

INFORME DE CALIFICACIÓN

21 de noviembre de 2023

[Informe de revisión completo](#)

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

Calificación de emisor en moneda local	AAA.uy/EST
--	------------

(*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A.

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

José Antonio Molino +54.11.5129.2613
Associate Director – Credit Analyst ML
jose.molino@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600



Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV Tacuarembó – Salto

El proyecto comprende la construcción de diversas líneas aéreas de transmisión de energía de 500kV entre Tacuarembó y Salto, y de estaciones de transformación en Chamberlain y Melo, en conjunto con transformadores, reactores y diversas obras de edificación y de telecomunicaciones asociadas.

Las emisiones calificadas, por un monto de hasta UI 800 millones, se realizan bajo la estructura del Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Trasmisión de 500 KV (Tacuarembó – Salto), cuyo fiduciario y agente de pago es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. y cuyo fideicomitente y gestor es la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE).

El fideicomiso tiene un plazo de vigencia hasta octubre de 2048 y será financiado por UTE (aproximadamente USD 31 millones como aporte de capital), un préstamo con el BID Invest (aproximadamente USD 86,7 millones) y la emisión calificada de títulos de deuda denominados en unidades indexadas por hasta el equivalente a USD 86,7 millones.

Los títulos de deuda del fideicomiso tienen una tasa de interés fija a licitar y amortizaciones de capital semestrales con un período de gracia hasta marzo de 2025. A septiembre de 2023, se emitieron títulos de deuda por un valor nominal de UI 77,4 millones (equivalentes a UYU 447,9 millones) a una tasa de 3,125% anual, de los cuales UI 9,9 millones fueron integrados el 9 de junio de 2022 y UI 67,5 millones el 29 de mayo de 2023. El saldo pendiente a integrar de los títulos de deuda asciende a UI 607,9 millones.

El período de construcción se estima finalizará en 2024 y el repago de la deuda depende del contrato de *leasing* operativo firmado con UTE, donde la compañía se compromete a pagos semestrales desde el segundo semestre de 2024 independientemente del avance de obra. En caso de incumplimiento en los pagos de amortización de capital y/o intereses, los tenedores tienen una opción de venta irrevocable de sus títulos de deuda a UTE por un precio equivalente al capital e intereses adeudados a la fecha de ejercicio.

Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Uruguay") afirma la calificación de emisor de largo plazo en moneda local del Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV –(Tacuarembó – Salto) en AAA.uy con perspectiva estable.

El perfil crediticio del Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV –(Tacuarembó – Salto) se ve respaldado por nuestro análisis sobre la calidad crediticia de Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE, propiedad del Estado uruguayo) como gestor, fideicomitente y aportante del 15% del capital del fideicomiso financiero para el desarrollo y construcción de las líneas de transmisión y estaciones de transformación entre Tacuarembó y Salto. Asimismo, las calificaciones contemplan una generación de fondos independiente del avance de obra, un reducido descalce de moneda y la opción de venta que contemplan los títulos de deuda a favor de los inversionistas, que alinean los incentivos entre UTE y la evolución del fideicomiso financiero, y garantizan el repago en caso de incumplimiento.

Al 30 de septiembre de 2023, se emitieron títulos de deuda por un valor nominal de UI 77,4 millones (equivalentes a UYU 447,9 millones) a una tasa de 3,125% anual, de los cuales UI 9,9 millones fueron integrados el 9 de junio de 2022 y UI 67,5 millones el 29 de mayo de 2023. Asimismo, durante los nueve meses finalizados en septiembre de 2023 se realizaron pagos de intereses por UI 156.122 (equivalentes a UYU 881.753). Para el mismo periodo, el saldo pendiente a integrar de los títulos de deuda ascendía a UI 607,9 millones.

Consideramos que la estructura de ingresos y egresos proyectados del Fideicomiso Financiero ("FF") es sólida y mitiga los dos principales riesgos que observamos para un proyecto de largo plazo. Los ingresos del Fideicomiso Financiero, que provienen de UTE en forma de cobros por arrendamiento de las líneas y las subestaciones, por contrato no dependen del avance de construcción. Asimismo, la proporción de ingresos por moneda se encuentra en línea con la estructura de financiamiento, en ambos casos con una proporción aproximada de 50% en moneda local (UI) y 50% en moneda extranjera (USD) que, sumado a la elevada correlación de mediano plazo entre las tasas de devaluación e inflación anuales, mitiga en gran medida el riesgo de descalce de moneda. No obstante, dada la estructura de largo plazo del proyecto, entendemos que la exposición a cambios en el marco regulatorio del sector eléctrico se ve incrementada y que, dada la dependencia del FF a los pagos de UTE, la volatilidad en la generación de fondos de la compañía podría traducirse en un mayor riesgo para el repago de los títulos de deuda.

