

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

Resumen Financiero

	30/06/2012	31/12/2011
Total Activos (\$ miles)	117.531.344	120.417.747
Total Deuda Financiera (\$ miles)	13.485.968	11.902.815
Ingresos (\$ miles)	23.313.297	31.517.694
EBITDA (\$ miles)	-5.377.285	7.639.128
EBITDA (%)	-23.1	24.2
Deuda/ EBITDA	-2.5	1.6
EBITDA/ intereses	-17.7	20.5

Informes relacionados

Corporate Rating Methodology, Agosto 12, 2011 (1)

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

Analistas

Gabriela Curutchet
+5411 5235 8122
gabriela.curutchet@fitchratings.com

Cecilia Minguillón
+541152358123
cecilia.minguillon@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Fuerte vínculo con el Estado Uruguayo: Central para la calificación de UTE es la fuerte relación existente entre la compañía y su accionista controlante, el Estado Nacional. Adicionalmente, Fitch considera que UTE presta un servicio público estratégico y esencial, consolidando su presupuesto en las cuentas públicas del gobierno uruguayo, el cual es aprobado por el Poder Ejecutivo. Legalmente, según la carta orgánica de UTE, el Estado responde sobre las obligaciones de la compañía. Además el 21% de la deuda financiera (a Agosto 2012) está garantizada por el estado nacional, estando el LT IDR de Uruguay asignado por Fitch en BB+.

Cambio en el perfil financiero: Fitch espera un cambio en el perfil financiero de la compañía dado el fuerte de plan de inversiones a realizarse en los próximos 5 años, UTE hará inversiones por USD 1500 millones que serían financiadas parcialmente con deuda adicional. Se prevé que la empresa tenga altos índices de endeudamiento, sin embargo, no vemos que la empresa tenga problemas de financiamiento dado el respaldo del estado nacional.

Empresa monopólica: 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. El sector privado ha comenzado un proceso de inversión en el segmento de generación con potencial hasta 900 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 hidraulicidad. Los años de sequía afectan severamente los márgenes y generación interna de fondos de la compañía incrementando las necesidades de financiamiento de la misma.

Fácil acceso al mercado bancario y financiero. La solidez y flexibilidad financiera permite a UTE afrontar situaciones de stress. UTE ha demostrado tener un fácil 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.

Riesgo Devaluatorio: La deuda bancaria y financiera está mayoritariamente denominada en dólares mientras que las cobranzas de UTE son en pesos.

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.

Liquidez y estructura de capital

Al 30 de junio 2012 la deuda financiera de UTE ascendía a USD623,4MM (\$13,485MM) siendo la porción corriente USD218,19MM (\$4,719MM) y la caja e inversiones líquidas \$2,029MM. Dado los bajos niveles hidráulicos de comienzos de 2012 la empresa recibió \$3.403MM del Fondo de Estabilización Energética, demostrando la flexibilidad para afrontar un contexto de mayores costos operativos como consecuencia de una baja en los niveles hidráulicos.

Perfil del Negocio

Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas es la empresa pública uruguaya que brinda el servicio eléctrico en el territorio nacional. Actualmente, UTE abastece aproximadamente a 1.3 millones de clientes.

Uruguay posee un grado de electrificación considerado alto, de aproximadamente 98%, caracterizándose la demanda por un fuerte componente residencial (90% de los servicios activos), los cuales otorgan una base estable y predecible de ingresos (47% de la energía facturada).

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.

Estructura Tarifaria

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.

El mecanismo de ajuste tarifario no es automático. El mismo surge de analizar la variación en el precio del dólar, en el índice de precios al consumidor, el salario y el combustible. Los ajustes tarifarios de los últimos años fueron -0,22% en 2010, 5,55% en 2011 y 10,8% a septiembre de 2012.

