

Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ONs Serie 1 en pesos ajustables por Uls* equivalentes a USD 70 MM AAA(uy)

ONs serie 2 por USD 10 MM AAA(uy)

ONs Serie 3 en pesos ajustables por Uls* equivalentes a USD 54 MM AAA(uy)

ONs serie 4 por USD 6 MM AAA(uy)

*Uls: Unidades Indexadas

Perspectiva

Estable

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación a AAA(uy): La suba de calificación de UTE es consecuencia de la suba de calificación de su accionista controlante, el Estado Uruguayo en Julio de 2011.

La calificación incorpora el soporte de Estado Uruguayo: Central para la calificación de UTE es la fuerte relación existente entre la compañía y su accionista controlante, dada su condición de empresa estatal descentralizada controlada en un 100% por el Estado Nacional. UTE presta un servicio público estratégico, su presupuesto consolida en las cuentas públicas del gobierno uruguayo y el mismo es aprobado por el Poder Ejecutivo. Adicionalmente, según la carta orgánica de UTE, el Estado responde sobre las obligaciones de la compañía.

Monopolio natural: La posición dominante de la compañía se origina en la Ley Nacional de Electricidad. UTE provee prácticamente todos los servicios de electricidad en Uruguay, que cuenta con un muy alto nivel de electrificación.

Marco regulatorio constructivo: 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. El sector privado ha comenzado un proceso de inversión en el segmento de generación con potencial hasta aprox. 500 MW con contratos de venta de energía a UTE.

Generación de fondos volátil: El flujo de fondos de UTE está expuesto a las variaciones en los precios de los combustibles y niveles de hidráulicidad que afectan severamente sus márgenes y generación interna de fondos e incrementan las necesidades de financiamiento de la compañía.

Bajo nivel de apalancamiento: La solidez y flexibilidad financiera soportada por una conservadora estructura de capital permite a UTE afrontar situaciones de stress. UTE ha demostrado tener un fuerte acceso al mercado bancario y financiero, respaldado por las facilidades financieras obtenidas en diversas instituciones bancarias, instituciones financieras multilaterales, como así también del Ministerio de Economía y Finanzas. El perfil de vencimientos de la deuda de largo plazo es manejable.

Fuerte plan de inversiones: Para los próximos 5 años, UTE hará inversiones de aproximadamente USD 2100 millones que sería financiado parcialmente con deuda adicional. Considerando una hidráulicidad media, los niveles de apalancamiento se mantendrían por debajo de las 2.0x con coberturas de intereses mayores a 10.0x. En un escenario de baja hidráulicidad, el déficit operativo y flujo de fondos libre negativo deberán ser financiados con deuda de corto plazo.

Resumen Financiero (UYU\$)

	Año Móvil	
	30/06/2011	31/12/2010
Total Activos (\$ miles)	111.217.010	109.720.850
Total Deuda Financiera (\$ miles)	12.216.708	10.146.654
Ingresos (\$ miles)	30.271.570	30.500.379
EBITDA (\$ miles)	7.888.279	16.094.657
EBITDA (%)	26.1	52.8
Deuda/ EBITDA	1.5	0.6
EBITDA/ intereses	17.8	26

Informes relacionados

Corporate Rating Methodology, Agosto 12, 2011 (1)

Rating of Non-US Public Sector Entities, Abril 21, 2011 (2)

Analistas

Federico Sandler
+5411 5235 8122
fsandler@fitchratings.com

Cecilia Minguiillon
+541152358123
cecilia.minguiillon@fitchratings.com

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Cambios en la calificación de Uruguay: La calidad crediticia del Gobierno Uruguayo es fundamental para la calificación de UTE. Un deterioro de las condiciones macroeconómicas, cuentas fiscales y/o en el sector externo del Uruguay podría derivar en una baja de calificación.

Cambios en el Marco Regulatorio: Cambios en el marco regulatorio que resulten en un deterioro de la competitividad de la estructura tarifaria de UTE y/o cambios en el apoyo del gobierno podrían derivar en una baja de calificación.

Marco Regulatorio

UTE, creada a partir de la Ley 4,273 como monopolio estatal del suministro eléctrico para todo el territorio nacional, se rige por la Ley Nacional de Electricidad (Ley 14,694 de 1977), Ley Orgánica UTE (Ley 15,031 de julio'80) y por la Ley de Servicios Públicos Nacionales (Ley 16,211 de octubre'91) y posteriores que modifican y actualizan el funcionamiento del mercado eléctrico.

La Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA), dependiente del Poder Ejecutivo, controla la ley, seguridad y calidad de los servicios prestados, dicta normas/procedimientos técnicos de medición y facturación y asesora al Poder Ejecutivo en materia de concesiones; la Administración del Mercado Eléctrico (ADME) administra el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM); el Despacho Nacional de Cargas, operado y administrado por la ADME se encarga del despacho técnico del Sistema Interconectado Nacional.

En cuanto a la estructura tarifaria, existen dos tipos de tarifas: simples o inteligentes (doble o triple horario).

Las primeras, aplicadas a la mayoría de los clientes, con precios por escalones de consumo, precio por potencia contratada y cargo fijo comercial, teniendo éstos opción a tarifas inteligentes si pueden modular trasladando parte de sus consumos de las horas de punta del sistema hacia horas fuera de punta.

Ajustes tarifarios recientes

El mecanismo de ajuste tarifario no es automático, sin embargo, la compañía ha logrado traspasar parcialmente los mayores costos a la tarifa.

Los ajustes tarifarios de los últimos años fueron del 16% en 2008, y 18.8% durante el año 2009. Durante 2010, fue del -0,22%, y a febrero de 2011 del 5.55%. Los ajustes otorgados durante 2008, 2009, y 2011 responden al aumento en la generación térmica y el mayor costo de suministro que esto último implica.

Perfil del negocio

Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE) es la empresa pública uruguaya que brinda el servicio eléctrico (generación, trasmisión, distribución y comercialización) en el territorio nacional. Actualmente abastece a 1.3 millones de clientes con un consumo de electricidad promedio por cliente de 5.627 KWh.

Estrategia

La estrategia de largo plazo de UTE es diversificar sus fuentes de generación de electricidad, e importación de energía. De esta manera, la compañía se encuentra ampliando su capacidad instalada térmica y eólica, como así también ampliando la capacidad de conexión con el sistema eléctrico brasilero. Adicionalmente, parte de la estrategia de UTE es participar con la compra de gas de la planta regasificadora a construir entre Argentina y Uruguay.

Matriz Energetica UTE			
Potencia Instalada (MW)	2005	2011	2016 (estimado)
Hidraulica	593	593	593
Termica (Incluye Grupos Diesel)	495	871	1421
Eolica	0	20	720*
Biomasa	0	0	24
Total	1088	1484	2038
Interconexiones Internacionales	2005	2011	2016 (estimado)
Argentina	2000 MW	2000 MW	2000 MW
Brasil	70 MW	70 MW	570 MW

*500 MW corresponden a contratos de compra de energía

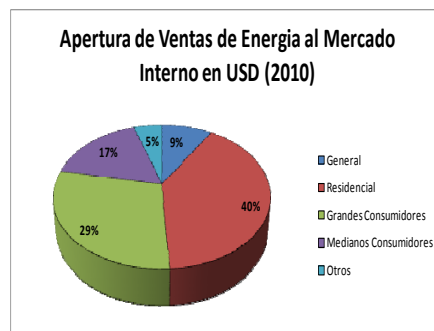
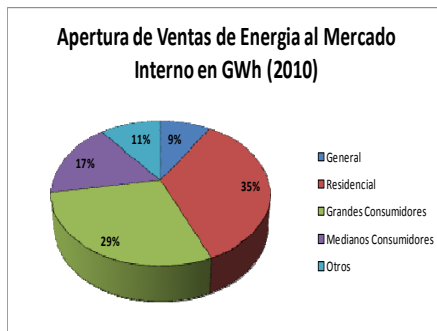
Principales proyectos y plan de inversiones

A través de un programa de inversiones por un total de aproximadamente USD 2100 MM, UTE no sólo aumentaría en un 85% la potencia instalada en 2016 hasta 2038 MW sino que aumentará y mejorará sus redes internas y la interconexion con países vecinos, lo cual redundará en más diversificación y seguridad.