La estructura de financiamiento del proyecto es considerada como adecuada. La financiación de las inversiones se encuentra distribuida en un 85% por deuda senior y un 15% por aportes de capital de UTE, lo que implica un ratio inicial de activos a patrimonio neto de 6,6x que irá reduciéndose a partir de 2025 mediante los ingresos por cobros de arrendamiento y las amortizaciones de capital de la deuda senior. Asimismo, consideramos que la cobertura de servicio de deuda (amortización de capital más intereses) con flujo de fondos libres estimada en 1,25x brinda soporte crediticio adicional a la estructura, con un relativo bajo nivel de incertidumbre, dados los cobros por arrendamiento fijados por contrato y el calce de moneda entre los ingresos y la deuda tomada por el fideicomiso.

Contemplamos un elevado soporte implícito y explícito a UTE por parte del Estado uruguayo (calificado por Moody's Investors Service en Baa2/Positiva) el cual posee el 100% del capital social de la compañía.

Fortalezas crediticias

- » Generación de flujo de fondos del fideicomiso financiero independiente del avance de obra
- » Opción de venta de los títulos alinea la calidad crediticia del fideicomiso a la de UTE (empresa propiedad del Estado Uruguayo)

- » Reducido descalce de moneda, con una estructura de deuda y de ingresos denominada en partes iguales en moneda local y extranjera

Debilidades crediticias

- » Estructura de largo plazo del proyecto incrementa la exposición al riesgo de cambios en el marco regulatorio del sector eléctrico
- » Moderada exposición de UTE a volatilidad en su flujo de fondos dependiente de la generación hidráulica (44% de su generación en 2021)

Descripción del Emisor

Proyecto

El proyecto tiene como finalidad la unión entre Melo y Salto pasando por Tacuarembó ("Anillo Norte") y forma parte de un plan estratégico de expansión de UTE que comenzó en 2016. La construcción del anillo cuenta de dos etapas. La primera etapa ya fue ejecutada y comprendió la conexión entre Melo y Tacuarembó. Este proyecto fue realizado mediante un *Leasing*¹ Operativo y se le adjudicó a la empresa italiana Terna. La segunda etapa contempla la conexión entre Tacuarembó y Salto.

El proyecto requiere una inversión de USD 205 millones y se financiará a través de un fideicomiso financiero con apalancamiento 85/15 distribuido de la siguiente manera:

- UTE realiza la inversión total del patrimonio neto (15%) por un total de USD 31 millones
- USD 87 millones provienen de un préstamo con el BID
- USD 87 millones provienen de la deuda a emitirse en el mercado de capitales denominada en Unidades Indexadas (UI)

UTE se encuentra a cargo de todas las tareas de gestión y monitoreo requeridas para la ejecución del proyecto, incluida la elección del contratista y la capacidad de cambiarlo en caso de incumplimientos. Además, UTE tiene dentro de sus obligaciones la defensa y conservación del patrimonio del fideicomiso.

Repago de la deuda

Hasta el segundo semestre de 2024 el fideicomiso sólo tendrá gastos de administración (USD 286.000 totales estimados) y de la construcción de la obra (USD 186 millones).

El fideicomiso empezará a generar ingresos en el segundo semestre de 2024 y con estos ingresos se realizará el repago de la deuda. Los ingresos del fideicomiso provienen de un contrato de *Leasing* Operativo que UTE le paga al fideicomiso por la utilización de las líneas de transmisión y las subestaciones. Los ingresos provenientes de las líneas de transmisión representan aproximadamente el 50% de los ingresos totales y son pagaderos en UI, mientras que el restante 50% está constituido por el pago por el uso de las subestaciones y es pagadero en dólares. Esto hace que exista un calce de monedas entre los ingresos del fideicomiso y la inversión (deuda que el fideicomiso tiene que repagar).

