

Electricidad  
Uruguay  
Informe integral

# Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE)

## Calificación Nacional

	Calificación actual
ONs Serie 1 en pesos ajustables por UIs*, equivalentes a USD 70 MM con vencimiento en 2019.	AA+(uy)
ONs Serie 2 por USD 10 MM con vencimiento en 2014.	AA+(uy)
ONs Serie 3 en pesos ajustables por UIs*, equivalentes a USD 54 MM con vencimiento en 2020.	AA+(uy)
ONs Serie 4 por USD 6 MM con vencimiento en 2015.	AA+(uy)

\* UIs: Unidades Indexadas

## Perspectiva

Estable

## Resumen Financiero

UTE (UYU\$ miles.)	Año móvil 30/06/10	31/12/09
Total Deuda Financiera	10.720.066	14.162.253
Ingresos	28.007.300	25.444.838
EBITDA	14.446.288	1.091.591
EBITDA (%)	51.6	4.3
Deuda/EBITDA	0.7	13.0

## Analistas

Federico Sandler  
+5411 5235 8122  
federico.sandler@fitchratings.com

Cecilia Minguillon  
+5411 5235 8123  
cecilia.minguillon@fitchratings.com

## Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:

- Corporate Rating Methodology, Ago. 16, 2010. (1)

## Fundamentos de la calificación

- Las calificaciones asignadas a las ONs a emitir por UTE reflejan la posición dominante de la compañía para brindar servicios eléctricos en Uruguay, la integración vertical de sus operaciones con derechos exclusivos en la transmisión y distribución eléctrica y la importancia estratégica para la economía del país. La calificación incorpora asimismo una fuerte relación entre el desempeño operativo y financiero de UTE con la calidad crediticia del soberano, dada su condición de empresa estatal descentralizada controlada por el gobierno. Esta condición ha sido un factor positivamente considerado en la calificación dado el apoyo financiero recibido por parte del Estado Uruguayo.
- La posición dominante de la compañía se origina en la Ley Nacional de Electricidad. El presupuesto de UTE consolida en el presupuesto nacional del gobierno uruguayo y es aprobado por el Poder Ejecutivo. Las ONs calificadas, como todas las obligaciones de la compañía, están garantizadas por el gobierno uruguayo en forma subsidiaria, en contraste con otras deudas de la compañía que poseen garantía explícita de dicho gobierno.
- La compañía mantuvo históricamente un bajo nivel de apalancamiento. La solidez y flexibilidad financiera soportada por una conservadora estructura de capital permite a UTE afrontar situaciones de stress. UTE ha demostrado tener un fuerte acceso al mercado bancario y financiero, respaldado por las facilidades financieras obtenidas en diversas instituciones bancarias, instituciones financieras multilaterales, como así también del Ministerio de Economía y Finanzas. El perfil de vencimientos de la deuda de largo plazo es manejable.
- El marco regulatorio es constructivo y la compañía posee una estructura tarifaria competitiva consistente con los niveles tarifarios de los países de la región que alientan un uso racional de la electricidad. Los ajustes tarifarios son propuestos por la compañía y aprobados por el Poder Ejecutivo. UTE está expuesta a las variaciones en los precios de los combustibles y demás costos operativos, ya que en el corto plazo las tarifas no reflejan en un 100% los cambios en los precios de los combustibles y demás costos operacionales. Las acciones que adoptó la compañía en los últimos años entorno a aumentar el parque de generación térmica y la probada capacidad de ajustar tarifas para financiar parcialmente los sobrecostos de generación han reducido el riesgo de negocio.
- UTE ha mostrado una considerable volatilidad en su generación operativa de fondos. En los últimos dos años el déficit operacional osciló entre UYU 4 MM y 5 MM derivado de significativos aumentos en sus costos operacionales como consecuencia de los bajos niveles de generación hidráulica y altos precios de los combustibles. Durante el primer semestre de 2010, esta tendencia se vio revertida, y el flujo de fondos de la compañía se torno positivo, lo cual le permitirá a UTE reducir su nivel de endeudamiento, y fortalecer sus indicadores crediticios.
- Fuerte plan de inversiones por USD 1,400 MM para los próximos 5 años que sería parcialmente financiado con deuda adicional. Considerando una hidraulicidad media, los niveles de apalancamiento se mantendrían por debajo de las 2.0x con coberturas de intereses mayores a 10.0x. En un escenario con alta volatilidad, el

