

**INFORME DE CALIFICACION**

21 de octubre de 2020

[Informe inicial completo](#)

**CALIFICACIONES (\*)**

Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I

**Calificación actual**

Deuda sénior garantizada en moneda local	AA.uy/EST
Deuda sénior garantizada en moneda extranjera	AA.uy/EST

*(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A.*

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

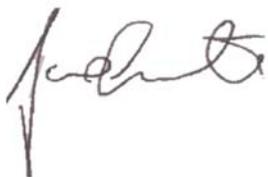
**CONTACTOS**

Florencia Calvente +54.11.5129.2639  
Analyst  
[Florencia.Calvente@moodys.com](mailto:Florencia.Calvente@moodys.com)

Eliana Gomez Barreca +54.11.5129.2625  
Associate Analyst  
[eliana.gomezbarreca@moodys.com](mailto:eliana.gomezbarreca@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina/ Uruguay +54.11.5129.2600



# Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I

Corporación Vial del Uruguay S.A. ("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") del año 2001. CVU se beneficia de una competencia limitada, requisitos de inversión flexibles y del soporte del adecuado marco regulatorio en Uruguay. Esperamos revisiones tarifarias oportunas, encontrándose las mismas bien definidas y basadas en una fórmula explícita que incorpora ajustes de tarifas de peaje en función de la evolución de la inflación, entre otras variables relevantes. Contrarrestando estos aspectos positivos, consideramos factores como la vulnerabilidad del tráfico vehicular a *shocks* externos, tal como el deterioro en las economías vecinas de Argentina y Brasil que explican en gran medida la caída del 4% en el nivel de tráfico registrado por la concesión para el año 2019.

La emisión calificada, por un monto de hasta USD 450 millones, ha sido realizada bajo la estructura de fideicomiso del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I, destinándose los ingresos por peajes de la concesión al pago de la deuda. Los fondos restantes después de los pagos de la deuda pueden asignarse, junto con los subsidios del gobierno, para cubrir las obras comprometidas bajo la concesión. Las calificaciones comprenden las emisiones de las series 1 y 2 por un total equivalente a USD 100 millones (USD 80 millones en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Indexada (UI) y USD 20 millones en dólares), las series 3 y 4 por un total equivalente a USD 187 millones (USD 151 millones en pesos ajustables por UI; USD 36 millones en dólares), como así también las series 5 y 6 por un total equivalente de USD 157 millones (USD 129 millones en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Previsional (UP); USD 28 millones en dólares).

El vencimiento final de las series calificadas es 2034. El destino de los fondos de la emisión es la realización de obras de infraestructura de acuerdo con los términos previstos en el Marco general de la Concesión (Nuevo Anexo I). Las obligaciones, serán canceladas con el flujo de fondos proveniente de la recaudación de peajes y las indemnizaciones del Estado, cedido al Fideicomiso hasta por el monto necesario para cubrir el servicio de deuda, el fondeo de las cuentas fiduciarias de conformidad al contrato del Fideicomiso y los gastos del mismo.

Todo excedente del monto cedido será devuelto a CVU de acuerdo a lo previsto en el contrato del Fideicomiso.

## Resumen

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., operando bajo su nueva marca Moody's Local Uruguay, asigna una calificación de AA.uy, con perspectiva estable, a la emisión de títulos de deuda por hasta USD 450 millones con vencimiento final en 2034, del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I, al que se destinan los ingresos por peajes de la concesión otorgada a Corporación Vial del Uruguay ("CVU") para el repago de la deuda. La calificación comprende las emisiones de las series 1 y 2 por un total equivalente a USD 100 millones, las series 3 y 4 por un total equivalente a USD 187 millones, como así también las series 5 y 6 por un total equivalente a USD 157 millones (emisiones realizadas en dólares estadounidenses, en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Indexada ("UI") y en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la Unidad Previsional ("UP")). La perspectiva estable refleja que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios en el corto y mediano plazo.

La calificación asignada está basada en las fortalezas fundamentales de la concesión y respaldadas por el hecho de que la concesionaria, CVU, controla y opera casi la totalidad de la red vial del país, que muestra tendencias de tráfico relativamente estables, como así también la limitada competencia (actual y proyectada) y los requerimientos de inversión flexibles a los que se encuentra comprometida. Las obligaciones emitidas por el Fideicomiso serán canceladas con el flujo de fondos proveniente de la recaudación de peajes de la concesión y las indemnizaciones del Estado, cedidos al Fideicomiso por hasta el monto necesario para cubrir el servicio de deuda, el fondeo de las cuentas fiduciarias de conformidad al contrato del Fideicomiso y los gastos del mismo. Todo excedente del monto cedido será devuelto a CVU de acuerdo a lo previsto en el contrato.