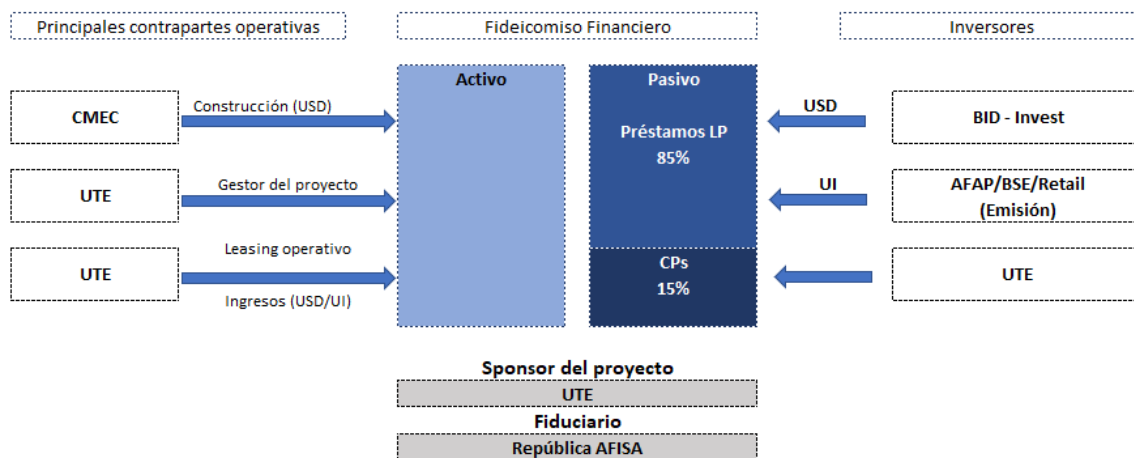
¹ Arrendamiento.

Los flujos de fondos del *leasing* operativo no dependen de la finalización de la construcción y, por lo tanto, el proyecto no presenta riesgo de construcción.

Resumen de las características principales del proyecto

- **Fiduciario:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)
- **Sponsor:** Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE)
- **Gestor:** UTE
- **Constructora:** China Machinery Engineering Corporation (CMEC)
- **Año de finalización:** 2048
- **Periodo de construcción:** 2021 a 2024
- **Estructura:** Deuda 85% (50% BID Invest – 50% títulos de deuda del fideicomiso financiero), Patrimonio Neto 15% (totalidad del aporte por parte de UTE)
- **Opción de compra:** UTE tiene una opción de compra sobre los títulos de deuda para canjear a la par por igual valor nominal, todos los títulos de deuda que se encuentren en circulación. La opción de compra puede ser ejercida por UTE en cualquier momento durante la vigencia de los títulos
- **Opción de venta:** Los tenedores de los títulos de deuda tienen la opción de venderlos a UTE en caso de que ocurra un evento de incumplimiento
- **Monto total de la emisión en el mercado de capitales:** UI 800 millones
- **Moneda:** Unidades Indexadas (UI)
- **Periodo de gracia:** Hasta marzo de 2025

FIGURA 1: Estructura del proyecto



Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por el emisor

Análisis de los factores estándares de calificación

Estabilidad del sector

Sector eléctrico en Uruguay

El sector eléctrico de Uruguay abarca la generación de energía eléctrica, su transporte, distribución y comercialización. El principal actor del sector es UTE. En 1977, el Estado Uruguayo sancionó la Ley Nacional de Electricidad que declaró servicios públicos a las actividades de la industria eléctrica, incluidas la exportación y la importación destinada a terceros.

En los últimos años Uruguay transformó completamente su matriz energética y las energías renovables tomaron un rol preponderante. Según información publicada por REN21 para 2022, Uruguay posee el segundo puesto a nivel mundial en integración de electricidad eólica y solar, por detrás de Dinamarca. Asimismo, en base a datos de la agencia Uruguay XXI, en promedio, el 94% de la generación eléctrica en el país se originó de fuentes renovables entre 2017 y 2022 (52% eólica, solar y biomasa y 42% hidroeléctrica).

De acuerdo con datos del Ministerio de Industria, Energía y Minería, la potencia instalada total de Uruguay en 2022 totalizaba 4.928 MW, un crecimiento del 0,3% respecto a 2021 (4.912 MW).

