

Central Puerto S.A. (CEPU)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(arg)
Acciones Ordinarias	1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ millones)	30/06/19 Año móvil	31/12/18 12 Meses
Total Activos	84.246	70.089
Deuda Total Ajustada (*)	26.622	11.481
Ventas Netas	23.626	17.461
EBITDA Operativo	12.712	10.353
EBITDA (%)	53,8	59,3
FGO	14.640	12.542
Deuda Neta (*) / FGO	1,4	0,6
FGO / Intereses	8,4	7,9

(*) Incluye financiamiento de CAMMESA y otros ajustes a la deuda

(**) Los datos están ajustados por inflación y expresados en moneda homogénea de junio 2019

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado 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

Sólidos indicadores crediticios: Central Puerto S.A. (CEPU) muestra una flexibilidad financiera e indicadores crediticios superiores a la media de su categoría. En el año móvil a jun'19, CEPU alcanzó un ratio de deuda ajustada/FGO de 1,6x y una cobertura de intereses con FGO de 8,4x. Excluyendo la deuda con CAMMESA la relación de deuda/FGO era de 1,4x. Esta deuda se compensó en sept'19 con acreencias contra dicho ente, de acuerdo con la propuesta que CAMMESA le realizó a todos los generadores. En opinión de FIX, el riesgo regulatorio sigue siendo el mayor limitante para la calificación del emisor.

Riesgo regulatorio en alza: La fuerte depreciación del tipo de cambio del último año incrementó el déficit del sector eléctrico, el cual dependía a jul'19 en un 25% de subsidios públicos. Esto aumenta la dependencia del sector público para el pago de los compromisos de CAMMESA. Por otra parte, la Res 1/19 redujo la remuneración en el mercado spot. En opinión de FIX ésta tendrá un impacto negativo en el EBITDA de CEPU por unos USD 45 MM anuales, lo que representa cerca del 15% del flujo generado por la compañía. FIX considera que el impacto negativo será compensado con el aumento esperado en la generación de fondos tras la adquisición de la central Brigadier López en jun'19. Esta central aportaría unos USD 40 MM de EBITDA en 2019 y USD 72 MM en 2020. Cuando pase a ciclo combinado aportaría unos USD 120 MM. En esta transacción CEPU asumió una deuda financiera por USD 154 MM, además de abonar en efectivo USD 155 MM. La compra se financió con un préstamo por USD 180 MM con varios bancos. Además se requieren inversiones por unos USD 120 MM para cerrar el ciclo.

Fortaleza operacional: CEPU es el principal generador privado del país, con una capacidad instalada a sept'19 de 4.1 GW, diversificada en términos de tecnologías operadas, que luego de una inversión de USD 725 millones en los últimos 3 años ha logrado reconvertir casi en su totalidad. Se esperan inversiones adicionales por USD 375 millones para alcanzar una capacidad nominal total de 4.9 GW en 2021. La compañía ha disminuido significativamente los riesgos asociados al despacho y al abastecimiento de combustible, tras aumentar la eficiencia promedio de su parque ante una posible mayor competencia y/o desregulación del sector.

Robusta generación de caja operativa: La compañía presenta una generación de flujo de caja operativo sólida, estable y predecible, y al aumentar los contratos de largo plazo reducen la dependencia de la Res.1/19. El EBITDA en el año móvil a jun'19 ascendió a \$ 12.712 millones, al cual se añaden unos USD 75 MM/año por la cobranza del crédito vinculado a la Central Vuelta de Obligado, tras la habilitación comercial como ciclo combinado por parte de CAMMESA en mar'18. El portafolio de activos y contratos existentes junto a un plan de inversiones manejable proveen a la compañía de una significativa flexibilidad operativa y financiera.

Sensibilidad de la Calificación

Una baja en la calificación podría derivar de cambios en el marco regulatorio que resulten en el debilitamiento del flujo de fondos de la compañía. Asimismo, un incremento del endeudamiento en relación con la generación de caja que presione la liquidez, podría llevarnos a bajar las calificaciones (esperamos que la deuda neta ajustada sobre FGO esté por debajo de 2,0x).

