

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO
DE ACCIONES PREFERIDAS
EMITIDAS POR AREAFLIN S.A.
“PARQUE EOLICO VALENTINES”**

Montevideo, abril de 2017

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II LA SOCIEDAD Y LAS ACCIONES
11	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de Calificación Oferta Pública 10-04-2017

Emisor:	Areaflin SA
Títulos emitidos:	Emisión de Acciones Preferidas de Oferta Pública. Representan el 80% del capital integrado y fueron ofrecidos en oferta pública en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y en la Bolsa Electrónica del Uruguay (BEVSA).
Importe:	USD 41:905.240 fue el capital integrado correspondiente a acciones preferidas, las cuales fueron colocadas mediante oferta pública entre el 14 y el 21 de diciembre de 2016.
Activo de la Empresa:	Contrato PPA (Power Purchase Agreement) a 20 años para explotar el Parque Eólico Valentines de 35 aerogeneradores de 2,0 MW de potencia unitaria.
Comite. Calificación:	Ing. Adrián Tamber, Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán.
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresa
Calificación de Riesgo:	Acciones preferidas A (uy)
Vigencia de la calificación:	Hasta el 30 de noviembre de 2017 ¹ .
Análisis de contingencias jurídicas:	Dr. Leandro Rama Sienna



¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de las acciones emitidas por Areafllin S.A., Sociedad Anónima que se constituyó para la proyección, construcción, administración, operación, mantenimiento y gestión comercial del "Parque Eólico Valentines", con la calificación A (uy).

Esta calificación analiza el riesgo de los tenedores de las acciones de recuperar el capital invertido y alcanzar una adecuada rentabilidad, producto de la explotación de un parque eólico que está ya generando energía, encontrándose en las etapas finales de construcción.

La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros.²

A modo de resumen, los aspectos más destacados de la calificación son:

- Una opción de inversión en acciones preferidas que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consignara en el informe elaborado por el asesor de CARE, el Dr. Leandro Rama Sienna que se adjuntara como anexo al informe de calificación original.
- Debe destacarse que la construcción del parque eólico se está realizando a través de un contrato llave en mano con una empresa de primer nivel (GAMESA EÓLICA SL y GAMESA URUGUAY S.R.L.) acordado y controlado por UTE. Esta empresa pública es la gestora del proyecto velando por su ejecución, por la obtención de todos los contratos y autorizaciones necesarias para su ejecución, y blindando con su participación varios riesgos característicos de este tipo de proyectos.
- El parque está en sus etapas finales de construcción previéndose la inminente recepción provisional del mismo. Está produciendo y vendiendo ya energía en sus 35 aerogeneradores, quedando pendiente básicamente algunas terminaciones de obra civil y reconstrucción medioambiental.
- El parque eólico demandó una inversión del orden de los 171,1 millones de dólares y fue financiado en un 70% a través de un endeudamiento bancario que constituye un apalancamiento positivo para el proyecto, y el 30 % con el capital integrado por los tenedores de las acciones. El 80% del capital integrado corresponde a las Acciones Preferidas (inversores privados) y el 20% las Acciones Ordinarias (UTE).
- UTE es gestor del crédito, los contratos, compra la energía a precio pre establecido a través de un contrato PPA (Power Purchase Agreement), gestiona permisos, verifica los avances de obra que generan los pagos, verifica el cumplimiento de la legislación laboral, etc. La figura de UTE como gestor, así como su compromiso tanto económico como de gestión con el proyecto, constituye una de las fortalezas principales para la calificación de las Acciones.

² CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

- El operador, es decir, la empresa que provee los molinos, los instala y supervisa su funcionamiento por cinco años renovables; es una empresa de primer nivel reconocida en esta materia.
- El factor de utilización de los molinos, que expresa en términos físicos la cantidad probable de energía a ser generada, ha sido chequeado por diversos estudios nacionales e internacionales que lo entienden razonable. El precio de la energía es fijo y se actualiza según la paramétrica utilizada en otros contratos similares.
- Un negocio que ofrece bajo ciertos supuestos una rentabilidad razonable para los inversores tenedores de las acciones preferidas, tal como fuera analizado por CARE para varios escenarios adversos, sensibilizando el Plan de Negocios original. Se trata de un negocio de renta variable gestionado por UTE y apalancado a través de un crédito de largo plazo, para cofinanciar con los tenedores de acciones. Dado que el parque ha comenzado a producir energía muy recientemente, no hay por el momento suficiente información como para realizar nuevas estimaciones de rentabilidad y sensibilizaciones del flujo de ingresos. En esta ocasión CARE recalculó el WACC mejorando las perspectiva del proyecto.
- Existen disposiciones de gobierno corporativo que establecen un adecuado equilibrio entre la administración y la representación de los accionistas
- El proyecto forma parte de una política de aceptación general así como de un plan estratégico de UTE que se viene desarrollando desde hace años. En este sentido se destaca el antecedente de dos emprendimientos de similares características aunque bajo la forma de Fideicomisos Financieros, los cuales fueron emitidos en forma exitosa en el año 2015 (FF Pampa y FF Arias).
- Si bien la Sociedad tiene un plazo de 100 años, todos los contratos relacionados al emprendimiento eólico Valentines están realizados a 20 años, siendo una posibilidad el desmonte de los molinos, lo cual está previsto en el flujo de fondos del proyecto y en varios de los contratos. Si se desmonta o no el parque al final de la vida útil de los molinos dependerá de decisiones que se tomen en su momento; si les restara vida útil o existiera un valor residual la rentabilidad podría incluso mejorar. Lo que importa tener en cuenta es que durante ese período el Parque muy probablemente habrá cancelado con su flujo (energía vendida durante los 20 años del PPA), el financiamiento a largo plazo, todos los gastos asociados y los dividendos a los accionistas.
- En cuanto a las políticas públicas, independientemente de cualquier orientación partidaria, las evidencias son claras en cuanto a su mantenimiento. Por otra parte, existen indicios para el crecimiento del consumo de energía, que aseguran la pertinencia de este tipo de emprendimientos.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de las Acciones Preferidas emitidas por Areafin S.A. la cual se encuentra operando comercialmente el Parque Eólico Valentines.