FIGURA 2: Generación por fuente de energía – 2022

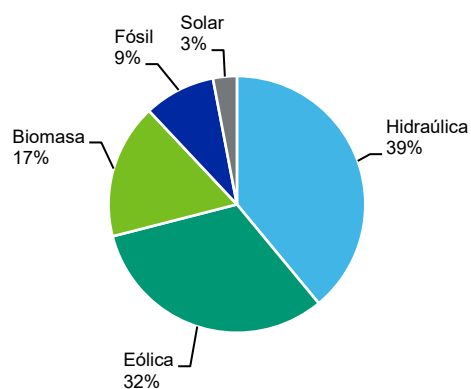
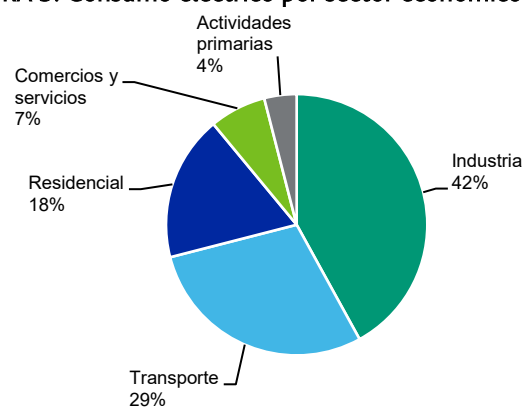


FIGURA 3: Consumo eléctrico por sector económico – 2022



Fuente: Ministerio de Industria, Energía y Minería - Balance Energético Nacional (BEN) 2022

Contexto macroeconómico del Uruguay

Consideramos que el riesgo del sector eléctrico uruguayo se concentra principalmente en el marco regulatorio y en la evolución del nivel general de actividad. Esperamos que la economía uruguaya continúe recuperándose en 2023 y 2024. El riesgo promedio del sector es considerado bajo.

Uruguay	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
PBI per cápita (miles USD)	18,61	18,59	17,63	15,19	17,33	20,02	21,88	22,61
PBI real (crecimiento %)	1,7	0,2	0,7	-6,3	5,3	4,9	2,0	2,8
Inflación (IPC variación %)	6,6	8,0	8,8	9,4	8,0	9,0	7,3	6,5
Déficit/PBI	-2,7	-3,1	-3,9	-5,8	-4,1	-3,2	-3,0	-2,5
Deuda/PBI	44,2	47,5	50,9	61,7	59,3	55,9	55,5	55,1
Balance Cuenta Corriente/PBI	-0,2	-0,5	-1,4	-3,0	-1,9	-0,9	-0,7	-0,2
Deuda Externa/PBI	65,1	66,0	72,8	87,7	79,4	78,0	74,3	73,7
Inversión Extranjera Directa Neta/PBI	-3,1	-1,1	2,2	1,9	2,9	4,6	1,8	1,5

Fuente: Moody's Investors Service

Escala

Consideramos que la escala de UTE, como gestor y sponsor del fideicomiso financiero es elevada. La compañía posee el monopolio estatal regulado por ley de la transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica en Uruguay y generó aproximadamente el 29% de la energía total inyectada al Sistema Interconectado Nacional en 2022. Para los primeros nueve meses finalizados en septiembre de 2023, la compañía reportó ingresos operativos por UYU 53.473 millones.

Perfil de negocios

Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE)

UTE es un ente autónomo creado en 1912 mediante la promulgación de la Ley N°4.273 y se dedica a la generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica. UTE posee el monopolio estatal del suministro eléctrico para todo el territorio uruguayo.

La compañía brinda energía a más de 1,5 millones de clientes ubicados dentro de Uruguay y exporta energía a los países vecinos, posee centrales propias de generación de energías renovables (hidráulica, eólica y fotovoltaica), y, además, cuentan con un respaldo de energía térmica, con un total de potencia instalada de 1.872 MW. La producción se complementa con la energía proveniente de la Central Hidroeléctrica de Salto Grande (emprendimiento binacional entre Argentina y Uruguay), contratos de largo plazo con proveedores privados de energías renovables y compras en el mercado *spot*².