En el mediano plazo, los factores que contribuirían a mejorar la calidad crediticia de las empresas del sector podrían estar relacionados con una normativa que incentive las inversiones y la eficiencia, con cobranzas predecibles, además de cierta seguridad en el acceso al combustible.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuada liquidez y moderado nivel de apalancamiento: CEPU tiene un perfil de liquidez adecuado para hacer frente a sus necesidades financieras corrientes. A jun'19 contaba con Caja y equivalentes por USD 66 MM, que alcanzaban para cubrir 54% de la deuda de corto plazo. Sin contar la deuda con CAMMESA, la deuda financiera era de USD 536 MM, de la cual 80% es de largo plazo. CEPU presenta una estructura de capital con un moderado grado de apalancamiento, con indicadores de deuda financiera sobre EBITDA de 1,8x y cobertura de intereses con EBITDA de 6,4x en el año móvil a jun'19.

Perfil del Negocio

CEPU se dedica a la producción y comercialización de vapor y energía eléctrica en Argentina, siendo la principal compañía privada de generación de energía eléctrica con una participación de mercado de generación térmica cercana al 15,1% y del mercado total del 10,4%.

Tras la adquisición de la Central Brigadier López (280 MW en ciclo abierto) y la entrada en operaciones de algunos proyectos renovables, la capacidad instalada a septiembre 2019 alcanza los 4.139 MW, con una diversificación tecnológica de sus activos de generación eléctrica, incluyendo fuentes de energía térmica, hidroeléctrica y renovable. Si incluimos los proyectos adjudicados de renovables y térmicos en construcción, los activos de generación de la compañía son los siguientes:

Capacidad instalada y adjudicada de CEPU

	Fuente	Potencia (MW)	Inversión total	Tipo remuner.
Centrales CABA	Térmica	1714		Res. 19/17
Centrales Mendoza	Térmica	500		Res. 19/17
Hidroelec. Piedra del Aguila	Hidro	1440		Res. 19/17
La Castellana I	Eólico	100,8	144	PPA CAMMESA
Achiras I	Eólico	48	75	PPA CAMMESA
La Genoveva I	Eólico	86,6	105	PPA CAMMESA
La Castellana II	Eólico	14,4	19	MATER Privados
Manque	Eólico	57	80	MATER Privados
Los Olivos	Eólico	22,8	32	MATER Privados
La Genoveva II	Eólico	41,8	58	MATER Privados
El Puesto	Solar	12	10	MATER Privados
Terminal 6	Térmica	323,5	284	PPA CAMMESA
Luján de Cuyo	Térmica	93	91	PPA CAMMESA
Central Brigadier López (*)	Térmica	420	320	PPA CAMMESA
Totales		4874	1218	

(*) La inversión incluye el pago realizado (USD 165 MM) + la deuda asumida (USD 155 MM)

FIX estima que los nuevos proyectos incrementarán las ventas de CEPU en un 35%, desde unos USD 557 millones en 2019, hasta USD 752 millones en 2022. Los proyectos renovables pasarían a representar en 2022 un 9% de los ingresos totales (desde 5% en 2019), mientras que los proyectos de cogeneración y Brigadier López un 33% (desde 10% en 2019). Las centrales de energía térmica base bajarán de un 36% a un 18% de las ventas. Los proyectos en construcción empezarán a operar en 2020, mientras que el cierre de ciclo de Brigadier López podría estar operativo a fines de 2021.

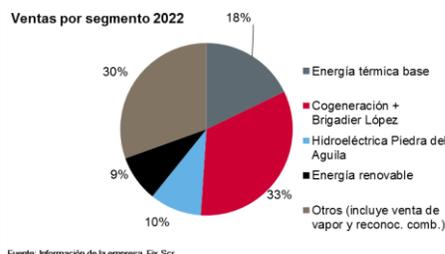
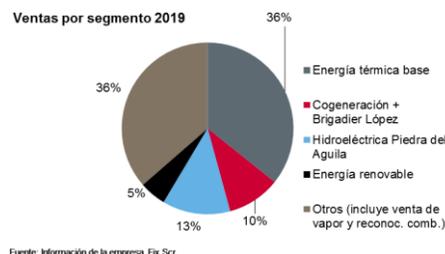
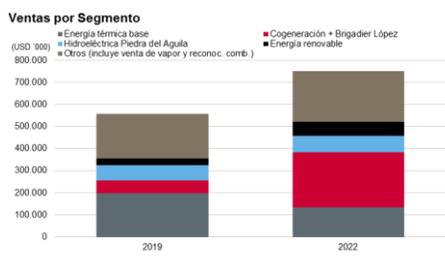
La compañía vende la mayor parte de la electricidad que genera en el mercado spot bajo el esquema remuneratorio de la Res. 19/17, que dispuso el aumento y la dolarización de los ingresos de los generadores y representó para CEPU un incremento en la remuneración del orden del 50%. La proporción de ingresos por esta Resolución irá disminuyendo desde un 84% en 2018 a un 58% en 2021, mientras que los PPA con CAMMESA pasarán a representar un 27% de las ventas y los contratos con privados un 8%. El portafolio de activos y la diversificación de contrapartes mitigan el riesgo de despacho, de abastecimiento de combustible y el riesgo de cobranzas. Asimismo, dentro de un contexto político y económico que eleva el riesgo regulatorio, FIX estima más probable que se produzcan modificaciones en la Res.1/19 que en los contratos de largo plazo de CAMMESA.

