.050.277
Caja e Inversiones Corrientes	2.340.548	2.340.548	1.830.536	848.842	18.000	197.522
Deuda Corto Plazo	1.879.129	1.879.129	1.228.287	2.275.423	1.124.529	1.092.656
Deuda Largo Plazo	17.303.017	17.303.017	8.591.696	2.449.572	1.597.138	1.203.748
Deuda Total	19.182.146	19.182.146	9.819.983	4.724.995	2.721.667	2.296.404
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.182.146	19.182.146	9.819.983	4.724.995	2.721.667	2.296.404
Deuda Fuera de Balance	57.946	57.946	46.018	44.716	47.747	50.043
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.240.092	19.240.092	9.866.001	4.769.711	2.769.414	2.346.447
Total Patrimonio	7.581.005	7.581.005	4.819.728	1.950.247	1.407.691	660.395
Total Capital Ajustado	26.821.097	26.821.097	14.685.729	6.719.958	4.177.105	3.006.842

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.694.133	878.551	1.585.603	666.301	600.653	383.071
Variación del Capital de Trabajo	352.983	352.716	(165.317)	(30.938)	(495.845)	70.675
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.047.116	1.231.267	1.420.286	635.363	104.808	453.746
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.680.929)	(4.292.447)	(2.789.757)	(1.360.757)	(218.682)	(241.318)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.633.813)	(3.061.180)	(1.369.471)	(725.394)	(113.874)	212.428
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(2.039.005)	(216.322)	(1.822.683)	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(83.097)	0	(5.309)	(77.788)	0	9.612
Variación Neta de Deuda	3.311.024	2.568.306	2.546.647	1.556.236	(547.399)	(160.264)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(2.444.891)	(709.196)	(650.816)	753.054	(661.273)	61.776

Estado de Resultados

Ventas Netas	3.765.305	2.206.439	2.646.419	1.751.932	1.503.653	1.299.029
Variación de Ventas (%)	42,3	102,9	51,1	16,5	15,8	40,8
EBIT Operativo	1.662.685	996.819	1.143.309	729.928	411.548	437.529
Intereses Financieros Brutos	701.883	447.713	518.367	436.961	342.137	288.315
Alquileres	8.048	4.139	6.574	6.388	6.821	7.149
Resultado Neto	279.412	(318.883)	640.993	212.679	(199.626)	7.285

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.
- **LTM** (*Last Twelve Months*): últimos doce meses, por su sigla en inglés.
- **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

Obligación Negociable Clase XXI

Monto Autorizado: por hasta USD 10 millones (ampliable hasta USD 50 millones)

Monto Emisión: a emitir

Moneda de Emisión: dólares estadounidenses

Fecha de Emisión: a emitir

Fecha de Vencimiento: a los 24 meses de la Fecha de Emisión

Amortización de Capital: en forma íntegra en la Fecha de Vencimiento

Tasa de Interés: tasa fija que será informada en el Aviso de Resultados

Cronograma de Pago de Intereses: trimestrales

Destino de los fondos: i) refinanciación de pasivos, ii) inversiones en activos físicos y/o bienes de capital, iii) capital de trabajo, iv) adquisición de participaciones accionarias de sociedades cuyo objeto principal sea la generación de energía eléctrica, v) realización de aportes de capital a subsidiarias para financiar el giro comercial del negocio

Garantías: N/A

Opción de Rescate: la emisora podrá rescatar las ON en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que tuvieran lugar ciertos cambios impositivos que generen en la emisora la obligación de pagar montos adicionales bajo las Obligaciones Negociables.

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Otros: N/A

Obligación Negociable Clase XXII

Monto Autorizado: por hasta USD 10 millones (ampliable hasta USD 50 millones)

Monto Emisión: a emitir

Moneda de Emisión: dólares estadounidenses

Fecha de Emisión: a emitir

Fecha de Vencimiento: a los 36 meses de la Fecha de Emisión

Amortización de Capital: en forma íntegra en la Fecha de Vencimiento

Tasa de Interés: tasa fija que será informada en el Aviso de Resultados

Cronograma de Pago de Intereses: trimestrales

Destino de los fondos: i) refinanciación de pasivos, ii) inversiones en activos físicos y/o bienes de capital, iii) capital de trabajo, iv) adquisición de participaciones accionarias de sociedades cuyo objeto principal sea la generación de energía eléctrica, v) realización de aportes de capital a subsidiarias para financiar el giro comercial del negocio

Garantías: N/A

Opción de Rescate: la emisora podrá rescatar las ON en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que tuvieran lugar ciertos cambios impositivos que generen en la emisora la obligación de pagar montos adicionales bajo las Obligaciones Negociables.

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Otros: N/A

El valor nominal total en conjunto de las Obligaciones Negociables Clase XXI y Clase XXII es de hasta USD 50 millones.

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 **29 de octubre de 2018**, asignó en **Categoría A-(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por Genneia S.A.:

- Obligaciones Negociables Clase XXI por h/USD 10 millones (ampliable h/USD 50 millones) (*)
- Obligaciones Negociables Clase XXII por h/USD 10 millones (ampliable h/USD 50 millones) (*)

(*) *El valor nominal total en conjunto de las Clases XXI y XXII es de hasta USD 50 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 Fondo 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.

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 30-06-2018 (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 600 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 17 de enero de 2018 (actualización y ampliación del programa original de fecha 19 de noviembre de 2012).

Y adicionalmente la siguiente información privada:

- Borrador del Suplemento de Precio de las Clases XXI y XXII suministrado por el emisor vía email el 24/10/18.

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.