

Central Puerto S.A. (CEPU)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A+(arg)
Acciones Ordinarias	1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	30/06/16 Año Móvil	31/12/15 12 Meses
Total Activos	11.892.837	9.442.272
Deuda Total Ajustada (*)	3.292.432	2.613.952
Ventas Netas	4.338.420	3.226.537
EBITDA Operativo	2.126.153	1.558.548
EBITDA (%)	49,0	48,3
FGO	2.150.328	1.542.507
Deuda Neta (*) / FGO	0,6	0,3
FGO / Intereses	6,2	6,9

(*) 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
 Patricio Bayona
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
patricio.bayona@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

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 eléctrico de alrededor del 13%, evidenciando una posición estratégica dentro del sector.

Adecuados indicadores crediticios: La compañía presenta un adecuado perfil financiero y una sólida generación de flujo de caja operativo. En el año móvil a junio de 2016, CEPU alcanzó un indicador de deuda ajustada/FGO de 1,3x y registraba una holgada cobertura de intereses con FGO de 6,2x (a junio 2015 los ratios eran 1,3x y 5,9x 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 0,4x. La nueva fusión con SADESA, HIDRONEUQUEN Y OPERATING, perfeccionada en el tercer trimestre de 2016, tiene por objeto alcanzar sinergias operativas y mejorar la solvencia de CEPU, que le permitirían a la compañía captar nuevas oportunidades de inversión a partir de 2017.

Menor riesgo regulatorio mejora perspectiva sectorial: Las recientes resoluciones tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA reflejan una tendencia de menor discrecionalidad e interferencia gubernamental en el sector de generación eléctrica. En la actualidad, 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. Esperamos cambios estructurales que alcanzarían cierto impacto a partir de 2017.

Aún prevalece el riesgo de precio y de contraparte: CEPU opera en el sector eléctrico, el cual FIX considera vulnerable a cambios normativos. Recientemente, el *Ministerio de Energía y Minería* introdujo la *Res. 22/2016* con el objeto de adecuar el esquema de remuneración de la energía para las generadoras eléctricas que realizan sus ventas en el mercado *spot*. Esta resolución contempla un nuevo incremento de las tarifas, que resulta en una mejora de los márgenes de dicho mercado. Sin embargo, no existe aún un sistema de actualización de precios que le brinde mayor previsibilidad al sector. Entendemos que en los años venideros, la evolución del flujo de fondos dependerá de un ajuste de precios que permita compensar el aumento de los costos. Por otra parte, las compañías del sector eléctrico siguen expuestas no sólo a posibles atrasos en los pagos de CAMMESA, su principal contraparte, sino también al reconocimiento y la compensación de los gastos por mantenimientos mayores y al suministro de combustible, siendo que CEPU se encuentra en una situación menos favorable respecto a otros jugadores integrados.

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 y un perfil de liquidez más que adecuado para hacer frente a sus necesidades financieras corrientes. Al 30 de junio/16, la posición de caja y colocaciones a corto plazo cubría 2x la deuda financiera de la compañía que, sin considerar obligaciones contraídas con CAMMESA cercanas a \$1.636 millones, alcanzaba unos \$930 millones. A pesar de que en el segundo trimestre de 2016 la entidad incurrió en endeudamiento bancario por USD 60 millones, el nivel de deuda se mantuvo estable dado que se cancelaron la totalidad de sus obligaciones negociables en circulación con vencimiento final en 2017 por un monto de aproximadamente USD 50 millones.

Perfil del Negocio

La empresa se dedica a la producción de energía eléctrica y su comercialización en bloque, y a la producción de vapor. Sus actividades se concentran en Argentina donde se constituye como la principal compañía privada de generación de energía eléctrica con una participación de mercado cercana al 13%.

Tras las fusiones por absorción de los dos últimos años, CEPU consolidó una capacidad instalada de unos 3.900 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 554 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., actualmente en proceso de construcción del ciclo combinado, cuya potencia instalada se estima será de 816 MW y comenzaría a generar en el segundo semestre de 2017.

Operaciones

El 75 % de la energía generada por CEPU proviene de fuentes térmicas, mientras que el 25% es generación hidroeléctrica. En 2015, CEPU se constituyó como el principal generador termoeléctrico de Argentina, con una generación neta de 17.685 GWh que representa una participación en la generación térmica del país del orden del 16%.