Los nuevos proyectos implican inversiones en equipos más eficientes, que aumentan la probabilidad de despacho de CEPU, generando un flujo operativo mayor y más predecible.

La disponibilidad promedio de las centrales de CEPU fue del 93% en 2018. Los nuevos equipos pueden tener disponibilidades del 97%. En cuanto al nivel de despacho de CEPU, en los últimos años viene disminuyendo (65% en 2017, 53% en 2018 y 44% en el primer semestre de 2019). Estimamos que los nuevos proyectos podrían tener un nivel de despacho del 85%/90%.

Para ampliar su capacidad de generación, el plan de inversiones de CEPU ha sido por unos USD 1.100 millones (de los cuales ya se han ejecutado un 65% aprox). Quedarían pendientes unos USD 375 millones de inversiones en los próximos 2 años. El capex estimado por mantenimiento de activos existentes es de unos USD 15 millones anuales.

En los últimos 3 años hubo una mayor disponibilidad de gas natural, con lo cual se generó menos con combustibles líquidos. El 86% de la generación fue con gas natural, 12% con combustibles líquidos (FO/GO) y 2% con carbón mineral. En 2016 la generación con gas natural fue el 73%, mientras que el 24% se generó con combustibles líquidos y el 3% con carbón.



Riesgo del Sector

El sector eléctrico dependía a jul'19 en un 25% de subsidios públicos. La fuerte depreciación del peso aumenta el costo del sistema, que está dolarizado. Dada la débil coyuntura económica, el aumento de tarifas necesario para financiar los mayores costos del sistema está suspendido; esto aumenta la dependencia del sector público para el pago de los compromisos de CAMMESA, que es la principal contraparte de los emisores del sector. El mayor déficit fiscal que esto trae aparejado incrementa mucho las probabilidades de cambios regulatorios en el sector, fundamentalmente en lo que respecta a la remuneración de la Energía sin contrato o Energía Base (mercado spot). FIX no espera que se modifiquen los contratos de largo plazo de los proyectos recientemente adjudicados, pero sí podría haber retrasos en los pagos de CAMMESA, que pueden presionar la liquidez de las compañías y generar demoras en los planes de inversión comprometidos, tanto de renovables como de cierres de ciclo o cogeneración.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan entre 45 y 50 días. La adecuada liquidez de CEPU permitiría cubrir los incrementos de capital de trabajo por extensión de plazos de cobro sin inconvenientes. Bajo la actual regulación el riesgo de descalce de moneda es bajo; las facturas son denominadas en dólares pero cobradas en pesos, estableciendo el tipo de cambio 24hs antes del pago.

La Res. SEE N°1/19 (que rige desde marzo 2019 en reemplazo de la Res. n° 19/17) mantiene la dolarización de la remuneración a la generación base, pero reduce los precios entre un 11% y un 37% según el nivel de despacho del último año, penalizando a las máquinas más ineficientes. Esto presiona a los generadores a invertir en equipos más eficientes, para aumentar su nivel de despacho y así incrementar su flujo de caja operativo. Los precios monómicos de generación se han mantenido en un rango de 70 / 75 USD/MWh en los últimos años, y prevemos que continuará en esos valores en los próximos años, dado que el menor precio por el ingreso de generación con fuentes renovables es compensado por los elevados cargos fijos de los nuevos contratos térmicos de largo plazo, pero con un despacho esperado de energía térmica inferior al histórico (del 67% del total generado en los últimos años, a menos del 60 % a partir de 2020).

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, con unos 5.000 MW adicionales en energía térmica y otros 4.500 MW en energías renovables. Esto traerá aparejado un incremento en los compromisos de pago de CAMMESA, los que deberían 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.

Durante 2018 hubo un decrecimiento de la demanda de energía eléctrica de 2,52% en comparación a la registrada en 2017, alcanzando 132.399 GWh. La potencia instalada se encuentra bien equilibrada entre las compañías generadoras de energía térmica (63,7%) e hidroeléctrica (29,0%). Un 4,8% es de generación nuclear y el restante 2,5% de fuentes renovables, que en 2019 se espera tengan un fuerte crecimiento tras la entrada en operaciones de varios proyectos.

