

Central Puerto S.A. (CEPU)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(arg)
Acciones Ordinarias	1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ millones)	30/06/18 6 Meses	31/12/17 12 Meses
Total Activos	33.548	17.079
Deuda Total Ajustada (*)	8.479	5.643
Ventas Netas	3.906	5.957
EBITDA Operativo	2.386	3.310
EBITDA (%)	61,1	55,6
FGO	1.584	3.339
Deuda Neta (*) / FGO	1,7	1,3
FGO / Intereses	6,0	6,3

(*) 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
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Riesgo regulatorio limita la calificación: Central Puerto S.A. (CEPU) muestra una flexibilidad financiera e indicadores crediticios superiores a la media de su categoría. A jun'18, CEPU alcanzó un indicador de deuda ajustada/FGO de 1,9x y registraba una holgada cobertura de intereses con FGO de 7,0x. 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 deuda/FGO sería de 1,3x. En opinión de Fix, el riesgo regulatorio sigue siendo el mayor limitante para la calificación del emisor.

Fortaleza Operacional: CEPU posee una cartera de activos de generación diversificada en términos de tecnologías operadas, que luego de una inversión de USD 400 millones en los últimos 3 años ha logrado reconvertir casi en su totalidad. Se esperan inversiones adicionales por USD 400 millones para alcanzar una capacidad nominal total de 4.5 GW en 2021 - actualmente es de 3.8 GW-. CEPU se presenta como el principal generador privado del país. Con todo, la compañía ha disminuido significativamente los riesgos asociados al despacho, abastecimiento de combustible, a la par que aumentó 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 sólida generación de flujo de caja operativo, respaldada por equipos más eficientes que aumentan la probabilidad de despacho, proveen un flujo estable y predecible, y al aumentar los contratos de largo plazo reducen la dependencia de la Res.19/17. El EBITDA en el año móvil a jun'18 ascendió a USD 217 millones, al cual se añadirán unos USD 75 MM/año por la cobranza del crédito del FONINMEM vinculado a la Central Vuelta de Obligado, tras la habilitación comercial como ciclo combinado por parte de CAMMESA el 20/03/2018. 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.

Riesgo Regulatorio: 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. Esta situación aumenta las necesidades de CAMMESA de mayores 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.

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 bajo grado de apalancamiento, con indicadores de deuda financiera sobre EBITDA (medido en USD) de 1,2x y cobertura de intereses de 6,5x en el año móvil a jun/18. Tiene un perfil de liquidez más que adecuado para hacer frente a sus necesidades financieras corrientes. A jun/18 contaba con Caja y equivalentes por USD 110 MM, que alcanzaban para cubrir 1,6x la deuda de corto plazo y 41% de la deuda total. Sin contar la deuda con CAMMESA, la deuda financiera es de USD 170 MM, de la cual 96% es de largo plazo e incluye los préstamos del IFC y del IIC, por USD 150 MM, amortizables a 13 años.

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 17,5% y del mercado total del 12,1%.

La capacidad instalada a junio 2018 alcanza los 3.689 MW, con una diversificación tecnológica de sus activos de generación eléctrica, incluyendo una fuente de energía como la hidroeléctrica. Si incluimos los nuevos proyectos adjudicados de renovables y de cogeneración, los activos de generación de la compañía son los siguientes:

	Fuente	Potencia (MW)	Inversión total	Tipo remuner.
Centrales CABA	Térmica	1735		Res. 19/17
Centrales Mendoza	Térmica	514		Res. 19/17
Hidroelec. Piedra del Aguila	Hidro	1440		Res. 19/17
La Castellana I	Eólico	99	144	PPA CAMMESA
Achiras I	Eólico	48	75	PPA CAMMESA
La Genoveva I	Eólico	86,6	105	PPA CAMMESA
La Castellana II	Eólico	15,75	19	MATER Privados
Achiras II	Eólico	79,8	112	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	91	91	PPA CAMMESA
Totales		4486	898	

FIX estima que los nuevos proyectos incrementarán las ventas de CEPU en un 37%, desde unos USD 393 millones en 2018, hasta USD 537 millones en 2021. Los proyectos renovables pasarían a representar un 11% de los ingresos totales, mientras que los proyectos de cogeneración un 20%. Las centrales de energía térmica anteriores mantendrán un 45% de las ventas (al 2018 representan el 67% de los ingresos). La Castellana I y Achiras I ya entraron en operaciones en agosto y septiembre 2018. El resto de proyectos empezarían a operar entre 2019 y 2020.