Estrategia

La estrategia operativa de UTE en el largo plazo está centrada en asegurar el abastecimiento eléctrico al menor costo posible, teniendo en cuenta las incertidumbres propias del sistema: hidrología, precios de combustibles, disponibilidad y precios en el comercio internacional de energía eléctrica. Históricamente, UTE se ha caracterizado por ser importadora neta de electricidad (siendo el principal proveedor Argentina), con una matriz energética fuertemente dependiente de las condiciones hidrológicas. Debido a la crisis energética de Argentina, y la volatilidad asociada a la dependencia de la generación hidráulica, a partir de 2005, UTE ha lanzado a un plan de inversiones tendiente a balancear su parque generador. De esta manera, la compañía se encuentra ampliando su capacidad instalada térmica, eólica, y de biomasa, como así también ampliando la capacidad de conexión con el sistema eléctrico brasileiro, y su capacidad de almacenamiento de combustibles.

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	2758
Interconexiones Internacionales	2005	2011	2016 (estimado)
Argentina	500 kV	500 kV	500 kV
Brasil	70 kV	70 kV	570 kV

A partir de la inauguración de la CT Punta del Tigre (300 MW) en 2008, y de los motogeneradores en Central Battle en 2009 (80MW), la generación térmica pasó a representar un 58% de la potencia instalada, cuando en 2005 representaba un 45%. Es así que a septiembre'12, la capacidad de generación de electricidad de UTE se compone de generación hidráulica (593 MW), térmica (871 MW) y eólica (20 MW). A su vez, UTE dispone de 945 MW de potencia instalada de la hidroeléctrica binacional Salto Grande.

Las principales inversiones en curso son:

Central de generación eléctrica de ciclo combinado: UTE llamó a licitación para la construcción llave en mano de una central de generación eléctrica de ciclo combinado que le permitirá ampliar la potencia entre 360-550 MW, lo cual llevaría a UTE a aproximadamente 1421 MW disponibles de generación de energía térmica. La potencia final de la central resultará de la finalización de los estudios en curso. La construcción de la central llevaría aproximadamente 20 meses, y se espera se encuentre operativa a finales de 2016. El costo estimando es de dicha planta es de USD 540MM

Incorporación de Fuentes Renovables: En cuanto a la incorporación de fuentes renovables, UTE construyó en 2008 el parque eólico de Sierra de Caracoles de 10 MW de capacidad instalada. En 2010 entró en servicio otra central eólica de 10 MW adicionales en dicha Sierra. Además se incorporó el primer productor independiente de basado en energía eólica. Dado el interés de desarrollo de esa fuente y el rol de UTE como agente activo en el segmento de generación, la empresa programa participar en la incorporación de plantas eólicas propias y/o a través de sociedades especializadas, habiendo previsto en su plan de inversiones el desarrollo de entre 200 MW y 300 MW hasta el 2015.

Interconexión con Brasil: A través de su subsidiaria Interconexión del Sur S.A, UTE está llevando a cabo la extensión de la conexión con el sistema eléctrico brasilero en 500 MW. El único compromiso que asumió UTE fue el pago de los cánones de inversiones (R\$ 2.244MM mensuales) y por mantenimiento (R\$ 198.031 mensuales).

El total de inversiones en el segmento generación se estima en aproximadamente USD615MM (\$13,302MM), y la potencia instalada se aumentaría en 2011-2016 en un 85%, llevando la misma a un total de 2758 MW. Este aumento de potencia sobre cubriría la demanda domestica en un 100%, la cual se estima en 2061MW.

Fondo de Estabilización Energética

El art. 773 de la Ley N° 18.719 creó el Fondo de estabilización energética con el objetivo de reducir el impacto negativo de los déficits hídricos sobre la situación financiera de UTE y sobre las finanzas públicas, el cual está constituido en la Corporación Nacional para el Desarrollo.

Dicha ley establece que el fondo "podrá tener una disponibilidad de hasta 4.000.000.000 UI" y se integrará "con recursos provenientes de Rentas Generales recaudados directamente, así como con versiones a Rentas Generales realizadas por UTE con este destino específico".

En el ejercicio 2010, UTE efectuó una transferencia de \$ 2.997.000.000 (\$ 3.255.719.400 expresados en moneda del 31/12/11) para la constitución del referido fondo.