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

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

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales³. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Adrián Tamber y por el Ing. Julio Preve. Asimismo CARE contó con los servicios jurídicos del Dr. Leandro Rama Sienra, cuyo informe se adjuntó en la calificación original.

Esta calificación, se actualizará no más allá de noviembre de 2017, no obstante la misma puede variar ante la aparición de hechos relevantes. En los primeros años se considerarán tales, además, la evaluación que haga UTE tanto de la construcción como de la gestión operativa del parque eólico, la que se recogerá en los informes periódicos previstos.

³. En este caso se trata del Manual de Calificación de Títulos Emitidos por Empresas.

Antecedentes generales

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

El Proyecto consiste en la construcción y operación de una central de generación eólica de aproximadamente 70 MW, conectada al Sistema Interconectado Nacional.

UTE en su rol de promotor del Proyecto, aprovechando su amplia experiencia en iniciativas similares, ha seleccionado la localización geográfica, y ha procedido con la selección del contratista y negociación del financiamiento de corto y de largo plazo del Proyecto. Si bien en este caso el 80% de las acciones de la sociedad está en mano de inversores, la gestión operativa del emprendimiento estará a cargo de la UTE durante los 20 años que durará la inversión, plazo similar al de contrato PPA.

El Parque estará ubicado en la zona de Valentines, departamento de Florida. En esta localidad UTE posee una medición de viento de más de 5 años, con resultados altamente favorables para el aprovechamiento eólico.

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de un contratista bajo la modalidad "llave en mano". Con fecha de 10 de setiembre de 2014, se celebró un contrato de construcción llave en mano con Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL para el suministro, instalación y puesta en marcha de 35 aerogeneradores de 2,0 MW. A la fecha de redacción de este informe ya se encuentran en plena operación de generación de energía la totalidad de los 35 aerogeneradores.

El factor de capacidad aportado por el proveedor para ese modelo de aerogenerador y con el layout ofertado, fue de 50,79% lo que da una producción anual esperada de 311.447 MWh/año.

El costo total del Proyecto se estimó en USD 171,1 millones, que se financió aproximadamente en un 70% con cargo a un crédito internacional de largo plazo y el restante 30% fueron aportes de capital, de donde el 20% corresponde a capital aportado por UTE (acciones ordinarias) y el 80% restante fue a través de la emisión de acciones de oferta pública en el mercado de valores (acciones preferidas), que están cotizando ya en el mercado de capitales desde el 22 de diciembre de 2016.

El financiamiento de largo plazo será a través de un crédito con Inter-American Investment Corporation (IIC) y China Co-financing Fund for Latin America and the Caribbean (China Fund). Estas instituciones aportarán la suma de USD 119.817.466, a través de un crédito a 18 años. El préstamo se firmó en las condiciones pactadas el 15/03/2017, y al momento de la redacción de este informe se estaban completando las condiciones precedentes para el desembolso, el cual está planificado para la última semana de abril.

Debe tenerse presente que con anterioridad a la fecha de la emisión, la Sociedad –con la garantía de UTE- tomó préstamos por la suma de USD 109 millones, este financiamiento puente fue otorgado por el Banco ITAU, el Banco

Santander y el BBVA. Los vales originales que vencían en los primeros días de febrero de 2017, fueron renovados (hasta el 2/5/2017) y serán cancelados por la Sociedad cuando se efectúen los desembolsos del crédito de largo plazo. Estos créditos puente posibilitaron que el Parque hubiera comenzado a construirse previo a la emisión de las acciones en el mercado de capitales y previo también a la concreción del crédito de largo plazo.

Información analizada:

La información analizada fue la siguiente:

- a) Calificación original de CARE realizada en Agosto de 2016.
- b) Calificaciones realizadas por CARE a operaciones similares (Parque Eólico Pampa y Parque Eólico Arias)
- c) Informes de avance N° 7 al 31/12/2016
- d) EE.CC. Auditados de Areaflin S.A. al 21/12/2016.
- e) Entrevistas a técnicos de UTE.

Hechos salientes del período

- La ingeniería del proyecto ya se encuentra finalizada.
- Respecto al avance de las obras, ya se finalizó con las plataformas de montaje, las cimentaciones, la subestación, el edificio de generación, la instalación y puesta en marcha de los aerogeneradores, la red de energía y las instalaciones complementarias. Restan algunos detalles en la caminería interna y en las terminaciones del edificio de distribución, que están prácticamente terminados.
- La generación de energía comenzó en setiembre de 2016 facturando al 80% del precio acordado y el 05/01/2017 se obtuvo el Acta de habilitación de UTE, por lo cual desde dicha fecha se comenzó a facturar al 100% el precio.
- Al momento de la realización de este informe, Gamesa estaba ajustando algunos aspectos técnicos que permitirían dar la recepción provisional del parque.

