

Central Puerto S.A. (CEPU)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(arg)
Acciones Ordinarias	1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	30/06/17 6 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	13.303.034	12.722.961
Deuda Total Ajustada (*)	3.591.034	4.385.997
Ventas Netas	3.541.223	5.320.413
EBITDA Operativo	1.486.916	2.147.493
EBITDA (%)	42,0	40,4
FGO	1.066.637	1.843.126
Deuda Neta (*) / FGO	0,8	1,1
FGO / Intereses	4,6	4,5

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

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

Factores Relevantes de la Calificación

Menor riesgo regulatorio mejora perspectiva sectorial: En opinión de Fix, el nuevo esquema remunerativo le confiere mayor previsibilidad al sector de generación eléctrica, y favorece la generación de fondos operativos de la empresa. En tal sentido, la Res. SEE n°19/2017 dispuso el aumento y la dolarización de la remuneración que reciben los generadores privados que participan en el mercado de contado, además de premiar los compromisos de disponibilidad de potencia y la mayor eficiencia en el uso de combustibles. Por otra parte desaparecen ciertos ingresos que no generaban fondos como "Adicional Fideicomiso", dado que ahora todos los cargos se cobran. No obstante con la nueva Res. los mantenimientos mayores deberán ser afrontados por los generadores.

Sólida posición competitiva: Central Puerto S.A. (CEPU) posee una cartera de activos de generación bien diversificada en términos de tecnologías operadas y presencia geográfica. Esto le permite mitigar los riesgos asociados a paradas de máquinas por causa de roturas o mantenimientos y la exposición al riesgo hidrológico que enfrenta su central hidroeléctrica, sin comprometer significativamente el flujo de fondos generado por las operaciones (FGO). Además, la compañía se presenta como el principal generador privado del país con una capacidad nominal de generación cercana a los 4 GW y una participación en el mercado argentino de generación térmica de alrededor del 15% y en el mercado eléctrico total del 11,4%, evidenciando una posición estratégica dentro del sector y ciertas ventajas competitivas respecto de otros jugadores de menor escala.

Adecuados indicadores crediticios: La compañía presenta un adecuado perfil financiero y una sólida generación de flujo de caja operativo. A junio de 2017, CEPU alcanzó un indicador de deuda ajustada/FGO de 1,3x y registraba una holgada cobertura de intereses con FGO de 4,6x (a diciembre 2016 los ratios eran 1,8x y 4,5x respectivamente). Excluyendo la deuda con CAMMESA, que se compensa con acreencias contra dicho ente y por lo tanto no le genera salida de fondos a la compañía, la relación de endeudamiento sobre FGO alcanzaría 0,01x.

Aún prevalece el riesgo de precio y de contraparte: Si bien en el último año CAMMESA, su principal contraparte, ha mejorado sustancialmente los plazos de pago a los generadores, las compañías del sector eléctrico siguen expuestas al suministro de combustible que ésta provee ante situaciones de menor disponibilidad, siendo que CEPU se encuentra en una situación menos favorable respecto a otros jugadores integrados. Este riesgo sin embargo se encuentra mitigado por las actuales políticas de la nueva Administración, que apuntan a un mayor desarrollo en el sector de la producción de gas.

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 o mantengan acotada su rentabilidad. Asimismo, un incremento del endeudamiento en relación con la generación de caja que presione la liquidez, podría llevarnos a bajar las calificaciones (en particular, esperamos que el indicador de deuda neta ajustada sobre FGO se mantenga por debajo de 2,0x en todo momento).

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 a través de mecanismos que permitan ajustes de costos operacionales periódicos con cobranzas predecibles, además de cierta seguridad en el acceso al combustible, entre otros.

Liquidez y Estructura de Capital

CEPU presenta una estructura de capital con un moderado grado de apalancamiento, con indicadores de deuda financiera sobre EBITDA de 0,9x y cobertura de intereses de 5,0x a Junio 2017. Tiene un perfil de liquidez más que adecuado para hacer frente a sus necesidades financieras corrientes. A junio 2017 contaba con Caja y equivalentes por unos US\$ 90 millones, que alcanzaban para cubrir toda la deuda de corto plazo y el 54% de la deuda total. Sin contar la deuda con CAMMESA, cercana a \$2.763 millones, la deuda financiera es de sólo \$ 36 millones, luego de haber cancelado el préstamo con el Banco Galicia por US\$ 62 millones.