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. 95/13 y sus modificatorias (resoluciones 529/14, 482/15 y 22/2016 de la SE). 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 están financiando a través de acuerdos con CAMMESA.

En 2015 la operación se realizó con diferentes combustibles de acuerdo fundamentalmente a la disponibilidad de gas por parte de CAMMESA.

Además de las inversiones de capital para mantenimiento de los activos, durante 2015 y parte de 2016 CEPU ha adquirido y ha pagado anticipos por grupos generadores de Siemens y General Electric, en total cuatro turbinas de gas con una potencia de generación en 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.

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 recientes resoluciones 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. En la actualidad, 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. Esperamos cambios estructurales que alcanzarían cierto impacto a partir de 2017, aunque aún con cierta dependencia de las transferencias del Estado para llevar adelante las inversiones requeridas.

Durante 2016, el sector eléctrico aún continúa evidenciando un cierto atraso tarifario, especialmente en los segmentos de transmisión y distribución, que podrían afectar el nivel de inversiones. Hacia adelante, mayores atrasos en la recomposición tarifaria o en los pagos del ente regulador, podrían deteriorar la situación de las compañías que operan en dicho sector.

En el segmento de generación, más competitivo y menos regulado, la mayor parte de las empresas cuentan con una aceptable situación crediticia. Aquellas que realizaron inversiones en los últimos años accedieron a tarifas más competitivas (en algunos casos denominadas en dólares) diversificando sus ingresos con contratos de venta a la industria o a CAMMESA.

Breve Descripción de la Industria

Durante 2015 la tasa de crecimiento de la demanda de energía eléctrica fue de 4,4% en comparación a la registrada en 2014, alcanzando 136.726 GWh. En el mes de enero de 2015 se superó el record histórico de potencia demandada, que alcanzó un valor de 24.034MW, lo cual representó un incremento de 6,6% respecto del pico máximo registrado durante el año 2014.

La potencia instalada se encuentra bien equilibrada entre las compañías generadoras de energía térmica (63,3%) e hidroeléctrica (30,3%). El restante 6% se encuentra compuesto principalmente de capacidad nuclear estatal y una proporción mínima de fuentes renovables.

Marco Regulatorio

Las calificaciones de CEPU incorporan el riesgo regulatorio del mercado eléctrico argentino que, en parte, se refleja en la incertidumbre respecto de la discrecionalidad en la determinación de los precios de la energía (en ausencia de un mecanismo de ajuste de tarifas) y las limitaciones para cerrar contratos de venta de electricidad con grandes usuarios.

Desde el 31 de mayo de 2013, la compañía se encuentra adherida a la Res. 95/2013 de la SE y sus modificatorias (resoluciones 529/14, 482/15 y 22/2016 de la SE) que introdujo cambios en el régimen de remuneración para los generadores de energía eléctrica, estableciendo un esquema de remuneración fijo por MWh en función de la tecnología empleada y la potencia instalada. En la última resolución se vuelven a ajustar las remuneraciones de los costos fijos en un 70% para las centrales térmicas (para las hidroeléctricas, como Piedra del Águila, fue del 120%), los costos variables en un 40% y los de mantenimientos no recurrentes en un 60%. Los demás ítems remunerados se mantuvieron sin cambios. El incremento promedio para CEPU fue de 36%.