II. LA SOCIEDAD Y LAS ACCIONES

Por resolución de Asamblea Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad de fecha 12 de mayo de 2016 se aprobó por unanimidad el aumento de capital integrado de la sociedad por nuevos aportes por suscripción pública mediante la emisión de acciones escriturales preferidas de la sociedad por valor nominal de hasta pesos uruguayos equivalentes a USD 44.000.000 sin derecho a voto. A emitirse en una única serie (Serie B) de oferta pública en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y en la Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay (BEVSA).

En diciembre de 2016 la asamblea general extraordinaria de accionistas aceptó un aporte de capital por la suma de USD 45.209.640 por concepto de la colocación de oferta pública de Acciones Preferidas Clase B. Dicho aporte se imputó de la siguiente forma:

- a) La suma de USD 41.905.240, como capital integrado correspondiente a las Acciones Preferidas Clase B.
- b) El excedente recibido sobre la par en la etapa mayorista por la suma de USD 3.304.400, como Prima de Emisión.

La preferencia de las Acciones Preferidas Clase B consiste en: a) prioridad en el reembolso del capital en caso de liquidación; b) derecho a elección de un director titular miembro del directorio de la Sociedad. Asimismo, podrán percibir un dividendo ordinario anual en función de la disponibilidad libre de fondos paripassu con las Acciones Ordinarias.

El restante 20% del capital integrado de la Sociedad corresponde a las Acciones Ordinarias escriturales con derecho a un voto por acción, las cuales son propiedad de UTE.

El análisis jurídico

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

“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, la estructura jurídica adoptada se adecua al marco normativo vigente y no se advierten riesgos en el proceso de emisión de oferta pública proyectado”.

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

Para verificar y profundizar todos estos aspectos, se recomienda consultar el Anexo 1 de la calificación original.

Riesgos considerados

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

Riesgo por iliquidez. Las acciones se han diseñado para ser líquidas. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar y en algunos casos podría ocasionar una pérdida de parte del capital invertido. *El riesgo es bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

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

En tal sentido, se visualizan los siguientes actores a considerar

- **EMISOR: Areafin SA**
- **GESTOR: UTE**
- **CONTRATISTAS: Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL**

a. El emisor

El emisor de las Acciones Preferidas es Areafin SA, una sociedad anónima constituida bajo las leyes uruguayas el 29 de noviembre de 2012. Desde diciembre de 2016 en que se emitieron Acciones Preferidas Clase B, el 80 % del paquete accionario pertenece a sus tenedores mientras que el restante 20 % permanece en poder de la UTE la que, cualquiera sea la integración del directorio, mantiene el poder de decisión.

El auditor externo es Deloitte SC, designado el 2 de diciembre de 2015.

Atendiendo lo dispuesto por la Ley No. 18.627 y su decreto reglamentario No. 322/011 en lo que refiere a disposiciones de Gobierno Corporativo, el Directorio creó el Comité de Auditoría y Vigilancia como órgano dependiente del mismo. Está integrado por los miembros de la Comisión Fiscal.

El capital integrado al 31/12/16 asciende a USD 41.905.240; se recibieron excedentes sobre la par en la etapa mayorista de oferta pública de acciones preferidas por USD 3.304.400 que constituyen la prima por emisión. Este excedente se utilizó para cancelar los costos asociados a la emisión, en particular la comisión por promoción del proyecto a cargo de la UTE.

A continuación se informan los estados de situación y resultados de la sociedad al cierre del último ejercicio.

CUADRO 1: Estado de Situación Areafin SA		
(miles u\$s)	31/12/16	31/12/15
Activo	191.284	24.600
Activo Corriente	40.370	9.001
Activo no Corriente	150.914	15.599
Pasivo	139.179	24.679
Pasivo Corriente	133.723	9.074
Pasivo no Corriente	5.456	15.605
Patrimonio	52.106	(79)
Pasivo y Patrimonio	191.284	24.600
Razón Corriente	0,30	0,99

Fuente: EE.CC Areafin SA

CUADRO 2: Estado de Resultados Areafin SA		
(miles u\$s)	31/12/16	31/12/15 (*)
Venta de energía eléctrica	1.811	-
Depreciación parque	(1.240)	-
Resultado Bruto	571	-
Gastos de administración	(73)	134
Resultado Operativo	498	134
Resultados diversos	-	-
Resultados financieros	(658)	-
IRAE	415	(9)
Resultado del Ejercicio	255	125
Resultado por acción *		

* dadas las circunstancias esta información aun no es relevante.

Fuente: EE.CC Areafin SA - (*) ejercicio de dos meses

Los estados contables al 31/12/15 corresponden a un ejercicio de 2 meses por cambio de fecha de cierre por lo que no es comparable con el ejercicio cerrado al 31/12/16 que es de 12 meses y solo se incluye a título informativo.

Esta operación encuadra dentro de lo que se conoce como "Acuerdo de Concesión de Servicios" según la interpretación que hace la dirección de la sociedad de la CINIIF 12. Esto significa que el operador no debe reconocer en su activo la infraestructura que da lugar al contrato de servicios sino que debe reconocer un activo financiero por el derecho que el contrato le da. Esto se refleja como un activo intangible no corriente.