UTE tiene previsto ampliar la capacidad instalada térmica a través de la construcción de un ciclo combinado de entre 360-550 MW. En cuanto a la energía eólica, la compañía instaló por su cuenta un total de 20 MW, y adjudicó a terceros 150 MW, por los cuales ya existen 3 contratos para comenzar las obras de construcción. Se estima que para 2016, la capacidad instalada eólica ascendería a aproximadamente 720 MW, de los cuales 500 MW corresponderían a obras de terceros con contratos de compra de energía con UTE.

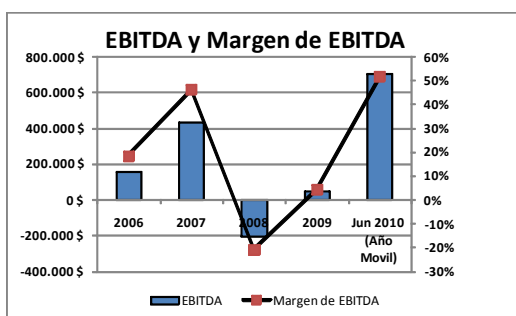
Operaciones

En las compras realizadas por UTE se incluye el suministro de la hidroeléctrica binacional Salto Grande (CTM-SG) debido a que UTE gestiona la energía uruguaya de dicha central. El promedio de la energía suministrada a UTE en los últimos 15 años fue de aproximadamente 3,500 GWh.



Perfil Financiero

Históricamente, la generación de fondos de UTE ha dependido de las condiciones hidrológicas regionales. Lo anterior se debe a que los principales componentes de la estructura de costos de la compañía corresponden a las compras de energía y al abastecimiento de combustibles, razón por la cual el costo marginal de generación térmica es más elevado en comparación con el costo marginal del despacho hidráulico. Esto se puede ver reflejado en los márgenes de EBITDA. En un año extremadamente seco como el de 2008, el margen fue del -21%, mientras que en un año húmedo (2010) el margen fue del 53%.

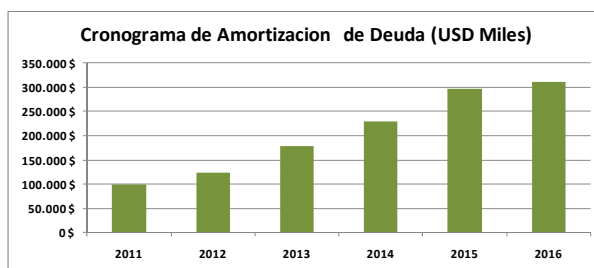


Durante el primer semestre de 2011, las condiciones hidrológicas sufrieron un deterioro, evidenciado esto último en el aumento del grado de utilización de las centrales térmicas, así como una disminución en la utilización del parque generador hidráulico. A junio'11 (año móvil), las ventas ascendieron a USD 1,530 MM (+5% respecto a diciembre'10), mientras que el EBITDA fue de USD 399 MM (-48% respecto a diciembre'10). Esta disminución en el EBITDA se puede ver reflejada como resultado del deterioro del margen de EBITDA a junio 2011 (año móvil) en relación al ejercicio 2010. Este fue del 53% para 2010 mientras que a junio'11 (año móvil) los márgenes se ubicaron en torno al 26%. Dado que las condiciones hidrológicas se han deteriorado durante el corriente año, se espera que UTE genere un Flujo de Fondos Libre negativo en 2011.

Liquidez y estructura de capital

Nivel de apalancamiento moderado: A junio' 11 UTE mostraba un saldo de caja e inversiones corrientes por USD 242 MM mientras que para los próximos 12 meses la compañía posee compromisos financieros de capital por aproximadamente USD 124 MM. El total de la deuda financiera a esa fecha ascendía a USD 663 MM compuesta del fideicomiso financiero, de préstamos bancarios de las ON, y de préstamos otorgados por organismos multilaterales de crédito.

Financiamiento de necesidades operativas: UTE utiliza primeramente el flujo generado internamente para financiar sus necesidades operativas y en casos de extrema volatilidad asume deuda de corto plazo y préstamos del gobierno. A junio'11, UTE aumentó su necesidad de tomar préstamos bancarios para financiar capital de trabajo debido al deterioro de las condiciones hidrológicas. Los mismos aumentaron en un 36% a USD 176 MM en relación al 2010. A continuación se presenta el cronograma de amortización de deuda.



