

INFORME DE CALIFICACIÓN

22 de abril de 2026

CALIFICACIÓN PÚBLICA

Informe de revisión completo

Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

	Calificación Perspectiva	
Deuda senior garantizada en moneda local	AA.uy	Estable
Deuda senior garantizada en moneda extranjera	AA.uy	Estable

(*) 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 de 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

RESUMEN

Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A. ("Moody's Local Uruguay") afirma las calificaciones en moneda local y extranjera de largo plazo de los títulos de deuda senior garantizados a emitir por el Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III ("FF CVU III") en **AA.uy**, con perspectiva estable.

La calificación incorpora las emisiones de series del FF CVU III concretadas hasta la fecha, con un total del monto circulante del FF CVU III de USD 795 millones.

El fideicomiso posee adecuados niveles de cobertura de servicio de deuda y apalancamiento a lo largo del tiempo, incluso ante distintos escenarios de estrés. La calificación refleja la elevada capacidad de generación de flujo de fondos destinado al repago de los títulos de deuda del FF CVU III, proveniente del excedente de la recaudación de peajes administrados por Corporación Vial del Uruguay ("CVU"), lo que asegura una fuerte previsibilidad en la generación de ingresos operativos ya que las obras a realizarse no presentan un riesgo de construcción significativo.

Esta calificación contempla un ratio de apalancamiento promedio para el periodo 2024-2049 de 4,0x, mientras que esperamos que el ratio de cobertura de servicio de deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) mínimo se ubique en 2,1x, para el año 2028.

Cambios en el monto o condiciones de emisión que puedan llevar el ratio DSCR por debajo de 1,1x podrían desencadenar en cambios en las calificaciones asignadas. Hacia adelante, monitorearemos la evolución de los niveles de tránsito y las principales variables macroeconómicas de Uruguay para evaluar el posible impacto en dicha métrica y, de corresponder, en la calificación de los títulos de deuda emitidos.

Por otro lado, la calificación se encuentra limitada por la subordinación estructural del fideicomiso derivada de la cascada de adjudicación de los fondos provenientes de la recaudación de peajes entre los dos fideicomisos vigentes. Esta estructura define el siguiente orden de prelación en el pago de la deuda: 1) Títulos de deuda senior del FF CVU I; 2) Títulos de deuda subordinada del FF CVU I; y 3) Títulos de deuda del FF CVU III. Asimismo, si bien consideramos que el repago de la deuda emitida depende de la generación de fondos proveniente de la recaudación de peajes, incorporamos como una fortaleza crediticia la inclusión de una cláusula en el contrato que establece la obligación de CVU de aportar fondos a la Cuenta de Pago del FF CVU III en caso de que estos sean insuficientes en cada fecha de pago de servicio de deuda.



Por último, en línea con la calificación del FF CVU I, la calificación incorpora la calidad crediticia y posición competitiva de CVU (Fideicomitente), el adecuado y estable marco regulatorio en el que opera la compañía y la existencia de revisiones tarifarias periódicas y bien definidas. Al mismo tiempo, como debilidades crediticias consideramos el riesgo cambiario derivado de que la deuda se encuentra denominada en USD, UI y UP mientras que los ingresos son en pesos uruguayos, así como también el riesgo de demanda y la exposición a shocks externos, que pueden afectar la recaudación de peajes. Como mitigante a estos riesgos destacamos el ajuste de tarifas de peajes en función de una fórmula paramétrica que históricamente ha evolucionado en línea con las principales variables macroeconómicas de Uruguay y la solidez que demostró CVU para atravesar el fuerte impacto que tuvo la pandemia del coronavirus de 2020 en el nivel de tráfico vehicular.

Esta calificación de crédito podría verse modificada ante la ocurrencia de cambios en el proceso de finalización de documentos y la emisión de valores que se encuentran en estado previo a oferta pública; como así también, alteraciones en las características fundamentales de la calificación tales como cambios en las condiciones de mercado, proyecciones financieras, estructura de la transacción y los términos y condiciones de la emisión o información adicional.

Fortalezas crediticias

- Sólida generación de flujo de fondos para el repago de los títulos de deuda, proveniente del excedente de la recaudación de peajes (sin riesgo de construcción)
- Cobertura de servicio de deuda y nivel de endeudamiento adecuados a lo largo de la transacción
- Obligación de CVU para aportar fondos a la Cuenta de Pago en caso de que estos sean insuficientes en cada fecha de pago
- Posición dominante de CVU en todo el territorio uruguayo, sin expectativas de competencia significativa
- Marco regulatorio estable, que incluye revisiones de tarifas periódicas con ajustes definidos en base a evolución de indicadores macroeconómicos que afectan el costo de las operaciones
- Perfil de usuarios mayoritariamente de tránsito liviano, lo que reduce el costo de mantenimiento

Debilidades crediticias

- Subordinación estructural: deuda subordinada al pago de la deuda del FF CVU I
- Repago de la deuda dependiente exclusivamente de la demanda (pagos de peajes de usuarios)
- Exposición a fluctuaciones de tráfico vinculadas al ciclo económico y al turismo
- Estacionalidad del tráfico en los meses de verano en las principales rutas

Factores que pueden generar una mejora de la calificación

Una suba en la calificación podría generarse por (i) sucesivos canjes de deuda del FF CVU I que mejoren el ratio de cobertura DSCR en los años con vencimientos más desafiantes, o (ii) una cancelación total de la deuda del FF CVU I que elimine la subordinación estructural.

Factores que pueden generar un deterioro de la calificación

Una baja en la calificación podría generarse por (i) cambios en el monto o condiciones de emisión que puedan llevar el ratio DSCR por debajo de 1,1x; o (ii) shocks externos o deterioro en las condiciones macroeconómicas que reduzcan la recaudación de peajes y afecten la capacidad de pago de los fideicomisos.

Principales aspectos crediticios

Estructura de la transacción

CVU se ocupa de la explotación de la concesión de la red nacional de rutas, asignada bajo el Contrato de Concesión de Obra Pública otorgado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas ("MTO") en el año 2001. Para afrontar el plan de obras de infraestructura comprometido, CVU espera realizar nuevas emisiones de deuda apalancadas en los flujos adicionales obtenidos a través de la extensión de la concesión hasta el año 2051.