déficit operativo y flujo de fondos libre negativo deberán ser financiados con deuda de corto plazo.

- La emisión de las ONs coincide con la estrategia financiera de UTE de diversificar sus fuentes de financiamiento tanto por institución como por moneda, aspirando tener la mayor porción de su deuda a tasa fija.

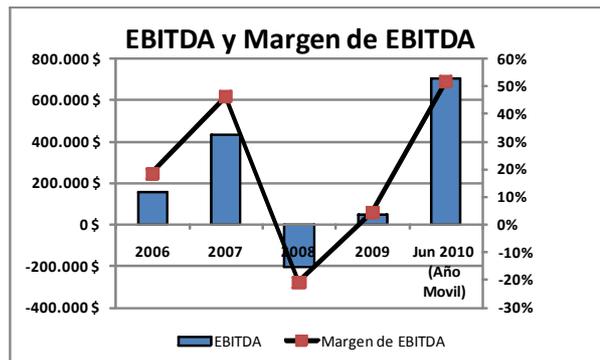
**Factores que podrían derivar en cambios de la calificación**

- Cambios en el desempeño económico-financiero de la República Oriental del Uruguay.
- Aumento del riesgo regulatorio y/o cambios en el apoyo del gobierno.
- Cambios significativos en la estrategia financiera de la compañía (endeudamiento, dividendos, patrimonio neto).

**Hechos Recientes y Desempeño Financiero**

El año 2009 se destacó por ser un año seco que, junto a los altos precios de los combustibles, explican la fuerte caída en la generación de fondos de UTE. Durante el primer semestre de 2010, las condiciones hidrológicas han mejorado sustancialmente, evidenciado esto último en el aumento del grado de utilización de las centrales hidráulicas, y una marcada disminución en la utilización del parque generador térmico.

A junio'10 (año móvil), las ventas ascendieron a USD 1,362 MM (+20% respecto a diciembre'09). El aumento en las ventas de debe mayormente a la apreciación del peso uruguayo versus el dólar estadounidense, y en una menor escala al aumento en el volumen de venta de energía eléctrica. Adicionalmente, se registró un EBITDA de USD 702 MM (+1330% respecto a diciembre'09). Este aumento se puede ver reflejado en substancial incremento en los márgenes de EBITDA en 2010 en relación al 2009. Estos fueron del 4.2% para 2009 mientras que a junio'10 (año móvil) los márgenes se ubicaron en el 51.2%. Dado que las condiciones hidrológicas han mejorado, se espera que UTE genere un EBITDA positivo para este año.



Para los próximos 5 años, la compañía continuara con su con su fuerte plan de inversiones por aproximadamente USD 1,400 MM correspondiente a diversificar sus fuentes de generación eléctrica y ampliar la conexión con el sistema eléctrico brasilero. Este programa tiene como objetivo acompañar el crecimiento de la demanda eléctrica en Uruguay, restringido en los últimos años gracias al plan nacional de eficiencia energética.

**Marco Regulatorio**

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

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

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

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

**Ajustes tarifarios recientes**

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

Los ajustes tarifarios de los últimos años fueron del 9.4% en 2006, del 2.1% en 2007 y del 16% en 2008. Durante el año 2009, la compañía realizó un aumento del 2.3% en febrero, del 6.5% en mayo y del 9% en agosto, lo cual generó un mayor ingreso estimado de aproximadamente USD 120 MM. Para 2010, no se esperan ajustes tarifarios adicionales debido a la mejora en las condiciones hidrológicas.

