

Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE)

Factores relevantes de la calificación

Fuerte vínculo con el Estado Uruguayo: FIX considera central para la calificación de UTE la fuerte relación existente entre la compañía y su accionista controlante, el Estado Nacional. 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. Se considera que la calidad crediticia de UTE está muy ligada al riesgo soberano de Uruguay (calificado por Fitch Ratings en BBB- Perspectiva Estable, escala internacional).

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 comenzó un proceso de inversión en energía en el segmento de generación teniendo a diciembre 2021 el 46% de la potencia instalada (2.264 MW), concentrados principalmente en la fuente de energía eólica y solar con contratos de venta de energía a UTE y autoproducción térmica.

Matriz energética permite evitar volatilidad en los flujos: la actual matriz energética le permite a UTE tener una reducida dependencia de los combustibles y de las condiciones hidrológicas, logrando márgenes promedio del 37% desde 2013. Durante el segundo semestre de 2021 la sequía en el sur de Brasil impulsó las exportaciones de UTE, que representaron el 28% de los ingresos versus 6% en el año anterior, y permitieron un EBITDA de USD 629 MM y un margen del 33%. La interconexión con Argentina y Brasil le permite a la compañía importar y exportar compensando faltantes o sobrantes. Adicionalmente el fondo de estabilización energético permitió cubrir los faltantes de caja en los periodos de sequía. En 2021 UTE recibió USD 56,6 millones de dicho fondo.

Nivel de inversiones manejables: durante el quinquenio (2022-2026) la compañía planea realizar inversiones por un total de USD 1.415 millones, promediando los USD 283 millones por año, en línea con el promedio de los últimos 5 años (USD 256 millones anual) que representan aprox. el 15% de los ingresos. En 2025 se espera un pico de inversiones por un total de USD 435 millones producto de la obra de cierre de anillo por USD 220 millones. Este proyecto se enmarca dentro del plan estratégico que está llevando adelante UTE, de expansión de su red de transmisión en el centro y norte del país, iniciado en el año 2016, el cual dará mayor flexibilidad para satisfacer la demanda interna y externa de energía, asegurando la confiabilidad actual y futura del sistema eléctrico nacional, permitiendo asimismo volcar a la red la gran cantidad de energía renovable (eólica, solar e hidráulica) generada en el centro y norte del país, así como la futura generación de la nueva planta de la empresa UPM. La inversión está estructurada financieramente a través de un fideicomiso al cual UTE realizó aportes por USD 30 millones y la diferencia se financiaría a través de emisión de deuda en el mercado local y préstamos bancarios.

Adecuada estructura de capital, riesgo devaluatorio mitigado: históricamente la compañía mantuvo un nivel de endeudamiento adecuado. La solidez y flexibilidad financiera soportada por una conservadora estructura de capital le permiten 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. A junio 2022 el 66% de la deuda bancaria y financiera está denominada en moneda distinta al peso uruguayo, mientras

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|--|---------|
| Emisor | AAA(uy) |
| ON hasta el equivalente a USD 100 MM en UI | AAA(uy) |
| ON por valor nominal de hasta USD 120 MM en UI | AAA(uy) |
| ON hasta USD 100 MM en UR | AAA(uy) |
| ON por hasta USD 100 mm en UI | AAA(uy) |

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

| (Uy\$ millones) | Consolidado | |
|-------------------------------|-----------------------|----------------------|
| | Año Móvil Jun 2022 | Dic 2021 12 Meses |
| Total Activos | 275.051 | 278.516 |
| Deuda Financiera | 55.678 | 56.284 |
| Ingresos | 83.404 | 82.228 |
| EBITDA | 26.912 | 31.412 |
| EBITDA (%) | 32,3 | 38,2 |
| Deuda Total / EBITDA (x) | 2,1 | 1,8 |
| Deuda Neta Total / EBITDA (x) | 1,6 | 1,3 |

Crterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila - Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Candido Perez - Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón - Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

que las cobranzas de UTE son en pesos. Para mitigar parcialmente el riesgo devaluatorio la compañía cierra contratos de compraventa de divisas a futuro con el Banco Central.