Entre 2017 y 2022 la compañía emitió nueve series de deuda senior y subordinada por un monto de hasta el equivalente USD a 600 millones bajo la estructura del FF CVU I, calificados actualmente por Moody's Local Uruguay en AAA.uy/EST (deuda senior) y AA+.uy/EST (deuda subordinada). Asimismo, en abril de 2023 CVU celebró un contrato bajo la estructura del Fideicomiso Financiero de Oferta Privada Corporación Vial del Uruguay II ("FF OP CVU II") por hasta el equivalente a USD 150 millones, que fue emitido en tres series de títulos de deuda durante 2023. En enero de 2024, se cancelaron los saldos de las Series II y III del FF OP CVU II, y en abril se canceló íntegramente el saldo restante a través del canje del 100% del saldo de deuda vigente del mismo. En consecuencia, el FF OP CVU II se liquidó por cumplimiento de su objeto.

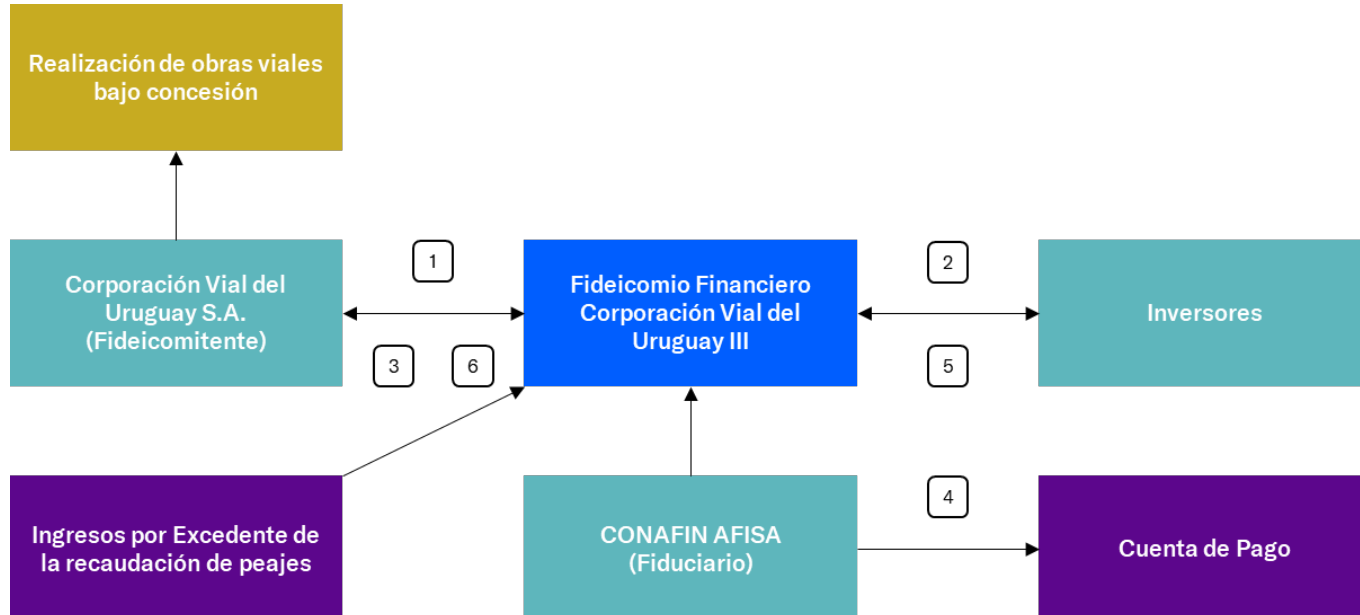
Bajo la estructura del FF CVU III, la compañía puede emitir títulos de deuda por hasta el equivalente a USD 1.500 millones, comprendidos por la Serie I denominada en Unidades Indexadas (UI), la Serie II denominada en Unidades Previsionales (UP) y la Serie III denominada en dólares estadounidenses por hasta un 50%, 30% y 20% de la emisión total, respectivamente. En diciembre de 2023, el FF CVU III emitió un primer tramo de deuda senior garantizada por un total equivalente a aproximadamente USD 165 millones. En abril de 2024, el FF CVU III emitió un segundo tramo de deuda por un total equivalente a aproximadamente USD 237 millones, que fue integrado en un 92% mediante la entrega de títulos elegibles de los FF CVU I y FF OP CVU II y en un 8% en efectivo. En junio de 2024, el FF CVU III emitió un tercer tramo de deuda por un total equivalente a aproximadamente USD 100 millones, que fue integrado en efectivo. En agosto de 2024, el FF CVU III emitió un cuarto tramo de deuda por un total equivalente a aproximadamente USD 205 millones, que fue integrado en un 90% mediante la entrega de títulos elegibles del FF CVU I y en un 10% en efectivo.

El repago de la deuda depende principalmente de la generación de fondos proveniente de la recaudación de peajes. En primer lugar, CVU cede los ingresos por recaudación al FF CVU I para cubrir el servicio de deuda y el fondeo de las cuentas fiduciarias. El excedente es cedido al FF CVU III para afrontar los pagos de deuda. Todo remanente del monto cedido será devuelto a CVU y podrá asignarse para cubrir obras comprometidas bajo la concesión. Originalmente, luego del pago de los títulos de deuda subordinada del FF CVU I, los fondos debían ser destinados al pago de los títulos de deuda del FF OP CVU II. Dado que el FF OP CVU II fue cancelado íntegramente a través del canje total de sus títulos, los fondos remanentes se destinarán directamente al pago de los títulos del FF CVU III.