El Estado Uruguayo garantiza explícitamente aproximadamente el 40% de la deuda de UTE. La deuda garantizada corresponde principalmente a proyectos de gran envergadura y prolongada ejecución en el tiempo con entidades financieras u organismos multilaterales de crédito. Asimismo, para la deuda no garantizada explícitamente por el estado uruguayo existe un compromiso escrito por parte de Uruguay. En concreto la Ley Orgánica dice que "Todas las rentas y Bienes de la Administración Nacional de Usinas y trasmisiones Eléctricas garantizan con un Sujeción las Leyes, el Pago de las Obligaciones que contraiga. En defecto de ello, responde subsidiariamente el Estado". A continuación se presenta la composición de la deuda de UTE a septiembre 2011.

	US\$ (Miles)
Prestamos con Organismos Multilaterales de Credito	\$ 204.000
Prestamos Bancarios	\$ 290.000
Obligaciones Negociables	\$ 148.000
TOTAL	\$ 642.000

Anexo I. Estadísticas comparativas de UTE

Generación

Balance Energético	2007	2008	2009	2010	Jun-10	Jun-11
Generación, GWh						
Centrales hidráulicas	3.165	1.257	1.585	3.462	1.883	604,6
Centrales Térmicas	1.158	3.308	2.591	1.130	277	1.891
Eólica	0	3	32	58	19	32
Otros	6	9	8	0	3	0
Generación Total UTE	4.329	4.577	4.216	4.650	2.182	2.528
Compras, GWh	5.162	4.239	4.880	5.255	2.381	2.336
Energía Vendida Mercado Interno	7.112	7.114	7.302	7.653	3.731	4.002

Consumo de Combustibles	2007	2008	2009	2010	Jun-10	Jun-11
Fuel Oil (t)	179.592	326.670	231.544	149.564	18,402	205,004
Gas Oil (m3 a 15° C)	160.037	624.112	557.272	137.722	1,321	319,897

Transmisión

Longitud de Líneas de Transmisión (KM)	2007	2008	2009	2010
Nivel de tensión (kV)				
60		97	97	97
110		0	0	0
150		3.549	3.556	3.556
230		11	11	11
500		771	771	771

Distribución

Longitud de Líneas de Distribución (KM)	2007	2008	2009	2010		Total
				Montevideo	Interior	
Nivel de tensión (kV)						
60 kV y 30 kV	3.982	4.101	4.146	634	3.639	4.273
15 kV y 6 kV	41.334	42.441	43.556	2.044	42.280	44.324
230 V, 400 V	24.736	24.935	25.207	6.707	18.850	25.557

