

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO  
DE CERTIFICADOS DE  
PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO  
FIDUCIARIO DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO  
PAMPA”**

*Montevideo, setiembre de 2018*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
19	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
28	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la Calificación Oferta Pública: Certificados de Participación Serie A y Serie B**  
**FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA**  
**21-de setiembre de -2018**

<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente, gestor, beneficiario:</b>	UTE (Usinas y Trasmisiones Eléctricas)
<b>Monto de la emisión:</b>	USD 15 millones CP Serie A, y USD 82 millones en CP Serie B.
<b>Entidad Registrante y Representante:</b>	Bolsa de Valores de Montevideo S.A.
<b>Bienes fideicomitados:</b>	(entre otros) Aportes de suscriptores incluso UTE, aerogeneradores, contratos, activos financieros.
<b>Fechas de emisión:</b>	20/3/15 y 25/9/15
<b>Plazo:</b>	hasta la liquidación del fideicomiso con un máximo de 30 años.
<b>Calificación de Riesgo:</b>	Certificados de Participación A: AA (uy); Certificados de Participación B: A(uy)
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta 30 de abril de 2019.
<b>Análisis de contingencias jurídicas:</b>	Herrera Profesionales Asociados
<b>Manual utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros.

## Resumen General

CARE ha actualizado nuevamente la calificación de los certificados de participación tipo A y B en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero Pampa" manteniendo la calificación AA (uy) y A (uy) respectivamente. Esta calificación analiza el riesgo de los beneficiarios de alcanzar una adecuada rentabilidad producto de la explotación de un parque eólico que está ya generando energía.

A modo de resumen los aspectos salientes de la calificación son: Los elementos más destacados de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe elaborado por el estudio Herrera Profesionales Asociados y que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se realizó mediante un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (Nordex SE) acordado y controlado por UTE.
- El 31 de marzo de 2017 se emitió el certificado de Recepción Provisional del Suministro, evento que determinó el inicio de la etapa de operación y mantenimiento del parque. Concluida la fase de construcción, se acordó un listado de tareas pendientes que al 30 de junio de 2018 ya se han cumplido en un 80%.
- La totalidad de los aerogeneradores (59) se encuentran generando energía, y desde el 6 de febrero de 2017 se está facturando al 100% del precio acordado, el que es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- Bajo ciertos supuestos es un negocio que ofrece una rentabilidad razonable para los inversores beneficiarios de los Certificados de Participación, tal como para varios escenarios fuera analizado por CARE, sensibilizando el plan de negocios original. Es un negocio de renta variable apalancado en un crédito gestionado por UTE, para cofinanciar con los beneficiarios de los CPs, todo el Parque. A la luz de los cambios en el panorama financiero internacional, se recalculó la Tasa de retorno esperada del capital del WACC (Weighted Average Cost of Capital), manteniéndose las conclusiones. Asimismo, CARE recalculó la TIR, con el factor de utilización que surge de la producción real de energía del año 2017 y en lo que va de los primeros meses de 2018, lo que arroja niveles razonables de rentabilidad esperada (véase Sección IV).
- Desde el punto de vista económico, la ejecución del contrato de construcción llave en mano se desarrolló de acuerdo a las previsiones presupuestales iniciales, presentando mínimas desviaciones que fueron cubiertas por la contingencia prevista en el proyecto.

- Respecto a la generación de energía del parque considerando el período de abril 2017 a marzo 2018, primer año de operación del parque, se situó un 7,25% por debajo de la prevista en el modelo de negocio. En los primeros 8 meses de 2018 se presentó en el entorno de 13,2% por debajo de las proyecciones iniciales. Este desvío podría explicarse como consecuencia de que el viento ha estado por debajo del promedio utilizado para las proyecciones iniciales, y a que el parque está en su etapa inicial de funcionamiento con los consiguientes procesos de ajuste.
- Con respecto al financiamiento de largo plazo, se aplicó una estructura financiera que consistió en un 30% del monto de la inversión con fondos derivados de la integración realizada por inversores en virtud de la adquisición de certificados de participación, adjudicados en diciembre de 2015 mediante oferta pública en el mercado de capitales y el restante 70% proveniente de un préstamo de largo plazo obtenido de KFW (Banco de desarrollo Alemán), el cual fue desembolsado en su totalidad en mayo de 2017.
- Hasta la fecha los flujos del proyecto se han mantenido en el orden de las previsiones iniciales vía penalidades y reducción de costos.
- El 30 de abril de 2018 se realizó la primer distribución de fondos del Fideicomiso por un total de USD 22.000.000 que representaron aproximadamente 22,5% sobre el capital aportado en 2015. Este importante flujo responde a la acumulación de fondos que no habían podido ser distribuidos con anterioridad debido a los atrasos en la construcción del parque.
- Se resalta nuevamente el papel decisivo de UTE gestionando y garantizando diversas contingencias vinculadas con la remuneración de los CP.
- El proyecto forma parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años. En este sentido se destaca la concreción de proyectos análogos a este, como ser el Parque Eólico Arias y el Parque Eólico Valentines.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. Por otra parte existen indicios para el crecimiento del consumo de energía que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Pampa”.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, del mercado de valores, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa ni obstante una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, en su capacidad de satisfacer en el tiempo, conforme al plan de negocios que la administración está mandatada a realizar, una expectativa de rentabilidad aceptable. Admitido el rango de Tasas Internas de Retorno (T.I.R) derivado de múltiples simulaciones realizadas por CARE como razonables para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata en este caso de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, o de sus respectivas sensibilizaciones o de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva la nota sigue, entre otros criterios, el cumplimiento del proyecto y el alcance de objetivos constructivos y de generación de energía que se juzguen aceptables en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Agr. Adrián Tambler y el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó para su calificación original, con los servicios del estudio jurídico Herrera Profesionales Asociados, cuyo informe y complementos se adjuntaron a la calificación original.

Esta calificación, se actualiza periódicamente no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los años sucesivos se considerarán tales, además, la evaluación que haga UTE de la gestión operativa del parque eólico, la que se recogerá en los informes semestrales previstos.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

### a. Antecedentes generales

Este proyecto es una de varias iniciativas que está llevando adelante la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas ("UTE") para ampliar la capacidad de generación basada en energías renovables y complementarias de la amplia oferta hidroeléctrica ya existente en el país.

UTE es el responsable por la gestión del Proyecto hasta la disolución del Fideicomiso, el cual tendrá un plazo de 20 años, similar al contrato PPA.