Sensibilidad de la calificación

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

Fuerte Liquidez: A junio 2022 la compañía tenía caja e inversiones por Uy\$ 13.263 millones que le permiten cubrir en más de 3x el endeudamiento de corto plazo. En el año móvil a junio 2022 el ratio de deuda neta/EBITDA resultó en 1,6x y las coberturas de intereses en 6,9x. FIX espera que la compañía continúe presentando adecuados ratios de apalancamiento y cobertura de intereses.

Perfil del Negocio

Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE) es una empresa pública que brinda el servicio eléctrico (generación, trasmisión, distribución y comercialización) en la República Oriental del Uruguay. Actualmente, UTE abastece aproximadamente a 1.4 millones de clientes localizados en 176.215 km². Uruguay posee un grado de electrificación considerado alto, superior al 99%, caracterizándose la demanda por un fuerte componente residencial, los cuales otorgan una base estable y predecible de ingresos (aprox. el 44 % de la energía consumida).

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.

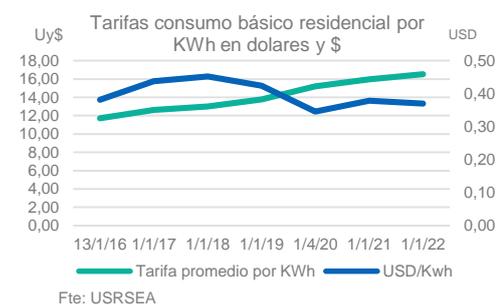
La *Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA)*, dependiente del Poder Ejecutivo, controla la ley, seguridad y calidad de los servicios prestados, dicta normas / procedimientos técnicos de medición y facturación y asesora al Poder Ejecutivo en materia de concesiones; la Administración del 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. En los últimos años se efectuó una vez por año siguiendo una fórmula paramétrica que pondera los costos de UTE como variación en el precio del dólar, en el índice de precios al consumidor, el salario y el combustible. Las tarifas se ajustan a partir del 1 de enero de cada año.

Matriz energética

En los últimos años UTE ha lanzado un plan de inversiones con el fin de balancear su parque generador, reduciendo la dependencia de las condiciones hidrológicas y la dependencia en las importaciones y compra de hidrocarburos. Las siguientes tablas muestran la variación de la matriz energética de Uruguay en los últimos años.



| POTENCIA INSTALADA POR FUENTE (MW) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Térmica (Fósil) | 1.076 | 1.275 | 1.275 | 1.105 | 650 | 830 | 1.190 | 1.190 | 1.190 | 1.177 |
| Térmica (Biomasa) | 244 | 414 | 415 | 425 | 425 | 425 | 425 | 425 | 425 | 416 |
| Hidráulica | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 | 1.538 |
| Eólica | 53 | 59 | 481 | 857 | 1.212 | 1.511 | 1.511 | 1.514 | 1.514 | 1.514 |
| Solar | 1 | 2 | 4 | 65 | 89 | 243 | 248 | 254 | 258 | 267 |
| TOTAL | 2.911 | 3.288 | 3.713 | 3.989 | 3.913 | 4.546 | 4.912 | 4.920 | 4.925 | 4.912 |