Al 31/12/16 se han efectuado pagos a Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL por un total de USD 132.746.445. La firma proveedora ha incurrido en algunos atrasos como, por ejemplo, con la fecha de recepción provisoria prevista. Esto provocó que Areafin aplicara las penalidades previstas en el contrato. El saldo a la fecha de multas acumuladas asciende a USD 5.721.080 lo que fue contabilizado como una reducción del costo en la inversión del parque. Si tenemos en cuenta que, en virtud del contrato de construcción, Areafin SA asumió una obligación de pago por un total de USD 153.147.154 más \$ 88.798.163 por gastos locales, se comprueba que se ha cancelado al 31/12/16 una cifra cercana al 90 %.

El ingreso por venta de energía que figura en el Cuadro 2 corresponde a tan solo dos meses de operaciones por lo que desde el punto de vista de los resultados operativos dicho ejercicio no es representativo del potencial del negocio.

Como hecho posterior al cierre, se menciona que el 5/1/17 UTE otorga Acta de Habilitación a Areafin SA lo que significa que a partir de ese momento la venta de energía será facturada al 100 %.

Con fecha 15/3/17 la sociedad firmó contrato de financiamiento de largo plazo con organismos multilaterales de crédito:

- USD 85.534.927 con la Corporación Interamericana de Inversiones (agente del BID)

- USD 34.282.539 con el mismo organismo pero en este caso como administrador de "China Co-financing fundfor Latin American and the Caribbean"

Los créditos puente tomados para financiar la obra y que figuran como "Pasivo Corriente" fueron renovados a su vencimiento en febrero de 2017 hasta mayo del mismo año en que se cancelarán con los fondos de largo plazo mejorando así el perfil de la deuda y, en consecuencia, el ratio de liquidez que, como puede verse en el Cuadro 1 (Razón Corriente) está por debajo de la unidad.

En definitiva, Areaflin SA viene cumpliendo con el cronograma previsto y su actuación en esta operación no supone riesgos para la misma.

b. UTE, gestor.

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

- Es el gestor, lo que implica que, por contrato, asiste a la sociedad en todos los aspectos operativos del parque eólico. En particular se encarga de: monitoreo de la construcción del parque; gestión de los permisos regulatorios; gestión de las pólizas de seguros; gestión del financiamiento a largo plazo; gestión de la operativa del parque por los 20 años que dura el contrato PPA.
- Es el adquirente de la energía que produzca el parque mediante contrato PPA a 20 años en condiciones similares a los contratos privados que ya tiene con otros operadores. Incluso, se compromete a empezar a pagar anticipadamente energía a partir del mes 25 de iniciadas las obras como si estuviera produciendo, en caso que haya demoras imprevistas.
- Se compromete a aportar los eventuales sobrecostos que pudiera haber en la construcción del parque, no previstos en el presupuesto original por hasta un monto de USD 8 millones.
- Se compromete a mantener la titularidad de al menos el 20 % de las acciones de Areaflin SA
- Es el fiador, a favor de Gamesa, que garantiza los pagos asumidos por la sociedad en el marco del Contrato Llave en Mano. En tal sentido, el 12/5/15 firmó el contrato de fianza.

La capacidad jurídica y técnica de la UTE para asumir las obligaciones contraídas en esta operación fue analizada en ocasión de la calificación original y la misma no mereció objeción alguna. Nada ha cambiado por lo que se mantiene la misma opinión y no se considera necesario reiterar dicho análisis. Por otra parte, dado que la obra se encuentra prácticamente concluida, algunas de los compromisos asumidos ya caducaron.

En esta sección nos limitaremos entonces a realizar un seguimiento de su condición económico financiera.

Capacidad económico financiera

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

En los cuadros subsiguientes se exponen los estados de situación patrimonial y el de resultados por los tres últimos ejercicios, en ambos casos, consolidados. En este caso, a la fecha de redactar este informe no se disponía del cierre al 31/12/16 por lo que se tuvo en cuenta el balance al 30/9/16 que la UTE, en tanto emisor, remitió al BCU.

CUADRO 3: UTE Estado de Situación Patrimonial consolidado			
(millones de \$)	30/9/16	31/12/15	31/12/14
Activo Corriente	32.101	23.886	19.719
Activo no Corriente	201.050	185.146	141.742
Total Activo	233.151	209.032	161.461
Pasivo Corriente	24.359	19.553	14.559
Pasivo no corriente	75.914	68.784	42.427
Total Pasivo	100.273	88.337	56.986
Patrimonio	132.878	120.695	104.475
Total Pasivo y Patrimonio	233.151	209.032	161.461
Razón Corriente	1,32	1,22	1,35

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

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

CUADRO 4: UTE Estado de Resultados consolidado *				
Conceptos	30/9/16	30/9/15	31/12/15	31/12/14
Ingresos de explotación	37.259	30.897	40.343	39.061
Costos de explotación	(15.550)	(17.936)	(24.204)	(20.548)
Resultados de explotación	21.709	12.962	16.138	18.513
Gastos Adm. y Ventas	(4.965)	(4.856)	(8.583)	(7.136)
Resultados diversos	(1.412)	(387)	(630)	(219)
Resultados financieros	(2.751)	(1.703)	(1.624)	(1.196)
Resultados antes de impuestos	12.581	6.015	5.301	9.962
Impuesto a la renta	164	885	620	1.087
Resultado neto del período	12.745	6.900	5.921	11.049
Otros Resultados Integrales	(189)	1.570	1.981	37
Resultado Integral del período	12.556	8.470	7.902	11.086

* millones de pesos

Nota: las dos primeras columnas corresponden a períodos de 9 meses

Fuente: EE.CC consolidados de UTE

El último cierre parcial (ejercicio de 9 meses a setiembre de 2016) viene mostrando un superávit importante, sensiblemente superior al mismo período del año anterior (48 %) con lo cual cabe presumir que al término del ejercicio se concrete un año más de resultados positivos.