La calificación también incorpora un adecuado marco regulatorio en Uruguay y nuestra expectativa de revisiones tarifarias puntuales, que se encuentran bien definidas. Contrarrestando las características crediticias positivas citadas anteriormente, las calificaciones consideran la vulnerabilidad del tráfico a los ciclos económicos de Uruguay, a shocks externos, tal como el deterioro en las economías vecinas de Argentina y Brasil que explica en gran medida la caída del 4% en el nivel de tráfico registrado por la concesión para el año 2019, y el efecto de la pandemia del coronavirus en las transacciones de tráfico registradas en los últimos meses. Consideramos, asimismo, en las calificaciones que CVU está expuesta al riesgo cambiario, ya que su deuda financiera, incluyendo las emisiones realizadas por el Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I, se encuentra denominada en USD, UI y UP. Moody's Local Uruguay, monitoreará la evolución del tipo de cambio, y el potencial impacto en los niveles de cobertura de deuda. Sin embargo, destacamos que este riesgo se encuentra en parte mitigado ya que, si bien los ingresos por recaudación de peajes se encuentran denominados en pesos uruguayos, su tarifa se ajusta en un 40% según la evolución del Índice de Precios al Consumo, en un 30% según el Índice Medio de Salarios, en un 20% según la variación de Precio del Gasoil y en un 10% según la variación del tipo de cambio del dólar estadounidense.

En 2019, el PIB de Uruguay creció un 0,2% en términos reales, y Moody's Investors Service pronostica que la contracción inducida por coronavirus para el 2020, estará en torno al 3,3%, seguida de una expansión promedio anual de 3,5% en 2021-22. Asimismo, pronostica para 2020 una caída del 12,0% del PIB real de Argentina y una caída del 6,2% para Brasil. Dada la situación actual de las economías vecinas, no se espera que el flujo de turistas hacia Uruguay mejore en el corto y mediano plazo. Moody's Local Uruguay continuará monitoreando la evolución del tráfico, y el potencial impacto de la contracción proyectada en 2020 para el PIB de Uruguay y de las economías vecinas en la misma.

## Descripción

CVU es una empresa privada 100% propiedad de la Corporación Nacional para el Desarrollo ("CND") -persona jurídica de derecho público no estatal. CVU posee actualmente la concesión para la explotación de la red nacional de rutas en Uruguay, asignada bajo el Contrato de Concesión de Obra Pública otorgado por el MTOP en el año 2001 (aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución N° 1908/001 de diciembre de 2001).

La concesión fue asignada a la CND, de acuerdo a lo establecido por la normativa que ordena la contratación pública, a la cual se facultó para crear sociedades anónimas o empresas para la ejecución del contrato. En ese marco, la CND constituyó CVU, con el único objeto de celebrar todo tipo de contratos y realizar todas las actividades relacionadas con la ejecución de estudios, proyectos, construcción, mantenimiento, operación, explotación y financiamiento de las obras públicas de infraestructura vial incluidas en la concesión. El contrato de concesión fue cedido por la CND a CVU, estando los intereses de CVU totalmente alineados con la concreción del proyecto.

El capital accionario de CND pertenece en un 100% al Estado Uruguayo, aunque sus estatutos prevén la posibilidad de incorporar socios privados por hasta un 40% de su capital. Sin embargo, actualmente no hay indicaciones que CND tenga planeado incorporar capital privado. Por lo expuesto, se evidencia un alineamiento con las políticas públicas emanadas del Estado y del MTOP en relación a la concreción de las obras del proyecto.



21 de octubre de 2020

Posteriormente la concesión tuvo diferentes modificaciones, rigiendo en la actualidad el Anexo I del contrato aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución N° 1.044/015 de diciembre de 2015.

De acuerdo a lo establecido en el Contrato de Concesión, CVU estará a cargo de la gestión administrativa y financiera de la concesión, y de contratación de la construcción, rehabilitación y mantenimiento de obras y servicios en más 2.600 kilómetros de puentes y rutas de red vial nacional, durante un período de 20 años contados desde el 1° de enero de 2016.