Fuente Ministerio de Industria, Energía y Minería

| Generación de energía por fuente GWh | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Térmica (Fósil) | 3.748 | 1.860 | 730 | 963 | 464 | 250 | 393 | 315 | 825 | 2.469 |
| (%) | 35% | 16% | 6% | 7% | 3% | 2% | 3% | 2% | 6% | 15% |
| Térmica (Biomasa) | 1.314 | 1.448 | 1.893 | 2.388 | 2.433 | 2.553 | 2.530 | 2.491 | 2.701 | 2.737 |
| (%) | 12% | 12% | 15% | 17% | 18% | 18% | 17% | 15% | 20% | 17% |
| Hidráulica | 5.421 | 8.206 | 9.649 | 8.266 | 7.842 | 7.518 | 6.557 | 8.108 | 4.094 | 5.273 |
| (%) | 51% | 70% | 74% | 60% | 56% | 52% | 45% | 50% | 30% | 33% |
| Eólica | 113 | 144 | 733 | 2.065 | 2.994 | 3.775 | 4.732 | 4.752 | 5.476 | 4.991 |
| (%) | 1% | 1% | 6% | 15% | 22% | 26% | 32% | 30% | 40% | 31% |
| Solar | | | 3 | 49 | 152 | 269 | 416 | 424 | 462 | 483 |
| (%) | | | 0% | 0% | 1% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| Generación Total | 10.596 | 11.658 | 13.008 | 13.731 | 13.886 | 14.364 | 14.627 | 16.090 | 13.557 | 15.953 |

Fuente Ministerio de Industria, Energía y Minería

Plan quinquenal de inversiones (2022/2026)

Las inversiones de capital se mantuvieron relativamente estables durante los últimos 10 años, promediando USD 328 millones (con pico en 2016 de USD 666 millones) oscilando entre el 12% y 19% de las ventas desde 2017.



Durante el quinquenio (2022-2026) la compañía planea realizar inversiones entre USD 220 millones y USD 280 millones anuales que incluyen la actualización, mejora y mantenimiento de la red de distribución y transmisión. Las mismas representan el 15% de los ingresos locales y serán financiadas principalmente con el flujo de fondos de la compañía y USD 57 millones, con parte del préstamo otorgado por la Corporación Andina de Fomento (CAF). Adicionalmente, realizará la inversión en el cierre del anillo del Norte que incluye 360 km de líneas de transmisión desde Tacuarembó a Salto Grande pasando por Chamberlain. La inversión le permitirá fortalecer la red de transmisión y conectar la nueva pastera UPM 2, la cual inyectará a partir de 2025 150 KW al sistema eléctrico nacional. El costo de cierre de anillo implicará una inversión de USD 204 financiada USD 30 millones con aportes de UTE y el resto con un préstamo del BID

por un 50% y emisión de deuda local por el otro 50%, estructurado a través de un fideicomiso financiero, pagadero a 20 años a partir de 2025, teniendo UTE participación del 100% en el mismo.

Fondo de Estabilización Energética

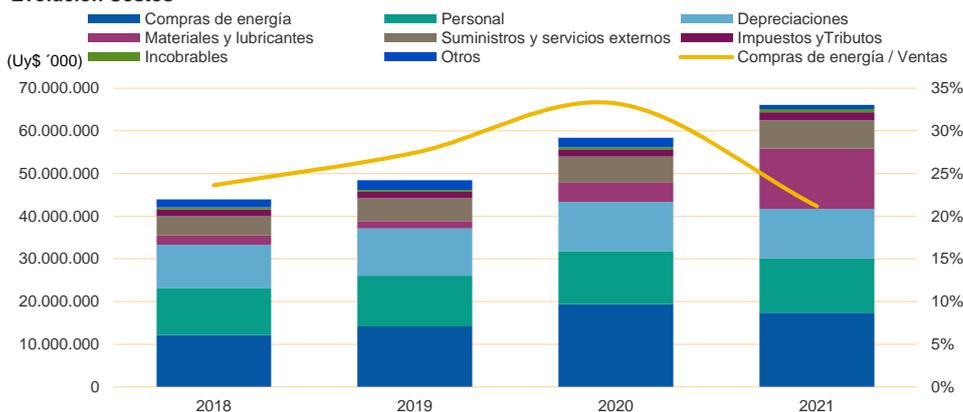
El art. 773 de la Ley N° 18.719 creó el Fondo de estabilización energética con el objetivo de reducir el impacto negativo de los déficits hídricos sobre la situación financiera de UTE y sobre las finanzas públicas, el cual está constituido en la Corporación Nacional para el Desarrollo. Dicha ley establece 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 General. Durante 2021 UTE recibió en concepto de utilización del fondo de estabilización energética USD 56,6 millones (equivalente a \$ 2.468 millones), mientras que durante el primer semestre de 2022 no se utilizaron fondos.

