

Electricidad  
Uruguay  
Informe complementario

Administración Nacional de Usinas  
y Transmisiones Eléctricas (UTE)

**Calificación Nacional**

|   | Calificación actual |
|---|---------------------|
| ONs Serie 1 en pesos ajustables por Uls*, equivalentes a USD 70 MM con vencimiento en 2019. | AA+(uy)             |
| ONs Serie 2 por USD 10 MM con vencimiento en 2014   | AA+(uy)             |

\* Uls: Unidades Indexadas

**Perspectiva**

Estable

**Resumen Financiero**

| UTE (UYU\$ miles.)     | 31/12/09    | 31/12/08    |
|------------------------|-------------|-------------|
| Total Activos          | 100.662.216 | 91.751.067  |
| Total Deuda Financiera | 14.191.288  | 15.178.511  |
| Ingresos               | 25.296.590  | 21.653.075  |
| EBITDA                 | 1.093.829   | (4.536.019) |
| EBITDA (%)             | 4.3         | (20.9)      |
| Deuda/EBITDA           | 13.0        | (3.3)       |
| EBITDA/intereses       | 1.8         | (10,5)      |

**Analistas**

Federico Sandler  
+54 11 5235 8122  
federico.sandler@fitchratings.com

Cecilia Minguillon  
+5411 5235 8123  
cecilia.minguillon@fitchratings.com

**Fundamentos de la calificación**

- Las calificaciones asignadas a la deuda de UTE reflejan la importancia estratégica del servicio eléctrico para la economía del país, el soporte de su accionista y las expectativas respecto a la estabilización del flujo de caja de la compañía en el mediano plazo.
- Históricamente UTE mantuvo un bajo nivel de apalancamiento, permitiéndole incrementar su endeudamiento en los últimos años para soportar eventos adversos, como baja hidráulica y altos precios de los combustibles.
- Exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio. La mayor parte de los ingresos de UTE provienen del servicio eléctrico brindado dentro de Uruguay, estando los mismos nominados en moneda doméstica, mientras que los servicios de intereses y capital que la compañía debe realizar están mayormente nominados en monedas duras.
- Fuerte plan de inversiones. El programa de inversiones 2010-2013 de alrededor de USD 1400 MM, tiene como finalidad aumentar las fuentes de generación alternativas al parque hidráulico, para disminuir su dependencia de los registros pluviales y ampliar la conexión con el sistema eléctrico brasilero.
- Volatilidad en la generación de fondos. UTE está expuesto a los aportes hidrológicos en sus cuencas y al precio internacional de los combustibles.

**Factores relevantes de la calificación**

- UTE ha demostrado tener un fuerte acceso al mercado bancario y financiero, el cual le permitirá en el mediano plazo retornar a sólidos indicadores crediticios. A feb'10 la caja e inversiones corrientes ascendía a US\$ 270 MM y el flujo de fondos libre para 2010 es de alrededor US\$ 200 MM, con vencimientos de deuda de US\$ 375.5 MM.
- El marco regulatorio es constructivo y los ajustes tarifarios han sido eficaces ante la necesidad de financiar los flujos operacionales. La compañía posee una estructura tarifaria competitiva consistente con los niveles tarifarios de los países de la región que alientan un uso racional de la electricidad.

**Hechos Recientes**

El 2009 se destacó por presentar aportes hidrológicos sensiblemente menores a los históricos. De esta manera, las centrales térmicas estuvieron altamente despachadas, provocando una fuerte caída en la generación de fondos de UTE. A abril'10 los aportes hidrológicos mejoraron notablemente, con lo cual se espera una mejora en la generación de fondos y márgenes para el corriente año.

A diciembre'09, a partir del aumento en el volumen de ventas y los ajustes tarifarios alcanzados, las ventas de UTE ascendieron a UYU 25.3 MM (+23% con respecto a 2008) mientras que el EBITDA fue de UYU 1 MM, presentando una leve mejora del margen EBITDA obtenido a diciembre'08.

**Liquidez y estructura de capital**

A diciembre'09, la compañía poseía un nivel de caja de US\$ 157 MM, y deudas por US\$ 711 MM compuesto por deuda bancaria, deuda con organismos multilaterales de crédito, y obligaciones negociables.