**Estrategia**

Históricamente, UTE se ha caracterizado por ser importadora neta de electricidad (siendo el principal proveedor Argentina), con una matriz energética fuertemente dependiente de las condiciones hidrológicas. Debido a la crisis energética de Argentina, y la volatilidad asociada a la dependencia de la generación hidráulica, a partir de 2006, UTE se ha lanzado a un plan de inversiones tendiente a balancear su parque generador. De esta manera, la compañía se encuentra ampliando su capacidad instalada térmica y eólica, como así también ampliando la capacidad de conexión con el sistema eléctrico brasilero, y su capacidad de almacenamiento de combustibles.

Matriz Energetica UTE			
Potencia Instalada (MW)	2005	2010	2015 (estimado)
Hidraulica	593	593	593
Termica (Incluye Grupos Diesel)	495	869	1229
Eolica	0	20	520
<b>Total</b>	<b>1088</b>	<b>1482</b>	<b>2342</b>
Interconexiones Internacionales	2005	2009	2015 (estimado)
Argentina	500 kV	500 kV	500 kV
Brasil	70 kV	70 kV	570 kV

**Principales Proyectos y Plan de Inversiones**

A partir de la inauguración de la CT Punta del Tigre (300 MW) en 2008, y de los motogeneradores en Central Batlle en 2009 (80MW), la generación térmica pasó a representar un 58% de la potencia instalada, cuando en 2005 representaba un 45%. Es así que a septiembre '10, la capacidad de generación de electricidad de UTE se compone de generación hidráulica (593 MW), térmica (869 MW) y eólica (20 MW). A su vez, UTE dispone de 945 MW de potencia instalada de la hidroeléctrica binacional Salto Grande.

El gobierno Uruguayo está avanzando en la licitación de una planta regasificadora con capacidad de 10 millones de metros cúbicos diarios. El poder ejecutivo espera cerrar la asociación con el gobierno Argentino en 2011. El gas se utilizará para generar energía, transporte y el sector industrial.

Es así que una vez que la planta regasificadora sea licitada, UTE tiene previsto ampliar la capacidad instalada a través de la construcción de un ciclo combinado de 360 MW, lo cual llevaría a UTE a 1229 MW disponibles de generación de energía térmica para el quinquenio 2010-2015.

En cuanto a la energía eólica, la compañía instalo el primer parque con una potencia total de 10 MW en 2009. En el primer semestre de 2010, se ampliaron 10 MW adicionales, y se licitaron 150 MW en la modalidad de contratos de compra de energía. A su vez, se estima que para 2015, la compañía tendrá una capacidad instalada eólica de aproximadamente 520 MW. A través de la inversión de agentes externos con contratos de compra de energía se agregarían 300MW, y los 200 MW restantes se harán a cargo de UTE.

El efecto conjunto de estas inversiones, por un total de aproximadamente USD 1,400 MM, aumentaría la potencia instalada en 2015 en un 58%, llevando la potencia instalada térmica y eólica total a 1749 MW. Este aumento de potencia cubriría la demanda doméstica en un 100% (sin incluir el parque generador hidráulico).

Por último, a través de su subsidiaria Interconexión del Sur S.A, UTE está llevando a cabo la extensión de la conexión con el sistema eléctrico brasilero en 500 kV (de 70 kV a 570 kV) por un costo total de aproximadamente USD 330 MM (corresponden a UTE USD 150MM) para el año 2011.