Principales condiciones

Fideicomiso	Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III
Fideicomitente	Corporación Vial del Uruguay S.A.
Fiduciario	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. (CONAFIN AFISA)
Monto máximo	Serie I por hasta UI 5.200 millones; Serie II por hasta UP 11.500 millones; Serie III por hasta USD 300 millones
Grado de preferencia	<i>Pari-passu</i> entre las diferentes series bajo el programa; Todo monto adicional se emitirá bajo los mismos términos y condiciones de cada Serie original
Activos Fideicomitados	Excedente de la Recaudación por peajes del FF OP CVU II y el remanente del Certificado de Participación del FF CVU I; los fondos disponibles e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria; otros ingresos financieros que puedan generarse; el crédito derivado del recurso contra el Fideicomitente por las Obligaciones Subsidiarias; cualquier otro activo o crédito que CVU pueda transferir y/o ceder
Principales cuentas fiduciarias	No incluye Cuenta de Reserva. La Cuenta de Pago deberá estar pre-fondeada con el monto requerido para realizar el próximo pago de servicio de deuda (6 meses). Si 16 días hábiles antes de la fecha de pago, la Cuenta de Pago no contiene el monto objetivo (y de no haberse producido un incumplimiento), CVU estará obligada a aportar la diferencia para completar el monto requerido
Vencimiento final	Junio de 2049
Mínimo RCVP	1,2x; Para poder emitir montos adicionales deberá superar 1,6x
Amortización	Cuotas semestrales iguales y consecutivas a partir de Dic-2035 y hasta el Jun-2049
Pago de intereses	Semestral

FIGURA 1 Estructura del fideicomiso



- 1) CVU (Fideicomitente) y CONAFIN AFISA (Fiduciario) constituyen el Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III. El repago de los títulos de deuda a emitir está garantizado por la cesión del excedente de la recaudación de peajes del FF CVU I.
- 2) El Fiduciario emite los títulos de deuda a los efectos de ser colocados por Oferta Pública.
- 3) El destino de los fondos es la realización de obras de infraestructura de acuerdo con los términos previstos en el Marco general de la Concesión otorgado por el MTOP.
- 4) El Fiduciario retiene el monto destinado a la integración de la Cuenta de Pago, la cual deberá estar pre-fondeada con el monto requerido para realizar el próximo pago de servicio de deuda (6 meses). Si 16 días hábiles antes de la fecha de pago, la Cuenta de Pago no contiene el monto objetivo (y de no haberse producido un incumplimiento), el Fideicomitente está obligado a aportar la diferencia para completar el monto requerido.
- 5) El Fiduciario paga los servicios de deuda en las fechas de pago.
- 6) El Fiduciario libera el excedente de la recaudación en favor de CVU.

Fuente: Moody's Local Uruguay en base a prospecto de emisión e información provista por CVU

Estabilidad del sector

Consideramos que el marco regulatorio bajo el cual CVU opera es adecuado, respaldado por la estabilidad jurídica del Estado Uruguayo (calificado por Moody's Ratings en Baa1/Estable). De acuerdo con las disposiciones del MTOP, las tarifas de peaje se ajustan de forma semestral por una fórmula paramétrica que incorpora variables tales como inflación (40%), salarios medios de obreros de la construcción (30%), precio del gasoil (20%) y tipo de cambio (10%). La evolución histórica de la tarifa refleja en líneas generales una trayectoria en línea con la inflación, con algunos períodos que muestran cierta disociación. En abril de 2023, mediante el Decreto N° 119/2023, se aprobó una modificación que establece un ajuste semestral (previamente era cuatrimestral) y el último ajuste fue aplicado a partir del 12 de diciembre de 2025.

A cambio de las sumas recaudadas de subsidios del MTOP y de los peajes, CVU deberá llevar adelante un plan de obras de mantenimiento y mejoramiento de los activos bajo su administración. En diciembre de 2024 se suscribió un nuevo contrato que introdujo ciertas modificaciones al contrato anterior. El gasto comprometido total conforme al nuevo contrato vigente asciende a USD 11.423 millones (desde USD 8.856 millones previo a la modificación), a desarrollarse durante los 36 años de la concesión, de acuerdo con el siguiente cronograma:

FIGURA 2 Cronograma de gasto comprometido en dólares estadounidenses

Año	Gasto anual	Gasto acumulado	Subsidios anuales	Subsidios extraordinarios	Ingresos por dispositivos de fiscalización electrónica	Subsidios CREMAF
2016	65.980.735	65.980.735	11.000.000	-	-	-
2017	281.975.110	347.955.845	36.950.087	12.204.147	-	-
2018	373.528.683	721.484.528	61.338.850	636.362	-	-
2019	268.860.166	990.344.695	55.128.532	159.491	-	-
2020	170.150.271	1.160.494.966	54.199.272	322.612	-	-
2021	255.484.120	1.415.979.086	110.839.252	21.413.197	-	-
2022	345.190.080	1.761.169.166	182.927.899	22.449.206	-	-
2023	447.024.455	2.208.193.621	7.616.108	36.571.198	-	-
2024	632.364.074	2.840.557.695	40.474.403	17.285.435	6.275.386	4.500.000
2025	395.814.523	3.236.372.218	135.525.598	22.345.114	15.335.234	50.882.928
2026	290.864.720	3.527.236.937	88.000.000	16.894.386	18.704.210	80.216.399
2027	310.654.072	3.837.891.009	88.000.000	16.197.401	49.362.932	97.540.692
2028	326.661.489	4.164.552.498	88.000.000	15.513.947	47.425.551	99.460.982
2029	279.659.985	4.444.212.483	88.000.000	14.803.432	45.390.212	101.389.452
2030	370.940.126	4.815.152.609	88.000.000	14.106.448	43.403.851	103.331.326
2031	390.095.910	5.205.248.519	88.000.000	13.409.463	41.417.491	105.291.546
2032	351.025.809	5.556.274.328	88.000.000	12.718.248	39.458.341	107.274.788
2033	323.913.097	5.880.187.425	88.000.000	12.015.494	37.444.770	109.285.491
2034	366.817.411	6.247.004.835	88.000.000	8.686.553	35.458.410	103.943.234
2035	307.359.472	6.554.364.307	88.000.000	5.633.210	33.472.049	49.769.096
2036	247.041.612	6.801.405.919	88.000.000	-	31.491.131	19.344.141
2037	215.935.657	7.017.341.576	88.000.000	-	-	-
2038	243.642.656	7.260.984.232	88.000.000	-	-	-
2039	284.004.166	7.544.988.398	88.000.000	-	-	-
2040	248.862.615	7.793.851.013	88.000.000	-	-	-
2041	318.953.489	8.112.804.502	88.000.000	-	-	-
2042	266.602.598	8.379.407.100	88.000.000	-	-	-
2043	262.916.763	8.642.323.863	88.000.000	-	-	-
2044	338.504.996	8.980.828.859	88.000.000	-	-	-
2045	292.256.581	9.273.085.440	88.000.000	-	-	-
2046	313.361.198	9.586.446.638	88.000.000	-	-	-
2047	294.858.672	9.881.305.310	88.000.000	-	-	-
2048	354.853.769	10.236.159.079	88.000.000	-	-	-
2049	287.363.647	10.523.522.726	88.000.000	-	-	-
2050	424.273.032	10.947.795.758	88.000.000	-	-	-
2051	476.052.218	11.423.847.976	88.000.000	-	-	-
Total	11.423.847.976	11.423.847.976	2.984.000.000	263.365.347	444.639.568	1.032.230.075