Perfil del Negocio

La empresa se dedica a la producción y comercialización de vapor y energía eléctrica en Argentina, donde se constituye como la principal compañía privada de generación de energía eléctrica con una participación de mercado de generación térmica cercana al 15% y del mercado total del 11,4%.

Tras las fusiones por absorción de los últimos años, CEPU consolidó una capacidad instalada de unos 3.800 MW, mejoró la diversificación tecnológica y geográfica de sus activos de generación incorporando centrales térmicas y una nueva fuente primaria de energía como la hidroeléctrica. Actualmente, los activos de generación de la compañía incluyen:

- Las centrales térmicas Puerto Nuevo y Nuevo Puerto, ubicadas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, con una potencia instalada térmica total de 1.735 MW distribuida entre una planta de ciclo combinado y turbogrupos a vapor;
- Centrales térmicas ubicadas en la localidad de Luján de Cuyo, provincia de Mendoza, con una potencia conjunta instalada de 514 MW y 150 toneladas/hora (tn/h) de producción de vapor;
- Una central térmica de cogeneración ubicada dentro de la refinería de YPF S.A. en la localidad de Ensenada, provincia de Buenos Aires, con una potencia instalada de 128 MW y 200 tn/h de producción de vapor; y
- La concesión del Complejo Hidroeléctrico Piedra del Águila, ubicado sobre el Río Limay en la provincia del Neuquén, que posee una capacidad instalada total de 1.440 MW distribuida entre 4 unidades generadoras de 360 MW de potencia cada una.
- Participaciones accionarias en las sociedades Termoeléctrica José de San Martín S.A. y Termoeléctrica Manuel Belgrano S.A., centrales térmicas con una potencia instalada de 865 MW y 873 MW respectivamente, y en la sociedad Central Vuelta de Obligado S.A., cuya potencia instalada estimada es de 816 MW.

Operaciones

En condiciones normales el 75 % de la energía generada por CEPU proviene de fuentes térmicas, mientras que el 25% es generación hidroeléctrica, aunque por la fuerte sequía en la región del Comahue en 2016, la generación térmica alcanzó el 85% del total.

En 2016, CEPU se constituyó como el principal generador termoeléctrico de Argentina, con una generación neta de 15.544 GWh que representa una participación en la generación térmica del país del orden del 15%.

La compañía vende la mayor parte de la electricidad que genera en el mercado spot (aprox. el 80% de sus ingresos) bajo el esquema remuneratorio de la Res. 19/17, que representó para CEPU un incremento en la remuneración del orden del 50%. En la actualidad, CEPU posee contratos vigentes con vencimiento entre 2017 y 2020 que representan aprox. el 13% de los ingresos totales, siendo el 7% restante la venta de vapor.

Los niveles de generación están sujetos a la disponibilidad de las plantas. En este sentido, se tiene en cuenta que las principales obras necesarias para mantener y/o aumentar la potencia disponible se venían financiando a través de acuerdos con CAMMESA. Con la nueva Resolución 19/2017, que aumenta y dolariza la remuneración, los mantenimientos mayores corren por cuenta de los generadores.

En 2016 la operación se realizó con diferentes combustibles de acuerdo fundamentalmente a la disponibilidad de gas por parte de CAMMESA. Hubo mayor disponibilidad de gas natural que en 2015, con lo cual se generó menos con Fuel Oil.

Además de las inversiones de capital para mantenimiento de los activos, durante 2016 CEPU ha adquirido y pagado grupos generadores de Siemens y General Electric, en total cuatro turbinas de gas con una potencia de generación total de unos 1.200 MW, con el objetivo de participar en futuras licitaciones térmicas que lanzaría el Gobierno. El valor de cada uno de estos grupos generadores es de unos US\$ 35 millones (inversión total de US\$ 140 millones). El capex estimado por mantenimiento de activos existentes es de entre USD 10/15 millones.

Riesgo del Sector

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada.

Sin embargo, las medidas adoptadas por la nueva Administración tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA, principal contraparte de la compañía, reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre la oferta y la demanda, con una menor propensión a la intervención.