Anexo II. Resumen Financiero

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

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	18,4281	19,95	19,95	24,75	21,94	24,42
Multiplicador de Inflación --- Cifras llevadas a Jun'09	19,7866	0,9980	0,9980	1,1033	1,1743	1,3628
	<u>Jun-11*</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
Año Móvil						
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	7.888.279	16.094.657	1.528.908	(4.744.787)	12.333.312	5.104.649
Margen de EBITDA	26,1	52,8	5,4	(20,9)	46,2	18,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,9	17,8	2,4	(5,7)	13,6	2,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	18,7	33,7	(6,1)	(28,8)	26,1	(5,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	7,0	9,8	2,8	(11,0)	6,2	(1,9)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	23,7	29,3	3,6	(12,0)	18,4	3,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,8	26,0	2,2	(10,5)	17,9	5,7
EBITDA / Servicio de Deuda	2,5	5,8	0,2	(0,6)	3,8	1,0
FGO / Cargos Fijos	23,7	29,3	3,6	(12,0)	18,4	3,0
FFL / Servicio de Deuda	1,9	3,9	(0,1)	(0,7)	2,4	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,3	5,3	0,3	(0,5)	3,5	0,3
FCO / Inversiones de Capital	26,9	3,0	0,6	(1,3)	2,8	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,2	0,6	6,4	(2,9)	0,6	5,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	0,6	10,4	(3,3)	0,6	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	0,4	8,1	(2,9)	0,3	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,9	4,5	3,8	3,6	5,5	5,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3
Balance						
Total Activos	111.217.010	109.720.850	112.706.807	101.228.585	100.918.543	117.446.594
Caja e Inversiones Corrientes	4.454.295	4.056.812	3.508.378	2.097.175	3.710.225	2.224.768
Deuda Corto Plazo	2.717.157	2.177.118	8.382.097	7.692.536	2.518.721	4.259.353
Deuda Largo Plazo	9.499.551	7.969.536	7.507.229	8.184.350	4.546.718	9.902.711
Deuda Total	12.216.708	10.146.654	15.889.326	15.876.886	7.065.439	14.162.064
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.216.708	10.146.654	15.889.326	15.876.886	7.065.439	14.162.064
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.216.708	10.146.654	15.889.326	15.876.886	7.065.439	14.162.064
Total Patrimonio	93.122.597	91.824.435	87.393.914	79.020.878	86.322.734	95.786.930
Total Capital Ajustado	105.339.305	101.971.089	103.283.240	94.897.764	93.388.173	109.948.994
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	10.038.879	17.544.100	1.793.281	(5.839.859)	11.995.605	1.818.025
Variación del Capital de Trabajo	(3.255.683)	(2.207.752)	1.268.601	2.025.489	(1.085.375)	831.674
Flujo de Caja Operativo (FCO)	6.783.196	15.336.348	3.061.882	(3.814.370)	10.910.230	2.649.699
Inversiones de Capital	(251.910)	(5.070.002)	(4.784.526)	(2.968.868)	(3.935.207)	(4.091.719)
Dividendos	(876.563)	0	0	253.475	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	5.654.723	10.266.346	(1.722.644)	(6.529.764)	6.975.023	(1.442.020)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(5.230.518)	0	0	(1.892.236)	(292.790)	(868.961)
Variación Neta de Deuda	1.985.014	(5.264.982)	3.741.218	7.099.101	(2.446.035)	2.370.632
Otros (Inversión y Financiación)	(2.463.065)	(2.527.792)	(73.887)	(155.289)	(1.923.456)	(1.445.631)
Variación de Caja	681.586	864.575	1.649.648	(1.478.188)	2.312.741	(1.385.980)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	30.271.570	30.500.379	28.323.416	22.649.351	26.673.179	27.713.918
Variación de Ventas (%)	8,1	7,7	16,4	(15,1)	(3,8)	11,3
EBIT Operativo	3.416.075	11.632.672	(2.841.899)	(8.822.884)	8.310.605	546.858
Intereses Financieros Brutos	442.037	620.214	694.127	449.949	689.063	890.385
Resultado Neto	6.199.839	8.761.402	2.423.311	(9.121.144)	5.676.744	(1.804.435)

Anexo III. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en www.fitchratings.com
- (2) Ratings of Public Sector Entities: Calificaciones de Entidades del Sector Publico furea de los EE.UU., disponible en 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 IV. Características de los instrumentos

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

Instrumento: Obligaciones Negociables

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

Plazo: 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 del 5.25% 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. 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.

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

Instrumento: Obligaciones Negociables

Monto: USD 10.000.000.

Plazo: 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. 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.

ONs Serie 3 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 54 MM con vencimiento en 2020.

Instrumento: Obligaciones Negociables

Monto: Hasta el equivalente de USD 54.000.000 en Unidades Indexadas.

Plazo: Hasta el 30 de diciembre de 2020.

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 30/09/2012, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/03/2013; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

Régimen de Amortización: Semestral.

Intereses: Las ONs Serie 3 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2020, 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 marzo de 2011. 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 es del 3.375%

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 4 por USD 6 MM con vencimiento en 2015.

Instrumento: Obligaciones Negociables

Monto: USD 3.812.000.

Plazo: Hasta el 30 de setiembre de 2015.

Régimen de Amortización: La serie no será amortizable, por lo que repagara capital al vencimiento.

Intereses: Las ONs Serie 4 devengan intereses compensatorios a una tasa de interés fija lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de setiembre de 2015, fecha de su vencimiento. La tasa de interés es del 3.5%.

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 V. 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 septiembre de 2011, subió a la categoría AAA(uy) 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.
- ONs Serie 3 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 54 MM
- ONs Serie 4 por USD 6 MM.

Las series fueron emitidas bajo el marco del Programa de Emisión de ONs por hasta 140 millones.

CATEGORÍA AAA (uy): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por Fitch Argentina en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones 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)".

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 corresponde aplicar Categoría E.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-11.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto de emisión de los títulos.
- Diversas publicaciones del sector

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por 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. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con 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 en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.