Fuente: Marco general de la concesión – Nuevo Anexo I del contrato aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución S/N/O25 del 20 de febrero de 2025.

En diciembre de 2025, se suscribieron cuatro Anexos (I 19 a I 22) al Contrato de Concesión, firmados entre el MTOP y la Corporación Nacional para el Desarrollo (“CND”), con participación del Ministerio de Economía y Finanzas (“MEF”) y la conformidad expresa de CVU. En términos generales, los nuevos anexos definen la moneda de pago del Subsidio CREMAF en UI y USD a partir de 2026 (USD 93.788.248 y UI 5.754.659.553, equivalente a USD 938.441.827), e incorporan complementos al subsidio destinados al pago de Contratos MAS (por la suma de UI 1.648 millones), la ejecución de un programa de mejora en infraestructura de transporte y el financiamiento parcial de obras de rehabilitación, y al mantenimiento de la red vial durante el período 2026–2051 (por la suma de UI 4.784 millones).

A los efectos de llevar adelante el plan de inversiones previstas, CVU percibirá ingresos provenientes de los peajes administrados, subsidios provenientes del MTOP, ingresos provenientes de la recaudación de multas por infracciones de tránsito por exceso de velocidad generadas por los dispositivos de fiscalización electrónica (incorporado a partir de la última modificación del contrato de concesión) y financiamiento adicional de Organismos Multilaterales de Crédito,

Banca local, Emisión de Obligaciones, u otros. Los ingresos de la concesionaria se deberán destinar al pago de las obras, gastos de operación y al repago de los financiamientos que resulten necesarios a los efectos de cumplir con el plan de inversiones. Si los ingresos en dólares por contraprestación de los usuarios fueran mayores o menores a los estimados, se deberá incrementar o disminuir el gasto comprometido en la misma diferencia verificada.

Cabe destacar que solo la recaudación de peajes y las indemnizaciones del Estado se destinarán al repago de los títulos de deuda calificados y que el plan de inversiones es de carácter flexible, en el sentido que CVU no tendrá obligación de realizar las inversiones si no contara con los recursos suficientes (ingresos por peaje, subsidios o financiamiento) para llevarlas a cabo.

Escala

La red de rutas que maneja CVU atiende a prácticamente la totalidad del territorio y población del Uruguay (aproximadamente 3,4 millones de personas). Uruguay, actualmente calificado por Moody's Ratings en Baa1 con perspectiva estable, muestra una moderada fortaleza económica y fiscal y un sólido marco regulatorio. Uruguay tiene niveles de ingresos altos en relación a otros países de la región, a pesar de que el crecimiento ha sido débil en los últimos años. Un crecimiento por debajo de su potencial y rigideces dentro de la estructura de gastos han dificultado el cumplimiento de metas fiscales por parte de las autoridades del país. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento demográfico son bajas y la economía presenta una baja diversificación. Moody's Ratings pronostica que la recuperación de la actividad económica se mantendrá en los próximos años, pero en un nivel más moderado, en línea con el contexto global: estima una expansión de 2,2% en 2026 y 2,4% en 2027.

CVU opera casi la totalidad de la red primaria de rutas y autopistas en Uruguay, lo que le otorga una posición competitiva muy fuerte. No hay expectativas de la incorporación de nuevas rutas que compitan con las que actualmente administra CVU, ni tampoco de medios alternativos de transporte que pudieran afectar su fuerte posición competitiva, generando caídas significativas en los niveles de tráfico.

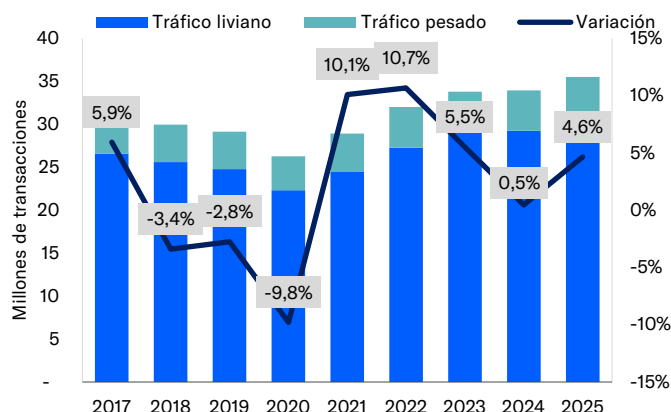
Perfil de negocios

Posición competitiva y diversificación de negocios

CVU percibe ingresos provenientes de la recaudación de los peajes comprendidos en la concesión que administra, y subsidios por parte del MTOP, así como las indemnizaciones del Estado que pudieran surgir durante todo el plazo de la concesión. Los subsidios tienen un valor fijo por año, en tanto que los peajes están sujetos al riesgo de demanda, es decir la recaudación de peajes dependerá de los niveles de tráfico pasantes por las cabinas de peaje que paguen por el servicio.