La última Res.SE 19-E/2017 va apuntando en este sentido, al haber fijado un aumento de la remuneración a los generadores y en dólares, dando una mayor previsibilidad a los ingresos, permitiendo mejorar la rentabilidad de las operaciones y llevar adelante los trabajos de mantenimiento necesarios para garantizar el normal funcionamiento de las máquinas. Esta Resolución además elimina los componentes non cash que tenían las anteriores resoluciones, es decir que se percibe el total de la remuneración.

Queda pendiente el tema de la provisión del combustible y la recreación del mercado a término, con la posibilidad de acordar contratos con grandes usuarios que mitiguen el riesgo de contraparte y estimulen la búsqueda de mayores eficiencias. También es incierto si la nueva remuneración será suficiente para poder financiar los mantenimientos mayores que en adelante deberán solventarlo los generadores.

Breve Descripción de la Industria

Durante 2016 la tasa de crecimiento de la demanda de energía eléctrica fue de 0,6% en comparación a la registrada en 2015, alcanzando 136.950 GWh.

La potencia instalada se encuentra bien equilibrada entre las compañías generadoras de energía térmica (66,0%) e hidroeléctrica (27,8%). El restante 6,2% se encuentra compuesto principalmente de capacidad nuclear estatal y una proporción mínima de fuentes renovables. Hacia adelante, el sistema eléctrico argentino continuará expuesto a eventos inesperados tales como sequías, inviernos muy fríos o veranos muy calurosos, cuando la demanda de electricidad se encuentra en su máximo nivel. Con la sanción de la ley N° 27.191 de Energía Renovables el 23 de septiembre de 2015, se está apuntando a aumentar la proporción de este tipo de energías hasta llegar a un 8% del total generado a diciembre de 2017. A tal efecto el Gobierno lanzó las licitaciones Renovar 1.0 y 1.5 en 2016 por unos 2.400 MW de generación, y Renovar 2.0 en oct'2017 por otros 1.200 MW, recibiendo ofertas por más de 9.300 MW.

También adjudicó proyectos de generación térmica en 2016 y lanzó nuevas licitaciones de Cogeneración y cierre de ciclos en sept'2017, y se espera que lance una de Ciclos Combinados grandes para mediados de 2018.

Posición Competitiva

CEPU se beneficia de una sólida posición competitiva al tener una cartera de activos de generación con una buena diversificación tecnológica y geográfica, 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 2016 de 15.544 GWh, que representa una participación en la generación térmica del 14,6%. En el ámbito de la generación total del SADI, Central Puerto ocupó el primer lugar con un 11,4% de participación.

Por otra parte, consideramos que la empresa posee una posición menos favorable que otros generadores integrados para hacer frente a un escenario donde CAMMESA dejara de centralizar el suministro del combustible necesario para operar.

Administración y Calidad de los Accionistas

Otros accionistas de CEPU, post fusión operativa con Operating S.A., Hidroneuquén S.A. y SADESA, son el Estado Nacional, las provincias de Neuquén y Mendoza, y el Programa de Propiedad Participada. Además, la compañía posee un 11,9% de capital flotante en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

CEPU tiene el control de 73,15% de CP Renovables S.A., que a su vez controla el 100% de cada una de las sociedades creadas especialmente para cada proyecto de energías renovables (SPV).

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

- Marco regulatorio: Inherente al sector, si bien observamos una tendencia a reducir la discrecionalidad y la interferencia gubernamental. La nueva Res19/2017 va en este 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.
- Falta resolver el tema del aprovisionamiento de combustible que actualmente administra CAMMESA. La sólida posición competitiva de CPSA 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 otros jugadores integrados.

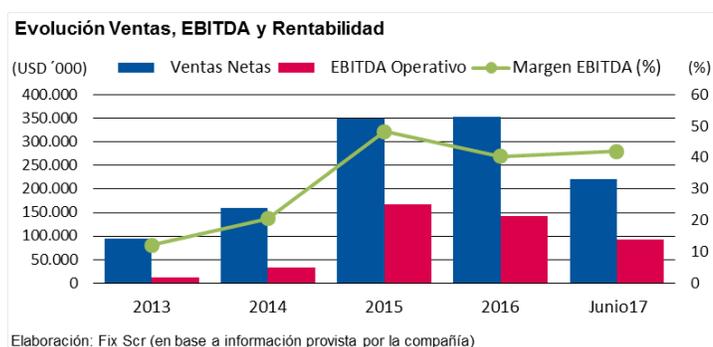
Perfil Financiero

Las calificaciones de CEPU se sustentan principalmente en su sólida posición competitiva, el bajo nivel de apalancamiento neto y la fuerte generación de flujo de caja operativo.