El parque se ubica en los alrededores de Estación Pampa, a la altura del kilómetro 320 de la Ruta Nacional N°5. En esa localidad UTE posee una medición de viento de más de 5 años de duración, con resultados favorables para el aprovechamiento eólico.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad llave en mano, siendo la firma seleccionada Nordex SE, una empresa alemana líder mundial en construcción y operación de parques eólicos, y con una presencia destacada en el mercado nacional. La empresa presentó una oferta de financiamiento a través del banco estatal KFW, conjuntamente con una cobertura de riesgos suministrada por Hermes, una agencia estatal alemana con foco en la promoción de exportaciones.

Desde el punto de vista de la construcción del parque, el 31 de marzo de 2017 se emitió el certificado de Recepción Provisional del Suministro, evento que determinó el inicio de la etapa de operación y mantenimiento del parque. En dicha oportunidad se entiende por concluida sustancialmente la fase de construcción, habiéndose acordado un listado de tareas pendientes por las cuales se retuvo a la contratista el 150% del valor de dichos conceptos. Al 30 de junio de 2018 restan algunos pendientes que representan aproximadamente un 20% de las tareas inicialmente definidas.

Teniendo en cuenta que la Recepción Provisional del Suministro se realizó con posterioridad a la fecha comprometida contractualmente por la contratista, de acuerdo a lo establecido en el contrato de construcción llave en mano, se aplicaron a Nordex penalidades por atraso por un total de USD 12.700.000 que permitieron al Fideicomiso Financiero Pampa compensar una parte del desfase de flujos financieros respecto a los fondos previstos.

El Proyecto está compuesto por 59 aerogeneradores, de 2.4 MWh de potencia unitaria, totalizando 141.6 MWh. El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador, y con el layout ofertado fue de 47.5%. Dicho factor fue revisado por los especialistas de UTE considerando los resultados de la auditoría de viento realizada y una adecuación del layout a los terrenos en función de las negociaciones con los propietarios de dichos predios, obteniéndose un factor de capacidad ajustado de 44.35%, factor utilizado a los efectos de evaluar las proyecciones financieras. Este factor fue aceptado por el proveedor de los molinos. La generación estimada es de 550 GWh/año.

El costo total del Proyecto se estimó en USD 323 millones, que se financió en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo, y el resto

fue aportado por la emisión de los certificados de participación (CPs) del Fideicomiso.

La ejecución financiera global del proyecto se desarrolló dentro del presupuesto establecido, presentando algunos sobrecostos en determinados conceptos que se compensaron con otros ítems cuya ejecución fue menor a la prevista. Los sobrecostos incurridos fueron cubiertos por el monto asignado para la contingencia y por penalidades aplicadas a la contratista de acuerdo a lo establecido en el contrato de construcción llave en mano, en virtud del atraso en la construcción que provocó la generación de esos costos adicionales. De esta forma el flujo del proyecto ha quedado compensado.

Se presenta a continuación en el cuadro 1 un resumen de fuentes y usos de fondos de la construcción del parque.

<b>Cuadro 1: Fuentes y usos de fondos (mills USD)</b>	
<b>Fuentes</b>	
Monto desembolsado KfW	223,90
Monto capital aportado	97,00
Penalidades Nordex	12,70
<b>Total Fuentes</b>	<b>333,60</b>
<b>Usos</b>	
Pagos realizados	316,52
<b>Total Pagos</b>	<b>316,52</b>
<b>Saldo</b>	<b>17,08</b>

Fuente: UTE

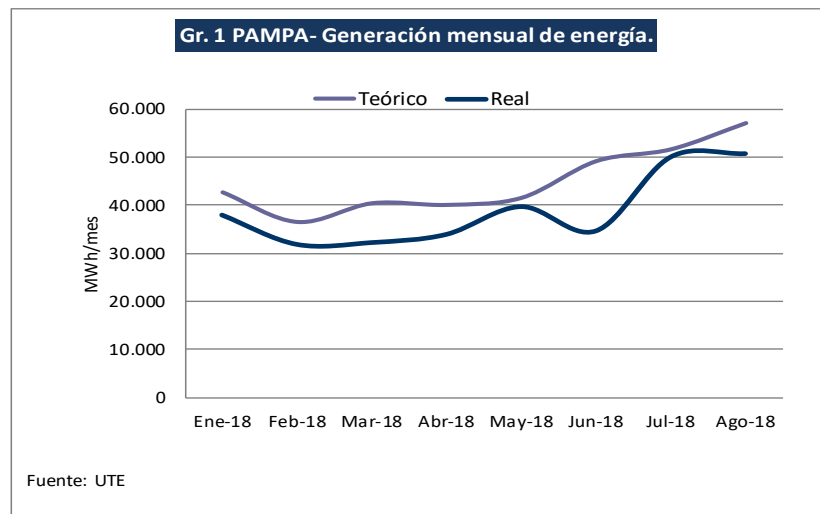
Respecto al cuadro anterior, es pertinente indicar que formaron parte de dicho saldo las penalidades aplicadas a Nordex (USD 12,7 millones) y pagos a realizar a la contratista a medida que se ejecuten las tareas del listado de pendientes.

## **b. Hechos salientes del período**

A la fecha se observa lo siguiente:

- El parque completó un año de operación al 31 de marzo de 2018. En este período anual móvil la disponibilidad del parque alcanzó el mínimo comprometido por la contratista Nordex, que de acuerdo al contrato era de 95% para este primer año.
- En febrero de 2018 se procedió a la contratación de la consultora LKSur para realizar el monitoreo de aves y murciélagos según requerimientos de la Dirección Nacional de Medioambiente (Dinama) y de los financiadores del parque (KfW). Este monitoreo debe realizarse por un período inicial de 3 años para medir el impacto del parque en la fauna del lugar.
- Con relación a la generación de energía, se presenta a continuación un gráfico de la facturación de energía del Fideicomiso Financiero Pampa durante los primeros 8 meses del año 2018, en comparación con las proyecciones previas, incluidas en el modelo de negocio, determinadas en forma previa a la instalación del parque.