### Factores de riesgo

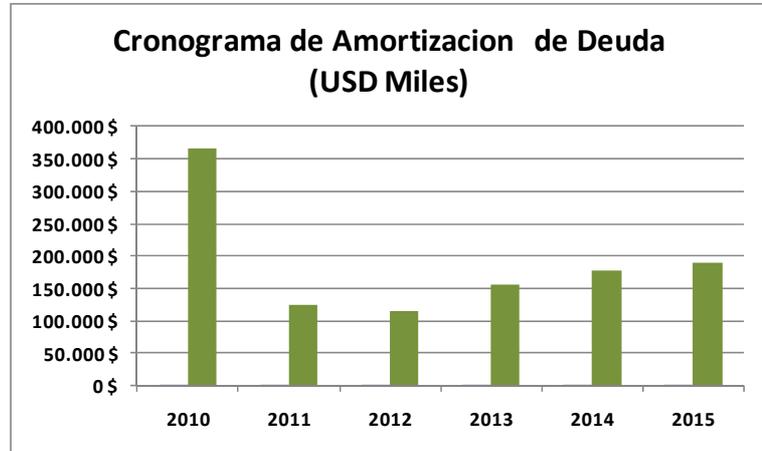
- Marcada volatilidad que surge del fuerte componente hidráulico, la cual se reduce gradualmente a través de las inversiones ejecutadas y en curso.
- Exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio y tasa de interés, mitigado parcialmente por la diversificación de su estructura de endeudamiento y estrategia financiera en curso.

### Liquidez y estructura de capital

A junio'10, UTE mostraba un saldo de caja e inversiones corrientes por USD 175 MM, mientras que para los próximos 12 meses la compañía posee compromisos financieros de capital por aproximadamente USD 326 MM. El total de deuda financiera a esa fecha ascendía a USD 512 MM compuesta del fideicomiso financiero, de préstamos bancarios, de préstamos otorgados por el Ministerio de Economía y Finanzas, y de préstamos otorgados por organismos multilaterales de crédito. Del total de la deuda, los préstamos con los organismos multilaterales de crédito y con agencias de financiación de bienes de capital (construcción y ampliación de la CT Punta del Tigre), por un total de USD 246 MM, poseen una garantía explícita del Estado Uruguayo.

UTE utiliza primeramente el flujo generado internamente para financiar sus necesidades operativas y en casos de extrema volatilidad asume deuda de corto plazo y préstamos del gobierno. A junio'10, UTE disminuyó su necesidad de tomar préstamos bancarios para financiar capital de trabajo debido a la mejora de las condiciones hidrológicas. Los mismos disminuyeron en un 67% a USD 108.4 MM en relación al 2009. Asimismo, el plan de inversiones es financiado parcialmente con deuda adicional mediante préstamos de la plaza local e internacional, organismos multilaterales de crédito, agencias de financiación de bienes de capital y el mercado de capitales local.

Para el próximo quinquenio, la compañía continuará con su fuerte plan de inversiones, por montos anuales superiores a los USD 200 MM, con la finalidad de diversificar sus fuentes de generación eléctrica y realizar la extensión de la conexión con el sistema eléctrico brasilero. Debido a que se espera que UTE presente una generación de fondos positiva para 2010, la compañía incurrirá en un menor nivel de endeudamiento, reduciendo el mismo en torno a los USD 570 MM de un pico de alrededor de USD 780 MM en 2009. Hacia adelante, tomando en consideración una hidráulicidad media, se prevé que la compañía registrará un flujo de fondos libre positivo, el cual podrá ser destinado a reducir su nivel de endeudamiento, como así también al pago de dividendos. A continuación se presenta el cronograma de amortización de deuda, considerando los nuevos préstamos que la compañía podría tomar en el futuro:



Los indicadores de endeudamiento (EBITDA/ Deuda financiera total) en los últimos años fueron de 3.24x promedio (2006-2009) con un pico en el año 2009 de 12.97x. En cuanto a la relación deuda financiera total sobre el total de capitalización de la compañía, la misma ascendió al 13% en junio '10 comparado con un promedio de 11% en los cuatro años anteriores.