Estructura de costos

El principal costo de la compañía corresponde a la compra de energía, que promedió el 26% de las ventas durante los últimos cuatro años. Los gastos de administración y comercialización se mantuvieron relativamente estables durante los últimos cuatro años en torno al 24% promedio del total de gastos, y del 20% de las ventas (aunque del 16% en 2021 debido a los ingresos extraordinarios por mayores exportaciones).}

Los Materiales energéticos y lubricantes aumentaron a Uy\$ 13.393 en 2021 frente a Uy\$ 3.912 en 2020, debido principalmente a aumento de ventas por exportaciones.

Evolución Costos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Administración y calidad de los accionistas

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 la amparó reconociéndole derechos y privilegios legales para facilitar su gestión y respaldar su autoridad.

Posición competitiva

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.

Riesgo del sector

El principal riesgo del sector continua siendo el marco regulatorio. Los siguientes cuadros muestran la relación entre el consumo y el PBI de Uruguay, la demanda de energía eléctrica por sector y la variación tarifaria residencial versus variación del Índice de Precios al Consumidor.

Factores de riesgo

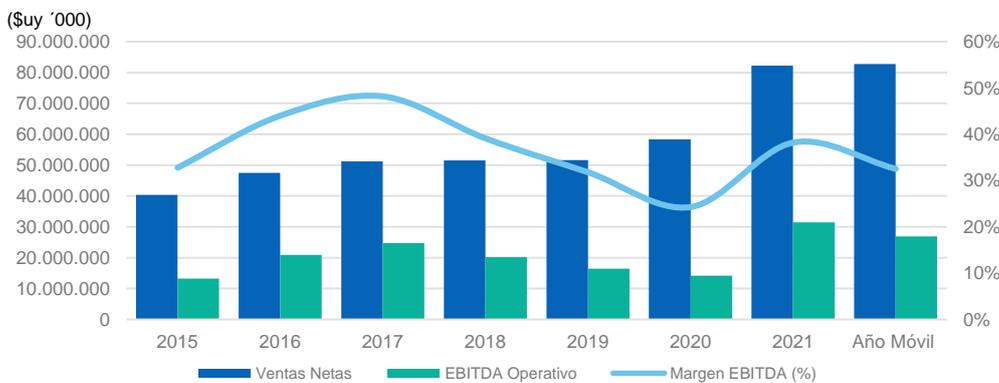
- Flujo de fondos volátil dependiente de la situación hidráulica. Mitigado por el cambio de matriz energética con mayor utilización de la generación a través de fuentes de energías renovables y por la el fondo de estabilización energético.
- Riesgo devaluatorio dado por el 66% del endeudamiento financiero. Mitigado por los contratos de compraventa de divisas a futuro con el Banco Central.

Perfil Financiero

Rentabilidad

El cambio de la matriz energética permitió reducir la volatilidad de la rentabilidad, logrando márgenes que a partir de 2013 resultaron en por arriba de 30%. En el último año móvil a junio 2022 los ingresos ascendieron a Uy\$ 82.753 millones, siendo un 41,7% superior a diciembre 2020. La variación se explica principalmente por las exportaciones de energía durante el segundo semestre de 2021 por Uy\$ 18.121 millones. El EBITDA resultó en Uy\$ 26.912 millones y el margen sobre ventas del 33% versus Uy\$ 14.179 millones y 24% respectivamente en 2020. El incremento de ventas por exportaciones se considera extraordinario, debido a situación coyuntural puntual en Brasil con bajos recursos hídricos por la sequía. En lo sucesivo se espera que las ventas retornen a valores más cercanos a 2020, aunque con incrementos del 10/15% por ajuste de tarifas para compensar la inflación y crecimiento del PBI.