UTE ha demostrado, además, tener un buen acceso al mercado financiero de corto y largo plazo como lo demuestran múltiples operaciones de este tipo. Incluso a través de emisiones de obligaciones negociables de oferta pública, por la cual ha recibido la calificación AAA (grado inversor máximo). Una operación similar a esta pero de menor dimensión (ARIAS) tuvo un éxito significativo también en su salida al mercado de valores en diciembre de 2015 y se viene desarrollando con normalidad; más recientemente, en diciembre de 2016, con idéntico objetivo aunque diferente modalidad, se produjo exitosamente la emisión de acciones preferidas por USD 44 millones de Aeroflin SA empresa 100 % propiedad de UTE.

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

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

c. GAMESA, contratista

Para la ejecución integral de esta iniciativa se procedió a la selección de una empresa contratista de probada experiencia en el sector, con antecedentes en diversas partes del mundo e incluso en Uruguay ya que fue adjudicataria de un contrato similar a éste en el marco del denominado "Fideicomiso Financiero Arias". Su selección se hizo a través de un proceso licitatorio cuya legitimidad fue analizada y verificada en el informe de contingencias jurídicas que acompañó el informe de calificación original.

Se trata de Gamesa Eólica SL y Gamesa Uruguay SRL, filiales de Gamesa Energía SA quién otorgó a aquellas una garantía corporativa por eventuales incumplimientos del "Contrato de Construcción Llave en Mano"; adicionalmente, la "empresa madre" otorgó, el 22/5/15, garantía adicional por USD 15.314.715 hasta que se entregue la obra. En definitiva, a estos efectos denominamos a la firma contratista como Gamesa.

Perfil del contratista

En ocasión de la calificación original se dio cuenta de la solvencia técnica y los antecedentes de la firma para llevar adelante este tipo de emprendimiento. Esto no ha cambiado por lo que se considera innecesario reiterarlo.

Baste decir que la obra está prácticamente concluida, que ha constituido las garantías de fiel cumplimiento, que su actuación se encuentra regulada mediante dos contratos (de construcción y operación), que cuenta con un antecedente similar siendo el adjudicatario del parque eólico Arias, obra que también está prácticamente concluida y ya en fase operativa etc.

En lo que tiene que ver con su actividad global propiamente dicha, el grupo califica al año 2016, a través del informe anual publicado en su página web, como excepcional valiéndose de los siguientes indicadores:

- Ventas anuales: 4.612 millones de euros (31,6 % mayor a 2015)
- EBIT: 477 millones de euros (47,9 % mayor a 2015)
- Beneficio neto: 301 millones de euros (77 % mayor a 2015)
- MW vendidos: 4.332 MW (36,2 % más que 2015)

En definitiva, la opinión favorable en cuanto a la capacidad de Gamesa Eólica para llevar adelante las obligaciones contraídas en este emprendimiento se mantiene incambiada.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte de la sociedad o de la empresa gestora. Ambas contingencias, fueron analizadas en el informe jurídico. En consecuencia, se considera que desde este punto de vista el *riesgo es casi nulo*.

Riesgo administración, determinado por la actuación de los tres agentes principales involucrados con el proyecto a saber: el constructor, proveedor y encargado de mantenimiento (Gamesa); el gestor de todo el proyecto – UTE- incluyendo todos los permisos necesarios así como el contralor de la ejecución; y la sociedad titular del proyecto. Considerando la particular idoneidad demostrada por los tres agentes, su nivel de compromiso y profesionalidad para cumplir con la función prevista en el prospecto y los contratos respectivos; considerando además, que se ha creado una estructura administrativa, de controles y garantías para coordinar la actuación de los tres agentes, *se considera que el riesgo de incumplimiento de la administración con las responsabilidades del proyecto es muy bajo*.

Riesgo constructivo, al estar la obra casi concluida, la consideración de este riesgo carece de sentido.

IV. EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El análisis del flujo futuro de fondos depende esencialmente de dos circunstancias; la primera de ellas podría ser una modificación del precio de los bienes comercializados, lo que en este caso no aplica por la forma de venta de la energía producida (contrato a 20 años con ajustes en base a una paramétrica ya acordada). El otro cambio podría ser derivado de la cantidad física de energía provista, que tampoco hay razón alguna para cambiar, hasta que el parque se encuentre generando energía durante un tiempo mínimo que permita sacar conclusiones. Otras circunstancias que debían ocurrir como el contrato de préstamo a largo plazo ya se han verificado. Por estas razones el análisis de la calificación anterior se reitera en sus términos fundamentales ya que si bien el parque está ya operativo en un 100% lo está desde hace muy poco tiempo y la información disponible aún no es representativa. El parque comenzó la generación energética en setiembre de 2016 y recién en enero de 2017 se ha entregado el Acta de Habilitación. En estos primeros meses la generación ha estado por debajo del promedio mensual lineal esperado, pero según nos informan los técnicos es muy difícil evaluar una generación esperada anual con tan corto período de operación y más considerando que estos meses de verano son los de menor viento en el año.

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

El Proyecto plantea una Tasa Interna de Retorno para el inversor de 12,50% en el escenario de base para las Acciones Preferidas, el cual supone un Factor de Capacidad de 50,79% .⁴ A este respecto y del análisis de los supuestos introducidos en el mismo, vale la pena indicar que resultan razonables en opinión de CARE y de los técnicos consultados.