### Fortalezas crediticias

- » Posición dominante en todo el territorio uruguayo, sin expectativas de competencia significativa
- » Perfil de usuarios mayoritariamente de tránsito liviano, lo que reduce el costo de mantenimiento
- » Marco regulatorio adecuado, que incluye revisiones de tarifas periódicas
- » Recaudación de peajes destinada al repago de la deuda (luego de gastos del fideicomiso). El fideicomiso tiene prioridad sobre los flujos cedidos, que se aplica de acuerdo al contrato del mismo

### Debilidades crediticias

- » Exposición a fluctuaciones de tráfico vinculadas al ciclo económico y al turismo
- » Estacionalidad del tráfico en los meses de verano en las principales rutas
- » Repago de la deuda dependiente exclusivamente de la demanda (pagos de peajes de usuarios)

## Análisis de los factores estándares de calificación

### Estabilidad del sector

Moody's Local Uruguay considera que el marco regulatorio bajo el cual CVU opera es adecuado. De acuerdo con las disposiciones del MTOP, las tarifas de peaje se ajustan de forma trimestral por una fórmula paramétrica. Luego de la determinación inicial de la fórmula en 2013, en noviembre de 2016 un nuevo decreto del MTOP ajustó la fórmula para reflejar de forma más adecuada los componentes de los costos asociados a las operaciones. La fórmula de ajuste incorpora parámetros 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. Durante el periodo 2010-2014, el aumento tarifario se encontró consistentemente por debajo del índice de inflación, tendencia que se revirtió en los tres años posteriores con ajustes tarifarios por encima de dicho índice. Para el periodo 2018-2019, se observa por primera vez una marcada diferencia entre el ajuste tarifario para vehículos livianos que se encontró por encima del índice de inflación, y el ajuste aplicado sobre las tarifas de vehículos pesados que se encontró por debajo del mismo.

El 31 de marzo de 2020, a través del Decreto N 111/2020, se dispuso excepcionalmente, en el marco de la emergencia sanitaria Nacional como consecuencia de la aparición del coronavirus, que el ajuste de tarifa dispuesto para el 1 de abril de 2020 se posponga hasta el 1 de junio de 2020, manteniéndose hasta entonces los valores vigentes del 1 de diciembre de 2019.

El 1 de junio de 2020, se dispuso el correspondiente ajuste de tarifas, y se determinó que los usuarios del sistema de telepeaje tendrán una bonificación del 16,67% respecto de las tarifas vigentes.

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, por un monto total de aproximadamente USD 3.490 millones (gasto comprometido), durante los 20 años de la concesión, de acuerdo con el siguiente cronograma:

FIGURA 1: Cronograma de gasto comprometido en dólares estadounidenses

Año	Gasto Anual	Gasto Acumulado	Subsidios Anuales
2016	133.330.521	133.330.521	-
2017	160.660.312	293.990.833	64.000.000
2018	194.393.018	488.383.851	64.000.000

  
21 de octubre de 2020

2019	281.058.037	769.441.888	64.000.000
2020	315.521.912	1.084.963.800	64.000.000
2021	205.608.454	1.290.572.254	88.000.000
2022	158.651.856	1.449.224.110	88.000.000
2023	182.254.488	1.631.478.598	88.000.000
2024	172.628.725	1.804.107.323	88.000.000
2025	171.781.142	1.975.888.465	88.000.000
2026	150.028.027	2.125.916.492	88.000.000
2027	156.437.573	2.282.354.065	88.000.000
2028	156.691.462	2.439.045.527	88.000.000
2029	163.562.630	2.602.608.157	88.000.000
2030	148.000.260	2.750.608.417	88.000.000
2031	166.147.005	2.916.755.422	88.000.000
2032	170.783.814	3.087.539.236	88.000.000
2033	155.103.632	3.242.642.868	88.000.000
2034	122.956.597	3.365.599.465	88.000.000
2035	124.249.938	3.489.849.403	88.000.000

Fuente: Marco general de la concesión –Anexo I del contrato aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución N° 1.044/015 de diciembre de 2015.