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.

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.

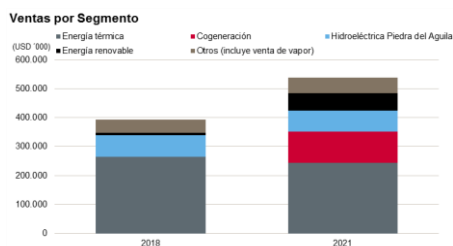
La disponibilidad promedio de las centrales de CEPU aumentó del 87% en promedio en 2016 a 93% en 2017. Los nuevos equipos pueden tener disponibilidades del 97%. En cuanto al nivel de despacho de CEPU, en los últimos años ronda el 65%/70%. Estimamos que los nuevos proyectos podrían tener un nivel de despacho del 85%/90%

En 2017 la operación se realizó con diferentes combustibles de acuerdo fundamentalmente a la disponibilidad de gas por parte de CAMMESA. Por mayor disponibilidad de gas que en 2016, el 84% de la generación fue con gas natural, 13% con combustibles líquidos (FO/GO) y 3% con carbón mineral. En 2016 la generación con gas natural fue del 73%, mientras que el 24% se generó con combustibles líquidos y el 3% con carbón

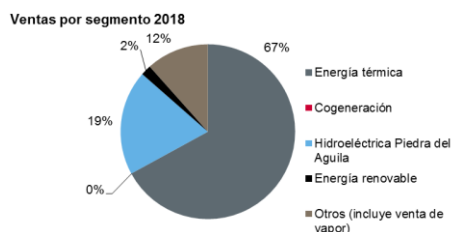
Las inversiones por mantenimiento de activos existentes es de entre USD 10/15 millones por año. Además de las inversiones de mantenimiento, entre 2016 y 2017 CEPU ha adquirido turbinas de gas de Siemens y General Electric, con una potencia de generación total de unos 900 MW. De esta forma se encuentra en condiciones muy competitivas en futuras licitaciones térmicas de ciclos combinados que lanzaría el Gobierno, para ofrecer distintas alternativas de cierres de ciclo, que podría demandar unos USD 400 millones de inversiones adicionales.

Riesgo del Sector

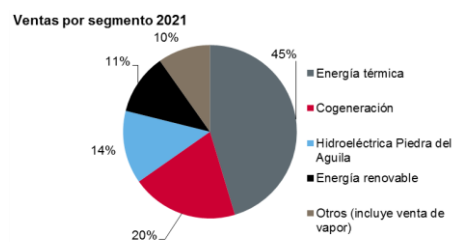
FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada.



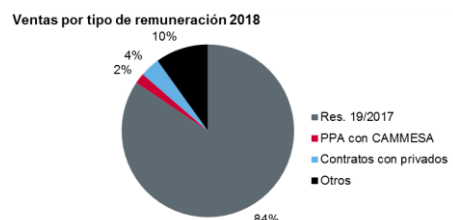
Fuente: Información de la empresa, estimaciones Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



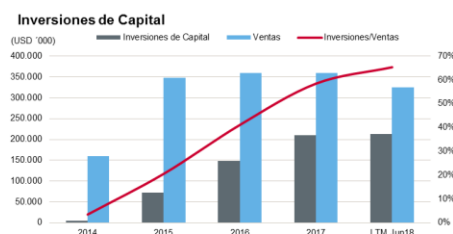
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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. La Res.SE 19-E/2017 apunta 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.