- La performance de facturación del parque eólico en el año 2017, estuvo en el entorno de un 10% por debajo de la estimación prevista y que fue la utilizada en el modelo financiero del negocio (GWh esperados 550), y en los primeros 8 meses de 2018 la diferencia ascendió a 13,2%. Es importante tener presente que los equipos están aún en proceso de ajuste por lo cual la disponibilidad exigida al contratista en este período es del 95% y posteriormente será de 97%, aspectos que conjuntamente con el factor viento pueden haber afectado la producción, impidiendo lograr la facturación esperada.
- La grafica considera la generación de energía efectivamente volcada a la red, así como también la que por "restricciones operativas" no se pudo despachar. Esta última se origina en momentos que el parque está disponible para generar energía pero ya sea por exceso de oferta de energía para atender la demanda del mercado o por inconvenientes en las redes de transmisión, el Despacho Nacional de Cargas, unidad encargada de determinar el despacho de energía de todo el sistema nacional, indica al parque que restrinja su producción limitando la inyección de energía al sistema nacional integrado. Esta energía que el parque tiene disponible para inyectar pero que no es despachada por causas ajenas al generador, igualmente se factura, ya que así los establece el decreto 59/015 y el contrato de compraventa de energía firmado con UTE.
- En cumplimiento con lo establecido en el modelo de negocio y el prospecto de emisión aprobado por el BCU, una vez obtenidas las aprobaciones pertinentes de las autoridades y financiadores (KfW y Bayern LB), el 30 de abril de 2018 se procedió a realizar la primer distribución de fondos del Fideicomiso por un total de USD 22.000.000 que representaron aproximadamente 22,5% sobre el capital aportado en 2015. Este importante flujo responde a la acumulación de fondos que no habían podido ser distribuidos con anterioridad debido a los atrasos en la construcción del parque que causaron demoras en la aprobación de los financiadores para efectivizar dicha distribución.

- **Información analizada**

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Arias y Parque Eólico Valentines)
- Informes de avance al 30/06/2018 elaborado por el Gestor (UTE).
- Información de generación y facturación, suministrado por UTE.
- Estados financieros intermedios del fidecomiso al 30/06/18.
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/06/18
- EE.CC de UTE consolidados y auditados al 31/12/17

### II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública y privada certificados de participación Serie A y Serie B respectivamente, en el dominio fiduciario del "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

#### 1. Descripción general

**Denominación:** "FIDEICOMISO FINANCIERO PAMPA".

**Fiduciario:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)

**Operador:** Nordex SE

**Gestor:** UTE

#### Entidad

**Representante:** Bolsa de Valores de Montevideo.

#### Títulos a

**emitirse:** Certificados de participación de oferta pública Serie A y Serie B.

#### Bienes

**fideicomitados:** Importes integrados por los suscriptores de los Valores, y los fondos que aporte UTE; los aerogeneradores; los créditos emergentes del Contrato de Compraventa de

**Energía;** los Activos Financieros en los que invierta el Fideicomiso; todos los demás bienes, derechos de cualquier naturaleza que integren el patrimonio del Fideicomiso emergentes del propio funcionamiento del Fideicomiso y de las colocaciones transitorias realizadas en valores.

#### Importe de

**la emisión:** USD 15 millones para la Serie A y USD 82 millones para la Serie B.

#### Calificación de Riesgo de

#### los certificados de

**participación A:** AA (uy)

#### Calificación de Riesgo de

#### los certificados de

**participación B:** A (uy)

## 2. El análisis jurídico

El análisis jurídico fue incluido como anexo en la calificación original (Informe de contingencias jurídicas, véase [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)). El mismo procuraba descartar cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. Nada de esto ha variado por lo que se considera innecesario reiterar acá in totum y sólo se recuerda su conclusión final:

*“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se aprecia un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado.”*

Por las características de esta calificación, el informe jurídico cobra singular relevancia, dado por ejemplo la cantidad de contratos que han debido analizarse, temas de derecho público tanto como privado, etc.

## 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados por la creación oportunamente descrita. *Visto el informe antes mencionado se concluye que el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

**Riesgo por iliquidez.** Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Ello no obstante la liquidez de ambos certificados puede considerarse en los hechos como diferente. En efecto, el contrato de opción de venta de los CP Serie A, establece un modo adicional al del mercado para salirse de ellos, inclusive con una rentabilidad asegurada por su eventual comprador, UTE. Los certificados Serie B no tienen esa opción. Aun así, su liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso puede no ser instantáneo. *El riesgo es pues muy bajo para los A y bajo para los B.*

### III. LA ADMINISTRACIÓN

Tan importante resulta en este tipo de operaciones el análisis crítico de los flujos proyectados (desarrollado en la sección IV) como la idoneidad de quienes tienen a su cargo la ejecución y administración del proyecto presentado.

En tal sentido, el FF PAMPA presenta la siguiente organización:

- **Fiduciaria:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A.(RAFISA)
- **Operador y constructor llave en mano:** Nordex SA
- **Gestor:** UTE

#### a. Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

Según EE.CC intermedios al 30/6/18 que cuenta con informe de revisión limitada de la firma Grant Thornton SC, RAFISA alcanza un patrimonio de miles de \$ 578.170, lo que supone un 4 % superior al registrado seis meses antes. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,95. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
Activo Corriente	270.351	249.236	219.778
Activo no Corriente	386.602	388.155	417.102
<b>Pasivo</b>	<b>78.783</b>	<b>81.887</b>	<b>78.969</b>
Pasivo Corriente	54.604	57.829	58.536
Pasivo no Corriente	24.179	24.058	20.433
<b>Patrimonio</b>	<b>578.170</b>	<b>555.505</b>	<b>557.910</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>656.953</b>	<b>637.392</b>	<b>636.880</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>4,95</b>	<b>4,31</b>	<b>3,75</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2018, la firma muestra una disminución en su facturación respecto del mismo periodo del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados operativos. En cambio, debido a mejoras en los resultados financieros, los resultados finales del periodo resultan superiores. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos a junio de 2018 y su comparativo con junio de 2017 y del último ejercicio completo cerrado en diciembre de 2017.

<b>Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>30-Jun-17</b>	<b>31-Dec-17</b>
Ingresos Operativos	127.854	135.622	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(113.806)	(105.541)	(225.274)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.048</b>	<b>30.081</b>	<b>45.316</b>
Resultados Diversos	-	126	622
Resultados Financieros	36.132	7.391	17.636
IRAE	(12.485)	(7.998)	(16.323)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>37.696</b>	<b>29.600</b>	<b>47.251</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2018, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### **b. Operador, constructor**

La empresa proveedora y constructora del parque fue Nordex, una firma de origen danés con sede central en Alemania, de reconocida reputación en el sector.