A los efectos de llevar adelante este objeto CVU percibirá ingresos provenientes de los peajes administrados, subsidios provenientes del MTOP, 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 (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 Investors Service en Baa2 con perspectiva estable, muestra una moderada fortaleza económica y fiscal. 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 económica presenta una baja diversificación. En 2019, la economía creció 0,2% en términos reales, y Moody's Investors Service pronostica que la contracción inducida por el coronavirus para el 2020, estará en torno al 3,3%, seguida de una expansión promedio anual de 3,5% en 2021-22.

CVU opera la casi 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.

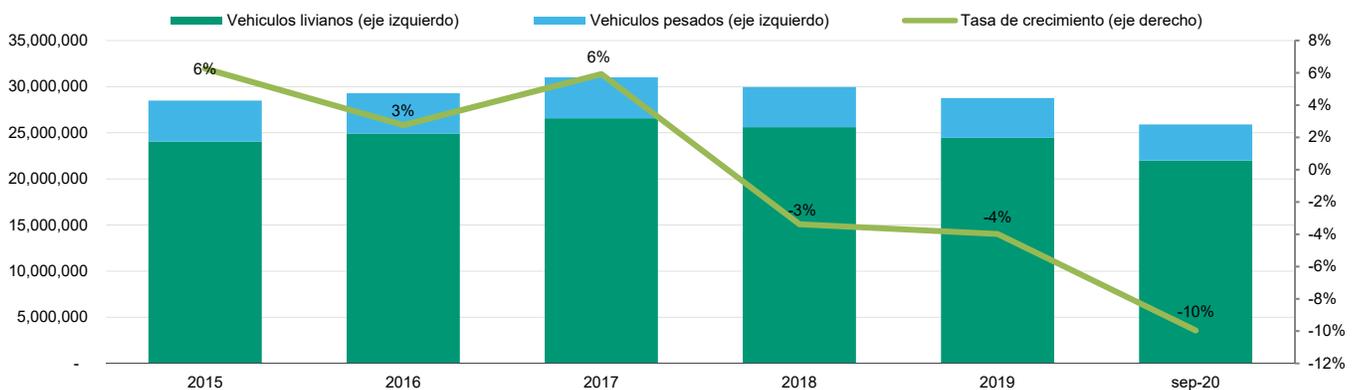
Los subsidios tienen un valor fijo por año, en tanto que los peajes están sujetos al riesgo de demanda, es decir la recaudación de peajes dependerá de los niveles de tráfico pasantes por las cabinas de peaje que paguen por el servicio.

CVU ha operado bajo el contrato de concesión desde el año 2003, siendo que el contrato fue originalmente firmado en 2001. La recaudación de peajes tiene una historia total de 15 años, durante los cuales no hay evidencia de alta volatilidad, pero sí de estacionalidad. Sin embargo, una visión más conservadora podría tomar la historia de tráfico desde 2008 cuando la ruta Inter-balnearia fue incorporada a la concesión, lo que provee una historia de tráfico más limitada (12 años).

Para el año 2019, se registraron 28,8 millones de transacciones, lo que representa una caída de 4% respecto a los 30,0 millones registrados para el año 2018. Sin embargo, durante los últimos 5 años, el total de transacciones se ubicó consistentemente entre 28 y 31 millones de vehículos.

Como efecto del coronavirus en la economía del país, la recaudación de peajes al 30 de junio de 2020 se redujo un 19% comparado con el mismo período del año anterior. Los meses de mayor caída fueron marzo y abril de 2020, comenzando un proceso de recuperación en los meses posteriores. Moody's Local Uruguay continuará monitoreando la evolución de las transacciones en los próximos meses, así como los niveles de cobertura de servicio de deuda reportados, y evaluará el potencial impacto en las calificaciones asignadas.

**FIGURA 2: Transacciones**

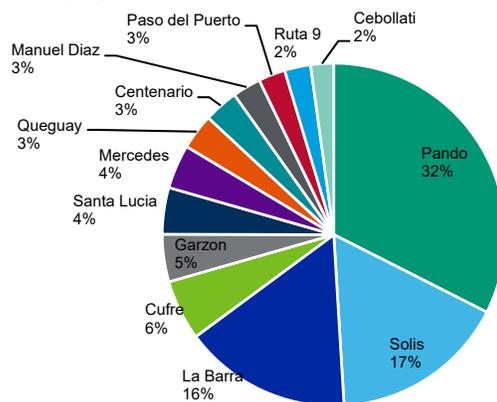


Nota: Para septiembre 2020 se consideran los últimos 12 meses; el indicador de crecimiento de septiembre está basado en las transacciones de los últimos 12 meses sobre lo registrado en 2019.