UTE cuenta, además, con interconexiones con Argentina a través de las Estaciones de la Comisión Técnica Mixta de Salto Grande y con Brasil mediante estaciones convertidoras de frecuencia en Rivera y Melo, lo cual confiere fortaleza al sistema eléctrico uruguayo y mayor flexibilidad energética.

Constructora a cargo del proyecto: China Machinery Engineering Corporation (CMEC)

CMEC es la constructora que está a cargo de la obra del cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV (Tacuarembó – Salto).

CMEC es propiedad de China National Machinery Industry Corporation y cuenta con más de 30 años de trayectoria en la industria de la ingeniería. Su negocio principal es el de contratación de ingeniería, pero también se dedica al comercio, a la investigación y desarrollo y a proveer servicios internacionales. CMEC provee soluciones de plantas integrales que van desde la planificación preliminar hasta servicios de ingeniería, compras y construcción (EPC por sus siglas en inglés), financiamiento, operación y mantenimiento.

Actualmente, la constructora tiene presencia comercial en 150 países en todos los continentes y logró formar un sistema de contratación de proyectos con energía eléctrica como núcleo y que también abarca telecomunicaciones, transporte, obras hidráulicas y materiales de construcción y cemento. CMEC es el principal contratista de energía y proveedor de servicios de China. La compañía es pionera en la industria de maquinaria y productos electrónicos de China en el área del comercio internacional y se convirtió en un proveedor clave para corporaciones internacionales como GE, Caterpillar y Liebherr.

Rentabilidad y eficiencia

Consideramos que la estructura de ingresos y egresos proyectados del Fideicomiso Financiero es sólida y mitiga los dos principales riesgos que observamos para un proyecto de largo plazo. Los ingresos del Fideicomiso Financiero, que provienen de UTE en forma de cobros por arrendamiento de las líneas y las subestaciones, no dependen del avance de construcción. Asimismo, la proporción de ingresos por moneda se encuentra en línea con la estructura de financiamiento, en ambos casos con una proporción aproximada de 50% en moneda local (UI) y 50% en moneda extranjera (USD) que, sumado a la elevada

² Mercado spot o al contado es aquel en el cual la entrega y el pago de la mercadería se realizan en el momento.

correlación de mediano plazo entre las tasas de devaluación e inflación anuales, mitiga en gran medida el riesgo de descalce de moneda.

FIGURA 4: Resumen financiero del proyecto

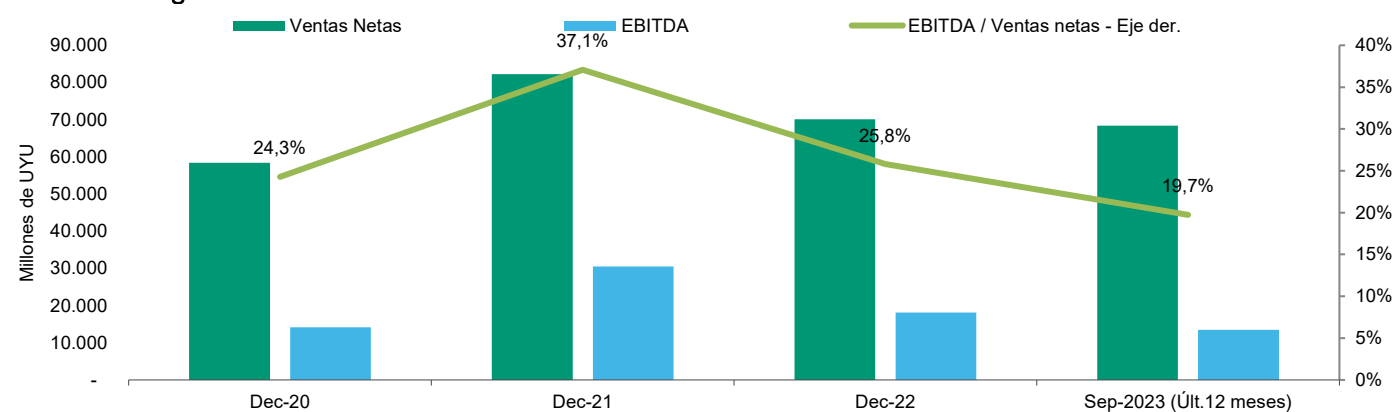
Resumen proyecciones (USD)