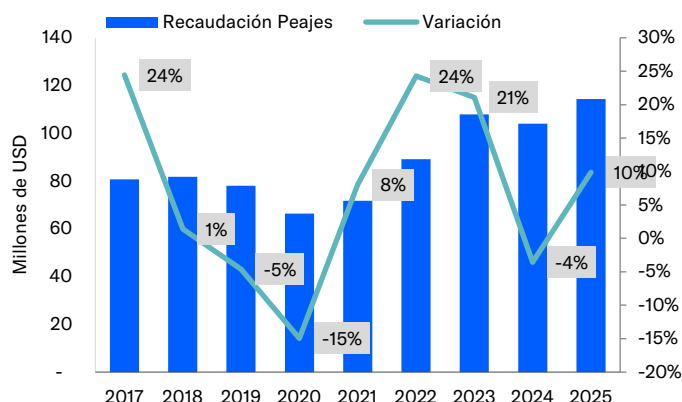
CVU ha operado bajo el contrato de concesión desde el año 2003 y, desde entonces, se registra un historial de la recaudación de peajes que no evidencia alta volatilidad (sin considerar shocks externos), pero sí estacionalidad. Para el año 2025, se registraron 35,5 millones de transacciones, lo que representó un aumento de 4,6% respecto de los 33,9 millones registrados para el año 2024.

FIGURA 3 Evolución de las transacciones



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a información provista por CVU

FIGURA 4 Evolución de la recaudación



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a información provista por CVU

En 2025, la recaudación de peajes medida en dólares aumentó en un 9,9% con respecto a 2024. Continuaremos monitoreando la evolución de las transacciones de tránsito, los niveles de cobertura de servicio de deuda y el impacto de la recuperación económica esperada para el país en la recaudación por peajes bajo la concesión de CVU.

El tráfico de CVU muestra una fuerte concentración en vehículos livianos, que se ha mantenido estable en los últimos años. Para el año 2025, los vehículos livianos explicaron un 86,0% del tráfico total, que en términos generales es menos volátil que el tráfico comercial, ya que depende menos del ciclo económico. Sin embargo, el perfil muestra alta estacionalidad durante los meses de verano, dado el alto tráfico en la ruta Inter-balnearia (fundamentalmente los peajes de Pando, Solís y La Barra), lo que refleja un elevado uso turístico en esos meses, que es en general más volátil que el tráfico de usuarios regulares.

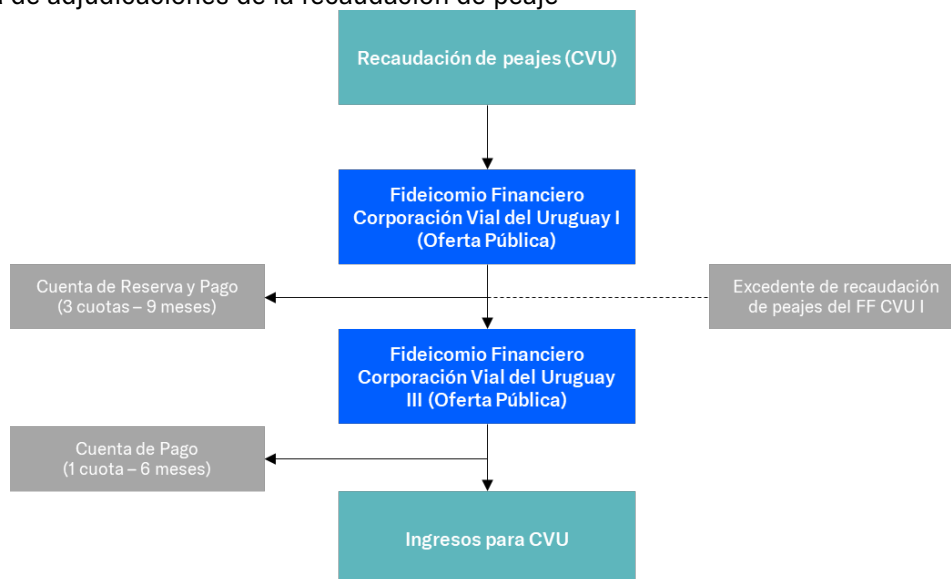
Rentabilidad y eficiencia

Predictibilidad de flujo de fondos y recuperación de costos

Consideramos que las operaciones de CVU presentan una elevada capacidad de generación de flujo de fondos provenientes de la recaudación de peajes. En el caso de las empresas de infraestructura que operan bajo concesiones, consideramos para la evaluación de este factor los acuerdos contractuales existentes, la proporción de ingresos que está bajo contrato o expuesta al riesgo de volumen y precio, y la duración de los contratos pertinentes, en relación con el plazo de la deuda. Destacamos que los ingresos de la concesión se encuentran expuestos al riesgo de volumen, ya que dependen exclusivamente del flujo vehicular, por lo que es dependiente del número de usuarios que utilizan el servicio.

Asimismo, dado que el repago de los títulos de deuda del FF CVU III se encuentran subordinados al repago de la deuda del FF CVU I, una caída significativa en el nivel de tránsito o demoras en el ajuste de las tarifas podría afectar la generación de fondos necesarios para cubrir los servicios de deuda del FF CVU III. Como mitigante, consideramos como fortaleza crediticia la inclusión de una cláusula contractual que establece la obligación de CVU para aportar fondos a la Cuenta de Pago del FF CVU III en caso de que estos sean insuficientes en cada fecha de pago de servicio de deuda.