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

La rentabilidad esperada de cualquier proyecto de inversión por lo general está determinada por el comportamiento previsto de múltiples variables que afectan los ingresos o los costos de la actividad: precios de los productos, volúmenes de producción, clima, costos de los insumos, variaciones de tipo de cambio, costo de la mano de obra, del financiamiento, tecnología, etc.

En el caso particular de este proyecto, la mayor parte de estas variables se encuentran acotadas y son predecibles para toda la vida útil del proyecto. A los efectos de realizar los análisis de sensibilidad se entendió conveniente evaluar el impacto que podría generar una posible menor producción de energía que la esperada y un eventual aumento en el costo del financiamiento de largo plazo.

- **Producción de energía:** el principal factor de influencia sobre el retorno de la operación es el llamado factor de aprovechamiento o factor de capacidad de los aerogeneradores del parque. Este factor indica el porcentaje de energía generada efectivamente por el parque sobre el potencial máximo del mismo.

⁴. La Evaluación energética realizada por la consultora independiente GL Garrand Hassan Ibérica S.L le asigna un factor de capacidad de 50,79 lo que da una producción anual de esperada de 311.447 MWh/año.

- **Costo del financiamiento:** la tasa de interés de los préstamos de largo plazo establecen un componente fijo y uno variable, este segundo toma como base la Libor, y si bien se proyecta un crecimiento de la tasa en el largo plazo ⁵ –que por otra parte resulta razonable- este componente podría incrementarse por encima de lo estimado y afectar la rentabilidad esperada de las acciones.

Estas son las únicas dos variables que se tuvieron en cuenta a los efectos de realizar los análisis de sensibilidad de la tasa interna de retorno.

Los otros factores que podrían generar incertidumbre en el resultado del proyecto han sido mitigados por la estructura contractual del negocio. Los costos de la inversión están fijados bajo la modalidad de contrato de ejecución de obra llave en mano, con lo cual la generación de sobrecostos está muy acotada; por otra parte la inversión ya está prácticamente terminada, por lo que este potencial riesgo ya no existirá.

1.1. Análisis de sensibilidad

Con el objetivo de modelar el comportamiento esperado de la Tasa Interna de Retorno, se realizó un análisis de sensibilidad, a través de la modificación a la baja del factor de capacidad del proyecto, esto es el nivel de aprovechamiento efectivo de los equipos de generación instalados respecto de su potencial y también considerando un mayor costo del financiamiento.

En este sentido se procedió a realizar dos escenarios calculándose para cada uno la o las tasas internas de retorno, según sea el caso. Dichos escenarios son:

Escenario 1. Se supuso en este caso que el factor de capacidad del proyecto sería inferior al estimado en el prospecto, suponiéndose una reducción de un 5%, 10% o un 15%, menor al esperado. Para el caso del costo del financiamiento se supuso un aumento más acelerado del esperado en la tasa libor a partir del año 2021⁶. A continuación se presentan los resultados obtenidos.

CUADRO 5: TIR de las acciones preferidas*

Factor de Capacidad	Produc. en MWh	Tasa de Interés de los préstamos **		
		Original (5,36%)	5,81%	6,04%
Esperado: 50,79%	311.447	12,50%	11,80%	11,50%
5% menor: 48,25%	295.875	10,54%	9,89%	9,54%
10% menor 45,71%	280.302	8,52%	7,84%	7,51%
15% menor 43,71%	264.730	6,43%	5,76%	5,43%

* antes de impuestos

** bajo diferentes situaciones

Fuente: CARE

Cómo era de esperarse, el factor de capacidad es la variable de mayor incidencia en la rentabilidad. Por su parte, el aumento de la tasa Libor a partir del año 2021 tiene efectos marginales, ya que ese incremento se produce dentro de algunos años y en ese momento ya se ha comenzado a abatir el endeudamiento.

⁵ El componente variable de la tasa de interés empieza en 0,98% en el año 2016 y termina en 2,75% en el año 2036.

⁶ El posible incremento de la tasa de interés está acotado en su potencial, ya que si llegara a existir un incremento muy importante en la Libor, seguramente se producirá un aumento en el precio acordado para la venta de la energía, ya que la paramétrica considera la devaluación del dólar a nivel internacional.

La TIR esperada para las acciones de Areafin SA se mantendría en niveles aceptables aún si se diera una reducción en el factor de capacidad, y por lo tanto en la producción y venta de energía, de hasta un 15% respecto de la esperada, aún en el caso de que se incremente la tasa variable de interés del préstamo de largo plazo. Considerando los equipos que se están instalando y los estudios técnicos disponibles, la probabilidad de que se registre una reducción mayor al 15 % en la producción esperada de energía, sería muy baja.

Escenario 2. En este caso se estimó que la generación de ingresos del parque solo permitiera cubrir sus costos operativos, el servicio de la deuda y recuperar el capital invertido pero sin intereses. Esto implica que se determinó el nivel de factor de capacidad que resultara en una TIR del inversor igual a cero. En otras palabras, cuál sería el factor de capacidad “de indiferencia”, es decir, aquél que permitiría que el flujo de fondos esperado apenas alcance para honrar el crédito pero no alcanzar una TIR positiva.