**Perfil del negocio**

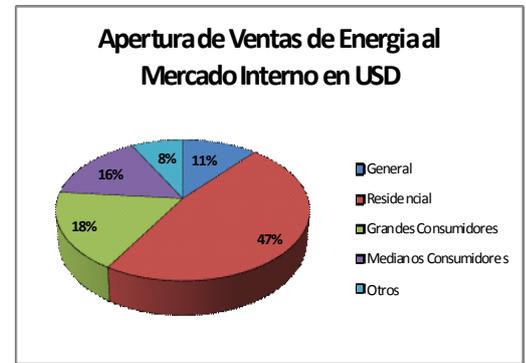
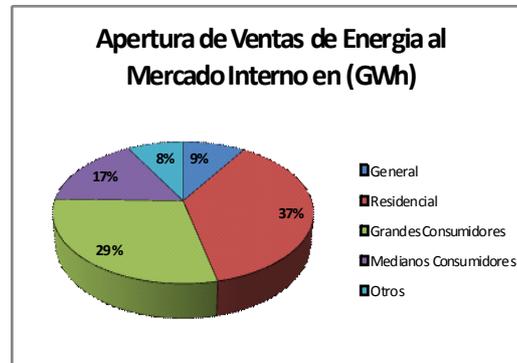
Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE) es la empresa pública uruguaya que brinda el servicio eléctrico (generación, transmisión, distribución y comercialización) en el territorio nacional. Actualmente abastece a 1.3 millones de clientes con un consumo de electricidad promedio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

Uruguay posee un grado de electrificación considerado alto, de aproximadamente 98%, caracterizándose la demanda por un fuerte componente residencial (90% de los servicios activos), los cuales otorgan una base estable y predecible de ingresos (47% de la energía facturada). Montevideo concentra más de un tercio de los clientes y cerca de la mitad de la energía demandada, evidenciando un consumo per cápita más elevado que el promedio nacional.

**Operaciones**

Históricamente, UTE se ha caracterizado por ser importadora neta de electricidad (siendo el principal proveedor Argentina), con una matriz energética fuertemente dependiente de las condiciones hidrológicas.

Las unidades de generación térmica poseen un bajo nivel de despacho histórico explicado por sus elevados costos marginales de generación, en comparación con el costo marginal del despacho hidráulico. Esto se debe, por un lado, a la necesidad de importar los combustibles (*fuel oil* y *gas oil*) con precios de referencia en dólares, y por el otro, al bajo rendimiento de las centrales más antiguas. En los últimos años, y especialmente en 2006, 2008 y 2009 estas centrales aumentaron su nivel de utilización, debido a la baja hidraulicidad. Esta tendencia se viene revirtiendo en el 2010.



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

### Red de Transporte

La red de transporte posee una extensión de 4.435 km., cubriendo la totalidad del país bajo un sistema radial e incluyendo una importante interconexión con el sistema argentino a partir del ente binacional Salto Grande en 500 kV, y otra de menor porte con el sistema brasileño.

Las redes de alta tensión poseen una potencia total instalada en transformadores de 6.353 MVA. Las mismas están dispuestas en 150kV para la mayor parte del país y en 500kV desde Salto Grande hasta San Carlos en el departamento de Maldonado, pasando por Montevideo.

### Sistema de Distribución

El sistema de distribución está compuesto de extensa red de conductores aéreos y subterráneos y un conjunto de estaciones y subestaciones transformadoras. La mayor parte de la energía que recibe el sistema de distribución proviene de las estaciones transformadoras de transmisión, y en menor grado de generadores distribuidos que inyectan potencia directamente a las redes de distribución, en cantidad creciente en los últimos años. El sistema de distribución opera con redes de subtransmisión (60 kV y 30 kV), de media tensión (22 kV, 15 kV y 6 kV) y de baja tensión (0.22 kV y 0.4 kV). Su extensión a fines del año 2009 incluye 4.145 km de conductores aéreos y subterráneos de ST, 279 estaciones transformadoras a MT, 43.556 km de conductores aéreos y subterráneos en MT, 41.439 subestaciones de transformación a BT y 25.208 km de conductores aéreos y subterráneos en BT.