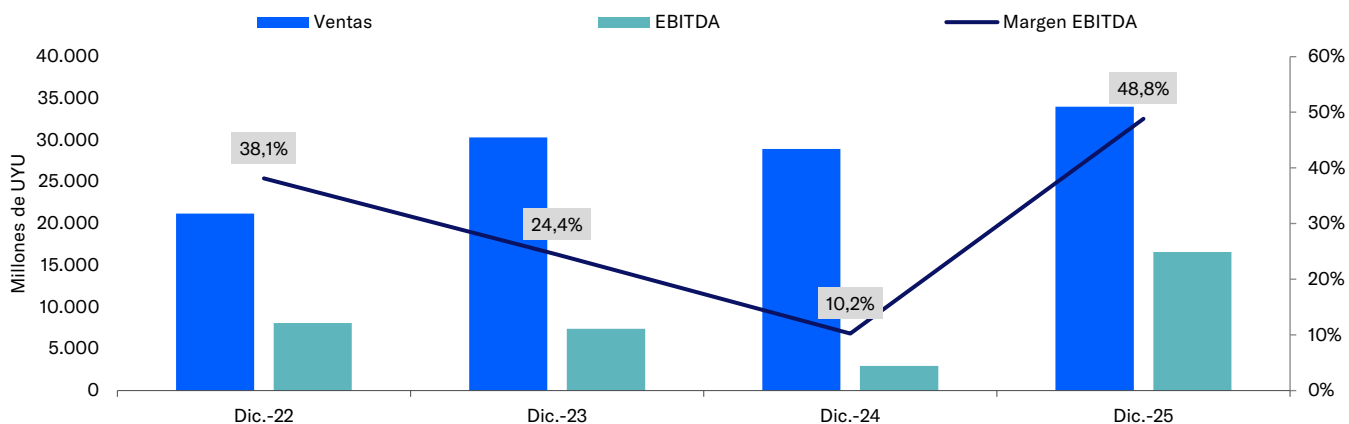
FIGURA 5 Cascada de adjudicaciones de la recaudación de peaje



Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por CVU

En cuanto al Fideicomitente, el nivel de ventas presentado por CVU registró un crecimiento durante 2025, hasta alcanzar los UYU 34.007 millones, desde UYU 28.928 millones a diciembre de 2024, mientras que el margen EBITDA se ubicó en 48,8% desde 10,2% a diciembre de 2024.

FIGURA 6 Margen EBITDA - CVU



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a estados contables de CVU

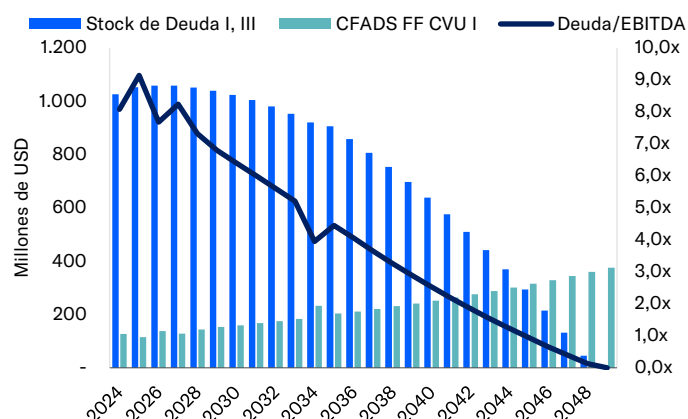
Apalancamiento y cobertura

Consideramos que el modelo financiero del FF CVU III posee holgadas coberturas de servicio de deuda y un nivel de apalancamiento adecuado, incluso durante el periodo 2027-2034 en el cual suceden las principales amortizaciones de deuda de los fideicomisos. En nuestro escenario base el ratio de apalancamiento promedio para el periodo 2024-2049 se ubica en 4,0x, mientras que esperamos que el DSCR mínimo se ubique en 2,1x para el año 2028.

Aun si modelamos escenarios donde los niveles de crecimiento del tráfico son más bajos que los estimados por CVU en su escenario base, ante una caída de hasta 60% en la tasa de crecimiento de la recaudación esperada para toda la vida de la concesión, los ingresos cedidos al FF CVU III son suficientes para cubrir los servicios de deuda. Además, dada la existencia de una cuenta de pago y la obligación de la compañía de aportar fondos en caso de que sean insuficientes, consideramos que los niveles de cobertura son consistentes con la calificación asignada.

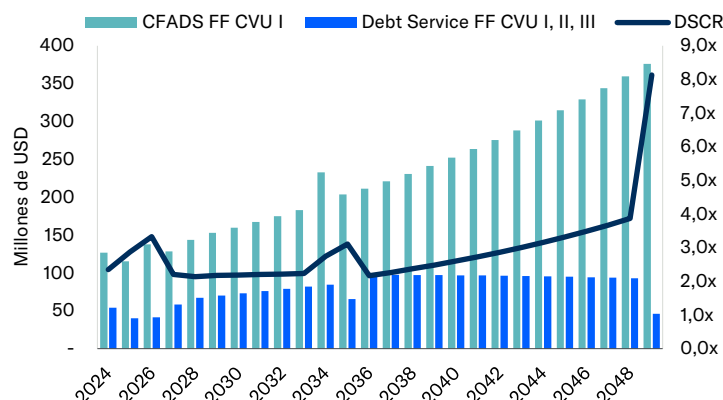


FIGURA 7 Endeudamiento – Caso base Moody's Local



Fuente: Moody's Local Uruguay según proyecciones propias e información provista por CVU.

FIGURA 8 Cobertura – Caso base Moody's Local



Fuente: Moody's Local Uruguay según proyecciones propias e información provista por CVU.

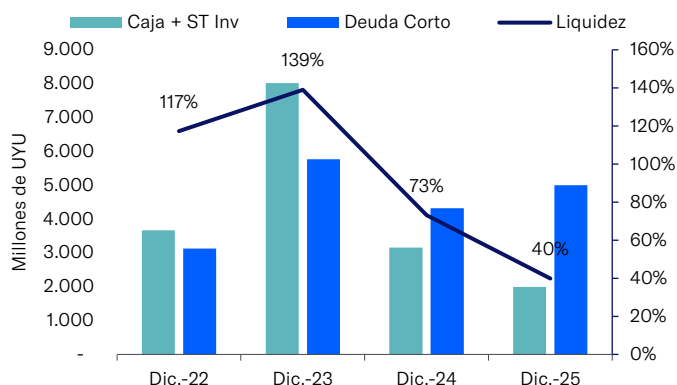
Asimismo, el contrato del FF CVU III establece que el cálculo del ratio de cobertura de vida del proyecto (RCVP) será realizado por un tercero independiente y estipula un RCVP mínimo de 1,20x para cada periodo de cálculo. Si el RCVP es inferior al mínimo, se realizará una amortización suficiente para alcanzar el ratio mínimo, pero en ningún caso se considerará un incumplimiento. El RCVP, valor actual neto de la recaudación esperada de peajes sobre el saldo acumulado de deuda emitida, calculado por un estudio de auditoría independiente, fue de 1,990x al 31 de enero de 2026, lo que equivale a una cobertura de 1,990 veces el saldo de la deuda tomada en relación a la recaudación esperada en el período de concesión.