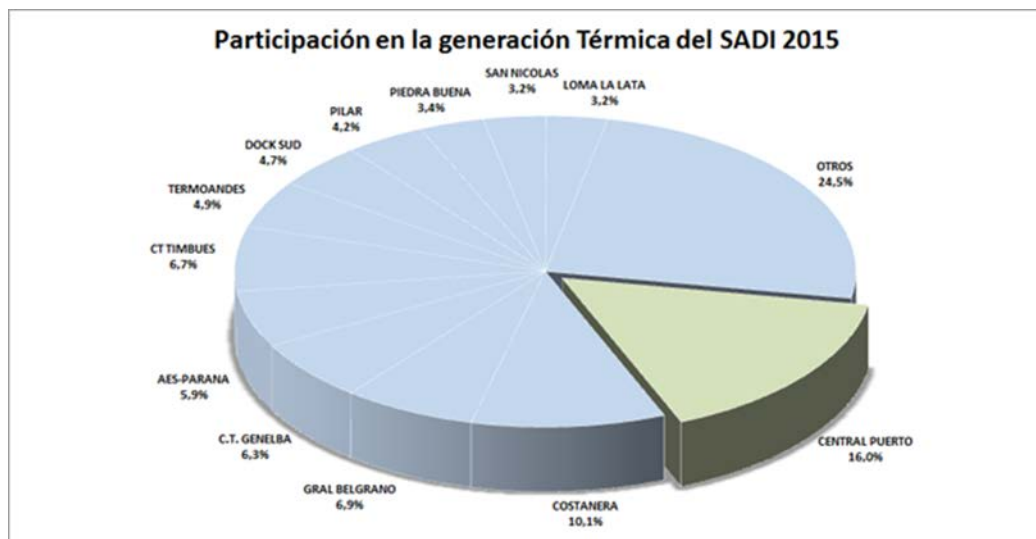
Detalle de remuneración vigente por tipo de activo:

Remuneración Res. 22/2016	Costos Fijos (xMWhrp)	Costos Var. (xMWh)	Adic. Gener. (xMWh)	Adic. Fideicom. (xMWh)	Mant.no recu.(xMWh)
Hidroeléctrica Piedra del Águila	\$ 59,80	\$ 36,70	\$ 54,00	\$ 36,00	\$ 10,00
Unidades TG a Gas con Potencia < 50 MW	\$ 152,30	\$ 46,30	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 45,10
Unidades TG a Gas con Potencia > 50 MW	\$ 108,80	\$ 46,30	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 45,10
Unidades TG Comb. Liq. con Potencia < 50 MW	\$ 152,30	\$ 81,10	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 45,10
Unidades TG Comb. Liq. con Potencia > 50 MW	\$ 108,80	\$ 81,10	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 45,10
Unidades TV a Gas con Potencia < 100 MW	\$ 180,90	\$ 46,30	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 45,10
Unidades TV a Gas con Potencia > 100 MW	\$ 129,20	\$ 46,30	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 45,10
Unidades TV Comb. Liq. con Potencia < 100 MW	\$ 180,90	\$ 81,10	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 45,10
Unidades TV Comb. Liq. con Potencia > 100 MW	\$ 129,20	\$ 81,10	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 45,10
Unidades CC a Gas con Potencia < 150 MW	\$ 101,20	\$ 46,30	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 39,50
Unidades CC a Gas con Potencia > 150 MW	\$ 84,30	\$ 46,30	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 39,50
Unidades CC Comb. Liq. con Potencia < 150 MW	\$ 101,20	\$ 81,10	\$ 13,70	\$ 5,90	\$ 39,50
Unidades CC Comb. Liq. con Potencia > 150 MW	\$ 84,30	\$ 81,10	\$ 11,70	\$ 7,80	\$ 39,50