Rentabilidad

La rentabilidad y el flujo de fondos de CPSA han tenido una paulatina mejora desde los cambios en la remuneración del sector tras la Res 95/13 y sucesivas.

En 2016, CPSA presentó un EBITDA de US\$ 142,8 millones (con un margen de 40,4%), y unos ratios de deuda a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA de 1,7x y 4,1x. A jun'2017 el EBITDA fue de US\$ 92,9 millones (con un margen del 42,0%), y los ratios de deuda/EBITDA y cobertura de intereses con EBITDA de 0,9x y 5,0x respectivamente, mejorando respecto a dic'2016.



Nuestro escenario base para 2017 y 2018 incorpora una generación anual de electricidad de alrededor de 17.500 GWh y las tarifas vigentes por la venta de la energía según la Res.19/2017, con el incremento adicional ya previsto desde nov'17. En este contexto, proyectamos un EBITDA ajustado de entre US\$ 180 millones y US\$ 210 millones para los próximos 2 años. Esperamos márgenes de EBITDA del orden de 41% en 2017 y que se mantendrían hacia delante en torno a 48% luego de todos los incrementos previstos en la Res.19/17.

Flujo de Fondos

En 2016 CEPU generó un Flujo de fondos operativo (FGO) por US\$ 123 millones, y tras la regularización de los pagos de CAMMESA el Flujo de caja operativo (FCO) fue de US\$ 137 millones. Esto le permitió cubrir fuertes inversiones por US\$ 145 millones, para la compra de cuatro turbinas de gas por una potencia total de 1200 MW, que le permitirán participar de una futura licitación de Ciclos Combinados de gran envergadura, prevista para mediados de 2018.

El FGO generado a jun'17 fue de US\$ 67 millones, que le permitió pagar el préstamo con el banco Galicia por US\$ 62 millones y de esta manera cancelar casi toda la deuda financiera. El resto de la deuda que mantiene CPSA es la deuda con CAMMESA, que se encuentra denominada en moneda local y no contiene cláusulas de incumplimiento cruzado.

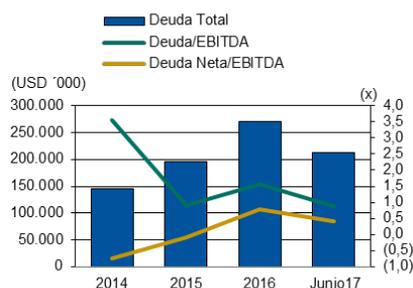
Esperamos que CPSA cuente con suficientes fondos (producto de la caja actual y capacidad de generación) como para afrontar la mayor parte de las inversiones necesarias para los nuevos proyectos que le fueron adjudicados. El flujo se beneficia también de la cobranza, en el marco del

FONINVEMEM, de cuotas mensuales en dólares en virtud de los créditos relacionados con su participación en Termoeléctrica José de San Martín, Termoeléctrica Manuel Belgrano y Central Vuelta de Obligado. Recién hacia fines de 2018 o principios de 2019 estimamos el pico de endeudamiento, al momento de encarar el proyecto de Ciclo combinado que se licitaría a mediados de 2018. En este sentido, con todos los proyectos que tiene por delante la compañía, Fix prevé que el Flujo de fondos libre (FFL) sea negativo hasta el 2019 inclusive, y que recién se revertiría a partir de 2020, cuando varios de dichos proyectos comiencen a generar flujo.

Liquidez y Estructura de Capital

CEPU presenta una estructura de capital moderada con sólidos indicadores de apalancamiento y cobertura (deuda total ajustada/FGO y cobertura de intereses con FGO de 1,3x y 4,6x respectivamente, a junio de 2017).