Una TIR igual a cero se obtendría en el caso de que el Parque proyectado opere con un factor de capacidad del 36,77%. Dada la información disponible respecto de otros parques, y consultas realizadas por CARE con informantes calificados, la probabilidad de ocurrencia de este escenario –durante todo el período- sería muy baja o prácticamente nula.⁷

Lo anterior permite concluir, que el proyecto presenta una sólida expectativa de alcanzar tasas de retorno positivas para el inversor. Aún frente a contingencias adversas como la descrita en el Escenario 1,

1.2. Costo del Capital y Valor Presente Neto del Proyecto

Algunos supuestos considerados en la calificación original para el cálculo del costo de oportunidad del capital han cambiado, motivo por el cual CARE entendió conveniente realizar una nueva estimación del costo promedio ponderado del capital (WACC⁸) del proyecto.

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

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

Donde:

- E(ri): Tasa de retorno esperada del capital (propio)
- E: Capital propio (acciones)
- D: Deuda (crédito de largo plazo)
- Rd: tasa de interés de la deuda (el prospecto supone un 5,574%)
- t: tasa de impuesto corporativo

⁷. Pérez Benech, Daniel y Cataldo José: “Analysis of the uruguayan large scale wind energy generation an its energetic....”

⁸. WeightedAverageCost of Capital

El punto fundamental para el cálculo del WACC es la estimación de la retribución de los fondos propios ($E(r_i)$); para ello, se utilizó el modelo de valoración CAPM⁹ (Capital Asset Pricing Model), el cual tiene en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también la rentabilidad esperada del mercado y la rentabilidad esperada de un activo teóricamente libre de riesgo. A los efectos de considerar los riesgos sistémicos se utilizaron los “betas” de Damodaran¹⁰. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

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

Dónde:

- $E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital
 r_f : Tasa libre de riesgo
 β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado
 $(E(r_m) - r_f)$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.
 Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado¹¹

Para definir la tasa libre de riesgo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta demasiado exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,76%.

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

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. De cualquier manera entre los numerosos valores posibles, se tomaron aquellos que responden a un criterio conservador, lo que implica una tasa de descuento exigente.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 6,14%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor para el proyecto en el modelo original (12,5%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

⁹ El CAPM es un modelo para calcular el precio de un activo y pasivo o una cartera de inversiones.

¹⁰ A. Damodaran, “Estimating Equity Risk Premiums” Stern School of Business.

¹¹ Se consideró la prima por riesgo promedio de compañías del sector energías renovables en mercados emergentes según A. Damodaran

Finalmente, si consideramos esta tasa junto a la del costo del crédito y las participaciones de ambas fuentes de financiamiento, la tasa de descuento (WACC) aplicable a este proyecto sería de 5,57%, sensiblemente inferior a la TIR del proyecto.

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

El valor actual neto, descontando el flujo de fondos esperado a una tasa del 5,6% que es el costo promedio ponderado del capital, es de 33,97 millones de dólares.

Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. El riesgo de la no generación de flujos para generar una razonable rentabilidad para las acciones es relativamente bajo, aún en condiciones de una menor producción esperada y de un incremento en los costos de financiamiento del proyecto. Por otra parte, la probabilidad es muy baja (casi nula) de que el factor de capacidad sea menor a 36,77%, que es el que en un escenario como el que se describió, pagaría el crédito, reintegraría el capital pero dejaría la TIR del inversor en 0. *Riesgo bajo.*

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

En definitiva, el emprendimiento está en condiciones de cumplir los objetivos del proyecto.

V. EL ENTORNO

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

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

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

La política energética es una política de estado que de hecho fue planteada en sus lineamientos estratégicos desde 2005, y ha sido recogida en un documento titulado "Política energética 2005 - 2030"¹². Aprobada en sus lineamientos estratégicos por el Poder Ejecutivo en 2008, fue avalada por la Comisión Multipartidaria de Energía, conformada por los partidos políticos con representación parlamentaria en 2010. Su objetivo general señala: "Diversificación de la matriz energética, tanto de fuentes como de proveedores, procurando reducir costos, disminuir la dependencia del petróleo y buscando fomentar la participación de fuentes energéticas autóctonas, en particular las renovables." Describe asimismo una institucionalidad en la que destaca la cooperación público privada, y establece metas cuantificables destacando las referidas a la energía eólica.

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

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

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

Al analizar la información disponible destacan elementos de continuidad institucional, de preocupación por la mejora continua, de atención a aspectos de cultura empresarial internos, de consistencia con políticas energéticas de largo plazo, y de grado de compromiso con ellas. En este sentido llama la atención que cuando la empresa describe el comienzo de una nueva etapa en la historia de la gestión lo sitúa 27 años atrás señalando: "en 1987 inició un proyecto corporativo de Mejora de la Gestión en procura de un cambio cultural, sustentado en los pilares de "orientación al cliente", "mejora de la rentabilidad" y afirmación de los principios de "calidad, pertenencia y responsabilidad". (tomado del prospecto). Hay una evidente preocupación por la mejora de todos los procesos lo que se evidencia en las múltiples certificaciones logradas. También es notorio su impulso a la generación eólica, consistente asimismo con la política energética general. En este sentido desde 2010 UTE ha comenzado a desarrollar una estrategia de cambio de la matriz energética apuntando a la incorporación de energía proveniente de fuentes renovables. En particular, la política de generación eólica ha establecido diferentes líneas de acción: licitación para la instalación de parques eólicos por parte de empresas privadas a las cuales UTE les asegura la compra de la energía generada; instalación de parques propios; y otros proyectos a implementarse, de diferentes formas con participación de UTE de hasta un 20% en el capital.¹³

Se puede observar el resultado de la política de incremento de las fuentes renovables en la matriz energética ya que en 2013, la energía eólica apenas representaba 0.6 % del total mientras que en 2015, antes de la construcción de este parque y otros comentados en este informe, la energía eólica representó el 2.59 % del total consumido.