Según se ha informado, la construcción del parque ya ha culminado y se encuentra operativo. Restan algunas tareas de finalización de obra y la supervisión de funcionamiento (por los próximos 10 años) a la que Nordex se comprometió por contrato. Por otra parte, la penalización aplicada a la firma en virtud de la aplicación de cláusulas contractuales fue aceptada y acordada.

De acuerdo a lo anterior, CARE considera que la firma NORDEX ha cumplido con la etapa del contrato que podía generar algún inconveniente de entidad. El riesgo que supone la eventualidad de incumplimiento en la tarea de supervisión es sensiblemente menor. Por otra parte la empresa ha constituido garantías de fiel cumplimiento.

En consecuencia se considera que la actuación de Nordex dejó de ser un factor de riesgo para el éxito de esta operación y carece de sentido seguir realizando en esta sección un seguimiento de su trayectoria empresarial.

### **c. UTE, gestor.**

La UTE tuvo y tiene un rol clave en esta operación. No solamente en el diseño de la misma, que fue concebida como un paso más en la política que el ente viene llevando adelante desde hace años, sino por el papel directo que desempeña en su ejecución y como garante.

Es el **gestor**, lo que implica que, por contrato, asiste al fiduciario en todos los aspectos operativos del parque eólico. En particular se encarga de: monitoreo de la construcción del parque; gestión de los permisos regulatorios; gestión de las pólizas de seguros; gestión del financiamiento a largo plazo; gestión de la operativa del parque por los 20 años que dura el fideicomiso.

Es el **adquirente** de la energía que produzca el parque mediante contrato PPA a 20 años en condiciones similares a los contratos privados que ya tiene con otros operadores. Incluso, se compromete a modo de adelanto, a empezar a comprar energía a partir del mes 25 de iniciadas las obras como si estuviera produciendo, en caso que haya demoras imprevistas.

Se comprometió a **aportar** los eventuales sobrecostos que pudiera haber en la construcción del parque, no previstos en el presupuesto original, cosa que no ocurrió.

Se comprometió a **rescatar** los CP's Serie A en caso que hubiera que liquidar el fideicomiso por no contar con el financiamiento a largo plazo (esta contingencia no ocurrió) o, incluso, a rescatarlos durante su vigencia a solicitud de los beneficiarios, opción que tendrán una vez al año. En ambos casos, se le asegura a los mismos un rendimiento de 4% anual.

Finalmente, es **beneficiario** de los CP's Serie B, comprometiéndose a integrar anticipadamente por un valor de hasta USD 20.000.000 canjeables por aquellos. La integración efectiva realizada en setiembre de 2015 fue de USD 19.4 millones.

De todas las obligaciones descriptas, asumidas en esta operación, persisten únicamente: la gestión operativa del parque por el período estipulado (20 años); la adquisición del 100 % de la energía producida al precio establecido por contrato y, eventualmente, rescatar los CP's de la Serie A, en caso que sus actuales tenedores así lo deseen con las limitaciones estipuladas.

Interesa entonces analizar su capacidad en tres dimensiones: jurídica, técnica y económico financiera. La capacidad jurídica y técnica de la UTE fue demostrada en ocasión de la calificación original por lo que se considera innecesario reiterar acá; en esta sección se hará solamente el seguimiento de su evolución económico financiera en tanto responsable del contrato de compra de toda la energía producida por el parque.

### **Capacidad económica y financiera**

La UTE tiene participación en otras empresas (de dimensiones económicas marginales, al menos por ahora) lo que lleva que sus EE.CC se presenten individualmente y en forma consolidada.

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y el de resultados por los tres últimos ejercicios, en ambos casos, consolidados.

**Cuadro 4: UTE Estado de Situación Patrimonial consolidado (millones de \$)**

Conceptos	31-Dic-17	31-Dic-16	31-Dic-15
Activo Corriente	29.947	26.035	23.886
Activo no Corriente	229.911	208.488	185.146
<b>Total Activo</b>	<b>259.858</b>	<b>234.523</b>	<b>209.032</b>
Pasivo Corriente	21.602	28.008	19.553
Pasivo no corriente	106.445	82.523	68.784
<b>Total Pasivo</b>	<b>128.047</b>	<b>110.531</b>	<b>88.337</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>131.811</b>	<b>123.991</b>	<b>120.695</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>259.858</b>	<b>234.523</b>	<b>209.032</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,39</b>	<b>0,93</b>	<b>1,22</b>

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

Como se ve, la situación patrimonial del grupo es muy sólida y responde casi en su totalidad a la empresa controladora (UTE) ya que el patrimonio atribuible a las acciones en empresas controladas en relación al total es muy menor. La liquidez, medida como el cociente entre el activo y el pasivo corrientes (razón corriente) recuperó el nivel por encima de la unidad siendo más que aceptable.

**Cuadro 5: UTE Estado de Resultados consolidado (millones de \$)**

Conceptos	31-Dic-17	31-Dic-16	31-Dic-15
Ingresos de explotación	51.263	47.488	40.343
Costos de explotación	(23.987)	(22.439)	(24.204)
<b>Resultados de explotación</b>	<b>27.276</b>	<b>25.048</b>	<b>16.138</b>
Gastos Adm. y Ventas	(9.738)	(8.597)	(8.583)
Resultados diversos	204	(1.378)	(630)
Resultados financieros	(2.360)	(2.667)	(1.624)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>15.382</b>	<b>12.407</b>	<b>5.301</b>
Impuesto a la renta	(945)	(164)	620
<b>Resultado neto del período</b>	<b>14.437</b>	<b>12.243</b>	<b>5.921</b>
Otros Resultados Integrales	(280)	(246)	1.981
<b>Resultado Integral del período</b>	<b>14.157</b>	<b>11.997</b>	<b>7.902</b>

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último cierre muestra una vez más un superávit superior al del año anterior

UTE ha demostrado, además, tener un buen acceso al mercado financiero de corto y largo plazo como lo demuestran múltiples operaciones de este tipo. Incluso a través de emisiones de obligaciones negociables de oferta pública, por la cual ha recibido la calificación AAA (grado inversor máximo)

Por otra parte, como ya se ha señalado en anteriores actualizaciones, la magnitud de los compromisos asumidos en esta operación y otras operaciones análogas mencionadas, en relación a su patrimonio y facturación es muy menor.

Se concluye entonces que desde el punto de vista económico financiero, la UTE no debería tener problemas de afrontar los compromisos asumidos en este fideicomiso.