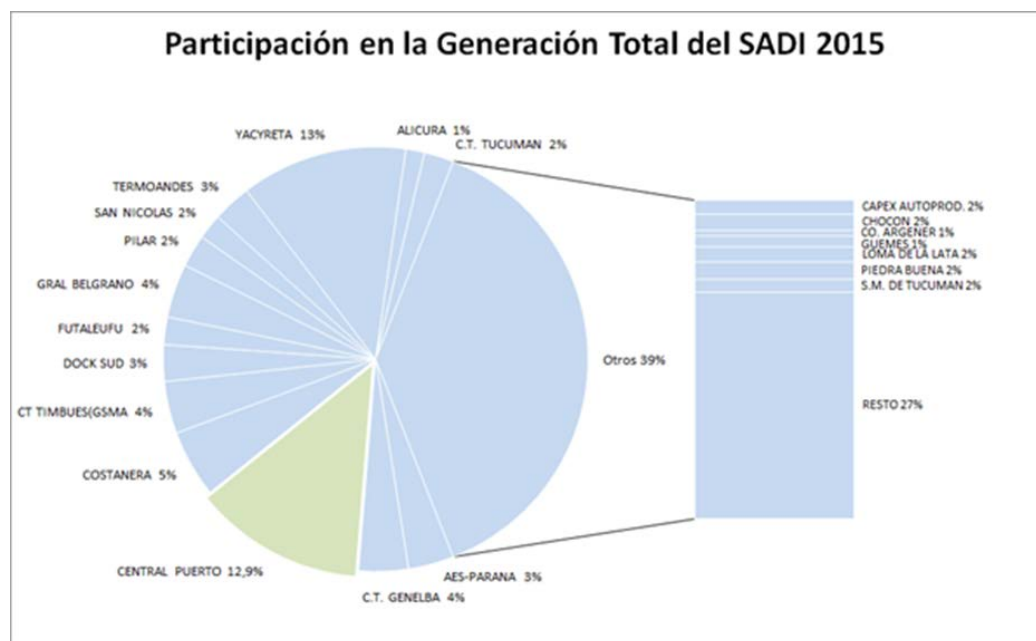
Posición Competitiva

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 2015 de 17.685 GWh, que representa una participación en la generación térmica del 16,0%.



En el ámbito de la generación total del SADI, Central Puerto ocupó el primer lugar con un 12,9% de participación.



Por otra parte, creemos 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. Además, CEPU depende en gran medida del financiamiento de CAMMESA para realizar las obras necesarias para mantener o aumentar la disponibilidad de sus plantas y, en consecuencia, los niveles de generación.

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).

Factores de Riesgo

- Debilidad del marco regulatorio y falta de un sistema de ajuste tarifario transparente y predecible, si bien hay una tendencia a reducir la discrecionalidad y la interferencia gubernamental.
- Elevado riesgo de contraparte (CAMMESA constituye el principal comprador de la energía que genera CEPU, a la vez que centraliza la provisión del combustible que la compañía utiliza en sus operaciones).
- La sólida posición competitiva de CEPU en el mercado eléctrico Argentino y la diversificación tecnológica y geográfica mitigan parcialmente los factores antes mencionados..

Perfil Financiero

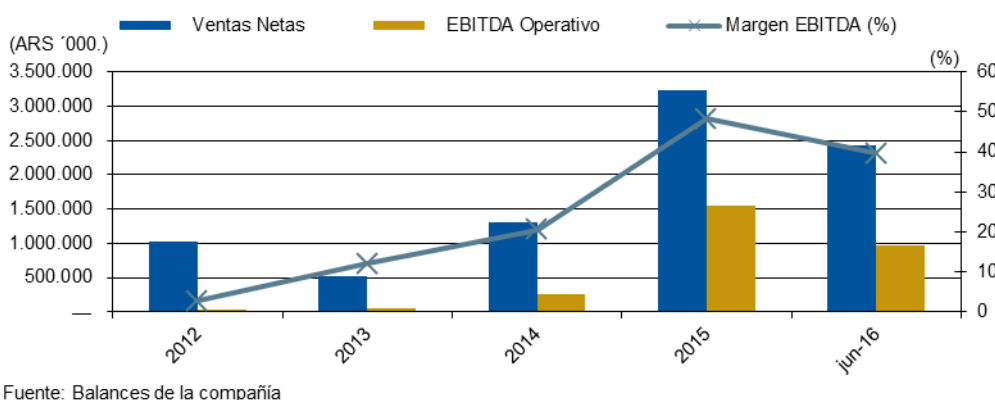
Las calificaciones de CEPU se sustentan principalmente en su sólida posición competitiva, el bajo nivel de apalancamiento neto y la fuerte generación de flujo de caja operativo.

Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía está expuesta a la volatilidad del marco regulatorio y depende directamente del esquema de remuneración de la energía y sus actualizaciones.

En 2015, CEPU alcanzó una generación de EBITDA ajustada (excluye resultados no recurrentes) de alrededor de \$1.558 millones con un margen de EBITDA de 48,3%, evidenciando una significativa mejora en comparación con el ejercicio 2014 (\$267 millones y 20,6%, respectivamente). Esto se explica principalmente por la fusión de fines de 2014 y por el ajuste que experimentaron las tarifas luego de la entrada en vigencia de la Res. SE 482/15 de julio de 2015. En el año móvil a junio de 2016, la empresa registró un EBITDA de alrededor de \$2.126 millones con márgenes del 49%. Una vez más, la mejora en la rentabilidad refleja las sinergias de la fusión.