Posición Competitiva

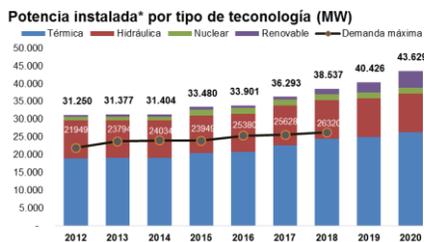
CEPU se beneficia de una sólida posición competitiva al tener una cartera de activos de generación con una buena diversificación tecnológica, que le permite aislar los riesgos asociados a paradas prolongadas en alguna de sus centrales.

Central Puerto es el mayor generador termoeléctrico de la Argentina, con una generación neta en 2018 de 14.268 GWh, que representa una participación en la generación térmica del 15,1%. En el ámbito de la generación total del SADI, Central Puerto ocupó el primer lugar con un 10,4% de participación.

En 2018 Central Puerto tuvo una disminución en su producción respecto de la de 2017, de 2.205 GWh, es decir un 13% menos respecto del año anterior, principalmente por menor despacho de las unidades turbovapor menos eficientes, y por la venta de la planta de cogeneración de La Plata a YPF en enero 2018.

Administración y Calidad de los Accionistas

CEPU tiene el control de 70% de CP Renovables S.A., que a su vez controla el 100% de las sociedades creadas especialmente para algunos proyectos de energías renovables (SPV). Los proyectos La Genoveva I, La Genoveva II y El Puesto son 100% propiedad de CEPU.



*Hasta 2018 es la Potencia Instalada real 2019-2020 tiene la potencia a instalar esperada de las rondas Renovar 1, 1.5 y 2 y térmicas Res SEE 21/16, y Res SEE 26/17.
 Fuente: CAMMESA, Fix Scr

Asimismo CEPU tiene participaciones accionarias del orden del 31% en las sociedades Termoeléctrica José de San Martín S.A. (TJSM) y Termoeléctrica Manuel Belgrano S.A. (TMB), con una potencia de 865 MW y 873 MW respectivamente. También tiene una participación del orden del 56% de la sociedad Central Vuelta de Obligado S.A. (CVOSA) de 816 MW

Factores de Riesgo

- **Riesgo regulatorio:** El riesgo regulatorio está aumentando, por el actual contexto político y económico. El aumento del tipo de cambio incrementa el déficit del sistema, teniendo en cuenta que la generación está dolarizada y las tarifas de distribución están en pesos y congeladas en los últimos meses. Por ello FIX estima factible una reducción de la remuneración de la energía base. La nueva Res1/2019 de marzo 2019 ya fue en ese sentido.
- **Riesgo de contraparte con CAMMESA.** Una significativa concentración de riesgo de contraparte, ya que una gran proporción de sus ingresos es vendida a CAMMESA. Se podría mitigar si se vuelve a recrear el Mercado a Término, tal como se estableció para energías renovables. CEPU tiene un 3% de contratos con privados en 2019 y pasaría a un 10% en 2022.
- **Aprovisionamiento de combustible:** La sólida posición competitiva de CEPU en el mercado eléctrico Argentino y la relación histórica con proveedores de combustibles mitigan este riesgo, si bien está en una posición menos favorable que los jugadores integrados.

Perfil Financiero

Rentabilidad

El EBITDA generado por CEPU ha tenido una paulatina mejora desde los cambios en la remuneración del sector tras la Res 19/17. El margen de rentabilidad disminuyó un poco desde nov/18, por la posibilidad de los generadores de procurarse el combustible que luego es reconocido por CAMMESA, como también por la Res. 1/19 que desde marzo 2019 redujo la remuneración de la energía base. En el año móvil a jun'19 CEPU presentó un EBITDA de \$ 12.712 millones (con un margen de 53,8%), y unos ratios de deuda a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA de 2,0x y 6,4x. A dic'18 el EBITDA fue de \$ 10.353 millones (en moneda constante de jun'19), con un margen del 59,3%, y los ratios de deuda/EBITDA y cobertura de intereses con EBITDA de 1,0x y 5,7x respectivamente.