En aplicación de la modalidad prevista por el Decreto N° 442/011 en los meses de mayo y junio del presente ejercicio, UTE recibió del referido fondo un total equivalente a \$3.403.435.365 (en efectivo y bonos globales uruguayos).

Estructura Societaria

La ley Nro. 4.273 promulgada el 21 de Octubre de 1912 creó a UTE, ente autónomo al cual se le concedió personería jurídica para cumplir su cometido específico, abarcando éste las etapas de: generación, transmisión, distribución y comercialización de la energía eléctrica. Se le confirió el monopolio estatal del suministro eléctrico para todo el territorio nacional y se le amparó reconociéndole derechos y privilegios legales para facilitar su gestión y respaldar su autoridad.

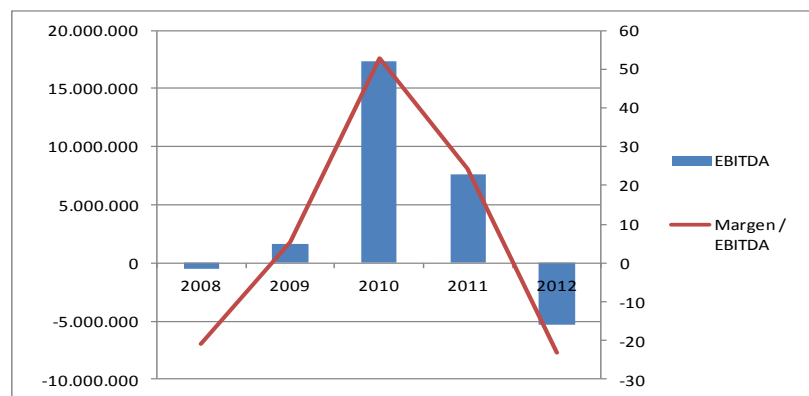
Análisis del sector / competencia

La empresa tiene el monopolio de la transmisión, distribución y comercialización de energía. De acuerdo al decreto ley Nro 14.964 de septiembre de 1977 la generación de energía podrá realizarse por cualquier agente, siempre que la comercialización la realice a través del Despacho Nacional de Cargas y de acuerdo con las normas del mercado mayorista de energía eléctrica. A la fecha están en construcción varias plantas de energía eólica pero ninguna se encuentra operativa. UTE espera poder comprar para 2016 más de 200MW de potencia a generadores independientes.

Perfil Financiero

Rentabilidad

A diciembre 2011 el EBITDA de UTE ascendió a \$7.639MM, mientras que el margen de EBITDA fue de 24,2%. En el primer semestre 2012 la baja hidraulicidad causada por la falta de lluvias hizo que la compañía tuviera que comprar mayor energía y por lo tanto a Junio 2012 el EBITDA resultó negativo en \$ -5.377MM.



Flujo de fondos

A junio 2012 el flujo de caja operativo fue negativo en \$-2.856MM que junto con las inversiones de capital \$3.057MM fueron financiados con el Fondo de Estabilización Energética (\$3.403MM) y con caja e inversiones corrientes \$4.197MM.

Liquidez y estructura de capital

UTE administra su liquidez manteniendo adecuadas disponibilidades, líneas de crédito y calzando los plazos de ingresos y egresos de fondos. La deuda financiera al 30 de junio ascendió a \$13.485MM, siendo el 30,5% corriente y 60,5% no corriente. Dado el impacto de los déficits hídricos el EBITDA de UTE resultó negativo y por lo tanto los índices de endeudamiento también. A la fecha la empresa guardaba una cobertura en caja de \$2.029MM.

A continuación incluimos los flujos de fondos necesarios para atender al servicio financiero generado por el stock de deuda al 30/06/12 considerando capital e intereses.