Ingresos operativos	
Costos administrativos y generales	
Inversiones	
Impuestos	
Flujo de Fondos Libres	208.017.852
Aumento de deuda senior	173.403.985
BID Invest	
Títulos de deuda	
Aporte de capital	30.600.703
Devolución del capital	(204.259.136)
Intereses perdidos y gastos financieros	(101.575.920)
Flujo de Fondos Libres remanentes del proyecto	106.187.484

Dada la elevada interrelación entre la capacidad de generación de fondos del fideicomiso con la de UTE, consideramos adicionalmente el análisis sobre la rentabilidad de la compañía. En nuestra opinión, la rentabilidad de UTE se encuentra expuesta principalmente a la disponibilidad de energía hidráulica que aun representa una porción significativa de su segmento de generación. En períodos de bajo volumen hidráulico, la menor generación interna de energía implica un mayor costo por compras de energía a terceros para abastecer la demanda.

Históricamente, los ajustes tarifarios se han encontrado en línea con la tasa de inflación. Para los primeros nueve meses finalizados en septiembre de 2023, las ventas de energía eléctrica de UTE ascendieron a UYU 52.131 millones, una caída de 3,9% respecto del mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por menores exportaciones de energía. Para el mismo periodo, el margen EBITDA de la compañía se ubicó en 25,0%, desde 32,6% registrado a septiembre de 2022, explicado por mayores costos de compra de energía eléctrica producto de la histórica sequía registrada en Uruguay en 2023. Hacia adelante, esperamos que UTE presente márgenes de rentabilidad volátiles, mitigado principalmente por una menor participación de la generación hidráulica en el total consolidado de la compañía y una elevada correlación de mediano plazo entre la inflación y la tasa de devaluación.

FIGURA 5: Margen EBITDA - UTE



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de UTE

Apalancamiento y cobertura

La estructura de financiamiento del proyecto es adecuada. La financiación de las inversiones se encuentra distribuida en un 85% por deuda senior y un 15% por aportes de capital de UTE, lo que implica un ratio inicial de activos a patrimonio neto

de 6,6x que irá reduciéndose a partir de 2025 mediante los ingresos por cobros de arrendamiento y las amortizaciones de capital de la deuda senior. Asimismo, consideramos que la cobertura de servicio de deuda (amortización de capital más intereses) con flujo de fondos libres estimada en 1,25x brinda soporte crediticio adicional a la estructura, con un relativo bajo nivel de incertidumbre, dados los cobros por arrendamiento fijados por contrato y el calce de moneda entre los ingresos y la deuda tomada por el fideicomiso.

Al 30 de septiembre de 2023, se emitieron títulos de deuda por un valor nominal de UI 77,4 millones (equivalentes a UYU 447,9 millones) a una tasa de 3,125% anual, de los cuales UI 9,9 millones fueron integrados el 9 de junio de 2022 y UI 67,5 millones el 29 de mayo de 2023. Asimismo, durante los nueve meses finalizados en septiembre de 2023 se realizaron pagos de intereses por UI 156.122 (equivalentes a UYU 881.753). Para el mismo periodo, el saldo pendiente a integrar de los títulos de deuda ascendía a UI 607,9 millones.

FIGURA 6: Composición de ingresos por moneda

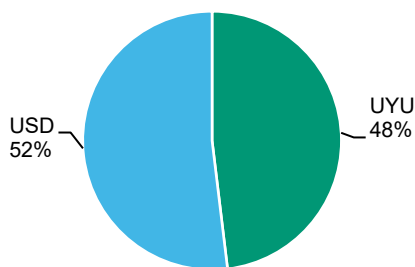
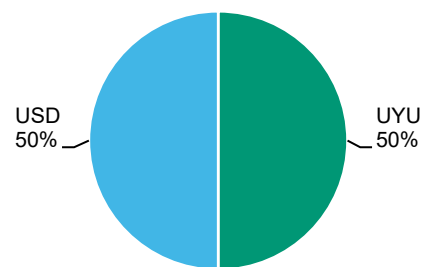


FIGURA 7: Composición de deuda por moneda



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros del emisor

En línea con el análisis de rentabilidad, dada la elevada interrelación entre la capacidad de generación de fondos del fideicomiso con la de UTE, consideramos adicionalmente el análisis sobre la estructura de capital de la compañía. En nuestra opinión, UTE presenta un apalancamiento moderado, impactado principalmente por la volatilidad en los niveles de rentabilidad de la compañía que se vieron considerablemente afectados en 2023 por la sequía. No obstante, dada nuestra expectativa de una recuperación en los niveles de EBITDA y en los márgenes normalizados de mediano plazo de la compañía y considerando su holgado perfil de vencimientos (10% de la deuda total es corriente vs. 90% no corriente a septiembre de 2023), esperamos que hacia adelante UTE normalizará su nivel de endeudamiento neto a EBITDA en torno a 3,0x, con una estructura de financiamiento de largo plazo acorde con la duración de sus proyectos de inversión y expansión.