CUADRO 6. Potencia Instalada Efectiva según fuentes (MW)

	2013	2014	2015
Centrales Hidraulicas	593	593	593
Unidades Térmicas Vapor	235	215	170
Turbinas de Gas	508	496	526
Generación por Arrendamiento	350	366	250
Motores reciprocantes	80	80	80
Grupos Diesel	5	5	5
Parques Eólicos	20	87	87
Total Parque Generador de UTE	1.791	1.842	1.711

Fuente: UTE en Cifras. Página WEB

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

Por otra parte y aunque no tiene que ver con los ingresos por venta de energía ya que estos están fijados por la modalidad del contrato PPA, constituye un hecho importante considerar que a juzgar por parámetros internacionales de comparación, cabe esperar un aumento de la demanda doméstica de energía, consistente con este aumento de la oferta. Así lo indica el cuadro siguiente que muestra que el consumo nacional, si bien crece más que el promedio mundial, no alcanza todavía el promedio del mundo y está muy por debajo del de los países más desarrollados.

¹³ Un completo detalle de todos los parques, privados y públicos, terminados o en desarrollo, puede consultarse en <http://portal.ute.com.uy/institucional-nuestro-patrimonio/parques-e%C3%B3licos>

CUADRO 7: Consumo anual de Kw/cápita países seleccionados

	2010	2011	2012	2013	2013/2000*	
Alemania	7162	7146	7270	7019	1,06	
Arabia Saudita	8022	7870	8405	8741	1,50	
Argentina	2907	2901	2955	3093	1,48	
Australia	10740	10712	10398	10134	0,99	
Belgica	8388	8021	7987	7967	0,97	
Brasil	2381	2394	2462	2529	1,33	
Chile	3290	3590	3810	3879	1,56	
Colombia	1009	1121	1150	1177	1,40	
Costa Rica	1851	1899	1957	1955	1,29	
España	5707	5599	5573	5401	1,04	
U.S.A.	13395	13240	12954	12988	0,95	
Paraguay	1133	1283	1368	1473	1,67	
Suiza	8175	7928	7886	7807	1,00	
Uruguay	2805	2808	2932	2985	1,47	
Venezuela	3288	3336	3413	3245	1,23	
Mundo		2981	3031	3064	3104	1,30

* Incremento del consumo 2013/2000

Fte. Banco Mundial - Actualizado marzo 2017

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

Las operaciones de endeudamiento de los Entes Autónomos pueden considerarse una parte del riesgo contingente del país. En efecto y dada su naturaleza jurídica, cualquier aumento en su endeudamiento puede estudiarse en conjunto con otros compromisos de la deuda pública. En este caso, la participación en una sociedad anónima en donde solamente aporta capital por el 20% de la integración inicial, y el 80% restante proviene de la emisión de acciones, permite encarar la construcción del Parque con un aporte acotado y sin incurrir en nuevo endeudamiento de UTE. En efecto es la sociedad con su previsión de ingresos y en general de su plan de negocios, el que pagará la rentabilidad de las acciones y el crédito que apalanca la inversión. La responsabilidad de UTE respecto del endeudamiento de largo plazo es subsidiaria, operando luego de Areaflin SA. Por lo tanto, la UTE contablemente no debe registrar provisiones por estos conceptos por lo que no afecta la estructura financiera de la empresa en cuanto al nivel de endeudamiento.

Cabe consignar además, que con el cambio de gobierno y la discusión de la Ley de Presupuesto, se pusieron de manifiesto diferentes visiones sobre el papel de los entes autónomos y su política de inversiones. Una vez procesadas las discusiones, se han ratificado este tipo de proyectos lo que implica una fortaleza agregada.

4. El riesgo de cambio técnico

Cabe preguntarse qué podría pasar a largo plazo si por temas tecnológicos pudieran introducirse otras fuentes de energía que aconsejaran dejar de lado la eólica. O en su caso que otras técnicas permitieran un aprovechamiento mayor de la energía eólica diferente a la prevista con este Parque. Estos elementos podrían hacer caer el precio spot¹⁴ Empero, como el contrato se realiza a un precio fijo, este riesgo es casi nulo.

En consecuencia el riesgo entorno, descompuesto como se detalló, se considera mínimo

¹⁴ El precio SPOT de la energía, es el costo que resulta para el Sistema Interconectado Nacional por despachar una unidad adicional de demanda, respetando los criterios de economía, seguridad y calidad vigentes. En la medida que este precio resulta de cerrar el balance entre la demanda (incremental) y los recursos de generación disponibles, es un valor que teóricamente puede cambiar hora a hora. Por otra parte, teniendo en cuenta que el parque de generación uruguayo es fuertemente hidráulico, y aún con insuficiente respaldo térmico, el precio SPOT tiene muy importantes variaciones: entre cero, por ejemplo cuando están "llenas" todas las represas y 250 USD/MWh, (en épocas de sequía extrema).

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos - tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que las acciones preferidas a emitir por Areaflin SA recogen la calificación A (uy) de la escala de nuestra metodología.¹⁵

Comité de Calificación



Julio Preve



Martín Durán Martínez

¹⁵ CATEGORÍA A.uy Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**