

Buenos Aires, 12 de abril de 2019

ENEL GENERACIÓN COSTANERA S.A. (EX CENTRAL COSTANERA S.A.)

Av. España 3301, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

ACCIONES

Títulos Calificados	Calificación
---------------------	--------------

ACCIONES ORDINARIAS NOMINATIVAS NO ENDOSABLES

2-

Nota 1: la definición de la calificación se encuentra al final del dictamen.

Fundamentos principales de la calificación:

- La Liquidez de las Acciones se considera en Nivel Alto.
 - Analizando un ranking de negociación de volumen de acciones en el último año, se observa que las acciones de Enel Generación Costanera se ubican en el primer tercio. Actualmente forman parte del Panel General.
- La Capacidad de Generar Ganancias se considera regular:
 - La cobertura de gastos financieros, histórica y proyectada se considera satisfactoria.
 - Se considera que la empresa presenta un buen posicionamiento dentro del sector que opera.
 - Las características de la administración y propiedad son adecuadas.
 - La rentabilidad histórica y la rentabilidad proyectada se considera adecuada y satisfactoria respectivamente.

Analista Responsable	Matías Rebozov matiasrebozov@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Acciones
Último Estado Contable	Estados Contables al 31 de diciembre de 2018

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

Enel Generación Costanera S.A., anteriormente conocida como Central Costanera, tiene por objeto la producción y comercialización en bloque de energía eléctrica.

La compañía fue creada a partir de la privatización de SEGBA, adjudicada con el Decreto N° 839 el 27 de mayo de 1992.

A su vez, posee y opera una planta con una potencia instalada total de 2.304 MW brutos. Esto equivale a una participación en el Sistema Argentino de Interconexión (SADI) de aproximadamente un 6%, posicionando a Enel Generación Costanera como una de las plantas de generación térmica más importante de Argentina.

Enel Generación Costanera se encuentra estratégicamente ubicada en plena ciudad de Buenos Aires. Esta ciudad, junto al Gran Buenos Aires, demandan aproximadamente el 40% del total de la electricidad producida en el país.

El 5 de abril de 2013 se aprobó, en Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria, la emisión de hasta 555.000.000 acciones ordinarias, escriturales, de \$ 1 v/n cada una.

Al 31 de diciembre de 2018 el capital social de la Sociedad asciende a \$ 701.988.378, encontrándose totalmente suscripto, integrado, emitido e inscripto. El precio de la acción era de \$ 8,2 a la misma fecha.

ESQUEMA DE REMUNERACIÓN DE COSTOS DE GENERACIÓN

El 2 de febrero de 2017 se hizo pública la Resolución N°19/2017 de la Secretaría de Energía Eléctrica (en reemplazo de la Res. SEE N° 22/2016) y se establecieron los lineamientos para la remuneración de las centrales de generación existentes.

Dicha implementación produjo un incremento en la remuneración del orden del 50% respecto a la normativa anterior. Se simplificaron los conceptos remunerativos quedando un cargo por capacidad (que varían por tecnología y unidad) y otro variable. Los valores se establecen en dólares.

El generador térmico podrá declarar en cada período de verano el valor de potencia firme a comprometer por cada unidad durante el lapso de 3 años, pudiendo discriminar por período verano e invierno (pudiéndose hacer ajustes en el mismo período).

Remuneración por potencia para centrales térmicas:

- Precio mínimo desde febrero de 2017:
 - Ciclos Grandes: 3.050 U\$S/MW-mes.

- TV Grandes: 4.350 U\$S/MW-mes.
- TG Grandes: 3.550 U\$S/MW-mes.
- Precio base remuneración con compromiso:
 - Mayo 2017 a octubre 2017: 6.000 U\$S/MW-mes
 - Noviembre 17 en adelante: 7.000 U\$S/MW-mes.
- Precio adicional remuneración con compromiso (máximo):
 - Mayo 2017 a octubre 2017: 1.000 U\$S/MW-mes.
 - Noviembre 2017 en adelante: 2.000 U\$S/MW-mes.

Es un precio máximo dado que se realizan ofertas que deben ser adjudicadas por CAMMESA, de acuerdo con las necesidades que defina para el sistema ante situaciones críticas.

Remuneración por energía:

- Energía Generada:
 - Ciclos y TV: Gas: 5 U\$S/MWh; Líquido: 8 U\$S/MWh.

Energía Operada (asociada a la potencia rotante): Térmicos: 2 U\$S/MWh; los valores de energía son definidos en el Nodo.