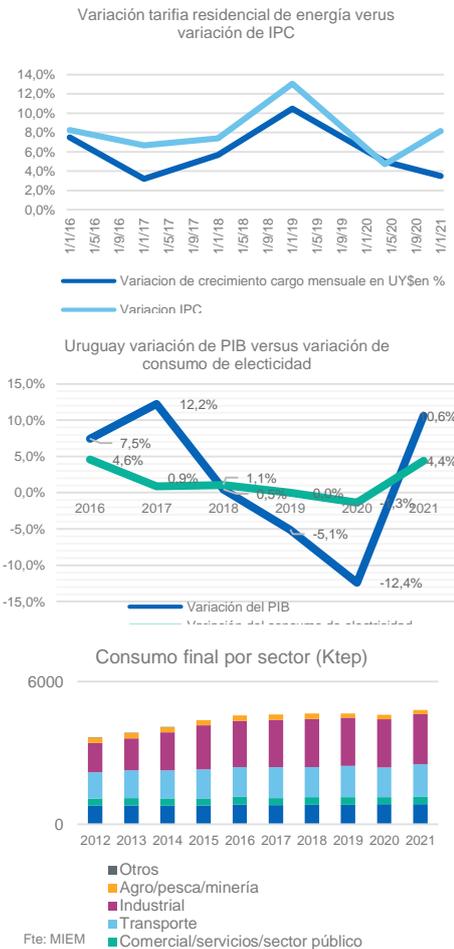
Evolución Ventas - EBITDA



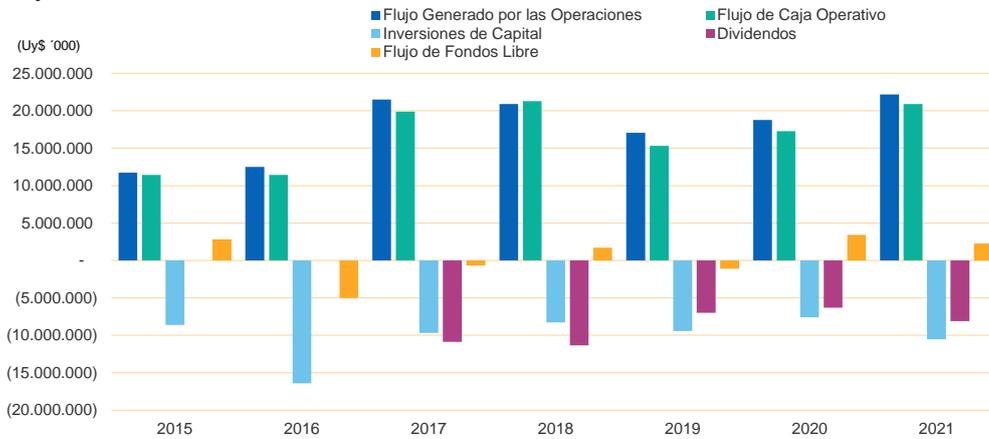
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En el año móvil a junio 2022, la compañía logró un flujo de caja operativo de Uy\$ 20.915 millones, realizar inversiones de capital por Uy\$ 10.533 millones y pagar dividendos por Uy\$ 8.085 millones. El flujo de fondos libre resultó positivo en Uy\$ 2.277 millones. Para los próximos años el flujo de fondos libre podría verse presionado por el elevado nivel de dividendos e inversiones previstas.



Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y Estructura de Capital

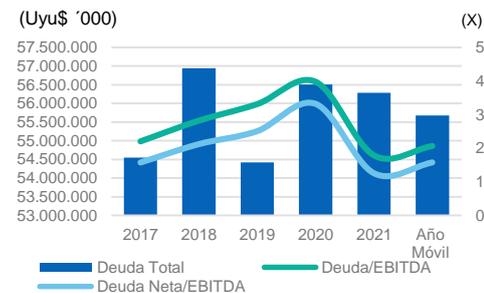
La compañía opera con una estructura de capital conservadora. A junio 2022, la deuda financiera de UTE ascendía a Uy\$ 55.678 millones, venciendo el 8% de la misma en el corto plazo. Aproximadamente el 66% de la deuda está denominada en moneda distinta a la funcional (extranjera o unidad de medida distinta al Peso Uruguayo). Las tasas de interés oscilan entre 2,9% y 4,8% para las ON, su principal deuda. En el año móvil a junio 2022 el ratio deuda/EBITDA resultó en 2,1x y deuda neta/EBITDA 1,6x, aunque quitando el efecto extraordinario de exportaciones, el ratio deuda/EBITDA se ubicaría en 2,6x; aún algo por debajo del promedio de los últimos 5 años de 2,8x y niveles casi constantes de deuda en torno a Uy\$ 55/56 mil millones. Para los próximos ejercicios FIX espera que el endeudamiento de UTE se mantenga entre 2x y 3x, debido a que la deuda por ON comienza a amortizar en 2024 y hasta 2042, escalonada.

UTE cuenta con una buena posición de liquidez. La posición de caja e inversiones líquidas ascendía a Uy\$ 13.263 siendo suficiente para cubrir tres veces la deuda financiera de corto plazo (Uy\$ 4.369 millones).

Fondeo y Flexibilidad Financiera

UTE administra su liquidez manteniendo adecuadas disponibilidades, líneas de crédito y calzando los plazos de ingresos y egresos de fondos. La compañía tiene un probado acceso al mercado de capitales, emitiendo instrumentos de largo plazo tanto en dólares, unidades indexadas y unidades reajustables.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Indicadores de Liquidez



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I – Resumen Financiero

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

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

Cifras Consolidadas

| Normas Contables | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Período | Año Móvil | jun-22 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
| | 12 meses | 6 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 26.911.540 | 8.416.160 | 31.412.390 | 14.178.882 | 16.402.101 | 20.158.618 |
| EBITDAR Operativo | 26.911.540 | 8.416.160 | 31.412.390 | 14.178.882 | 16.402.101 | 20.158.618 |
| Margen de EBITDA | 32,3 | 24,2 | 38,2 | 24,3 | 31,8 | 39,1 |
| Margen de EBITDAR | 32,3 | 24,2 | 38,2 | 24,3 | 31,8 | 39,1 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 13,3 | 3,7 | 16,4 | 12,7 | 11,3 | 13,1 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 2,7 | (10,1) | 11,0 | 5,8 | (2,2) | 3,3 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 10,7 | 6,4 | 13,2 | 2,6 | 5,0 | 8,7 |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 6,7 | 3,7 | 8,0 | 5,1 | 5,8 | 7,5 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 6,9 | 4,3 | 8,0 | 3,1 | 4,6 | 6,3 |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 6,9 | 4,3 | 8,0 | 3,1 | 4,6 | 6,3 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 3,3 | 1,3 | 4,2 | 1,4 | 2,0 | 2,6 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 3,3 | 1,3 | 4,2 | 1,4 | 2,0 | 2,6 |
| FGO / Cargos Fijos | 6,7 | 3,7 | 8,0 | 5,1 | 5,8 | 7,5 |
| FFL / Servicio de Deuda | 0,7 | (0,4) | 1,8 | 0,8 | 0,3 | 0,6 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 2,3 | 1,2 | 4,0 | 1,8 | 1,9 | 2,5 |
| FCO / Inversiones de Capital | 2,0 | 1,5 | 2,3 | 2,3 | 1,6 | 2,6 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,1 | 3,8 | 1,8 | 2,4 | 2,6 | 2,4 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,1 | 3,3 | 1,8 | 4,0 | 3,3 | 2,8 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,6 | 2,5 | 1,3 | 3,3 | 2,5 | 2,1 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 2,1 | 3,3 | 1,8 | 4,0 | 3,3 | 2,8 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 1,6 | 2,5 | 1,3 | 3,3 | 2,5 | 2,1 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 6,9 | 7,0 | 7,0 | 8,0 | 6,5 | 5,6 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 7,8 | 7,8 | 6,2 | 9,4 | 8,4 | 7,8 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 275.051.030 | 275.051.030 | 278.515.508 | 264.868.777 | 262.873.682 | 255.696.340 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 13.262.691 | 13.262.691 | 16.857.897 | 9.385.105 | 13.275.605 | 14.172.126 |
| Deuda Corto Plazo | 4.368.941 | 4.368.941 | 3.482.504 | 5.319.151 | 4.571.394 | 4.447.197 |
| Deuda Largo Plazo | 51.309.378 | 51.309.378 | 52.801.961 | 51.185.090 | 49.849.421 | 52.495.064 |
| Deuda Total | 55.678.319 | 55.678.319 | 56.284.465 | 56.504.241 | 54.420.815 | 56.942.261 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 55.678.319 | 55.678.319 | 56.284.465 | 56.504.241 | 54.420.815 | 56.942.261 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 55.678.319 | 55.678.319 | 56.284.465 | 56.504.241 | 54.420.815 | 56.942.261 |
| Total Patrimonio | 139.724.450 | 139.724.450 | 136.581.028 | 126.761.496 | 128.387.759 | 127.468.188 |
| Total Capital Ajustado | 195.402.770 | 195.402.770 | 192.865.493 | 183.265.738 | 182.808.574 | 184.410.449 |