Política financiera

En nuestra opinión, tanto CVU como el FF CVU III se encuentran expuestos al riesgo cambiario, ya que su deuda se encuentra denominada en USD, UI y UP. Sin embargo, destacamos que este riesgo se encuentra mitigado dado que, si bien los ingresos por recaudación de peajes se encuentran denominados en pesos uruguayos, su tarifa se ajusta semestralmente en función de las principales variables macroeconómicas. Asimismo, consideramos que CVU ha demostrado una amplia flexibilidad financiera y presenta un perfil de liquidez adecuado.

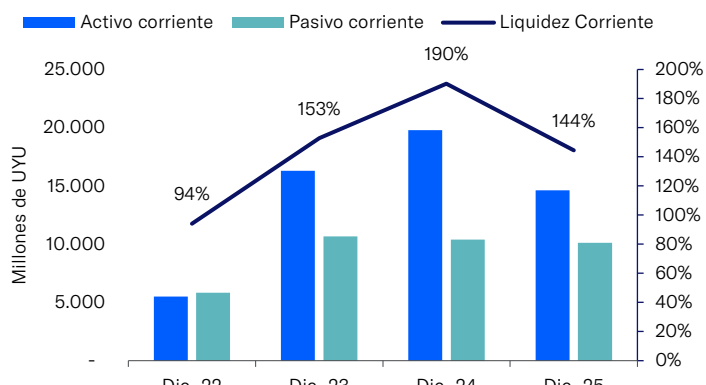
Destacamos que CVU, a través de CND, tiene acceso al financiamiento de Organismos Multilaterales de Crédito como por ejemplo el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), cuyos préstamos son de bajo interés. CVU tiene como política mantener un nivel suficiente de fondos disponibles en inversiones de corto plazo, y la disponibilidad de fondeo mediante un monto adecuado de facilidades de crédito comprometidas para cubrir sus necesidades exigibles de fondos de corto y mediano plazo.

FIGURA 9 Liquidez - CVU



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a estados contables de CVU

FIGURA 10 Liquidez corriente - CVU



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a estados contables de CVU



Política de dividendos

Los tenedores de acciones ordinarias de CVU tienen derecho a recibir dividendos en función de lo aprobado previamente por la Asamblea. La compañía presenta historial de distribución de dividendos.

Otras Consideraciones**Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo****Ambientales**

CVU cuenta con un Sistema de Gestión Integrado de Calidad, Medio Ambiente y Seguridad y Salud en el Trabajo. En 2021 obtuvieron la certificación de las normas ISO 9001:2015, ISO 14001:2015, y en 2022 obtuvieron la renovación de la certificación de la norma ISO 45001:2018. En 2025 se realizó la Auditoría de Seguimiento ISO 9001 e ISO 14001 y la Auditoría de Renovación ISO 45001. En este marco, la compañía emite registros sobre la identificación, clasificación y evaluación de los aspectos y riesgos ambientales y posee un manual de mejores prácticas ambientales, con el objetivo de impulsar prácticas seguras, prevenir la contaminación y mitigar los impactos ambientales adversos de sus actividades.

Sociales

Los valores corporativos de CVU se rigen por una gestión profesional y eficiente con enfoque en la responsabilidad social y comprometida con toda la sociedad.

Gobierno Corporativo

CVU tiene como objetivo cumplir con las normas y principios del orden jurídico nacional y específicos de la actividad que desarrolla la sociedad con el fin de asegurar un buen gobierno corporativo. Asimismo, CONAFIN AFISA, el fiduciario, 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.

Experiencia del contratista

CVU es la concesionaria por cesión de 3.400 kilómetros rutas y puentes, casi la totalidad de la red Primaria y corredores internacionales del Uruguay. De acuerdo a lo establecido en la modificación al contrato de concesión de diciembre de 2024, CVU debe cumplir con sus obligaciones durante un período de concesión de 36 años, por un gasto comprometido total de USD 11.423 millones. Para ello, CVU percibirá ingresos provenientes de los peajes por uso de los usuarios, subsidios del MTOP e ingresos provenientes de la recaudación de multas por infracciones de tránsito por exceso de velocidad generadas por los dispositivos de fiscalización electrónica. Adicionalmente, podrá gestionar y obtener financiamiento.

Tanto las obras como el mantenimiento de la red de carreteras concesionadas se contratan con empresas especializadas a través de procedimientos competitivos (licitaciones). Para ser reconocidos como gastos en el cumplimiento de la meta contractual, éstos deben surgir de la contratación competitiva que asegure la realización de las obras al menor precio. De los procedimientos de compra pueden participar todas las empresas inscriptas en el Registro Nacional de Empresas Constructoras que lleva el Ministerio de Transporte y Obras Públicas. La dirección de las obras la realizará la Dirección Nacional de Vialidad como parte del convenio de asistencia técnica firmado entre ambas entidades. Mensualmente se certifican los avances de obra, y se realizan pagos mensuales puntuales de acuerdo con el avance de las obras. En el caso de las obras que se ejecutan a través de contratos CREMAF se certifica por hitos respecto al avance de obra y se comienza a pagar luego de finalizada la misma.



Análisis del riesgo de construcción y de tecnología

CVU tiene por actividad principal la construcción de obras de rehabilitación y mantenimiento de la red vial concesionada. Para el cumplimiento de esta actividad CVU contrata empresas especializadas, contando con un equipo técnico profesional para la gestión de los procesos de contratación y contralor de la ejecución de las obras. No se anticipan riesgos mayores de construcción o tecnológicos de acuerdo con el plan de obras –mayormente mantenimiento y rehabilitación- contempladas. La realización de licitaciones asegura procesos competitivos y transparentes para la asignación de los trabajos a los contratistas, que adicionalmente no presentan altos niveles de complejidad ni involucran tecnologías complejas ni desconocidas. Asimismo, la dirección nacional de vialidad brindará asistencia técnica para la supervisión de las obras. CVU tiene también a su cargo la operación de servicios a los usuarios y la explotación de los puestos de peaje.