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

Capitalización (jun-2017)

'000 USD	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	88.904 15,1
Deuda de Largo Plazo	76.963 13,1
Otros	46.872 8,0
Deuda Total Ajustada	212.739 36,2
Total Patrimonio	374.449 63,8
Total Capital Ajustado	587.188 100,0

Fuente: Información de la empresa

En el ejercicio 2016 la deuda con CAMMESA, por mantenimientos mayores y adelantos para compras de máquinas, alcanzó los \$2.332,5 MM. A junio '17 esta deuda aumentó hasta \$ 2.763,4 MM. Estas obligaciones se cancelan con los créditos por remuneración por mantenimiento no recurrente en el marco de la Resolución de la Secretaría de Energía N°22/16 y anteriores, y por lo tanto no representan una erogación de fondos para la compañía a su vencimiento. Excluyendo estas deudas, la relación de endeudamiento/FGO alcanzaría 0,01x). Las acreencias de CEPU con CAMMESA por Mantenimiento no recurrente y Adicional Fideicomiso alcanzan los \$ 2.289,4 millones.

CEPU presenta una liquidez adecuada. A junio 2017 contaba con Caja y equivalentes por unos US\$ 90 millones, que alcanzaban para cubrir toda la deuda de corto plazo y el 54% de la deuda total. Sin contar la deuda con CAMMESA, la deuda financiera es de sólo \$ 36 millones.

Para 2017 y 2018 esperamos métricas crediticias saludables, con un indicador de deuda financiera sobre EBITDA ajustado de 1,3x y un indicador de cobertura de intereses en el rango de 5x - 6x.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

CEPU posee un probado acceso a los mercados de crédito, operando con diferentes bancos de los que obtiene líneas principalmente de corto plazo para financiar su operatoria. A jun '17 contaba con líneas de crédito en bancos locales por \$ 2.750 millones. En 2016 canceló anticipadamente las ON que vencían en 2017 y en junio '17 también canceló el crédito con el Banco Galicia. La capacidad de fondeo y flexibilidad financiera de CEPU se considera adecuada a partir de su bajo endeudamiento.

Adicionalmente, CEPU ha utilizado el financiamiento de CAMMESA para realizar mantenimientos extraordinarios en las unidades turbo vapor. Dicho financiamiento se encontraba regulado en la resolución N°146 de la Secretaría de Energía, sujeto a la disponibilidad de los fondos por parte de CAMMESA.

Anexo I. Resumen Financiero

El ejercicio fiscal 2014 incorpora la fusión por absorción de HPDA, CTM Y LPC con fecha efectiva 1 de octubre. En consecuencia, las cifras no son del todo comparables con años anteriores. Los indicadores correspondientes a los Estados Contables a jun'17 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 por desmantelamiento de planta y para juicios / reclamos, y planes de beneficios a largo plazo para los 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 y obligaciones en moneda extranjera.

Resumen financiero - Central Puerto S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