| Flujo de Caja | | | | | | |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 22.174.615 | 5.275.588 | 27.609.706 | 18.775.522 | 17.076.371 | 20.887.217 |
| Variación del Capital de Trabajo | (1.259.599) | 779.233 | (4.989.757) | (1.476.048) | (1.741.770) | 422.821 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 20.915.016 | 6.054.821 | 22.619.949 | 17.299.474 | 15.334.601 | 21.310.038 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (10.587.709) | (4.123.331) | (9.930.525) | (7.597.936) | (9.443.715) | (8.262.547) |
| Dividendos | (8.085.022) | (5.433.056) | (3.620.059) | (6.297.836) | (7.009.321) | (11.342.477) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 2.242.286 | (3.501.567) | 9.069.364 | 3.403.702 | (1.118.434) | 1.705.013 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 384.040 | 15.481 | 24.346 | 10.477 | 15.809 | 11.984 |
| Otras Inversiones, Neto | (946.028) | (115.294) | 1.219.153 | 2.763.451 | 185.743 | (775.319) |
| Variación Neta de Deuda | (192.322) | 868.392 | (2.999.058) | (7.470.005) | (1.783.276) | (4.673.959) |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 725.417 | (18.950) | (311.838) | (1.718.706) | (1.181.107) | 33.084 |
| Variación de Caja | 2.213.392 | (2.751.938) | 7.001.966 | (3.011.082) | (3.881.266) | (3.699.197) |
| Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas Netas | 83.404.283 | 34.793.542 | 82.228.297 | 58.409.862 | 51.590.249 | 51.536.315 |
| Variación de Ventas (%) | 1,4 | 104,3 | 40,8 | 46,2 | 0,1 | 0,5 |
| EBIT Operativo | 17.671.955 | 3.681.376 | 22.490.060 | 5.381.561 | 8.053.446 | 12.500.812 |
| Intereses Financieros Brutos | 3.880.950 | 1.958.168 | 3.931.855 | 4.583.211 | 3.555.532 | 3.213.833 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 14.999.837 | 4.418.320 | 17.691.939 | 3.370.089 | 6.357.292 | 11.404.965 |

Anexo II - Glosario

- 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.
- LTM: Últimos doce meses
- UI: Unidades indexadas

Anexo III. Características del instrumento

ON por hasta el equivalente a USD 100 millones en unidades indexadas.