### Anexo I. Estadísticas comparativas de UTE

#### Generación

Balance Energético	2006	2007	2008	2009	jun-09	jun-10
Generación, GWh						
Centrales hidráulicas	1.416	3.165	1.257	1.585	533	1.883
Centrales Térmicas	1.871	1.158	3.308	2.591	1.947	277
Eólica	0	0	3	32	14	19
Otros	6	6	9	8	10	3
<b>Generación Total UTE</b>	<b>3.293</b>	<b>4.329</b>	<b>4.577</b>	<b>4.216</b>	<b>2.504</b>	<b>2.182</b>
Compras, GWh						
Energía Vendida Mercado Interno	4.918	5.162	4.239	4.880	1.853	2.381
	6.614	7.112	7.110	7.290	3.563	3.731
Consumo de Combustibles						
Fuel Oil (t)	406.994	179.592	326.670	231.544	150.815	18.402
Gas Oil (m3 a 15º C)	140.591	160.037	624.112	557.272	443.232	1.321

#### Transmisión

Longitud de Líneas de Transmisión (KM)					
Nivel de tensión (kV)	2005	2006	2007	2008	2009
60	97	97	97	97	97
110	144	0	0	0	0
150	3.358	3.550	3.549	3.556	3.556
230	11	11	11	11	11
500	771	771	771	771	771

#### Distribución

Longitud de Líneas de Distribución (KM)						
Nivel de tensión (kV)	2006	2007	2008	2009		Total
				Montevideo	Interior	
60 kV y 30 kV	3.910	3.982		540	3.605	4.145
15 kV y 6 kV	40.142	41.334		2.144	41.412	43.556
230 V, 400 V	24.412	24.736		6.676	18.532	25.208

**Anexo II. Resumen financiero**

**Resumen Financiero - Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE)**  
(miles de UYUS, año fiscal finalizado en Diciembre)