Evolución Ventas-EBITDAR



Hacia adelante esperamos que la nueva escala del negocio junto con una mayor eficiencia de costos como resultado de las fusiones, redunden en márgenes de rentabilidad que se ubicarían en torno al 40-45%.

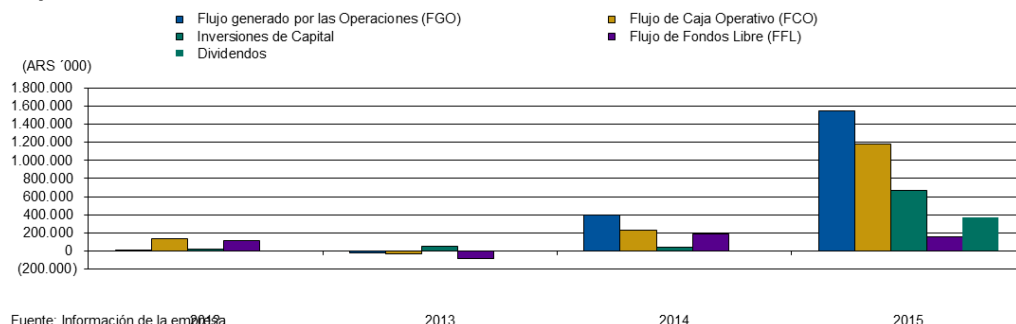
Flujo de Fondos

Tras la fusión, CEPU vio fortalecido significativamente su flujo de fondos operativo. El mismo se beneficia de la diversidad de activos de generación, el esquema remuneratorio actual (con actualizaciones de tarifas anuales, aunque discretionales) y 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 y Termoeléctrica Manuel Belgrano, que le dan acceso a moneda dura para mitigar el riesgo de descalce de moneda en relación con los préstamos denominados en dólares con vencimiento en 2017. En opinión de FIX, estos factores le permiten a la empresa resistir distintos escenarios de estrés durante los próximos 18 meses.

Esperamos que CEPU cuente con suficientes fondos en moneda local (producto de la caja actual y capacidad de generación) como para afrontar el monto total de la deuda financiera (compuesto por préstamos con el Banco de Galicia con vencimiento en junio de 2017), que totalizaba al 30 de junio de 2016 la suma de \$930 millones. El resto de la deuda que mantiene CEPU es la deuda con CAMMESA, que se encuentra denominada en moneda local y no contiene cláusulas de incumplimiento cruzado. Las otras deudas que tenía CEPU al 31 de diciembre de 2015 (obligaciones negociables, un préstamo con el Banco Credicoop y adelantos en cuenta corriente) ya fueron canceladas al 30 de junio de 2016.

En el año móvil a junio de 2016, CEPU reportó un FGO cercano a \$2.150 millones en comparación con \$1.543 millones en 2015 y con un FGO de \$395 millones en 2014. El flujo de fondos libre (FFL) resultó positivo aún con las inversiones de capital realizadas por aproximadamente \$740 millones que incluyen la compra de 2 turbogrupos (unos \$415 millones con financiamiento a largo plazo de CAMMESA).

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Para 2017, no obstante, el FFL podría quedar presionado por inversiones de capital relacionadas con proyectos de expansión de capacidad y renovación tecnológica arrojando cifras negativas durante algún período.

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 6,2x respectivamente, en el año móvil a junio de 2016). El endeudamiento incluye deuda de largo plazo con CAMMESA (\$1.100 millones a junio) que se utiliza para financiar la reparación de maquinaria en el marco de la Res. 146/02 de la SE, que contempla el financiamiento de este organismo para obras de mantenimiento mayor o extraordinario. Estas obligaciones se cancelan con créditos generados bajo el actual esquema remuneratorio 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 0,43x).

CEPU presenta una liquidez adecuada. Al 31 de diciembre de 2015, la deuda total de la compañía era de \$2.034 MM, mientras que la posición de caja y colocaciones de corto plazo representaba el 188% de los vencimientos para 2016. En el futuro, la liquidez de la compañía dependerá del flujo de fondos con CAMMESA.