## d. El Fideicomiso

El FF PAMPA se constituyó por contrato del 20/2/14 y sucesivas modificaciones; se mantendrá vigente hasta tres meses posteriores al término del Contrato de Compra Venta de Energía Eléctrica (20 años) pero en ningún caso se extenderá más allá de los 30 años, como es norma.

Más allá de la fecha de su constitución, en los hechos su actividad comenzó en marzo de 2015 cuando se emitieron los CP's Serie A por USD 15 millones los que fueron integrados en forma inmediata. También en marzo de 2015 se emitió la Serie B por USD 82 millones cuya integración se produjo en dos etapas: el compromiso asumido por UTE por USD 19.4 millones fue integrado de inmediato, mientras que el saldo por USD 62.6 millones fue integrado en forma diferida en setiembre de 2015.

En el mes de junio de 2015 comenzó la obra cuyo costo generó una obligación de pago al proveedor por parte del FF de USD 270.940.000 y \$ 31.500.000. Esta etapa ya concluyó, incluso el acuerdo de la penalidad por demoras en la entrega del parque por parte del proveedor.

A continuación se informa el estado de situación del FF según surge de los EE.CC intermedios del mismo al 30/6/18.

<b>Cuadro 6: Fideicomiso Estado de Situación (miles u\$s)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-18</b>	<b>31-Dec-17</b>	<b>31-Dec-16</b>
<b>Activo</b>	<b>275.519</b>	<b>303.294</b>	<b>305.210</b>
Activo Corriente	28.868	50.750	28.916
Activo no Corriente	246.651	252.544	276.294
<b>Pasivo</b>	<b>190.549</b>	<b>196.575</b>	<b>207.768</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>14.554</b>	<b>12.464</b>	<b>90.231</b>
Pasivo no Corriente	175.995	184.111	117.537
<b>Patrimonio</b>	<b>84.970</b>	<b>106.720</b>	<b>97.441</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>275.519</b>	<b>303.294</b>	<b>305.210</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>1,98</b>	<b>4,07</b>	<b>0,32</b>

Fuente: EE.CC FF PAMPA

El patrimonio contable al cierre intermedio comentado quedó por debajo del valor emitido. Esto se debe a que el 30 de abril de 2018 se realizó el primer pago por participación a los beneficiarios por un total de USD 22 millones, de acuerdo a la definición de fondos netos distribuibles según Contrato de Fideicomiso.

El monto del crédito bancario con KFW es de USD 223.703.903 que se amortizará en 30 cuotas iguales y consecutivas de USD 7.456.797 y se viene amortizando normalmente. En este período se abonaron por este concepto USD 11.263.102 de los cuales USD 3.806.305 correspondieron a intereses y el resto amortización.

En el cuadro siguiente se informan los resultados obtenidos hasta ahora por parte del FF en el último cierre intermedio y su comparativo con el mismo periodo del año anterior así como el último ejercicio completo cerrado.

**Cuadro 7: Fideicomiso Estado de Resultados (miles u\$s)**

Concepto	30-Jun-18	30-Jun-17	31-Dec-16
Ingresos Operativos	14.110	14.037	3.124
Costo de ventas	(8.711)	(8.472)	(2.267)
<b>Margen Bruto</b>	<b>5.399</b>	<b>5.565</b>	<b>857</b>
Gastos de Administración	(161)	(153)	(176)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>5.237</b>	<b>5.412</b>	<b>681</b>
Resultados Financieros	(6.018)	(5.193)	(769)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>(781)</b>	<b>219</b>	<b>(88)</b>
IRAE	1.031	1.973	2.839
<b>Resultado del período</b>	<b>250</b>	<b>2.192</b>	<b>2.751</b>

Fuente: EE.CC FF PAMPA

Como se informa en otra sección, la generación de energía está algo por debajo de lo estimado. De todas formas y tal como se anunciara en anterior informe, se generó suficiente efectivo como para realizar un importante pago por participación a los beneficiarios tal como se informara líneas arriba.

### Riesgos considerados

**Riesgo jurídico**, por incumplimiento de alguna disposición o inhibición por parte del fiduciario, el constructor o el gestor; se considera que desde este punto de vista. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo administración**, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el operador (Nordex S.E.); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y el fiduciario del fideicomiso financiero, República AFISA. Considerando la particular idoneidad demostrada por los tres agentes, su nivel de compromiso y profesionalidad para cumplir con la función prevista en el prospecto y los contratos respectivos; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa y de controles para coordinar la actuación de los tres agentes y que la obra está concluida, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo constructivo**, no corresponde al haber concluido la obra.

**Riesgo por cambio de fiduciario** está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El análisis del flujo futuro de fondos depende esencialmente de dos circunstancias; la primera de ellas podría ser una modificación del precio de los bienes comercializados, lo que en este caso no aplica por la forma de venta de la energía producida. El otro cambio podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta tanto el parque se encuentre generando energía durante un tiempo mínimo que permita sacar conclusiones.

Sin embargo, como ya fuera expuesto, la fecha de inicio de la puesta en funcionamiento del parque tuvo un leve retraso y también se pudo constatar que en el primer año y medio de operación la generación estuvo por debajo del valor teórico esperado, como consecuencia de los ajustes de operación y posiblemente también por menores vientos reales respecto del teórico esperado (promedio de 10 años). No obstante no existen por el momento elementos para suponer que en los 19 años que restan esta diferencia continúe; de ser el caso habría que rever el flujo de fondos.

Interesa por lo tanto analizar si estos desfasajes pudieron haber tenido efectos negativos sobre los ingresos del parque y sobre su rentabilidad futura. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de la facturación esperada y la real (esta última incluye también las facturas correspondientes a las restricciones operativas).