	Menos de 1 Mes	1-3 Meses	3 meses a 1 año	1-5 años	+ 5 años	Total
Deudas Financieras a tasa fija	296.942.294	132.329.331	1.258.935.387	4.833.956.257	1.206.259.244	7.728.422.513
Deudas Financieras a tasa Variable	548.605.742	521.519.959	1.693.099.268	2.505.510.962	1.709.511.508	6.978.247.439
	845.548.036	653.849.290	2.952.034.655	7.339.467.219	2.915.770.752	14.706.669.952

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	21,6300	19,4750	19,9500	19,9500	24,7500
Multiplicador de Inflación --- Cifras llevadas a Jun'09	1,0000	1,0413	1,1309	1,2093	1,2806
LTM					
	<u>Jun-12</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	(5.377.285)	7.639.128	17.382.721	1.651.322	(5.507.293)
Margen de EBITDA	(23,1)	24,2	52,8	5,4	(20,9)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(4,9)	6,1	17,8	2,4	(5,7)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(25,4)	4,1	33,7	(6,1)	(28,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(7,6)	3,0	9,8	2,8	(11,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(17,6)	18,6	29,3	3,6	(12,0)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(17,7)	20,5	26,0	2,2	(10,5)
EBITDA / Servicio de Deuda	(1,2)	2,8	5,8	0,2	(0,6)
FGO / Cargos Fijos	(17,6)	18,6	29,3	3,6	(12,0)
FFL / Servicio de Deuda	(1,2)	0,6	3,9	(0,1)	(0,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,8)	2,3	5,3	0,3	(0,5)
FCO / Inversiones de Capital	(0,9)	1,3	3,0	0,6	(1,3)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(2,5)	1,7	0,6	6,4	(2,9)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(2,5)	1,6	0,6	10,4	(3,3)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(2,1)	1,0	0,4	8,1	(2,9)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,4	3,1	4,2	3,5	3,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,2	0,2	0,5	0,5
Balance					
Total Activos	117.531.344	120.417.747	118.501.871	121.730.818	117.496.416
Caja e Inversiones Corrientes	2.029.530	4.518.091	4.381.481	3.789.281	2.434.199
Deuda Corto Plazo	4.228.878	2.364.680	2.351.354	9.053.220	8.928.757
Deuda Largo Plazo	9.257.090	9.538.135	8.607.342	8.108.305	9.499.607
Deuda Total	13.485.968	11.902.815	10.958.696	17.161.525	18.428.364
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.485.968	11.902.815	10.958.696	17.161.525	18.428.364
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.485.968	11.902.815	10.958.696	17.161.525	18.428.364
Total Patrimonio	94.584.119	100.892.537	99.173.195	94.387.300	91.719.511
Total Capital Ajustado	108.070.087	112.795.352	110.131.891	111.548.825	110.147.875
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(5.639.670)	6.550.345	18.948.164	1.936.862	(6.778.348)
Variación del Capital de Trabajo	2.783.474	(1.185.343)	(2.384.439)	1.370.173	2.350.993
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(2.856.196)	5.365.001	16.563.725	3.307.035	(4.427.354)
Inversiones de Capital	(3.056.889)	(4.080.551)	(5.475.757)	(5.167.605)	(3.445.977)
Dividendos	0	0	0	0	294.209
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(5.913.085)	1.284.451	11.087.968	(1.860.570)	(7.579.122)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	(2.196.326)
Variación Neta de Deuda	(564.932)	1.628.782	(5.686.342)	4.040.763	8.239.954
Otros (Inversión y Financiación)	2.857.063	(1.285.571)	(2.730.092)	(79.803)	(180.244)
Variación de Caja	(4.197.120)	383.339	933.767	1.781.729	(1.715.739)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	23.313.297	31.517.694	32.941.341	30.591.165	26.289.190
Variación de Ventas (%)	(23,0)	(4,3)	7,7	16,4	(3,6)
EBIT Operativo	(9.053.583)	2.735.777	12.563.641	(3.069.439)	(10.240.756)
Intereses Financieros Brutos	303.442	372.499	669.850	749.703	522.258
Resultado Neto	(7.093.702)	2.951.282	9.462.582	2.617.336	(10.586.948)

Anexo I. Resumen Financiero

Anexo II. 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 III. 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 septiembre 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 septiembre 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 septiembre de 2012. Finalizado el período de gracia (30/09/2012), 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 25 de septiembre de 2012, confirmó en 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.

La perspectiva es estable.

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 Uruguay 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 31-06-12.
- 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

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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 ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLÍTICAS 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.