Soporte

Por tratarse de títulos de deuda estructurados bajo la figura de un fideicomiso financiero, los soportes adicionales surgen de la propia estructura del fideicomiso.

Evaluación de autopistas manejadas por entidades gubernamentales

Si bien no es directamente propiedad del gobierno, sino de la CND, CVU es considerada una administradora de carreteras de tipo gubernamental, enfoque que Moody's Local Uruguay ha considerado en su evaluación crediticia.

Anexo I: Información contable e indicadores operativos y financieros

	Dic-2025	Dic-2024	Dic-2023	Dic-2022
INDICADORES ⁽¹⁾				
EBITDA / Ventas netas	48,8%	10,2%	24,4%	38,1%
EBIT / Ventas netas	37,9%	-0,6%	15,0%	26,0%
Deuda / EBITDA	1,4x	23,7x	7,6x	4,8x
Deuda ajustada / EBITDA	1,3x	8,6x	2,4x	1,7x
CFO / Deuda	-20,2%	-21,8%	-22,5%	-7,8%
EBITDA / Gastos financieros	5,4x	1,1x	3,8x	6,3x
EBIT / Gastos financieros	4,2x	-0,1x	2,3x	4,3x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	144,5%	190,2%	152,8%	94,1%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	39,9%	73,0%	139,0%	117,2%
En millones de pesos uruguayos				
ESTADO DE RESULTADOS ⁽²⁾				
Ventas netas	34.007	28.928	30.324	21.211
Resultado bruto ajustado	12.975	(23)	4.485	5.570
EBITDA	16.606	2.965	7.408	8.089
EBIT	12.904	(163)	4.547	5.519
Intereses	(3.101)	(2.787)	(1.940)	(1.284)
Resultado neto	382	(309)	1.309	396
FLUJO DE CAJA				
Flujo generado por las operaciones	(2.007)	(9.585)	(9.114)	(4.652)
CFO	(4.773)	(14.308)	(12.714)	(3.058)
Dividendos	-	-	-	-
CAPEX	(2)	(8)	(12)	(22)
Flujo de fondos libres	(4.775)	(14.315)	(12.726)	(3.081)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL ⁽²⁾				
Caja y equivalentes	1.994	3.152	8.016	3.667
Activos corrientes	14.630	19.794	16.294	5.500
Bienes de uso	40	52	47	44
Intangibles	61.405	55.399	44.339	35.369
Total activos	96.323	91.458	70.324	43.610
Deuda financiera de corto plazo	5.000	4.318	5.767	3.128
Deuda financiera de largo plazo	66.676	65.944	50.632	36.065
Deuda financiera total	71.677	70.262	56.399	39.193
Deuda financiera total ajustada	23.650	25.633	17.840	13.442
Total pasivo	93.577	88.799	67.689	42.254
Patrimonio neto	2.747	2.659	2.635	1.356

(1) El resultado bruto ajustado por Moody's Local Uruguay no considera los resultados financieros de la megaconcesión;

(2) La deuda financiera total ajustada no incluye la deuda del fideicomiso financiero;

Nota: Indicadores calculados en base a los Estados Financieros de CVU. Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Uruguay y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables.

Información Complementaria

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III				
Calificación de deuda senior garantizada en moneda local	AA.uy	Estable	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III – Serie I por hasta UI 5.200 millones	AA.uy	Estable	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III – Serie II por hasta UP 11.500 millones	AA.uy	Estable	AA.uy	Estable
Calificación deuda senior garantizada en moneda extranjera	AA.uy	Estable	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III – Serie III por hasta USD 300 millones	AA.uy	Estable	AA.uy	Estable

Información considerada para la calificación.

- Información preliminar provista por el emisor relacionada a la emisión de los títulos de deuda
- Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2025 y anteriores de CVU
- Estados Contables semestrales auditados de CVU
- Estados Contables anuales auditados correspondientes al ejercicio económico del 31/12/2025 del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay III
- Informe sobre procedimientos previamente acordados de contador público independiente – Cálculo del Ratio de Cobertura de Vida del Proyecto (RCVP) al 31/01/2026
- Contrato de Concesión y Adendas
- Contratos de los Fideicomisos Financieros estructurados por CVU
- Información complementaria provista por la empresa (datos históricos de tráfico, recaudación de peajes, proyecciones, etc.)
- Prospecto de emisión de los títulos de deuda
- Información complementaria correspondiente al Ministerio de Turismo de Uruguay

Definición de las calificaciones asignadas.

- **AA.uy:** Emisores o emisiones calificados en **AA.uy** con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales

Consulte el documento Escalas de Calificaciones de Uruguay disponible en <https://moodyslocal.com.uy/>, para obtener más información sobre las definiciones de las calificaciones asignadas.

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 - (04/Jul/2022), disponible en <https://moodyslocal.com.uy/reportes/metodologias-y-marcos-analiticos/metodologias-de-calificacion/> y 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.



© 2026 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 LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS 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 SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. 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 NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO LEGAL, DE CUMPLIMIENTO, FINANCIERO, DE INVERSIÓN NI OTRO ASESORAMIENTO PROFESIONAL, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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 PERO NO LIMITADA A 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. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

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 o evaluación 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 evaluación o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia o evaluación concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, 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 directores, oficiales, 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, subsidiaria de propiedad total 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 calificados 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. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings") también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores 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 ir.moody.com bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents– Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores – Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos y de Gobernanza - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local CR Clasificadora de Riesgo S.A., Moody's Local ES S.A. de CV Clasificadora de Riesgo, Moody's Local RD Sociedad Clasificadora de Riesgo S.R.L. y Moody's Local GT S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza 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 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 una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de Segunda Parte y las Evaluaciones de Cero Emisiones Netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur. UE: En la Unión Europea, Moody's Deutschland GmbH y Moody's France SAS prestan servicios como revisores externos de conformidad con los requisitos aplicables del Reglamento de Bonos Verdes de la UE. JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.