Se descuenta 1 U\$S/MWh por energía generada por la Central hasta cancelar el saldo del financiamiento para mantenimientos mayores y/o extraordinarios.

Resolución 1/2019 Secretaría de Recursos Renovables y Mercado Eléctrico: el 1 de marzo de 2019 se publicó dicha resolución, en virtud de la cual se derogó la Resolución 19/2017 (de la ex Secretaría de Energía Eléctrica) y se estableció un nuevo sistema de remuneración en el Mercado Eléctrico Mayorista, de aplicación transitoria, cuyo alcance e impacto en la compañía se encuentra bajo análisis. Se modifican algunos de los conceptos remuneratorios establecidos en la Res. 19/2017 tanto en términos de precio como en su metodología de aplicación. Los valores de energía y potencia se mantienen nominados en dólares estadounidenses.

ANALISIS DE RIESGO

PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CALIFICACION DE ACCIONES

1. Liquidez del Instrumento

La liquidez de las acciones corresponde a la medición del efecto conjunto de los indicadores de rotación y liquidez de mercado que se detallan a continuación:

a) Indicador de Rotación

Este indicador se calculará dividiendo el monto transado de la acción en el último año, por el valor bursátil promedio del patrimonio en el mismo período.

La Rotación (Ro) se calificará en:

Nivel 1: si $7\% \leq Ro$.

Nivel 2: si $2\% \leq Ro \leq 7\%$.

Nivel 3: si $Ro < 2\%$.

El Indicador de Rotación de la Sociedad se califica en Nivel 1 ya que al 28 de diciembre de 2018 se ubicaba en 10,5%.

b) Indicador de Liquidez de Mercado

La Sociedad presenta una Liquidez de Mercado Alta, encontrándose entre las acciones más negociadas. Analizando un ranking de negociación de volumen de acciones en el último año, se observa que las acciones de Enel Generación Costanera se ubican en el primer tercio.

En base a los puntos a) y b) precedentes se calificó Alta la liquidez de la acción de acuerdo con la siguiente matriz:

MATRIZ DE CALIFICACION DE LA LIQUIDEZ

Rotación	Liquidez de mercado		
	Alta	Media	Baja
Nivel 1	Alta	Alta	Media
Nivel 2	Alta	Media	Baja
Nivel 3	Media	Baja	Baja

2. Capacidad de Generar Ganancias

La Capacidad de Generar Ganancias se determinará midiendo el efecto conjunto de la capacidad de pago y de la rentabilidad esperada de la institución.

a) Capacidad de Pago Esperada

a. 1) Cobertura de Gastos Financieros (CGF)

La CGF arroja un resultado de 5, considerando los datos de los estados contables anuales cerrados en diciembre de 2017 y 2018. La rentabilidad promedio sobre activos para dicho período fue de 41,5%

a. 2) Grado de Riesgo del Sector

La demanda del 2018 con respecto al año anterior presentó un leve aumento del 0,3%, alcanzando los 132.925 GWh netos al 31 de diciembre de 2018.

A diciembre de 2018, la generación local presentó una caída del 10,1%, siendo de 11.079 GWh contra 12.472 GWh para el mismo mes del año anterior.

Al igual que en los últimos meses, la participación de la importación fue baja a la hora de satisfacer la demanda: 191 GWh para diciembre de 2019.

Con respecto a la participación de diferentes fuentes de energía respecto de la generación de energía eléctrica durante diciembre de 2018, el parque de generación térmica contribuyó con el 61%, mientras que la generación hidráulica aportó el 35%, la generación nuclear cubrió el 2% y las renovables representaron un 2%.

El costo monómico medio de generación del mes de diciembre de 2018 alcanzó los 2543 \$/MWh, frente a los 1203 \$/MWh de igual mes del año anterior. Para el año 2018, el costo medio cerró en 2118 \$/MWh.

a. 3) Posición de la empresa en su industria

La compañía participa en el negocio de producción y comercialización en bloque de energía eléctrica en la República Argentina. Su principal activo es Enel Generación Costanera, estratégicamente ubicada en la Ciudad de Buenos Aires. Constituida por seis unidades tubo vapor, con una capacidad instalada de 1.131 MW y dos ciclos combinados: uno de ellos provisto por la firma Mitsubishi con una capacidad instalada de 851 MW y el otro compuesto de una turbina de gas Siemens y una antigua turbina a vapor BTH con una capacidad instalada de 321,6 MW. La sociedad cuenta con una potencia instalada total de 2.304 MW brutos. Esto equivale a una participación en el SADI de aproximadamente un 6% respecto del total de la potencia instalada, posicionando a Enel Generación Costanera como una de las plantas de generación térmica más importante de Sudamérica.