Si bien la nueva Administración ha adoptado 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 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 los generadores desde sept/16, 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 meses post devaluación, con un retraso de algunos días a principios de julio y de septiembre, donde el salto del tipo de cambio fue muy grande.

Para evitar esta concentración y a fin de estimular la búsqueda de mayores eficiencias, queda aún pendiente volver a desarrollar libremente el mercado eléctrico de contratos con grandes usuarios y resolver el tema del aprovisionamiento de combustible.

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 dic/15 el estado de emergencia del sector eléctrico, encomendando 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, 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 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.

Durante 2017 hubo un decrecimiento de la demanda de energía eléctrica de 0,52% en comparación a la registrada en 2016, alcanzando 136.436 GWh. La potencia instalada se encuentra bien equilibrada entre las compañías generadoras de energía térmica (64,8%) e hidroeléctrica (29,0%). El restante 6,2% se encuentra compuesto principalmente de capacidad nuclear estatal y una proporción mínima de fuentes renovables.

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.

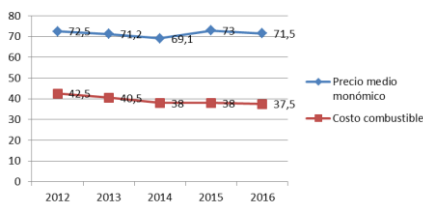
Central Puerto es el mayor generador termoeléctrico de la Argentina, con una generación neta en 2017 de 16.464 GWh, que representa una participación en la generación térmica del 17,5%. En el ámbito de la generación total del SADI, Central Puerto ocupó el primer lugar con un 12,1% de participación.

En 2017 Central Puerto tuvo un incremento en su producción respecto de la de 2016, de 931 GWh, es decir un 6% respecto del año anterior.

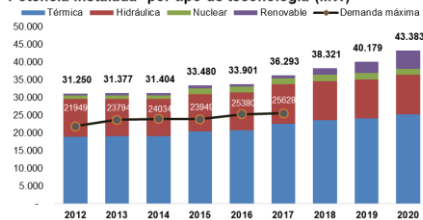
Administración y Calidad de los Accionistas

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).

Precio medio monómico de generación (US\$/MWh)



Potencia instalada* por tipo de tecnología (MW)



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

CEPU tiene el control de 70% 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

- **Riesgo regulatorio:** 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 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 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 CEPU han tenido una paulatina mejora desde los cambios en la remuneración del sector tras la Res 19/17. En 2017, CEPU presentó un EBITDA de USD 199,8 millones (con un margen de 55,6%), y unos ratios de deuda a EBITDA y de cobertura de intereses con EBITDA (medido en USD) de 1,3x y 5,3x. En el año móvil a jun'18 el EBITDA fue de USD 216,6 millones (con un margen del 66,6%), y los ratios de deuda/EBITDA y cobertura de intereses con EBITDA de 1,2x y 6,5x respectivamente.

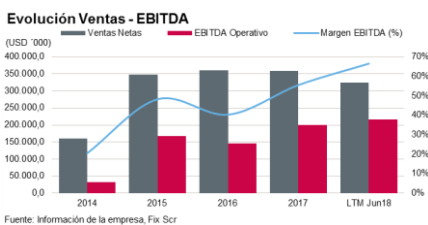
Nuestro escenario base para 2018 y 2019 incorpora una generación anual de electricidad de alrededor de 16.100 GWh y las tarifas vigentes por la venta de la energía según la Res.19/2017, con el incremento adicional vigente desde nov'17. En este contexto, proyectamos un EBITDA ajustado de entre USD 250 millones y USD 275 millones para los próximos 2 años. Esperamos márgenes de EBITDA del orden de 63% en 2018 luego de todos los incrementos previstos en la Res.19/17, y que se mantendrían hacia delante en torno a 66% tras la incorporación de los proyectos eólicos que tienen un margen mayor.

Flujo de Fondos

En 2017 CEPU generó un Flujo de fondos operativo (FGO) por USD 202 millones, mientras que el Flujo de caja operativo (FCO) fue de USD 144 millones. Esto le permitió cubrir parte de las inversiones por USD 210 millones, para la ejecución parcial de los nuevos proyectos adjudicados desde fines de 2016.