**Cuadro 8.- Fact. Prevista y real de energía eléct.de Pampa**

Mes de Producción	Dólares		
	Teórico	Real	Diferencia
<b>Ago-16</b>	3.780.316		(3.780.316)
<b>set-16</b>	3.524.113	264.610	(3.259.503)
<b>Oct-16</b>	3.420.148	994.750	(2.425.397)
<b>Nov-16</b>	2.979.283	976.672	(2.002.612)
<b>Dic-16</b>	2.721.498	1.654.552	(1.066.946)
<b>Ene-17</b>	2.801.417	1.711.105	(1.090.312)
<b>Feb-17</b>	2.395.128	1.247.141	(1.147.987)
<b>Mar-17</b>	2.652.007	2.434.973	(217.035)
<b>Abr-17</b>	2.629.064	2.779.679	150.615
<b>May-17</b>	2.726.769	2.780.114	53.345
<b>Jun-17</b>	3.230.111	2.789.544	(440.567)
<b>Jul-17</b>	3.392.380	3.753.982	361.602
<b>Ago-17</b>	3.751.184	3.159.503	(591.681)
<b>set-17</b>	3.496.955	2.963.399	(533.557)
<b>Oct-17</b>	3.393.791	3.323.945	(69.846)
<b>Nov-17</b>	2.956.324	2.677.380	(278.944)
<b>Dic-17</b>	2.700.525	2.564.331	(136.195)
<b>Ene-18</b>	2.860.287	2.549.978	(310.309)
<b>Feb-18</b>	2.445.460	2.142.999	(302.461)
<b>Mar-18</b>	2.707.737	2.167.827	(539.910)
<b>Abr-18</b>	2.684.312	2.281.144	(403.168)
<b>May-18</b>	2.784.070	2.666.581	(117.489)
<b>Jun-18</b>	3.297.989	2.328.841	(969.149)
<b>Jul-18</b>	3.463.668	3.354.311	(109.357)
<b>Ago-18</b>	3.830.012	3.401.956	(428.056)
<b>Total</b>	<b>76.624.552</b>	<b>56.969.318</b>	<b>(19.655.234)</b>

Fuente: UTE

La menor venta de energía implicó una diferencia en menos de facturación de 19,66 millones de dólares, una parte de esa diferencia (12,7 millones) fue compensada por las penalidades cobradas a Nordex, por lo que finalmente la pérdida por energía no facturada fue de 6,96 millones de dólares. El desvío, corregido por las penalidades, ahora en un período más largo, sigue siendo de un 9,1% por lo que se entendió que no se justificaría modificar en esta oportunidad el modelo financiero ni los criterios utilizados en el análisis de la actualización anterior.

## 1. Evaluación de rentabilidad de la inversión y de los riesgos asociados

El Prospecto plantea una Tasa Interna de Retorno del inversor de 11,5% en el escenario de base. A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo vale la pena indicar que resultan razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados.

No obstante lo anterior, CARE realizó un análisis de sensibilidad del proyecto con el objetivo de estudiar el efecto de las variables más relevantes del modelo de negocio en el desempeño del mismo.

Como se mencionara, dada la especificidad de los contratos involucrados en la operación y las salvaguardas introducidas en el mismo, la variable más relevante para el resultado del proyecto es el factor de capacidad de los aerogeneradores del parque.

### 1.1. Análisis de sensibilidad

Si bien ya se encuentra operativo el parque y produciendo energía con la totalidad de los aerogeneradores, aún la información generada no es suficiente como para modificar los criterios utilizados en las sensibilizaciones, por lo que el análisis que se realizó en la calificación original sigue totalmente vigente.

A los efectos de sensibilizar el flujo de fondos se supusieron dos escenarios. En ambos la variable exógena que se sensibilizó fue el factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial.

#### Escenario 1

En este caso se realizó un análisis de sensibilidad apoyado en el método de simulación Monte Carlo. Éste consiste en asignar distribuciones de frecuencia a algunas variables exógenas del modelo, de forma de generar aleatoriedad al análisis. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto se comportaría de acuerdo a una distribución triangular, con un valor mínimo de 30,5%, un valor medio para Uruguay de 42,5%, y un valor máximo de 49%<sup>1</sup>.

En este escenario los resultados más relevantes se presentan en el siguiente cuadro.

**Cuadro 9: TIR media, máx y mín s/esc. 1**

Generación	Fact. Cap	TIR
máxima	49,0%	14,4%
media	42,5%	10,5%
mínima	30,5%	2,7%

Fuente: CARE

<sup>1</sup> Este rango procede de estudios técnicos para Uruguay que obran en poder de CARE.

La TIR esperada para el inversor en CPs alcanzaría el 10,5% con un valor mínimo de 2,7% y un valor máximo de 14,4%. A su vez, existe un 90% de probabilidad que la TIR del inversor sea mayor al 6%. Por otra parte es nula la probabilidad de una TIR con valores negativos.

### Escenario 2.

En este caso se estimó en una primera instancia cuál sería el factor de capacidad mínimo que permitiera solamente generar ingresos para cubrir los costos operativos del parque y el servicio de la deuda con KFW, lo que implicaría una TIR negativa para el inversor, pero que al mismo tiempo permitiera que el Fideicomiso honrara el crédito con KFW. Por otra parte, también se estimó cuál sería el factor de capacidad "de indiferencia" es decir aquél que permitiría cubrir los costos operativos, honrar el crédito y alcanzar una TIR de cero.

**Cuadro 10: Factor de capacidad mínimo s/escenario 2**

	factor capacidad
TIR inversor = 0	27,40%
al menos se pague crédito	19,40%

Fuente: CARE

Para el caso de que solamente se cubran los costos operativos y el servicio de deuda, el parque operaría con un factor de capacidad del 19.4%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario sería muy baja o prácticamente nula. Incluso si se definiera un escenario para cubrir costos, remunerar el crédito y alcanzar una TIR de 0, el factor de capacidad necesario sería aproximadamente de 27.4 %, también por debajo del promedio nacional con otra tecnología<sup>2</sup>.

**En el año 2017, el parque produjo en total 491.449 MWh, lo que implica que durante ese año se operó con un factor de capacidad del 39,62% en vez del 44.35% proyectado. Este factor de capacidad está muy por encima de los valores críticos, y aún ante la eventualidad de mantenerse estaría asegurando una TIR del 8,72%, menor a la del prospecto pero igualmente atractiva.**

**En los primeros 8 meses de 2017, se produjeron 311.613 MWh lo que supuso un factor de capacidad de 37,89%, lo que de mantenerse hasta el final del período supondría una TIR del 7,62%.**

En resumen, el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno del inversor con un rango de valores esperados que se sitúan entre 2% y 15%; con una probabilidad del 90% de que se alcance un retorno para el inversor superior al 6%.

## 1.2 Nueva estimación del Costo del capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios presentado, en ocasión de la calificación original CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC<sup>3</sup>) del presente proyecto.

<sup>2</sup>. Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: "Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic....."