La producción de energía eléctrica generada por Enel Generación Costanera durante el 2018 fue equivalente a 7.101 GWh. La producción de la central fue constituida por 4.684 GWh del Ciclo Combinado II, 1.155 GWh de las Unidades Turbo Vapor y 1.262 GWh del Ciclo Combinado I.

Análisis de los proveedores: con fecha 7 de noviembre de 2018 se publicó la Resolución 70/2018 mediante la cual se habilita a los Agentes Generadores, Cogeneradores y Autogeneradores del MEM a procurarse abastecimiento de combustible propio para la generación de energía eléctrica.

La compañía adhirió a la opción de compra de gas para sus centrales a partir de la última quincena de diciembre.

Eficiencia relativa: El despacho de energía a la red nacional es administrado por CAMMESA. Los generadores avisan a CAMMESA de su energía disponible y de cierta información sobre su costo marginal de producción. En base a esta información CAMMESA elabora un ranking de los generadores en orden creciente de sus costos marginales. Dado que las generadoras hidroeléctricas operan con costo marginal igual a cero, son las primeras en despachar a pesar de que su capacidad de generación depende de las condiciones hidrológicas. Las plantas nucleares son las que le siguen en el ranking, y las últimas en despachar son las centrales termoeléctricas como Enel Generación Costanera S.A.

Liderazgo: la empresa es líder en su sector. Los principales competidores de la compañía constituyen las grandes centrales conectadas al SADI.

Dentro de los grupos empresarios más relevantes que tienen participación en la actividad de generación en el Mercado Eléctrico Argentino se encuentran: AES, SADESA y PAMPA ENERGIA (adquirió en 2016 a PETROBRAS ARGENTINA). Otras empresas con participación son YPF ENERGIA, CAPEX y PLUSPETROL ENERGIA (adquirida por YPF).

Participación por potencias instaladas y por grupos empresarios a diciembre de 2018:

GOBIERNO NACIONAL	19,9%
ENEL	12,5%
SADESA	10,8%
PAMPA ENERGÍA	9,8%
AES	8,6%
GOBIERNOS PROVINCIALES	7,9%
FONINMEM	6,4%
OTROS	24,1%

a. 4) Características de la Administración y Propiedad

Se considera satisfactoria la preparación de los profesionales, directores y ejecutivos involucrados en el manejo de la empresa. El siguiente cuadro expone información respecto de los tenedores de las acciones de la Compañía a la fecha:

Accionista	Cantidad de Acciones	Porcentaje
Enel Argentina S.A. (EASA)	531.273.928	75,68%
FGS - ANSES	108.011.285	15,39%
Otros inversores	62.703.165	8,93%
TOTAL	701.988.378	100%

El accionista principal de Enel Argentina S.A. es Enel Américas S.A. (Chile) con el 99,75% de las acciones. Con fecha 1 de Julio de 2016 la Sociedad informó que Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Chile) se ha escindido dando lugar a una nueva sociedad denominada Endesa Américas a la que se le han asignado, entre otros activos, la tenencia en Enel Generación Costanera.

Posteriormente, debido a un proceso de reorganización societaria, Endesa Américas se ha fusionado con Enersis Américas S.A. y Chilectra Américas S.A., con efecto a partir del día 1 de diciembre de 2016. La compañía absorbente ha cambiado su razón social de Enersis Américas S.A. a la de Enel Américas S.A.

La escisión y operación indicadas no modifican el control de Enel Generación Costanera S.A.

El directorio tiene a su cargo la administración de la Compañía con los más amplios poderes y atribuciones para la dirección, organización y administración de esta, sin otras limitaciones que las que resulten de la Ley de Sociedades Comerciales y las previstas por el estatuto de la Compañía.

INDICADORES DE LA COMPAÑÍA

Analizando la rentabilidad de la sociedad y considerando los datos de los últimos dos estados contables anuales a 2017 y 2018, se obtiene un coeficiente de variación de 0,3, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 14,6% y una rentabilidad promedio sobre activos de 41,5%.

Los estados contables se encuentran re-expresados en moneda homogénea al 31 de diciembre de 2018.

El plazo en el que la utilidad neta esperada amortiza la deuda no corriente es cercano a los 11 meses dado que la deuda a más de un año asciende a \$ 4.768 millones y la utilidad neta esperada asciende a \$ 5.104 millones.

La liquidez corriente presenta un coeficiente de 1, mientras que la liquidez proyectada arroja un coeficiente cercano a 2.