Fuente: CVU

El tráfico de CVU muestra una fuerte concentración en vehículos livianos, que se ha mantenido estable en los últimos años. Durante los últimos 12 meses al 30 de septiembre de 2020, los vehículos livianos explicaron un 85% 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 alto uso turístico en esos meses, que es en general más volátil que el tráfico de usuarios regulares.

**FIGURA 3: Transacciones por estación de peaje – Ultimos 12 meses al 30 de septiembre de 2020**



Fuente: CVU

*[Signature]*  
21 de octubre de 2020

La reciente reversión en la tendencia de crecimiento del tráfico se encuentra en gran medida explicada por la caída en el volumen de vehículos no residentes. En 2019, la cantidad de visitantes ingresados a Uruguay cayó cerca de 13%, fuertemente asociado al deterioro de la economía argentina y brasileña que representa, de acuerdo a cifras oficiales, cerca de un 55% y 16% sobre el total de visitantes en la temporada de verano, respectivamente. Dada la situación actual de las economías vecinas, no se espera que el flujo de turistas hacia Uruguay mejore en 2020. Recientemente, Moody's Investors Service ha revisado sus proyecciones de crecimiento para dicho año en ambas economías, marcando una caída del 12,0% en el caso del PIB real de Argentina y una caída del 6,2% en el caso de Brasil. Se espera que la caída asociada al turismo de países vecinos sea en parte compensada por un incremento del turismo interno.

Al cierre del primer trimestre 2020 (última información disponible), la cantidad de visitantes a Uruguay cayó cerca del 8,3% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Los visitantes argentinos representaron el 63% del total, registrando una caída del 9,7%, mientras que los visitantes brasileños representaron el 12,3%, registrando una caída del 7,1%.

Pese a la significativa mejora en la actualización de las tarifas asociada a la nueva fórmula de cálculo implementada a partir del año 2016, la caída en la cantidad de vehículos que circularon sobre el área de concesión tuvo un impacto directo sobre la recaudación de la compañía. De esta manera los ingresos efectivos por peaje para 2019, representaron un 88% respecto de los ingresos previstos en el contrato de concesión.

### Rentabilidad y eficiencia

Los márgenes de rentabilidad presentados por CVU en el 2019 alcanzaron un 21,8%, según lo indicado por el EBITDA a ventas netas, mientras que ratio EBIT a ventas netas alcanzó un 11,9%. En los últimos 12 meses, al 30 de junio de 2020, los indicadores ascendieron a 22,3% y 15,7% respectivamente.

En particular, 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 al número de usuarios que utilizan el servicio.

### Apalancamiento y cobertura

Dado que los títulos de deuda son emitidos por un vehículo separado de CVU (Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I) Moody's Local Uruguay ha considerado en su análisis la concesión en su conjunto, pero también los flujos separados por la estructuración del financiamiento mediante el fideicomiso, en particular para realizar los cálculos de cobertura de servicio de la deuda.

La emisión de los Títulos de Deuda se ha estructurado de forma tal que los ingresos por peajes serán destinados al fideicomiso, donde se depositarán todos los fondos de la recaudación, que luego de cubiertos los gastos del fideicomiso se destinarán al repago de la deuda. Dada esta estructuración, las métricas crediticias se han calculado considerando solo los fondos disponibles para el repago de la deuda (es decir recaudación de peajes menos gastos del fideicomiso).

Aun cuando la estructura de la concesión es relativamente compleja, dada la coexistencia de varias fuentes de ingresos (peajes, subsidios) y gastos (operación y mantenimiento, plan de obras), la estructura de los títulos de deuda bajo la forma de un fideicomiso es relativamente más simple, ya que solo se incorporan los elementos mencionados: peajes, potenciales indemnizaciones del Estado, gastos del fideicomiso y pagos bajos los títulos de deuda. Todos los otros componentes de la concesión están totalmente separados de la estructura del fideicomiso.

Aun considerando escenarios donde los niveles de crecimiento del tráfico son más bajos que los estimados por el estudio de tráfico independiente, dada la existencia de cuentas de reserva y la prioridad para el pago de los servicios de la deuda, se llega a niveles de cobertura consistentes con la calificación asignada.