El FGO generado en el año móvil a jun'18 fue de USD 198 millones, que le permitió continuar con el plan de inversiones. CEPU también repartió dividendos en dicho período por USD 120 millones.

Las inversiones previstas en los próximos tres años para los nuevos proyectos que le fueron adjudicados (incluyendo el potencial proyecto de Ciclo combinado que se licitaría a mediados de 2019) serían de unos USD 800 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 añadirán 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 el 20/03/2018. Hacia fines de 2019 estimamos el pico de endeudamiento, al momento de encarar el proyecto de Ciclo combinado. En este sentido Fix prevé que el Flujo de fondos libre (FFL) de la compañía sea negativo hasta el 2020 inclusive, y recién se revertiría a partir de 2021, cuando la mayoría de los proyectos nuevos comiencen a generar flujo.



Flujo de Fondos

USD '000	2014	2015	2016	2017	LTM Jun18
Ventas	160.054	348.104	359.988	359.557	325.331
Flujo Generado por las Operaciones	48.631	166.417	124.709	201.556	198.458
Variación del Capital de Trabajo	(20.392)	(38.518)	14.291	(57.736)	(94.938)
Flujo de Caja Operativo	28.239	127.900	139.000	143.820	103.520
Inversiones de Capital	(5.588)	(71.655)	(148.068)	(210.275)	(212.700)
Dividendos	-	(39.379)	(94.204)	(77.228)	(120.389)
Flujo de Fondos Libre	22.651	16.865	(103.272)	(143.683)	(229.568)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

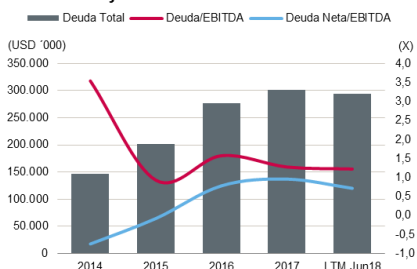
Liquidez y Estructura de Capital

CEPU presenta una estructura de capital moderada con indicadores de deuda financiera sobre EBITDA (medido en USD) de 1,2x en el año móvil a Junio de 2018.

En el ejercicio 2017, la deuda con CAMMESA por estos conceptos alcanzó los \$2.808,6 MM. A junio '18 esta deuda se redujo hasta los \$ 2.724,4 MM. Vale destacar que la deuda que CEPU posee con CAMMESA en moneda local no contiene cláusulas de incumplimiento cruzado y que de acuerdo a las condiciones del préstamo será cancelado mediante la utilización de créditos por remuneración por mantenimiento no recurrente en el marco de la Resolución de la Secretaría de Energía (SE) N°22/16. Las acreencias de CEPU con CAMMESA por Mantenimiento no recurrente y Adicional Fideicomiso alcanzan los \$ 1.905,0 millones.

CEPU presenta una liquidez adecuada. A junio 2018 contaba con Caja y equivalentes por unos US\$ 110 millones, que alcanzaban para cubrir 1,6x la deuda de corto plazo y el 41% de la deuda total. Sin contar la deuda con CAMMESA, la deuda financiera es de USD 170 millones, de la cual el 96% es de largo plazo, e incluye los préstamos por USD 100 millones del IFC y USD 50 millones del IIC, ambos amortizables a 13 años, con tasa LIBOR + 5,25 puntos porcentuales.

Deuda Total y Endeudamiento



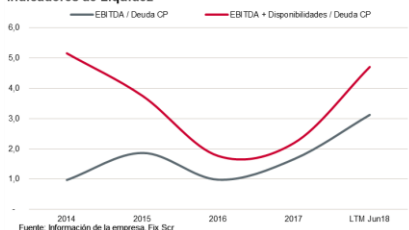
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización (a jun '18)

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	69.430	8%
Deuda de Largo Plazo	195.368	21%
Otros	28.982	3%
Deuda Total Ajustada	293.780	32%
Total Patrimonio	615.035	68%
Total Capital Ajustado	908.815	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez - Central Puerto S.A.