El indicador de endeudamiento al 31 de diciembre de 2018 era de 64%.

La sociedad mantiene pasivos que devengan interés principalmente con Mitsubishi Corporation y con CAMMESA. Al 31 de diciembre de 2018, la deuda (en concepto de capital e intereses) ascendía a \$ 2.120.074.389 con CAMMESA y USD 54.503.096 con Mitsubishi Corporation.

En base a los puntos a.1), a.2), a.3) y a.4) precedentes y a los indicadores de la Compañía se mantiene la calificación de la capacidad de pago esperada de Enel Generación Costanera S.A. en Categoría C.

b) Rentabilidad Esperada de la Institución

El análisis de la Rentabilidad Esperada de la Institución comprende el análisis histórico de la rentabilidad y la rentabilidad proyectada.

b.1) Rentabilidad Histórica

La Rentabilidad Histórica se calificará en dos niveles, en base al análisis de un indicador consistente en el cociente del resultado final y el valor de mercado del patrimonio. Este indicador corresponderá al promedio de los últimos tres años, u otro plazo que a juicio del Agente de Calificación de Riesgo sea representativo para la sociedad.

La Rentabilidad Histórica asciende a 20,3% producto del promedio del resultado final de los dos ejercicios anuales a 2017 y 2018 equivalente a \$ 1.777.629.068 sobre el valor patrimonial bursátil equivalente a \$ 8.731.170.670.

La Rentabilidad Histórica de la compañía se considera en Nivel 2.

b.2.) Rentabilidad Proyectada

La Rentabilidad Proyectada se calificará en dos niveles de acuerdo con el siguiente criterio:

Nivel 1: si se espera que la rentabilidad proyectada (respecto del patrimonio a valor de mercado) sea mayor a la LIBOR (de 180 días) y/u otra tasa que el agente de calificación considere representativa.

Nivel 2: si se espera que la rentabilidad proyectada (respecto del patrimonio a valor de mercado) sea menor o igual que dicha tasa y/u otra tasa que la calificadora considere representativa.

La Rentabilidad Proyectada se calificó en Nivel 1.

En base a estos criterios, la Rentabilidad Esperada se calificará de acuerdo con la siguiente matriz:

MATRIZ DE RENTABILIDAD ESPERADA

Rentabilidad Proyectada	Rentabilidad Histórica	
	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 1	Nivel 1	<u>Nivel 2</u>
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3

En concordancia, la Capacidad de Generar Ganancias se calificará de acuerdo con la siguiente matriz:

MATRIZ DE CAPACIDAD DE GENERAR GANANCIAS

Capacidad de Pago Esperada	Rentabilidad Esperada		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
A	Muy Buena	Muy Buena	Buena
B	Muy Buena	Buena	Regular
C	Buena	Regular	Baja

CALIFICACION FINAL

En función de las calificaciones de Liquidez y Capacidad de Generar Ganancias se obtiene la Calificación Final de las acciones de acuerdo con la siguiente matriz:

Liquidez	Capacidad de Generar Ganancias			
	Muy Buena	Buena	Regular	Baja
Alta	1+	1-	2-	3-
Media	1	2	3	4
Baja	2+	3+	4+	4-

La calificación final de las acciones ordinarias emitidas por Enel Generación Costanera S.A. se mantiene en Categoría 2-.