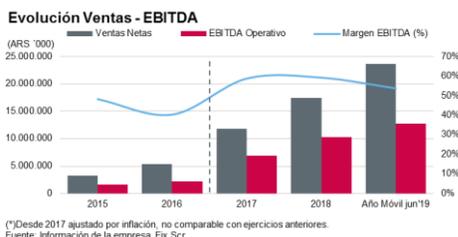
Nuestro escenario base para 2019 y 2020 incorpora una generación anual de electricidad de alrededor de 14.100 GWh y 15.900 GWh respectivamente, con las tarifas vigentes por la venta de la energía según la Res.1/2019. En este escenario proyectamos un EBITDA ajustado de USD 245 millones para 2019 y USD 335 millones para 2020. Esperamos márgenes de EBITDA del orden del 45% en 2019 tras la reducción de remuneración y la inclusión del combustible en costos y ventas. Hacia delante subiría en torno a 53%, tras la incorporación de los nuevos proyectos que tienen un margen mayor.

En un escenario hipotético, con un recorte del 25% a la remuneración de energía base a partir de 2020, esperaríamos un menor EBITDA ese año, del orden de los USD 295 millones. Los márgenes en este caso serían de un 49%

Flujo de Fondos

El Flujo de fondos operativo (FGO) generado en el año móvil a jun'19 fue de \$ 14.640 millones, que le permitió continuar con el plan de inversiones. En 2018 CEPU generó un FGO por \$ 12.542 millones.

Las inversiones previstas en los próximos dos años para los nuevos proyectos que le fueron adjudicados (incluyendo el cierre de ciclo de la Central Brigadier López) serían de unos USD 375 millones. Esperamos que CEPU cuente con suficientes fondos como para afrontar la mayor parte de las inversiones necesarias, producto de la caja actual y la capacidad de generación de flujo operativo, al cual se añaden unos USD 75 MM/año por la cobranza del crédito del FONINVEMEM vinculado a la Central Vuelta de Obligado, tras la habilitación comercial como ciclo combinado por parte de CAMMESA en marzo 2018. En este sentido FIX prevé que el Flujo de fondos libre (FFL) de la compañía sea negativo en 2019, neutro en 2020 y recién se revertiría a partir de 2021, cuando la mayoría de los proyectos nuevos comiencen a generar flujo.



Flujo de Fondos

ARS '000	2014	2015	2016	2017	2018	Año Móvil jun'19
Ventas	1.299.447	3.226.537	5.320.413	11.798.059	17.461.481	23.626.038
Flujo Generado por las Operaciones	394.824	1.542.507	1.843.126	5.563.452	12.541.632	14.639.544
Variación del Capital de Trabajo	(165.556)	(357.019)	211.210	(1.891.485)	(7.460.102)	(3.866.388)
Flujo de Caja Operativo	229.268	1.185.488	2.054.336	3.671.967	5.081.530	10.773.156
Inversiones de Capital	(45.367)	(664.166)	(2.188.359)	(7.019.679)	(8.518.085)	(12.372.528)
Dividendos	-	(365.000)	(1.392.282)	(2.312.189)	(1.735.257)	(5.839)
Flujo de Fondos Libre	183.901	156.322	(1.526.305)	(5.659.901)	(5.171.811)	(5.644.099)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

A junio '18 la deuda con CAMMESA era de \$ 3.095 MM. La misma fue cancelada en sept'19 mediante la utilización de créditos por remuneración por mantenimiento no recurrente y Adicional Fideicomiso, es decir sin salida de fondos para la compañía, de acuerdo con la propuesta que CAMMESA le realizó a todos los generadores.

CEPU presenta una liquidez adecuada. A junio 2019 contaba con Caja y equivalentes por unos USD 66 millones, que alcanzaban para cubrir 54% de la deuda de corto plazo. Sin contar la deuda con CAMMESA, la deuda financiera era de USD 536 MM, de la cual 80% es de largo plazo. CEPU presenta una estructura de capital con un moderado grado de apalancamiento, con indicadores de deuda financiera sobre EBITDA de 1,8x y cobertura de intereses con EBITDA de 6,4x en el año móvil a jun'19.

Liquidez - Central Puerto S.A.

ARS '000	2015	2016	2017	2018	Año Móvil jun'19
EBITDA Operativo	1.558.548	2.147.493	6.942.225	10.352.619	12.711.575
Caja e Inversiones Corrientes	2.204.505	1.826.764	2.167.547	2.686.265	2.812.810
Deuda Corto Plazo	1.172.641	2.340.900	4.081.934	3.042.464	5.231.009
Deuda Largo Plazo	861.268	1.284.783	4.580.093	7.599.292	20.645.149

Liquidez - Central Puerto S.A.