<sup>3</sup>. Weighted Average Cost of Capital

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC<sup>4</sup>) es una tasa de descuento que mide el costo de capital utilizado para invertir en el proyecto y se define como la media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos (como la deuda); el valor así obtenido es la tasa de descuento que se emplea para descontar el flujo de fondos del proyecto. En este caso el costo de la deuda sería la tasa de interés correspondiente a la operación del crédito de largo plazo, mientras que el de los recursos propios es el costo de oportunidad de los inversionistas. A continuación, se presenta la fórmula de cálculo del costo de los recursos financieros del proyecto.

$$WACC = E(r_i) * \frac{E}{E + D} + r_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)  
E: Capital propio (CPs)  
D: Deuda (crédito de largo plazo)  
Rd: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 7,26%)  
t: tasa de impuesto corporativo

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios (E(ri)); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM<sup>5</sup> (Capital Asset Pricing Model), el cual tiene en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada de un activo teóricamente libre de riesgo. A los efectos de considerar los riesgos sistémicos se utilizaron los "betas" de Damodaran<sup>6</sup>. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Dónde:

E(ri) : Tasa de retorno esperada del capital  
rf: Tasa libre de riesgo  
 $\beta_{im}$ : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado  
(E(r<sub>m</sub>) - rf) : Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.  
Er<sub>p</sub>: Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado<sup>7</sup>

Para definir la tasa libre de riesgo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta demasiado exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48%.

<sup>4</sup> Weighted Average Cost of Capital

<sup>5</sup> El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

<sup>6</sup> A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

<sup>7</sup> Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos “anómalos” cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo. Si se consideran los datos de este indicador para el promedio de los últimos 15, 10, ó 5 años, e incluso a valores actuales, se arriba a tasas menores.

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,86% un valor menor al promedio de los últimos años pero superior al de los años más recientes.

Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 158 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la situación actual

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,54 % sensiblemente más alta (1% más) que en nuestra anterior estimación, explicado básicamente por un aumento en los rendimientos de los bonos del tesoro de los EEUU y un aumento en el riesgo país de Uruguay. Este valor igualmente sigue siendo muy inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto en el modelo original (11,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 6,74%, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto y de las que viene resultando luego de dos años de operación del parque.

Esto indica que según estas metodologías, el proyecto sería atractivo y la proporción de fondos propios sobre fondos totales sería adecuada.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo de generación de flujos.** El riesgo de generación de flujos para generar rentabilidad a los CP es bajo por la baja probabilidad de que el factor de capacidad sea menor a 27.8%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito y dejaría la TIR del inversor en 0. *Riesgo bajo*

**Riesgo de descalce de monedas.** El descalce de monedas es nulo debido a que los ingresos del proyecto y la mayor parte de sus compromisos están expresados en dólares. Los costos en moneda nacional representan una proporción menor del total. *Riesgo casi nulo*

*En definitiva, el activo subyacente está en condiciones de cumplir los objetivos del proyecto.*

## V. EL ENTORNO

Este análisis refiere a la evaluación de factores futuros propios del entorno, externos al proyecto, que pueden afectar el desempeño del activo subyacente. El mismo comprende por tanto el análisis prospectivo por ejemplo del mercado en el que se inserta o del que proviene ese flujo, así como su dependencia de políticas públicas y de la perspectiva de su mantenimiento. En este caso la generación de flujos no tiene vínculo alguno con el desempeño de algún negocio o mercado concreto a ser evaluado en su capacidad de generar flujos ya que el precio de venta de energía es fijo. Algo análogo ocurre con las cantidades generadas en el tiempo. No hay por tanto una oferta y demanda a analizar ya que el flujo se genera por decisión de la UTE, y no por operaciones empresariales desarrolladas por agentes económicos. En consecuencia no corresponde el análisis del llamado **riesgo mercado**. Sí en cambio corresponde evaluar lo que genéricamente llamamos el **riesgo político**, vinculado a la probabilidad de mantenimiento de las políticas públicas que dan lugar a esta construcción financiera.

El riesgo político se va a analizar en tres enfoques: el de la política energética, en particular en lo que refiere a la generación de energía eólica; el de la continuidad de las decisiones de su principal ejecutor, la UTE; y el de su consistencia con consideraciones del riesgo contingente del Uruguay. Al final se harán consideraciones sobre otro aspecto de riesgo sistémico, el asociado al cambio técnico en la generación de energía eólica.

### 1. El riesgo político en la perspectiva de la política energética general

La política energética es una política de Estado que de hecho fue planteada en sus lineamientos estratégicos desde 2005, y ha sido recogida en un documento titulado "Política energética 2005 - 2030"<sup>8</sup>. Aprobada en sus lineamientos estratégicos por el Poder Ejecutivo en 2008, fue avalada por la Comisión Multipartidaria de Energía, conformada por los partidos políticos con representación parlamentaria en 2010. Su objetivo general señala: "Diversificación de la matriz energética, tanto de fuentes como de proveedores, procurando reducir costos, disminuir la dependencia del petróleo y buscando fomentar la participación de fuentes energéticas autóctonas, en particular las renovables." Describe asimismo una institucionalidad en la que destaca la cooperación público privada, y establece metas cuantificables destacando las referidas a la energía eólica.

En línea con lo anterior, UTE creó otro fideicomiso para la construcción de otro parque eólico denominado ARIAS, en una modalidad enteramente similar aunque de dimensiones menores (aproximadamente la mitad). La emisión se realizó en diciembre 2015 y ya está generando energía y también en sus etapas finales de ajuste. Por otra parte existe un tercer emprendimiento, en este caso una sociedad anónima que ha emitido acciones preferidas, que explota otro parque eólico ya construido y operando en la localidad de Valentines.

Queda claro pues que la construcción del Parque es consistente con una política de largo plazo, de amplia base política de aprobación, siendo asimismo funcional a sus metas para los próximos años.

<sup>8</sup>. Puede consultarse en [www.dne.gub.uy](http://www.dne.gub.uy)



## 2. El riesgo político en la perspectiva de la política institucional del gestor (UTE)

Más allá de la estabilidad económica del gestor, corresponde analizar la operación del Parque en su consistencia con la política institucional, y la capacidad de ejecutar en un plazo largo las obligaciones derivadas de su función.