	2009	2009	2008	2007	2006	2005
Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	20,95	19,95	24,75	21,94	24,42	24,14
Multiplicador de Inflación --- Cifras llevadas a Jun'09	1,0000	0,9980	1,1033	1,1743	1,3628	1,4751
	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>14.446.228</b>	<b>1.091.591</b>	<b>(4.744.787)</b>	<b>12.333.312</b>	<b>5.104.649</b>	<b>11.511.688</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>51,6</b>	<b>4,3</b>	<b>(20,9)</b>	<b>46,2</b>	<b>18,4</b>	<b>46,2</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,9	2,4	(5,7)	13,6	2,5	9,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	25,4	(6,1)	(28,8)	26,1	(5,2)	20,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,2	2,8	(11,0)	6,2	(1,9)	5,3
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	29,2	3,6	(12,0)	18,4	3,0	14,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	26,4	1,8	(10,5)	17,9	5,7	17,9
EBITDA / Servicio de Deuda	2,7	0,1	(0,6)	3,8	1,0	2,8
FGO / Cargos Fijos	29,2	3,6	(12,0)	18,4	3,0	14,8
FFL / Servicio de Deuda	1,4	(0,1)	(0,7)	2,4	(0,1)	1,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	0,3	(0,5)	3,5	0,3	2,4
FCO / Inversiones de Capital	2,3	0,6	(1,3)	2,8	0,6	2,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	6,4	(2,9)	0,6	5,2	1,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	13,0	(3,3)	0,6	2,8	1,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	10,1	(2,9)	0,3	2,3	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,0	4,1	3,6	5,5	5,1	3,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
<b>Balance</b>						
Total Activos	102.703.565	100.456.263	101.228.585	100.918.543	117.446.594	112.253.509
Caja e Inversiones Corrientes	3.666.828	3.127.039	2.097.175	3.710.225	2.224.768	3.894.168
Deuda Corto Plazo	4.858.579	7.471.014	7.692.536	2.518.721	4.259.353	3.407.588
Deuda Largo Plazo	<b>5.861.487</b>	<b>6.691.239</b>	<b>8.184.350</b>	<b>4.546.718</b>	<b>9.902.711</b>	<b>7.988.261</b>
<b>Deuda Total</b>	10.720.066	14.162.253	15.876.886	7.065.439	14.162.064	11.395.849
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	10.720.066	14.162.253	15.876.886	7.065.439	14.162.064	11.395.849
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>10.720.066</b>	<b>14.162.253</b>	<b>15.876.886</b>	<b>7.065.439</b>	<b>14.162.064</b>	<b>11.395.849</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>84.238.372</b>	<b>77.895.085</b>	<b>79.200.878</b>	<b>86.322.734</b>	<b>95.786.930</b>	<b>92.354.054</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>94.958.438</b>	<b>92.057.338</b>	<b>94.897.764</b>	<b>93.388.173</b>	<b>109.948.994</b>	<b>103.749.903</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	15.478.688	1.598.329	(5.839.859)	11.995.605	1.818.025	8.853.157
Variación del Capital de Trabajo	(3.302.712)	1.130.747	2.025.489	(1.085.375)	831.674	(272.152)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	12.175.976	2.729.076	(3.814.370)	10.910.230	2.649.699	8.581.005
Inversiones de Capital	(5.355.673)	(4.264.477)	(2.968.868)	(3.935.207)	(4.091.719)	(3.488.534)
Dividendos	289.908	0	253.475	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>7.110.211</b>	<b>(1.535.401)</b>	<b>(6.529.764)</b>	<b>6.975.023</b>	<b>(1.442.020)</b>	<b>5.092.472</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	126.807	(251.465)	(1.892.236)	(292.799)	(868.961)	0
Variación Neta de Deuda	(2.674.768)	3.334.574	7.099.101	(2.446.035)	2.370.632	(1.754.863)
Otros (Inversión y Financiación)	(4.071)	(65.856)	(155.289)	(1.923.456)	(1.445.631)	(1.338.204)
<b>Variación de Caja</b>	<b>3.821.098</b>	<b>1.470.343</b>	<b>(1.478.188)</b>	<b>2.312.741</b>	<b>(1.385.980)</b>	<b>1.965.647</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>28.007.300</b>	<b>25.244.834</b>	<b>22.649.351</b>	<b>26.673.179</b>	<b>27.713.918</b>	<b>24.898.175</b>
Variación de Ventas (%)	25,9	11,5	(15,1)	(3,8)	11,3	40,1
<b>EBIT Operativo</b>	<b>10.405.944</b>	<b>(2.804.136)</b>	<b>(8.822.884)</b>	<b>8.310.605</b>	<b>546.858</b>	<b>7.101.641</b>
Intereses Financieros Brutos	548.153	618.680	449.949	689.063	890.385	643.008
<b>Resultado Neto</b>	<b>9.650.234</b>	<b>2.159.911</b>	<b>(9.121.144)</b>	<b>5.676.744</b>	<b>(1.804.435)</b>	<b>4.435.210</b>

EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones  
 Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo  
 Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados  
 Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total  
 Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

**Anexo III. Glosario**

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

**Anexo IV. Características de la emisión**

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

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Unidades Indexadas

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

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2019.

**Período de Gracia:** Existirá un período de gracia para la Amortización de capital, período que se iniciará en la fecha de la emisión y finalizará el 30/12/2011, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/06/2012; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

**Régimen de Amortización:** Semestral.

**Intereses:** Las ONs Serie 1 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija del 5.25% lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2019, fecha de su vencimiento. Durante el período de gracia se abonarán intereses semestralmente, siendo el primer período de pago de Intereses el que corre a partir de la fecha de emisión hasta el 30 de junio de 2010. Por lo tanto, el primer día de pago de Intereses será el 30 de junio de 2010 y luego se seguirán pagando Intereses en forma semestral, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada año, hasta el 30 de diciembre de 2019. Finalizado el período de gracia (30/12/2011), los Intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital en las fechas de pago.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

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

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Dólares Estadounidenses

**Monto de la Emisión:** USD 10.000.000.

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2014.