cifras consolidadas

Tipo de cambio ARS / USD (cierre)	16,88	16,17	13,30	8,57	6,53
Tipo de cambio ARS / USD (Promedio)	16,00	15,04	9,26	8,13	5,49
Norma contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	jun-17	2016	2015	2014	2013
	6 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.486.916	2.147.493	1.558.548	267.365	62.937
Margen de EBITDA (%)	42,0	40,4	48,3	20,6	12,1
Retorno del FGO / capitalización Ajustada (%)	27,6	24,9	25,1	9,3	(0,1)
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	7,6	(28,7)	4,8	14,2	(16,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	44,4	36,4	33,2	13,7	7,9
Coberturas					
FGO / Intereses financieros Brutos	4,6	4,5	6,9	10,0	(0,1)
EBITDA / Intereses financieros Brutos	5,0	4,1	6,0	6,1	3,5
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	0,7	1,1	0,8	0,7
FGO / Cargos Fijos	4,6	4,5	6,9	10,0	(0,1)
FFL / Servicio de Deuda	0,5	(0,3)	0,3	0,7	(0,8)
(FFL + caja e Inversiones corrientes) / servicio de Deuda	1,3	0,3	1,8	4,3	(0,0)
FCO / Inversiones de capital	1,6	0,9	1,8	5,1	(0,8)
Estructura de capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	1,8	1,4	2,9	(141,4)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	1,7	1,3	3,7	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,8	(0,1)	(0,8)	0,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,2	2,0	1,7	4,7	2,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,7	1,2	0,3	0,2	1,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	18,6	18,7	17,2	8,2	20,0
Deuda corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,6	0,6	0,3	1,0
Balance					
Total activos	13.303.034	12.722.961	9.442.272	6.300.703	1.689.061
Caja e Inversiones corrientes	1.517.254	1.826.764	2.204.505	1.207.768	67.523
Deuda corto Plazo	1.500.697	2.340.900	1.172.641	289.354	69.524
Deuda Largo Plazo	1.299.141	1.284.783	861.268	707.740	0
Deuda Total	2.799.838	3.625.683	2.033.909	997.094	69.524
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.799.838	3.625.683	2.033.909	997.094	69.524
Deuda Fuera de balance y Otros Ajustes a la Deuda	791.196	760.314	580.043	255.532	111.660
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.591.034	4.385.997	2.613.952	1.252.626	181.184
Total Patrimonio	6.320.695	5.154.016	4.571.663	3.454.329	1.192.678
Total capital Ajustado	9.911.729	9.540.013	7.185.615	4.706.955	1.373.862
Flujo de caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.066.637	1.843.126	1.542.507	394.824	(19.332)
Variación del capital de Trabajo	(337.837)	211.210	(357.019)	(165.556)	(18.131)
Flujo de caja Operativo (FCO)	728.800	2.054.336	1.185.488	229.268	(37.463)
Flujo de caja No Operativo / No recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de capital	(458.344)	(2.188.359)	(664.166)	(45.367)	(49.282)
Dividendos	0	(1.392.282)	(365.000)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	270.456	(1.526.305)	156.322	183.901	(86.745)
Adquisiciones y Ventas de activos Fijos (Neto)	0	0	0	0	0
Otras Inversiones (Neto)	1.679.827	232.723	(662.907)	(265.612)	46.312
Variación Neta de Deuda	(935.247)	1.016.706	604.013	158.457	43.398
Variación Neta de capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	170.604	6.724	0	0	0
Variación de caja	1.185.640	(270.152)	97.428	76.746	2.965
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.541.223	5.320.413	3.226.537	1.299.447	518.718
Variación de Ventas (%)	33,1	64,9	148,3	150,5	(49,1)
EBIT Operativo	1.351.969	1.905.467	1.364.349	161.888	(37.556)
Intereses financieros Brutos	298.925	529.999	261.155	43.652	18.051
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.273.477	1.768.836	1.330.734	317.731	90.285

Anexo II. Glosario

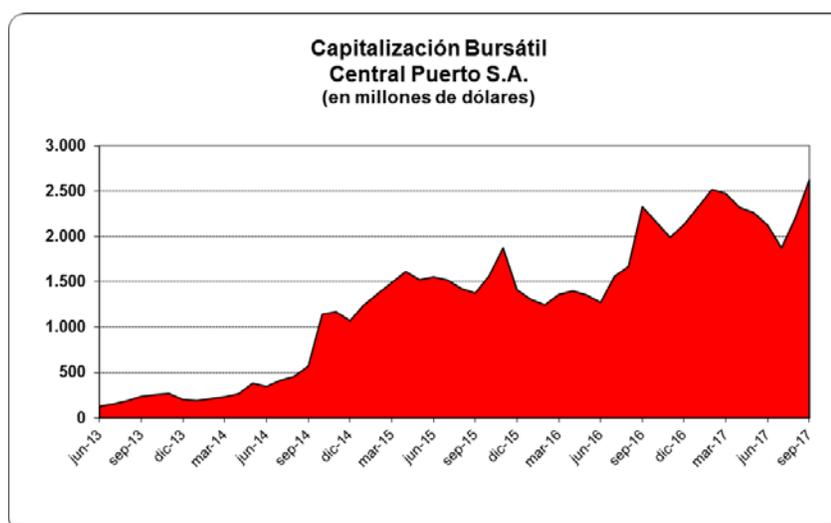
- CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico. Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real 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.
- 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).

La capitalización bursátil de la empresa al cierre de septiembre de 2017 era de alrededor de USD 2.624 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 2017, 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 2017, la acción de la compañía registró una rotación de aproximadamente 44,2% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 16,6%.

Participación

En el año móvil a septiembre de 2017, el volumen negociado de la acción de la empresa fue de \$1.968,8 millones, lo que representó una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 1,89%.

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 **2 de noviembre de 2017** confirmó (*) en **Categoría A+(arg)** la calificación de Emisor de Central Puerto S.A. La perspectiva se mantiene **Estable**.

Por otra parte, 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 Fondeo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

() Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior 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 www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2016 y desde el 31-12-2013 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.).
- Estados financieros intermedios consolidados hasta el 30-06-2017 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martin 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 disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.