Al 31 de diciembre de 2015 la compañía mantenía un saldo de caja e inversiones de corto plazo de \$2.204,5 mientras que su deuda financiera (sin considerar la deuda con CAMMESA) ascendía a \$830,0 millones.

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. Canceló anticipadamente las ON que vencían en 2017 y que tenían una tasa del 9% anual, y lo reemplazó por un crédito con el Banco Galicia a un año por una tasa del 4,3% anual. 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 encuentra regulado en la resolución N°146 de la Secretaría de Energía pero se encuentra 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.

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)	15,23	13,30	8,57	6,53	4,93
Tipo de cambio ARS / USD (Promedio)	12,17	9,26	8,13	5,49	4,55
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Jun-16	2015	2014	2013	2012
	Año Móvil	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.126.153	1.558.548	267.365	62.937	28.569
Margen de EBITDA (%)	49,0	48,3	20,6	12,1	2,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	28,4	25,1	9,3	(0,1)	2,2
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	8,9	4,8	14,2	(16,7)	11,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	47,3	33,2	13,7	7,9	(4,1)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,2	6,9	10,0	(0,1)	1,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,1	6,0	6,1	3,5	1,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	1,1	0,8	0,7	0,3
FGO / Cargos Fijos	6,2	6,9	10,0	(0,1)	1,8
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,3	0,7	(0,8)	1,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,3	1,8	4,3	(0,0)	2,2
FCO / Inversiones de Capital	2,1	1,8	5,1	(0,8)	7,5
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	1,4	2,9	(141,4)	6,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,3	3,7	1,1	3,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	(0,1)	(0,8)	0,0	(0,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,9	1,7	4,7	2,9	6,5
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,8	0,3	0,2	1,8	2,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	18,9	17,2	8,2	20,0	14,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,6	0,3	1,0	0,8
Balance					
Total Activos	11.892.837	9.442.272	6.300.703	1.689.061	1.541.477
Caja e Inversiones Corrientes	1.873.226	2.204.505	1.207.768	67.523	113.489
Deuda Corto Plazo	1.718.340	1.172.641	289.354	69.524	92.521
Deuda Largo Plazo	847.203	861.268	707.740	0	18.132
Deuda Total	2.565.543	2.033.909	997.094	69.524	110.653
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.565.543	2.033.909	997.094	69.524	110.653
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	726.889	580.043	255.532	111.660	75.940
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.292.432	2.613.952	1.252.626	181.184	186.593
Total Patrimonio	5.721.553	4.571.663	3.454.329	1.192.678	1.091.683
Total Capital Ajustado	9.013.985	7.185.615	4.706.955	1.373.862	1.278.276
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.150.328	1.542.507	394.824	(19.332)	12.516
Variación del Capital de Trabajo	(723.233)	(357.019)	(165.556)	(18.131)	118.166
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.427.095	1.185.488	229.268	(37.463)	130.682
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(675.949)	(664.166)	(45.367)	(49.282)	(17.445)
Dividendos	(365.000)	(365.000)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	386.146	156.322	183.901	(86.745)	113.237
Otras Inversiones (Neto)	(351.366)	(662.907)	(265.612)	46.312	(180.185)
Variación Neta de Deuda	(6.144)	604.013	158.457	43.398	253
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0
Variación de Caja	28.636	97.428	76.746	2.965	(66.695)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	4.338.420	3.226.537	1.299.447	518.718	1.018.501
Variación de Ventas (%)	34,5	148,3	150,5	(49,1)	(46,6)
EBIT Operativo	1.895.697	1.364.349	161.888	(37.556)	(76.088)
Intereses Financieros Brutos	413.745	261.155	43.652	18.051	15.545
Resultado Neto	2.232.694	1.330.734	317.731	90.285	(41.695)

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
- FONINMEMEM: 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. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase 1 (2007) por hasta USD 100 millones

Las Obligaciones Negociables Clase 1 fueron emitidas por Hidroeléctrica Piedra del Águila bajo los términos del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de USD 500 millones. Luego del proceso de fusión a través del cual Central Puerto absorbió a HPDA y otras 2 entidades con fecha efectiva 1 de octubre de 2014, todos los activos y pasivos de las compañías absorbidas fueron transferidos a CEPU, la sociedad absorbente, sobre quien recae desde entonces la obligación de pago de este instrumento de deuda. Por último, en marzo de 2015 la CNV, a través de la Res. 17619, autorizó la transferencia de oferta pública de estas obligaciones negociables.