USD '000	2014	2015	2016	2017	LTM Jun18
EBITDA Operativo	32.932	168.148	145.303	199.821	216.614
Caja e Inversiones Corrientes	141.226	169.512	115.252	63.883	109.618
Deuda Corto Plazo	33.835	90.168	147.689	120.306	69.430
Deuda Largo Plazo	82.757	66.226	81.058	134.988	195.368

Indicadores Crediticios

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

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para 2018 y 2019 esperamos métricas crediticias saludables, con un indicador de deuda financiera sobre EBITDA ajustado de 1,5x en 2018 y un pico de endeudamiento de 1,9x en 2019. También esperamos cobertura de intereses en el rango de 6x - 7x.

De obtener CEPU el proyecto de Ciclo combinado a licitarse a mediados de 2019, y teniendo en cuenta los proyectos de cogeneración y de energías renovables ya adjudicados, Fix prevé la necesidad de deuda incremental por unos US\$ 250 MM para fines de 2019 o principios de 2020, 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 seguirían siendo razonables.

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. También ha conseguido financiamiento a través de organismos multilaterales como el IFC y el IIC. 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. Los ratios a jun'18 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						
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	28,86	28,86	18,77	15,85	13,01	8,55
Tipo de Cambio Promedio	19,43	21,29	16,57	14,78	9,27	8,12
Período	Año Móvil	jun-18	2017	2016	2015	2014
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	4.208.916	2.385.505	3.310.327	2.147.493	1.558.548	267.365
EBITDAR Operativo	4.208.916	2.385.505	3.310.327	2.147.493	1.558.548	267.365
Margen de EBITDA	66,6	61,1	55,6	40,4	48,3	20,6
Margen de EBITDAR	66,6	61,1	55,6	40,4	48,3	20,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,2	14,5	30,5	24,9	25,1	9,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(70,6)	(46,3)	(40,0)	(28,7)	4,8	14,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	74,0	173,8	55,8	36,4	33,2	13,7
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	7,0	6,0	6,3	4,5	6,9	10,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,5	7,6	5,3	4,1	6,0	6,1
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	6,5	7,6	5,3	4,1	6,0	6,1
EBITDA / Servicio de Deuda	1,6	1,0	1,1	0,7	1,1	0,8
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,6	1,0	1,1	0,7	1,1	0,8
FGO / Cargos Fijos	7,0	6,0	6,3	4,5	6,9	10,0
FFL / Servicio de Deuda	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,3)	0,3	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,1	(0,2)	0,3	1,8	4,3
FCO / Inversiones de Capital	0,5	0,3	0,7	0,9	1,8	5,1
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	2,2	1,4	1,8	1,4	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	1,6	1,4	1,7	1,3	3,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	0,9	1,1	0,8	(0,1)	(0,8)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,0	1,8	1,7	2,0	1,7	4,7
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,3	1,1	1,3	1,2	0,3	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,3	10,2	14,9	18,7	17,2	8,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	5,1	5,9	8,6	12,9	18,5	10,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	26,2	26,2	47,1	64,6	57,7	29,0
Balance						
Total Activos	33.547.818	33.547.818	17.078.969	12.722.961	9.442.272	6.300.703
Caja e Inversiones Corrientes	3.163.757	3.163.757	1.199.361	1.826.764	2.204.505	1.207.768
Deuda Corto Plazo	2.003.862	2.003.862	2.258.642	2.340.900	1.172.641	289.354
Deuda Largo Plazo	5.638.660	5.638.660	2.534.287	1.284.783	861.268	707.740
Deuda Total	7.642.522	7.642.522	4.792.929	3.625.683	2.033.909	997.094
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.642.522	7.642.522	4.792.929	3.625.683	2.033.909	997.094
Deuda Fuera de Balance	836.477	836.477	849.649	760.314	580.043	255.532
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.478.999	8.478.999	5.642.578	4.385.997	2.613.952	1.252.626
Total Patrimonio	17.750.959	17.750.959	7.361.000	5.154.016	4.571.663	3.454.329
Total Capital Ajustado	26.229.958	26.229.958	13.003.578	9.540.013	7.185.615	4.706.955
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.856.141	1.583.696	3.339.082	1.843.126	1.542.507	394.824
Variación del Capital de Trabajo	(1.844.692)	(1.226.044)	(956.485)	211.210	(357.019)	(165.556)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.011.449	357.652	2.382.597	2.054.336	1.185.488	229.268
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.132.864)	(1.107.687)	(3.483.521)	(2.188.359)	(664.166)	(45.367)
Dividendos	(2.339.209)	(1.059.816)	(1.279.393)	(1.392.282)	(365.000)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(4.460.624)	(1.809.851)	(2.380.317)	(1.526.305)	156.322	183.901
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	586.845	586.845	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	873.353	1.423.326	1.129.854	232.723	(662.907)	(265.612)
Variación Neta de Deuda	3.461.363	1.557.971	968.145	1.016.706	604.013	158.457
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	170.946	46.138	295.412	6.724	0	0
Variación de Caja	631.883	1.804.429	13.094	(270.152)	97.428	76.746
Estado de Resultados						
Ventas Netas	6.321.350	3.905.977	5.956.596	5.320.413	3.226.537	1.299.447
Variación de Ventas (%)	6,1	10,3	12,0	64,9	148,3	150,5
EBIT Operativo	8.919.350	7.210.963	3.111.264	2.788.710	1.784.906	266.678
Intereses Financieros Brutos	643.692	315.636	626.981	529.999	261.155	43.652
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	13.134.746	10.914.224	3.493.999	1.768.836	1.330.734	317.731