Al analizar la información disponible destacan elementos de continuidad institucional, de preocupación por la mejora continua, de atención a aspectos de cultura empresarial internos, de consistencia con políticas energéticas de largo plazo, y de grado de compromiso con ellas. En este sentido llama la atención que cuando la empresa describe el comienzo de una nueva etapa en la historia de la gestión lo sitúa 27 años atrás señalando: “en 1987 inició un proyecto corporativo de Mejora de la Gestión en procura de un cambio cultural, sustentado en los pilares de “orientación al cliente”, “mejora de la rentabilidad” y afirmación de los principios de “calidad, pertenencia y responsabilidad”. (tomado del prospecto). Hay una evidente preocupación por la mejora de todos los procesos lo que se evidencia en las múltiples certificaciones logradas. También es notorio su impulso a la generación eólica, consistente asimismo con la política energética general. En este sentido desde 2010 UTE ha comenzado a desarrollar una estrategia de cambio de la matriz energética apuntando a la incorporación de energía proveniente de fuentes renovables. En particular, la política de generación eólica ha establecido diferentes líneas de acción: licitación para la instalación de parques eólicos por parte de empresas privadas a las cuales UTE les asegura la compra de la energía generada; instalación de parques propios; y otros proyectos a implementarse a través de diferentes vehículos con participación de UTE de hasta un 20% en el capital<sup>9</sup>.

Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2014, la energía eólica producida en parques de propiedad o de copropiedad de UTE apenas representaba 0.9 % del total mientras que en 2017, la energía eólica producida por la UTE en sus parques y en aquellos en los que participa como copropietaria representó el 10,4% del total generado. Asimismo buena parte de la energía que es comprada a agentes productores es eólica también.

**Cuadro 11. Energía Generada en GWh**

<b>PRODUCCIÓN DE UTE</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Hidráulica	2.954	3.029	2.393
Térmica	895	402	190
Eólica	298	305	416
Fotovoltaica	1	1	1
<b>COMPRA</b>			
Salto Grande	4.755	4.425	4.751
Argentina y Brasil	2	24	3
Agentes Productores	2.473	3.404	3.624
P. Eólicos Co-Prop. UTE	148	266	857
<b>TOTAL</b>	<b>11.526</b>	<b>11.856</b>	<b>12.235</b>

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

<sup>9</sup>. Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en [www.parqueseolicos.gub.uy](http://www.parqueseolicos.gub.uy)

El cuadro que antecede no discrimina la energía eólica producida en parques que no son propiedad o copropiedad de la UTE. Según información primaria de UTE la energía eólica total producida en el año 2017 habría alcanzado unos 3.766 GWh, lo que implicó un 26% de incremento respecto de 2016 y representó aproximadamente un 30.6% de la producción total

Lo anterior evidencia la fortaleza del compromiso institucional de UTE, factor clave para la mitigación o anulación de diversos riesgos.

Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que éstos están fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con este aumento de la oferta, ya que el consumo medio per cápita de los uruguayos se encuentra por debajo del de los países con mayor desarrollo.

**Cuadro 12: Consumo per cápita de Kw en 2017**

Ranking	País	Consumo	Ranking	País	Consumo
7	Canadá	14,502	46	Italia	4,764
8	Finlandia	14,329	52	Portugal	4,339
10	EEUU	11,974	53	China	4,292
18	Australia	9,624	56	Chile	3,820
20	N. Zelanda	8,853	75	Uruguay	2,803
27	Japón	7,383	76	Argentina	2,766
33	Alemania	6,385	82	Brasil	2,414
34	Israel	6,359	83	Venezuela	2,364
45	España	4,910			

Fuente: Indexamundi cien primeros países

A modo de ejemplo se presenta en el siguiente cuadro la evolución de las ventas de energía en el mercado interno, así como también la evolución del número de servicios activos.

**Cuadro 13 Ventas de energía y servicios activos**

	2015	2016	2017
Energ. vendida al mer.int.(miles dólares)	1.462.789	1.513.295	1.651.309
Energía vendida al mercado int. (GWh)	8.513	8.904	8.559
Número de servicios activos	1.415.401	1.437.506	1.460.432

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

### 3. El riesgo político en la perspectiva del riesgo contingente del país

Las operaciones de endeudamiento de los Entes Autónomos pueden considerarse una parte del riesgo contingente del país. En efecto y dada su naturaleza jurídica, cualquier aumento en su endeudamiento puede estudiarse en conjunto con otros compromisos de la deuda pública. En este caso precisamente la figura del fideicomiso permite encarar la construcción del Parque sin incurrir en nuevo endeudamiento de UTE. En efecto es el fideicomiso con su previsión de ingresos y en general de su plan de negocios,

el que pagará la emisión y el crédito que la apalanca.

Cabe consignar además, que a pesar de las discusiones sobre las diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones, este proyecto no se ha puesto en discusión lo que implica una fortaleza agregada.

#### **4. El riesgo de cambio técnico**

Cabe preguntarse qué podría pasar a largo plazo si por temas tecnológicos pudieran introducirse otras fuentes de energía que aconsejaran dejar de lado la eólica. O en su caso que otras técnicas permitieran un aprovechamiento mayor de la energía eólica diferente a la prevista con este Parque. Estos elementos podrían hacer caer el precio spot<sup>10</sup>. Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo no corresponde.

*En consecuencia el riesgo entorno, descompuesto como se detalló, se considera casi nulo.*

<sup>10</sup>. El precio SPOT de la energía, es el costo que resulta para el Sistema Interconectado Nacional por despachar una unidad adicional de demanda, respetando los criterios de economía, seguridad y calidad vigentes. En la medida que este precio resulta de cerrar el balance entre la demanda (incremental) y los recursos de generación disponibles, es un valor que teóricamente puede cambiar hora a hora. Por otra parte, teniendo en cuenta que el parque de generación uruguayo es fuertemente hidráulico, y aún con insuficiente respaldo térmico, el precio SPOT tiene muy importantes variaciones: entre cero, por ejemplo cuando están "llenas" todas las represas y 250 USD/MWh, (en épocas de sequía extrema).

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la administración en sus tres agentes, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación Serie A recogen la calificación AA (uy) de la escala de nuestra metodología; y los certificados de participación Serie B la calificación A(uy) de nuestra metodología<sup>11</sup>.

Comité de Calificación

<sup>11</sup>. CATEGORÍA AA.uy Se trata de instrumentos que presentan un escaso riesgo de inversión, ya que evidencian un muy buen desempeño y adecuada capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, dan buena satisfacción a todos los análisis practicados aunque incorporando una ligera sensibilidad a variaciones económicas o de mercado. El comité calificador entiende que de producirse cambios desfavorables predecibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría sustancialmente el riesgo. Y que de ocurrir cambios desfavorables improbables en el entorno -mercados, políticas públicas- la administradora igualmente confiere seguridades como para no aumentar sustancialmente el riesgo del instrumento. Grado de inversión óptimo con observaciones.

CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. Grado de inversión con observaciones.



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrian Tambler