FIGURA 8: Apalancamiento UTE

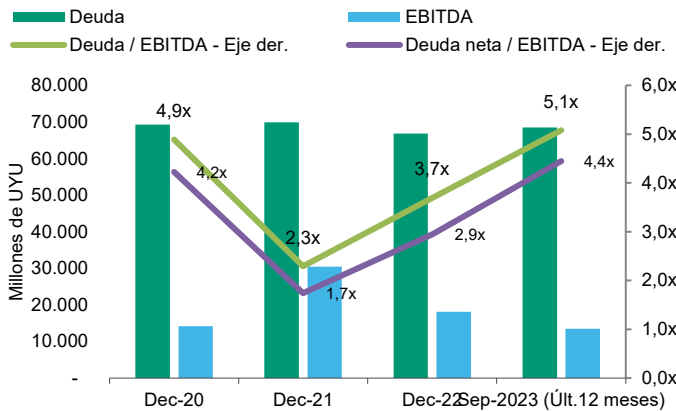
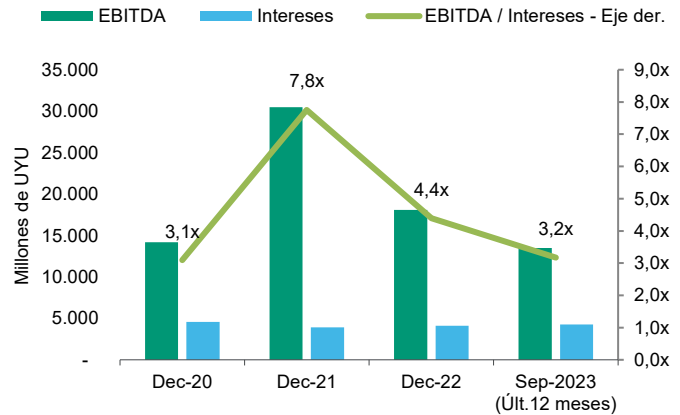


FIGURA 9: Cobertura UTE



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados contables de UTE

Política financiera

En nuestra opinión, UTE presenta una holgada posición de liquidez y un elevado acceso a fuentes de financiamiento externo, tanto bancario como en el mercado de capitales, con un probado historial de colocaciones a largo plazo en moneda local y extranjera. A septiembre de 2023, la compañía presentaba una posición de caja y equivalentes por UYU 8.520 millones y una deuda financiera de corto plazo de UYU 5.697 millones, lo que derivaba en un ratio de caja a deuda de corto plazo de 149,5%.

FIGURA 10: Liquidez - UTE

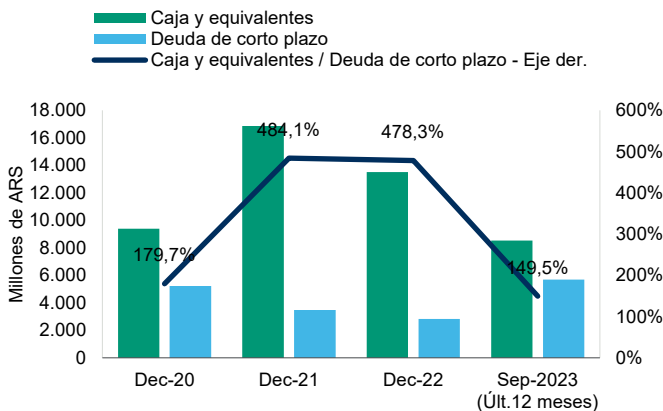
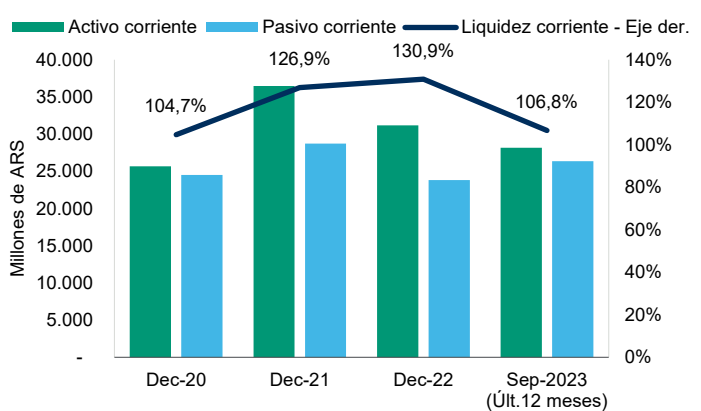