ARS '000	2015	2016	2017	2018	2019
Indicadores Crediticios					
EBITDA / Deuda CP	1,3	0,9	1,7	3,4	2,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	3,2	1,7	2,2	4,3	3,0
Deuda Total / EBITDA	1,3	1,7	1,2	1,0	2,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para 2019 y 2020 esperamos métricas crediticias saludables, con un pico de deuda financiera sobre EBITDA ajustado de 2,4x en 2019 y bajando a 1,8x en 2020. También esperamos cobertura de intereses en el rango de 5x - 6x. En el escenario hipotético de menor remuneración en la energía base, el ratio deuda/EBITDA sería de 2,1x en 2020.

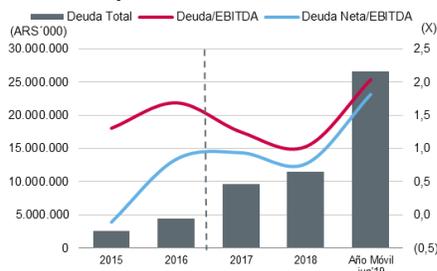
Para el cierre de ciclo de Brigadier López, FIX prevé la necesidad de deuda incremental por unos USD 50 MM para 2020 (la inversión necesaria es por unos USD 120 MM), los cuales serán complementados por los fondos operativos esperados para los próximos dos años y la caja actual. En el pico de endeudamiento previsto, los indicadores crediticios seguirán siendo razonables.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

CEPU posee un probado acceso a los mercados de crédito, operando con diferentes bancos locales de los que obtiene líneas para financiar su operatoria. También ha conseguido financiamiento a través de organismos multilaterales. En el último año consiguió fondeo por unos USD 500 millones: del IFC por USD 176 millones, del IIC por USD 50 millones, de KfW por USD 56 millones, del banco Galicia por USD 50 millones, y para financiar la adquisición de la Central Brigadier López un préstamo del Citibank, JP Morgan y Morgan Stanley por USD 180 millones. Estos préstamos son amortizables, con plazos entre 3 y 14 años según el caso.

La capacidad de fondeo y flexibilidad financiera de CEPU se considera adecuada a partir de su bajo endeudamiento y su sólida generación de caja.

Deuda Total y Endeudamiento



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

Capitalización

ARS '000	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda de Corto Plazo	5.231.009				7%
Deuda de Largo Plazo	20.645.149				30%
Otros	745.877				1%
Deuda Total Ajustada	26.622.035				38%
Total Patrimonio	43.153.156				62%
Total Capital Ajustado	69.775.191				100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Indicadores de Liquidez



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

Anexo I. Resumen Financiero

(*) Los datos desde 2017 han sido ajustados por inflación, con lo cual no son comparables con los de períodos anteriores. FIX ha actualizado a moneda homogénea a jun'19 los estados contables al 31/12/2017 y 31/12/2018, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los indicadores correspondientes a jun'19 se han estimado anualizando las cifras del semestre.

La deuda total ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como préstamos y adelantos provistos por CAMMESA, provisiones para juicios/reclamos, y planes de beneficios para empleados. Tanto el EBITDA como el EBIT fueron calculados revirtiendo los resultados operativos no recurrentes y aquellos originados en diferencias de cambio por revalúo de créditos en moneda extranjera.