ANEXO I - ESTADOS CONTABLES¹

Fecha Meses	Dic. 18 12	Dic. 17 12
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL		
En Pesos		
Disponibilidades	2.723.725.341	1.487.469.1
Inversiones	167.760.206	209.006.1
Deudores por Ventas	1.838.009.688	1.278.164.1
Documentos a Cobrar	82.287.194	274.769.7
Bienes de Cambio	282.726.884	200.494.4
Otros Activos Corrientes	33.623.071	21.627.6
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	5.128.132.384	3.471.532.1
Bienes de Uso	9.081.334.353	6.430.868.1
Inversiones	122.700.639	62.493.9
Otros Créditos a Largo Plazo	996.763.364	877.007.8
Cargos Diferidos e Intangibles	0	0
Otros	0	0
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	10.200.798.356	7.370.370.1
TOTAL ACTIVOS	15.328.930.740	10.841.902.1
Obligaciones Financeras	539.479.504	297.835.7
Cuentas a Pagar + Proveedores	3.588.861.117	3.269.035.1
Provisiones	0	0
Sueldos a Pagar	322.564.667	382.441.0
Impuesto a Pagar	572.030.873	172.425.8
Otros Pasivos Corrientes	9.365.875	10.281.7
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	5.032.302.036	4.132.020.1
Obligaciones Financeras	1.515.360.898	1.167.464.1
Otras Cuentas a Pagar	1.754.520.535	2.289.185.1
Provisiones	0	0
Otros Pasivos Corrientes	1.498.322.019	670.134.9
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	4.768.203.452	4.126.784.1
TOTAL PASIVOS	9.800.505.488	8.258.805.1
PATRIMONIO NETO	5.528.425.252	2.583.097.1
ESTADO DE RESULTADOS		
En Pesos		
Ingresos de Explotacion	6.124.951.659	3.933.341.546
Costos de Explotacion	-2.915.711.940	-2.685.408.541
UTILIDAD BRUTA	3.209.239.719	1.247.933.005
Gastos de Adm y Comerc.	-244.599.171	-371.843.928
Otros ingresos/egresos operativos netos	1.683.349.832	677.171.571
RESULTADO OPERATIVO	4.647.990.380	1.553.260.648
Otros Ingresos No Operativos	1.720.561.522	357.231.090
Gastos Financieros	-1.257.565.676	-784.680.426
Otros Egresos No Operativos	-800.358.621	-230.725.206
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	4.310.627.605	895.086.101
Impuesto a las Ganancias	-1.417.680.024	-232.775.546
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	2.892.947.581	662.310.555
Amortizaciones	976.365.149	1.002.923.751
RESULTADO EBITDA	5.624.355.529	2.556.184.394

¹ Los estados contables se encuentran re-expresados en moneda homogénea al 31-12-2018.

ANEXO II - INDICADORES

Fecha Meses	Dic. 18 12	Dic. 17 12
INDICADORES FINANCIEROS		
Indicadores de Liquidez		
Liquidez Corriente (AC/PC)	1,0	0,8
Liquidez Acida [(AC-Bs de cambio)/PC]	1,0	0,8
(1) Días Bienes de Cambio por 1 día vta.	17	19
(2) Días Deudores por Venta por 1 día vta.	110	119
(3) Días Cuentas a Pagar por 1 día vta.	214	303
(4=1+2-3) Duración Ciclo de Caja	-87	-166
Capital de Trabajo (AC-PC)/ Activo Total	0,6%	-6,1%
Indicadores de Solvencia		
Activo Fijo / Activo Total	59,2%	59,3%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	67,2%	61,9%
Pasivo Total / Activo Total	63,9%	76,2%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	51,3%	50,0%
Deuda ByF / Pasivo Total	21,0%	17,7%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	26,3%	20,3%
Indicadores de Cobertura		
EBITDA/gastos financieros	4,5	3,3
Deuda ByF Total / EBITDA	0,4	0,6
Pasivo Total / (Ventas/365)	584	766
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	122	136
Costo Financiero Implícito*	61%	54%
*Se define como gastos financieros sobre deudas ByF		
Indicadores de Margenes		
Margen Bruto = Utilidad bruta / Ingresos	52,4%	31,7%
Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos	91,8%	65,0%
Margen EBIT = EBIT / Ingresos	75,9%	39,5%
Margen EBT = EBT / Ingresos	70,4%	22,8%
Margen Final = Utilidad del Ej./Ingresos	47,2%	16,8%
Indicadores de Rentabilidad		
ROA bruto = EBIT / Activos	30,3%	14,3%
ROA neto = Utilidad del Ej. / Activos	18,9%	6,1%
ROE neto = Utilidad del Ej. / PN	52,3%	25,6%
Indicadores de Eficiencia		
Rotación de Activos Fijos (/ingresos)	0,7	0,6
Rotación de Activos Totales (/ingresos)	0,4	0,4

Referencias:

EBITDA: Resultado operativo + amortizaciones
EBIT: Resultado operativo
EBT: Resultado antes de impuestos

AC: Activo Corriente
PC: Pasivo Corriente
PN: Patrimonio Neto
ByF: Bancarias y Financieras

DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

Categoría 2-: Corresponde a aquellas acciones con una capacidad de generar ganancias regular y que presentan alta liquidez.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables Anuales al 31 de diciembre de 2017 y 2018.
- www.cnv.gob.ar | Comisión Nacional de Valores.
- www.bolsar.com | Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- www.indec.gov.ar | Informes del Indicador Sintético Energético (ISE) publicado por el INDEC.
- www.cammesa.com | Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico.

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económico-financiera de ENEL GENERACIÓN COSTANERA S.A. y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por ENEL GENERACIÓN COSTANERA SA se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presente o futuros de la empresa.