Instrumento: Obligaciones Negociables

Monto: valor nominal de unidades indexadas 763.160.000

Fecha de Emisión: 26 de diciembre 2012

Plazo: hasta 26/12/2042.

Régimen de Amortización: se amortizará en los últimos 3 años de vencimiento (2040, 2041, 2042).

Intereses: tasa fija 3.375%

ON por valor nominal de hasta el equivalente a USD 120 millones.

Monto: Hasta el equivalente de USD 120.000.000 (dólares estadounidenses ciento veinte millones) en Unidades Indexadas.

Fecha de emisión: 2 de diciembre 2013

Plazo: diciembre 2028.

Amortización: Tres cuotas, pagaderas los tres últimos años, las dos primeras por el 33% del Capital y la última por el 34% del Capital.

Intereses: devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija. El interés será calculado en base a un año de 360 (trescientos sesenta) días y meses de 30 (treinta) días sobre el capital no amortizado.

Pago de intereses: Semestrales

Obligaciones Negociables hasta USD 100 millones.

Instrumento: Obligaciones Negociables.

Monto: Hasta el equivalente de USD 100.000.000 (dólares estadounidenses cien millones).

Fecha de emisión: 6 de agosto 2014

Moneda: Unidades Reajustables. Para determinar el monto en Unidades Reajustables se tomará la cotización vigente de la UR y el tipo de cambio USD/UYU interbancario fondo de cierre de BCU del segundo día hábil anterior al comienzo del período de suscripción.

Plazo: 6 de agosto 2026.

Régimen de Amortización: tres cuotas pagaderas los tres últimos años, las dos primeras por el 33% del capital y la última por el 34% del capital.

Intereses: las obligaciones negociables devengarán intereses a una tasa de interés fija. El pago de intereses será semestral.

Moneda de Repago: se cancelará en pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de Unidades Reajustables multiplicada por la cotización de la misma vigente a la fecha de pago.

Obligaciones Negociables hasta USD 100 millones en Unidades Indexadas.

Instrumento: Obligaciones Negociables.

Fecha de emisión: 25 de febrero 2015

Monto: Hasta el equivalente de U\$S 100.000.000 (dólares estadounidenses cien millones).

Moneda: Unidades indexadas.

Plazo: 25 de febrero 2035.

Régimen de Amortización: tres cuotas pagaderas los tres últimos años, las dos primeras por el 33% del capital y la última por el 34% del capital.

Intereses: las obligaciones negociables devengarán intereses a una tasa de interés fija. El pago de intereses será semestral.

Moneda de Repago: se cancelará en pesos uruguayos equivalentes a la cantidad de Unidades Indexadas multiplicada por la cotización de la misma vigente a la fecha de pago.

Anexo IV. Dictamen de calificación.

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 28 de octubre de 2022, confirmó* en Categoría **AAA(uy)** a la calificación de emisor de largo plazo de **Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE)** y a las siguientes ON previamente emitidas por la compañía:

- ON hasta el equivalente hasta USD 100 millones en unidades indexadas
- ON por valor nominal de hasta USD 120 millones en unidades indexadas.
- ON hasta USD 100 millones (2)
- ON por hasta USD 100 millones en UI (1)
 - (1) *Unidades indexadas*
 - (2) *Unidades reajustables*

La perspectiva es estable.

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

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.

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. 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 calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

** Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.*

Fuente de información

- Estados Financieros anuales auditados hasta el 31/12/2021.
- Estados Financieros Condensados intermedios hasta el 30/06/2022.
- Auditor externo del último balance: CROWE.
- Prospecto de emisión de los títulos disponibles en www.bcu.gub.uy

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (Afiada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoradora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 que pueden suceder y 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 confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.