Resumen Financiero - Central Puerto S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	NIIF	NIIF	NIIF
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)			
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF			
Año	Año Móvil	jun-19	2018	2017	2016	2015	
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	
Coefficiente de fecha de cierre		225,54	184,26	184,26			
Coefficiente de actualización		225,54	225,54	225,54			
Ratio de ajuste		1,00	1,22	1,22			
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	12.711.575	5.741.672	10.352.619	6.942.225	2.147.493	1.558.548	
EBITDAR Operativo	12.711.575	5.741.672	10.352.619	6.942.225	2.147.493	1.558.548	
Margen de EBITDA	53,8	45,4	59,3	58,8	40,4	48,3	
Margen de EBITDAR	53,8	45,4	59,3	58,8	40,4	48,3	
Margen del Flujo de Fondos Libre	(23,9)	(32,9)	(29,6)	(48,0)	(28,7)	4,8	
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	8,4	4,6	7,9	5,1	4,5	6,9	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,4	5,3	5,7	5,1	4,1	6,0	
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	6,4	5,3	5,7	5,1	4,1	6,0	
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	1,6	2,1	1,3	0,7	1,1	
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,8	0,9	2,1	1,3	0,7	1,1	
FGO / Cargos Fijos	8,4	4,6	7,9	5,1	4,5	6,9	
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(0,3)	0,3	
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	1,6	2,7	0,8	1,4	1,8	1,4	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	2,3	1,0	1,2	1,7	1,3	
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	2,0	0,8	0,9	0,8	(0,1)	
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,1	2,3	1,1	1,4	2,0	1,7	
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,9	2,1	0,8	1,1	1,2	0,3	
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,9	11,8	18,8	22,1	18,7	17,2	
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	20,2	20,2	28,6	47,1	64,6	57,7	
Balance							
Total Activos	84.245.571	84.245.571	70.088.775	42.044.778	12.722.961	9.442.272	
Caja e Inversiones Corrientes	2.812.810	2.812.810	2.686.265	2.167.547	1.826.764	2.204.505	
Deuda Corto Plazo	5.231.009	5.231.009	3.042.464	4.081.934	2.340.900	1.172.641	
Deuda Largo Plazo	20.645.149	20.645.149	7.599.292	4.580.093	1.284.783	861.268	
Deuda Total	25.876.158	25.876.158	10.641.756	8.662.028	3.625.683	2.033.909	
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	25.876.158	25.876.158	10.641.756	8.662.028	3.625.683	2.033.909	
Deuda Fuera de Balance	745.877	745.877	839.657	951.646	760.314	580.043	
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	26.622.035	26.622.035	11.481.413	9.613.674	4.385.997	2.613.952	
Total Patrimonio	43.153.156	43.153.156	40.306.389	20.847.397	5.154.016	4.571.663	
Total Capital Ajustado	69.775.191	69.775.191	51.787.802	30.461.071	9.540.013	7.185.615	
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	14.639.544	3.856.563	12.541.632	5.563.452	1.843.126	1.542.507	
Variación del Capital de Trabajo	(3.866.388)	1.639.960	(7.460.102)	(1.891.485)	211.210	(357.019)	
Flujo de Caja Operativo (FCO)	10.773.156	5.496.523	5.081.530	3.671.967	2.054.336	1.185.488	
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(4.038.889)	(4.038.889)	0	0	0	0	
Inversiones de Capital	(12.372.528)	(5.594.685)	(8.518.085)	(7.019.679)	(2.188.359)	(664.166)	
Dividendos	(5.839)	(18.484)	(1.735.257)	(2.312.189)	(1.392.282)	(365.000)	
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(5.644.099)	(4.155.535)	(5.171.811)	(5.659.901)	(1.526.305)	156.322	
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(6.736.771)	(6.736.771)	766.137	0	0	0	
Otras Inversiones, Neto	(679.393)	589.510	1.545.632	3.003.296	232.723	(662.907)	
Variación Neta de Deuda	11.050.730	10.581.845	2.762.343	1.371.586	1.016.706	604.013	
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	
Otros (Inversión y Financiación)	467.161	154.297	379.166	609.284	6.724	0	
Variación de Caja	(1.542.372)	433.346	281.467	(675.735)	(270.152)	97.428	
Estado de Resultados							
Ventas Netas	23.626.038	12.647.847	17.461.481	11.798.059	5.320.413	3.226.537	
Variación de Ventas (%)	N/A	95,1	48,0	N/A	64,9	148,3	
EBIT Operativo	21.662.563	8.315.530	23.843.572	5.108.053	2.788.710	1.784.906	
Intereses Financieros Brutos	1.990.067	1.074.700	1.809.877	1.359.861	529.999	261.155	
Alquileres	0	0	0	0	0	0	
Resultado Neto	7.379.893	2.698.949	21.035.782	6.441.479	1.768.836	1.330.734	

(*) Moneda constante a junio 2019

Anexo II. Glosario

- **CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico. 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 precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de las operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- **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
- **FONINMEM:** Fondo creado por la Secretaría de Energía de la Nación a través del cual se administran recursos económicos con destino a inversiones que permitan incrementar la oferta de energía eléctrica.
- **IFC:** Corporación Financiera Internacional, por su sigla en inglés.
- **IIC:** Corporación Interamericana de Inversiones, por su sigla en inglés.
- **MATER:** Mercado a Término. Se refiere a la posibilidad de celebrar contratos entre generadores de energías renovables y grandes usuarios privados.
- **Servicio de Deuda:** Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo

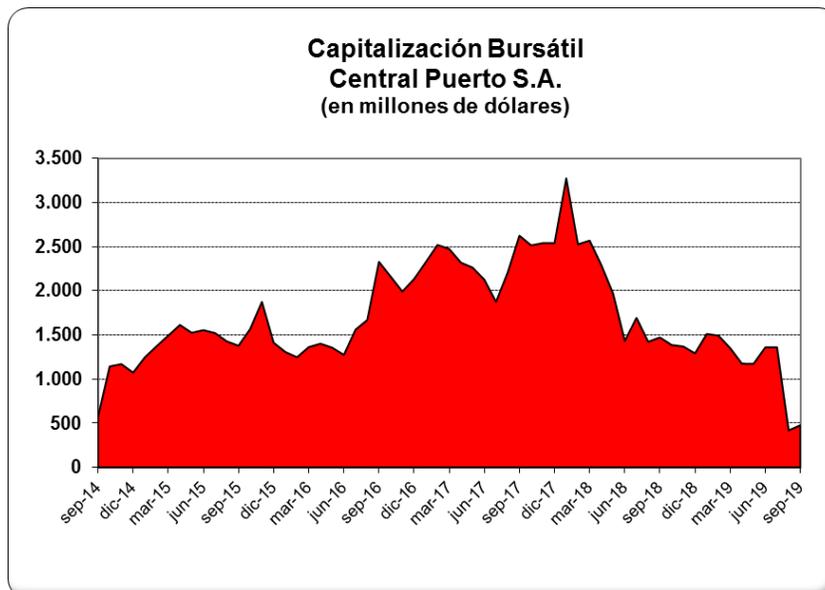
ANEXO III. Acciones

CEPU cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde 1993. Durante el proceso de fusión por absorción de fines de 2014 se emitieron 111.236.176 nuevas acciones para entregarlas a los accionistas de las compañías absorbidas. En consecuencia, el capital social fue aumentado hasta \$199,7 millones desde \$88,5 millones. Adicionalmente, el 30 de septiembre de 2016 fue inscripta en la IGJ una nueva fusión, mediante la cual CEPU realizó un canje de acciones y en la que participaron como sociedades absorbidas su controlante (SADESA) y ciertos accionistas minoritarios. Esta reorganización societaria redundó en una reducción de capital hasta \$189,3 millones (equivalente a 189.252.782 acciones ordinarias, escriturales, de un voto por acción y de un peso de valor nominal cada una).

Con fecha 16 de diciembre de 2016, la Asamblea de Accionistas de CEPU aprobó desafectar la Reserva Facultativa por \$ 1.324,7 millones y capitalizarla mediante el pago de un dividendo en acciones, aumentando el capital social a \$ 1.514,0 millones. La totalidad del capital está autorizado para la oferta pública (la porción flotante a la fecha se estima en 11,9% de las acciones en circulación).

El 4 de enero 2018 el Directorio aprobó la realización de gestiones y presentaciones para posibilitar la oferta pública y listado de acciones (o certificados representativos de las mismas en la New York Stock Exchange (NYSE)). Habiéndose obtenido las autorizaciones correspondientes, a partir del 2 de febrero de 2018 las acciones de CEPU se encuentran listadas en el NYSE a través de certificados de depósito, donde cada uno representa 10 acciones ordinarias de la sociedad.

La capitalización bursátil de la empresa al cierre de septiembre de 2019 era de alrededor de USD 478 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la misma en los últimos años:



Fuente: Economática

Presencia

En los últimos 12 meses a septiembre de 2019, la acción de CEPU mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos 12 meses a septiembre de 2019, la acción de la compañía registró una rotación de aproximadamente 99,0% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 27,9%.

Participación

En el año móvil a septiembre de 2019, el volumen negociado de la acción de la empresa fue de \$6.188,5 millones, lo que representó una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 3,25%.

En conclusión, consideramos que la acción de CEPU cuenta con una liquidez **ALTA**.

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 **30 de octubre de 2019** confirmó (*) en **Categoría A+(arg)** la calificación de Emisor de Central Puerto S.A. La perspectiva se mantiene **Estable**.

Asimismo, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la empresa y la liquidez de sus acciones en el mercado, el citado Consejo confirmó (*) la calificación de las Acciones Ordinarias en **Categoría 1**.

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 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.

Categoría 1: Acciones de calidad superior. Se trata de acciones que cuentan con una ALTA liquidez y cuyos emisores presentan una BUENA capacidad de generación de fondos.

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.

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

La presente calificación se determinó en base a información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en "<http://www.cnv.gob.ar>):

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2018 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martín y Asociados S.R.L.).
- Estados financieros intermedios consolidados hasta el 30-06-2019 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martín y Asociados S.R.L.).

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.