## Anexo I. Resumen financiero.

### Resumen Financiero - Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE)

(miles de UYU\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

| Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período                     | 19,95              | 24,75              | 21,94             | 24,42              | 24,14             | 29,90             |
|--|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| Multiplicador de Inflación --- Cifras llevadas a Jun'09        | 1,0000             | 1,0548             | 1,0643            | 1,0643             | 1,2353            | 1,3370            |
|  | 2009               | 2008               | 2007              | 2006               | 2005              | 2004              |
| <b>Rentabilidad</b>  |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| <b>EBITDA Operativo</b>  | <b>1.093.829</b>   | <b>(4.536.079)</b> | <b>11.178.416</b> | <b>3.986.459</b>   | <b>9.640.684</b>  | <b>7.393.480</b>  |
| <b>Margen de EBITDA</b>  | <b>4,3</b>         | <b>(20,9)</b>      | <b>46,2</b>       | <b>18,4</b>        | <b>46,2</b>       | <b>41,6</b>       |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)                  | 2,4                | (5,7)              | 13,6              | 2,5                | 9,2               | 7,4               |
| Margen del Flujo de Fondos Libre                               | (6,1)              | (28,8)             | 26,1              | (5,2)              | 20,5              | 19,4              |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio                           | 2,8                | (11,3)             | 6,7               | (1,9)              | 4,9               | 3,2               |
| <b>Coberturas</b>  |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| FGO / Intereses Financieros Brutos                             | 3,6                | (12,0)             | 18,4              | 3,0                | 14,8              | 15,5              |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos                          | 1,8                | (10,5)             | 17,9              | 5,7                | 17,9              | 18,1              |
| EBITDA / Servicio de Deuda                                     | 0,1                | (0,6)              | 3,8               | 1,0                | 2,8               | 1,3               |
| FGO / Cargos Fijos   | 3,6                | (12,0)             | 18,4              | 3,0                | 14,8              | 15,5              |
| FFL / Servicio de Deuda  | (0,1)              | (0,7)              | 2,4               | (0,1)              | 1,4               | 0,7               |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda      | 0,3                | (0,5)              | 3,5               | 0,3                | 2,4               | 0,9               |
| FCO / Inversiones de Capital                                   | 0,6                | (1,3)              | 2,8               | 0,6                | 2,5               | 3,4               |
| <b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>                   |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| Deuda Total Ajustada / FGO                                     | 6,4                | (2,9)              | 0,6               | 5,2                | 1,2               | 1,8               |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA        | 13,0               | (3,3)              | 0,6               | 2,8                | 1,0               | 1,5               |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA   | 10,1               | (2,9)              | 0,3               | 2,3                | 0,7               | 1,3               |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                          | 4,2                | 3,8                | 6,7               | 6,3                | 4,2               | 2,3               |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total                                | 0,5                | 0,5                | 0,4               | 0,3                | 0,3               | 0,5               |
| <b>Balance</b>   |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| Total Activos  | 100.662.216        | 96.775.851         | 91.468.497        | 91.719.546         | 94.008.854        | 91.178.311        |
| Caja e Inversiones Corrientes                                  | 3.133.450          | 2.004.927          | 3.362.799         | 1.737.426          | 3.261.245         | 1.328.004         |
| Deuda Corto Plazo  | 7.486.331          | 7.354.165          | 2.282.867         | 3.326.328          | 2.853.750         | 5.075.670         |
| Deuda Largo Plazo  | 6.704.957          | 7.824.346          | 4.120.962         | 7.733.490          | 6.689.922         | 6.089.764         |
| <b>Deuda Total</b>   | <b>14.191.288</b>  | <b>15.178.511</b>  | <b>6.403.829</b>  | <b>11.059.818</b>  | <b>9.543.672</b>  | <b>11.165.434</b> |
| <b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>          | <b>14.191.288</b>  | <b>15.178.511</b>  | <b>6.403.829</b>  | <b>11.059.818</b>  | <b>9.543.672</b>  | <b>11.165.434</b> |
| Deuda Fuera de Balance   | 0                  | 0                  | 0                 | 0                  | 0                 | 0                 |
| <b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b> | <b>14.191.288</b>  | <b>15.178.511</b>  | <b>6.403.829</b>  | <b>11.059.818</b>  | <b>9.543.672</b>  | <b>11.165.434</b> |
| <b>Total Patrimonio</b>  | <b>78.051.187</b>  | <b>75.547.197</b>  | <b>78.236.640</b> | <b>74.806.303</b>  | <b>77.340.494</b> | <b>74.750.591</b> |
| <b>Total Capital Ajustado</b>                                  | <b>92.242.475</b>  | <b>90.725.708</b>  | <b>84.640.469</b> | <b>85.866.121</b>  | <b>86.884.166</b> | <b>85.916.025</b> |
| <b>Flujo de Caja</b>   |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)                       | 1.601.606          | (5.582.982)        | 10.872.333        | 1.419.781          | 7.414.246         | 5.920.999         |
| Variación del Capital de Trabajo                               | 1.133.065          | 1.936.394          | (983.740)         | 649.493            | (227.919)         | (1.028.516)       |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                                  | 2.734.671          | (3.646.588)        | 9.888.593         | 2.069.274          | 7.186.327         | 4.892.483         |
| Inversiones de Capital   | (4.273.220)        | (2.838.277)        | (3.566.713)       | (3.195.415)        | (2.921.539)       | (1.441.059)       |
| Dividendos   | 0                  | 242.325            | 0                 | 0                  | 0                 | 0                 |
| <b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>                             | <b>(1.538.549)</b> | <b>(6.242.539)</b> | <b>6.321.879</b>  | <b>(1.126.141)</b> | <b>4.264.788</b>  | <b>3.451.424</b>  |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto                  | (251.981)          | (1.809.003)        | (265.373)         | (678.612)          | 0                 | 0                 |
| Variación Neta de Deuda  | 3.341.407          | 6.786.833          | (2.216.987)       | 1.851.337          | (1.469.644)       | (2.462.995)       |
| Otros (Inversión y Financiación)                               | (65.991)           | (148.458)          | (1.743.343)       | (1.128.961)        | (1.120.705)       | (274.608)         |
| <b>Variación de Caja</b>                                       | <b>1.473.357</b>   | <b>(1.413.167)</b> | <b>2.096.175</b>  | <b>(1.082.377)</b> | <b>1.646.169</b>  | <b>713.822</b>    |
| <b>Estado de Resultados</b>                                    |                    |                    |                   |                    |                   |                   |
| <b>Ventas Netas</b>  | <b>25.296.590</b>  | <b>21.653.075</b>  | <b>24.175.494</b> | <b>21.643.097</b>  | <b>20.851.454</b> | <b>17.768.822</b> |
| Variación de Ventas (%)  | 17                 | (10)               | 11,7              | 3,8                | 17,3              | 2,0               |
| <b>EBIT Operativo</b>  | <b>(2.809.885)</b> | <b>(8.434.792)</b> | <b>7.532.397</b>  | <b>427.067</b>     | <b>5.947.406</b>  | <b>3.690.543</b>  |
| Intereses Financieros Brutos                                   | 619.948            | 430.158            | 624.539           | 695.343            | 538.499           | 409.572           |
| <b>Resultado Neto</b>  | <b>2.164.339</b>   | <b>(8.719.933)</b> | <b>5.145.172</b>  | <b>(1.409.168)</b> | <b>3.714.352</b>  | <b>2.399.082</b>  |

EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones  
 Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo  
 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

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- 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

## **Anexo III. Características de los instrumentos.**

**ONs Serie 1 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 70 MM con vencimiento en 2019.**

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Unidades Indexadas

**Monto de la Emisión:** Hasta el equivalente de USD 70.000.000 en Unidades Indexadas.

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2019.

**Período de Gracia:** Existirá un período de gracia para la Amortización de capital, período que se iniciará en la fecha de la emisión y finalizará el 30/12/2011, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/06/2012; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

**Régimen de Amortización:** Semestral.

**Intereses:** Las ONs Serie 1 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2019, fecha de su vencimiento. Durante el período de gracia se abonarán intereses semestralmente, siendo el primer período de pago de Intereses el que corre a partir de la fecha de emisión hasta el 30 de junio de 2010. Por lo tanto, el primer día de pago de Intereses será el 30 de junio de 2010 y luego se seguirán pagando Intereses en forma semestral, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada año, hasta el 30 de diciembre de 2019. Finalizado el período de gracia (30/12/2011), los Intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital en las fechas de pago. La tasa de interés será determinada al momento de la emisión.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

## **ONs Serie 2 por USD 10 MM con vencimiento en 2014.**

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Dólares Estadounidenses

**Monto de la Emisión:** Hasta el equivalente de USD 10.000.000.

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2014.

**Período de Gracia:** Existirá un período de gracia para la Amortización de capital, período que se iniciará en la fecha de la Emisión y finalizará el 30/12/2011, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/06/2012; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

**Régimen de Amortización:** Semestral.

**Intereses:** Las ONs Serie 2 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija del 4% lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2014, fecha de su vencimiento. Durante el Período de gracia se abonarán intereses semestralmente, siendo el primer período de pago de Intereses el que corre a partir de la fecha de emisión hasta el 30 de junio de 2010. Por lo tanto, el primer día de pago de Intereses será el 30 de junio de 2010 y luego se seguirán pagando intereses en forma semestral, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada año, hasta el 30 de diciembre de 2014. Finalizado el período de gracia (30/12/2011), los intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital en las fechas de pago.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

### Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. reunido el 30 de abril de 2010, asignó la Categoría AA+(uy) a las siguientes Obligaciones Negociables de Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas:

- ONs Serie 1 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 70 MM
- ONs Serie 2 por USD 10 MM.

Las series serán emitidas bajo el marco del Programa de emisión de ONs por hasta USD 140 millones.

Las calificaciones asignadas tienen una **Perspectiva Estable**.

**CATEGORÍA AA(uy):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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 Uruguay se agregará "(uy)".

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.

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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

#### Fuentes

- Balances generales auditados al 30-6-09 (6 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospecto de Emisión del Programa por hasta la suma de USD 140 MM. Suplemento de precio de las emisiones particulares.

---

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings están sujetas a ciertas limitaciones y restricciones de responsabilidad. Por favor lea estas limitaciones y restricciones de responsabilidad en el siguiente enlace: <http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Adicionalmente, las definiciones de las calificaciones y los términos del uso de dichas calificaciones se encuentran disponibles en el sitio web público de la calificadora en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Las calificaciones, criterios y metodologías publicadas están disponibles en este sitio web en todo momento. El código de conducta, confidencialidad, conflicto de intereses, control de comunicaciones entre afiliadas, cumplimiento de las normas y otras políticas y procedimientos relevantes también se encuentran disponibles desde la sección del código de conducta de este sitio web.

Copyright © 2010 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga una calificación de Fitch 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 con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.

---