FIGURA 11: Liquidez corriente - UTE



Fuente: Moody's Local Uruguay según los estados financieros de UTE

Otras consideraciones

Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Ambientales

Las consideraciones ambientales son relevantes para analizar el perfil crediticio de UTE. Dicha compañía cuenta con una política ambiental orientada a la prevención de la contaminación, tomando como referencia las normas legales ambientales internacionales y nacionales y las mejores técnicas disponibles. Por la naturaleza de su negocio, UTE tiene como objetivo promover el desarrollo sustentable y garantizar el acceso a la energía, disminuir la emisión de gases de efecto invernadero y reducir cualquier impacto adverso de nuevos desarrollos eléctricos.

Sociales

Al ser una empresa de propiedad del Estado Uruguayo, UTE cumple con los principios básicos de Responsabilidad Social Empresarial (RSE), los cuales incluyen políticas de inclusión social, cuidado del medioambiente, códigos de ética y la promoción de relaciones adecuadas con otras partes interesadas. La compañía realiza actividades externas relacionadas con cuestiones culturales e institucionales tales como capacitaciones y programas educativos, proyectos de inclusión social y regularización de servicios eléctricos en zonas con elevada vulnerabilidad social y económica.

Gobierno Corporativo

UTE ha reforzado su sistema de gobierno corporativo y está comprometida a implementar buenas prácticas. La compañía cuenta con un comité de auditoría que tiene como misión asistir al Directorio en sus tareas de supervisión, de control interno y gestión de riesgos, en el cumplimiento del código de ética, requerimientos legales y regulatorios y en el desempeño de los auditores internos. Por su parte, el fiduciario del fideicomiso, República Afisa, implementa prácticas de gobierno corporativo en línea con el artículo 184.1 y siguientes del Título VII Capítulo I de la Recopilación de Normas de Mercado de Valores (RNMV) del Banco Central del Uruguay (BCU), en lo relativo a sistemas de control interno, de competencia ética y profesional de los directores, aplicación de estándares internacionales en cuanto a la información financiera y comités de auditoría interna y externa, entre otros.

Evaluación del soporte

Consideramos que existe un elevado soporte implícito y explícito a UTE por parte del Estado Uruguayo (calificado por Moody's Investors Service en Baa2/Positiva) el cual posee el 100% del capital social de la compañía.

Información complementaria

Detalle de las calificaciones asignadas

Tipo / Instrumento	Calificación	Perspectiva
Calificación de emisor en moneda local	AAA.uy	Estable
Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV – (Tacuarembó – Salto)	AAA.uy	Estable

Información considerada para la calificación

- » Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2022 y anteriores de Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas S.A. (UTE)
- » Estados contables intermedios de UTE al 30 de septiembre de 2023
- » Estados contables intermedios al 30 de septiembre de 2023 correspondientes al Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV Tacuarembó – Salto.
- » Prospecto del Fideicomiso Financiero Línea Cierre del Anillo de Transmisión de 500 KV Tacuarembó - Salto
- » Información complementaria provista por el emisor

Definición de las calificaciones asignadas

- » **AAA.uy:** Emisores o emisiones calificados en AAA.uy con la calidad crediticia más fuerte en comparación con otros emisores locales.
- » *Moody's Local Uruguay agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

Metodología utilizada

- » Metodología de calificación de empresas no financieras, versión 2.0 presentada ante el BCU el 04 de julio de 2022, disponible en www.bcu.gub.uy.

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificadas por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Documentos constitutivos - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.