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

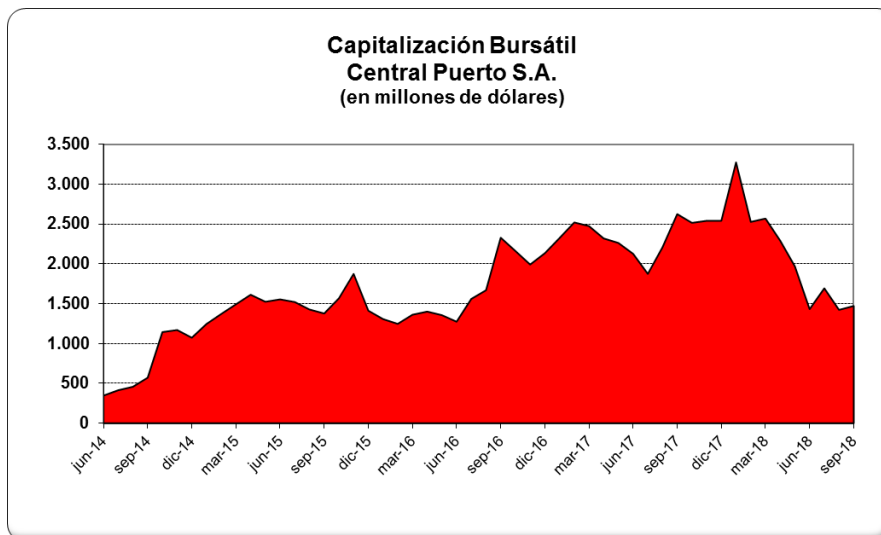
ANEXO III. Acciones

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 2018 era de alrededor de USD 1.471 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 2018, 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 2018, la acción de la compañía registró una rotación de aproximadamente 169,7% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 32,1%.

Participación

En el año móvil a septiembre de 2018, el volumen negociado de la acción de la empresa fue de \$10.597,8 millones, lo que representó una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 6,29%.

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 **1 de noviembre de 2018** 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 "<http://www.cnv.gob.ar>):

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2017 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.).
- Estados financieros intermedios consolidados hasta el 30-06-2018 (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 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.