El ratio de cobertura de vida del proyecto (RCVP), calculado como el valor actual neto de la recaudación esperada de peajes sobre el saldo acumulado de deuda emitida, fue al 30 de abril de 2020 de 2,8x.

## Análisis de las características particulares del instrumento - Características de la emisión

**Grado de preferencia del instrumento:** Los títulos de deuda serán títulos escriturales, a ser emitidos en USD, UI y UP, y serán emitidos pari-passu entre las diferentes series bajo el programa. Toda deuda adicional deberá ser subordinada a los títulos de deuda.

**Garantías especiales:** Los títulos estarán respaldados por las recaudaciones de peaje y las indemnizaciones del Estado, que serán la única fuente de repago de los mismos.

**Condiciones y resguardos específicos de cada instrumento calificado (en particular cuentas de reserva disponibles):** La emisión contará con el respaldo específico de cuentas de reserva, que se fondearán con antelación al vencimiento de cada servicio. Las cuentas de reserva deberán estar pre-fondeadas en cada momento, con el monto requerido para realizar los pagos de los próximos 2 servicios de la deuda, lo que provee protección adicional en caso de que en un período en particular disminuyan los ingresos por peajes.

### Programa de emisión por hasta USD 450 millones

**Monto de la Emisión:** Hasta USD 450 millones

**Moneda:** cada serie se ha emitido en dólares, UI y UP, como se detalla a continuación:

- 2017: USD 100 millones (USD 80 millones en pesos ajustables por UI y USD 20 millones en dólares)
- 2018: USD 187 millones (USD 151 millones en pesos ajustables por UI; USD 36 millones en dólares)
- 2019: USD 157 millones (USD 129 millones en pesos ajustables por UP; USD 28 millones en dólares)

**Estructura:** los títulos de deuda fueron emitidos bajo la figura de un fideicomiso financiero. Los activos del fideicomiso estarán constituidos por la recaudación de peajes de los usuarios y las indemnizaciones del Estado.

**Vencimiento Final:** 2034

**Mínimo Ratio de Cobertura de Vida del Proyecto (RCVP):** 1,2x

**Deuda sin recurso:** los tenedores de los títulos no tendrán otro recurso contra más que las recaudaciones de peajes y las indemnizaciones del Estado.

**Amortización:** En el año 2022 se amortizará el 10% de la emisión realizada en 2017, mientras que en 2023 se amortizará el 10% de la emisión realizada en 2018. Finalmente, en 2024 se amortizará el 10% de la emisión realizada en 2019. Luego, el capital remanente de las tres emisiones se repagará de acuerdo al siguiente cronograma:

Año	% de pago de principal	Año	% de pago de principal
2027	6%	2031	12%
2028	9%	2032	13%
2029	10%	2033	14%
2030	11%	2034	15%

### Política financiera

A junio de 2020, CVU registró caja y equivalentes por UYU 1.405 millones y una deuda financiera de corto plazo por un total de UYU 3.580 millones (38,2%). La liquidez corriente reportada por CVU descendió hasta 123,9% en junio 2020 desde 148,7% al cierre del ejercicio 2019.

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) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) cuyos préstamos son de bajo interés.

El Grupo 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.

## Otras consideraciones

### Otros

#### Experiencia del contratista

CVU es la concesionaria por cesión, de 2.600 kilómetros rutas y puentes, la casi totalidad de la red Primaria y corredores internacionales del Uruguay. De acuerdo a lo establecido en el contrato de concesión, CVU debe cumplir con sus obligaciones durante un período de concesión de 20 años, por un gasto comprometido de USD 3.489 millones. Para ello, CVU percibirá ingresos provenientes de los peajes por uso de los usuarios y subsidios del MTOP. 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.

#### 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.

#### Calificaciones en moneda extranjera

Las calificaciones en moneda extranjera (ME) asignadas por Moody's Local Uruguay contemplan el riesgo incremental que implica la exposición a las variaciones de tipo de cambio, las potenciales restricciones regulatorias para el acceso a la adquisición de divisas para el pago de deudas y el contexto macroeconómico del país.

## Evaluación del 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 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.