**Período de Gracia:** Existirá un período de gracia para la Amortización de capital, período que se iniciará en la fecha de la Emisión y finalizará el 30/12/2011, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/06/2012; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

**Régimen de Amortización:** Semestral.

**Intereses:** Las ONs Serie 2 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija del 4% lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2014, fecha de su vencimiento. Durante el Período de gracia se abonarán intereses semestralmente, siendo el primer período de pago de Intereses el que corre a partir de la fecha de emisión hasta el 30 de junio de 2010. Por lo tanto, el primer día de pago de Intereses será el 30 de junio de 2010 y luego se seguirán pagando intereses en forma semestral, los días 30 de junio y 30 de diciembre de cada año, hasta el 30 de diciembre de 2014. Finalizado el período de gracia (30/12/2011), los intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital en las fechas de pago.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

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

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Unidades Indexadas

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

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2020.

**Período de Gracia:** Existirá un período de gracia para la Amortización de capital, período que se iniciará en la fecha de la emisión y finalizará el 30/09/2012, siendo la fecha de la primera amortización de capital el 30/03/2013; durante este período de gracia solo se pagarán intereses.

**Régimen de Amortización:** Semestral.

**Intereses:** Las ONs Serie 3 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de diciembre de 2020, fecha de su vencimiento. Durante el período de gracia se abonarán intereses semestralmente, siendo el primer período de pago de Intereses el que corre a partir de la fecha de emisión hasta el 30 de marzo de 2011. Por lo tanto, el primer día de pago de Intereses será el 30 de marzo de 2011 y luego se seguirán pagando Intereses en forma semestral, los días 30 de marzo y 30 de septiembre de cada año, hasta el 30 de setiembre de 2020. Finalizado el período de gracia (30/12/2011), los Intereses se abonarán conjuntamente con las amortizaciones de capital en las fechas de pago. La tasa de interés será determinada al momento de la emisión.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

ONs Serie 4 por USD 6 MM con vencimiento en 2015.

**Moneda de las Obligaciones Negociables:** Dólares Estadounidenses

**Monto de la Emisión:** USD 6.000.000.

**Plazo de repago de las Obligaciones Negociables:** Hasta el 30 de diciembre de 2015.

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

**Intereses:** Las ONs Serie 4 devengarán intereses compensatorios a una tasa de interés fija lineal anual desde la fecha de emisión hasta el 30 de septiembre de 2015, fecha de su vencimiento. La tasa de interés será determinada al momento de la emisión.

**Opción de rescate:** En cualquier momento en caso que se modificara el régimen actual tributario en perjuicio de UTE, en cuyo caso el precio de rescate será de 100% (cien por ciento) del saldo del capital adeudado a la fecha de que se trate.

## Anexo V. Dictamen de calificación

### Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. reunido el 6 de octubre de 2010, afirmó la Categoría AA+(uy) a las siguientes Obligaciones Negociables de Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas:

- ONs Serie 1 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 70 MM
- ONs Serie 2 por USD 10 MM.

Adicionalmente, el consejo asigno la categoría AA+(uy) a las siguientes Obligaciones Negociables de Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Electricas:

- ONs Serie 3 en pesos ajustables por Unidades Indexadas, equivalentes a USD 54 MM
- ONs Serie 4 por USD 6 MM.

Las series serán emitidas bajo el marco del Programa de emisión de ONs por hasta USD 140 millones.

Las calificaciones asignadas tienen una **Perspectiva Estable**.

**CATEGORÍA AA(uy):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

#### Fuentes

- Balances generales auditados al 30-6-10 (6 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospecto de Emisión del Programa por hasta la suma de USD 140 MM. Suplemento de precio de las emisiones particulares.

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

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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