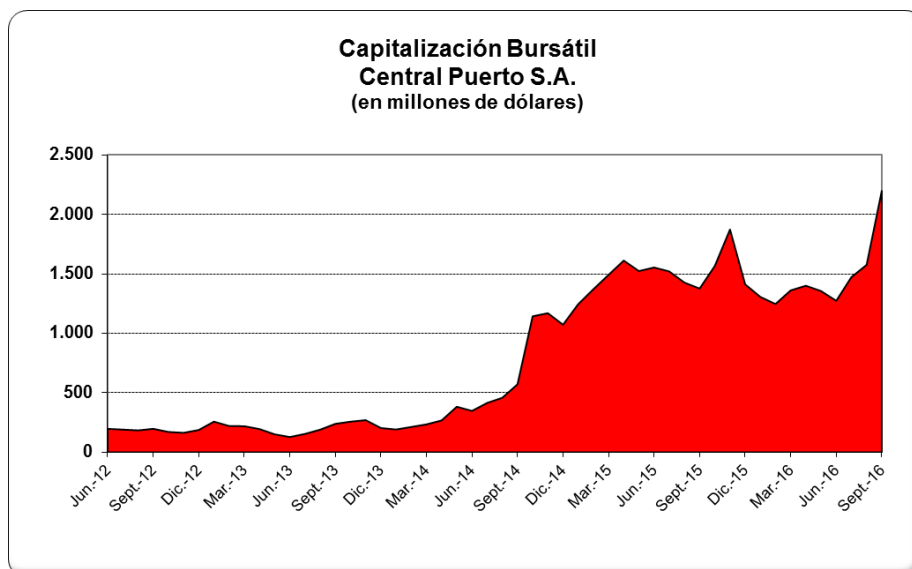
El día 11 de julio de 2016 CEPU realizó el pago de intereses y capital correspondientes a la cuota con vencimiento el 11 de julio de 2016, y el rescate anticipado de la última cuota de capital, con vencimiento el 11 de julio de 2017. El pago total entre capital e intereses fue de 51,6 USD millones. Al momento no queda saldo vigente de dichas Obligaciones Negociables.

ANEXO IV. 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 mencionado en el presente informe, 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 y está representado por 199.742.158 acciones ordinarias, escriturales, de un voto por acción y de un peso de valor nominal cada una. 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, ya que 74,9% pertenece a SADESA y compañías relacionadas, 7,8% al Estado Nacional, 3,9% a la *Provincia del Neuquén*, 0,9% a la *Provincia de Mendoza* y 0,6% al *Programa de Propiedad Participada*).

Adicionalmente, CEPU espera por la realización del canje de acciones en un nuevo proceso de fusión del que participarán como sociedades absorbidas su controlante y ciertos accionistas minoritarios. Esta reorganización societaria redundará en una reducción de capital hasta \$189,3 millones (equivalente a 189.252.782 acciones).

La capitalización bursátil de la empresa al cierre de septiembre de 2016 era de alrededor de USD 2.199 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la misma en los últimos años:



Presencia

En los últimos 12 meses a septiembre de 2016, la acción de CEPU mantuvo una presencia del 99% 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 2016, la acción de la compañía registró una rotación de aproximadamente 17,4% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 7,3%.

Participación

En el año móvil a septiembre de 2016, el volumen negociado de la acción de la empresa fue de \$467,7 millones, lo que representó una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 0,73%.

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

Anexo V. 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 **24 de octubre de 2016** 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 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 www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2015 y desde el 31-12-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.).
- Estados financieros intermedios consolidados hasta el 30-06-2016 y desde el 30-06-2015 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.).
- Prospecto de Fusión de fecha 14 de agosto de 2014.
- Prospecto del Programa de ONs por USD 500 millones de fecha 19 de junio de 2007.
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta USD 100 millones de fecha 3 de julio de 2007.

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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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 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, pero no sólo, 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.