## Información contable e indicadores operativos y financieros

	Jun-2020 (**)	2019	2018	2017
<b>INDICADORES</b>				
EBITDA / Ventas netas	22,3%	21,8%	16,4%	14,2%
EBIT / Ventas netas	15,7%	11,9%	6,4%	4,3%
Deuda / EBITDA	16,2x	11,0x	8,0x	6,0x
CFO / Deuda	-3,1%	-15,2%	-36,2%	-50,1%
EBITDA / Gastos financieros	1,8x	2,6x	3,9x	5,9x
EBIT / Gastos financieros	1,3x	1,4x	1,5x	1,8x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	123,9%	148,7%	138,1%	131,0%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	39,2%	56,5%	38,9%	39,4%
<b>En millones de pesos</b>	<b>Jun-2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS*</b>				
Ventas netas	8.035	10.869	14.379	11.111
Resultado bruto	558	1.692	2.200	1.624
EBITDA	1.793	2.371	2.356	1.583
EBIT	1.261	1.289	923	482
Intereses	983	920	611	268
Resultado neto	252	352	281	200
<b>FLUJO DE CAJA</b>				
Flujo generado por las operaciones	(3.330)	(4.098)	(5.805)	(3.351)
CFO	(891)	(3.967)	(6.857)	(4.728)
Dividendos	1.001	56	-	-
CAPEX	7	3	1	2
Flujo de fondos libres	(1.900)	(4.026)	(6.859)	(4.730)
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>				
Caja y equivalentes	1.405	1.686	1.298	518
Activos corrientes	6.274	7.858	7.476	5.070
Bienes de uso	25	20	7	9
Intangibles	20.896	17.233	11.069	3.848
Total activos	31.322	29.467	22.773	12.774
Deuda corto plazo	3.580	2.450	2.932	1.585
Deuda largo plazo	25.556	23.593	15.987	7.849
Total deuda	29.136	26.043	18.919	9.434
Total pasivo	30.618	28.879	21.400	11.719
Patrimonio neto	704	588	1.373	1.055

\* Los resultados de CVU fueron ajustados quitando el efecto de las variaciones del tipo de cambio y otros eventos no recurrentes.

\*\* Información correspondiente a los últimos doce meses

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

### INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN

- » Prospecto de emisión de los títulos de deuda disponibles en [www.cvu.com.uy](http://www.cvu.com.uy)
- » Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2019 y anteriores de CVU
- » Estados Contables anuales auditados correspondientes al ejercicio económico del 31/12/2019 y anteriores del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I
- » Como última información contable analizada se toman los Estados Contables intermedios al 30 de junio de 2020 de CVU y del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I
- » Informe sobre procedimientos previamente acordados de contador público independiente-Calculo del Ratio de Cobertura de Vida del Proyecto (RCVP) al 31/7/2020
- » Contrato de Concesión y Adenda
- » Información complementaria provista por la empresa (datos históricos de tráfico, recaudación de peajes, proyecciones, etc.)
- » Información complementaria correspondiente al Ministerio de Turismo de Uruguay

### DEFINICIÓN DE LA CATEGORÍA GENÉRICA DE LA CALIFICACIÓN

**AA.uy:** Emisores o emisiones calificados en AA.uy con una calidad crediticia muy 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.*

- » Para más información sobre los Símbolos y Definiciones de Calificación, por favor dirigirse a [www.moodyslocal.com.uy](http://www.moodyslocal.com.uy)

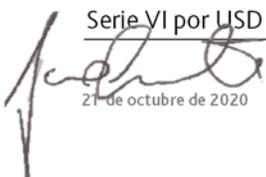
*El presente informe no debe considerarse una publicidad, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.*

### METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN

- » **Metodología utilizada:** Metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### ASIGNACIÓN DE CALIFICACIONES DE EMISOR Y DE INSTRUMENTOS

Instrumento	Calificación	Perspectiva
<b>Calificación de deuda sénior garantizada en moneda local</b>	<b>AA.uy</b>	<b>Estable</b>
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie I por UI 630 millones	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie III por UI 1.111 millones	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie V por UP 4.178 millones	AA.uy	Estable
<b>Calificación deuda sénior garantizada en moneda extranjera</b>	<b>AA.uy</b>	<b>Estable</b>
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie II por USD 20 millones	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie IV por USD 36 millones	AA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie VI por USD 28,1 millones	AA.uy	Estable



21 de octubre de 2020

© 2020 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 INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES CONSTITUYEN LAS 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 INVESTORS SERVICE 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 DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE 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 NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES 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 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, DIFUNDIDA, 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 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 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 por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 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. 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's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - 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 61 003 399 657 AFSL 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 JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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