MOODY'S LOCAL | Uruguay

INFORME DE CALIFICACIÓN

7 de septiembre de 2023

Informe de revisión completo

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

Deuda senior garantizada en moneda local	AAA.uy/EST
Deuda senior garantizada en moneda extranjera	AAA.uy/EST
Deuda subordinada garantizada en moneda local	AA+.uy/EST
Deuda subordinada garantizada en moneda extranjera	AA+.uy/EST

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

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

CONTACTOS

Eliana Gomez Barreca +54.11.5129.2625
Associate Director – Credit Analyst ML
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 ("MTOP") del año 2001. CVU es concesionario de 3.400 kilómetros de Rutas Nacionales, la totalidad de la Red Primaria y corredores Internacionales del Uruguay.

Las emisiones calificadas, por un monto de hasta USD 600 millones, se realizan bajo la estructura del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I.

Las calificaciones comprenden las siguientes emisiones de deuda senior, con vencimiento final en 2034: series I y II 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 III y IV 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 V y VI 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).

Adicionalmente, comprenden la emisión de títulos de deuda subordinados por hasta el equivalente a USD 150 millones, con vencimiento en 2035, realizadas en 3 series: la serie I en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la UI por un total equivalente a USD 75 millones, la serie II en pesos uruguayos reajustables de acuerdo al valor de la UP por USD 45 millones, y la serie III en dólares estadounidenses por USD 24,7 millones.

El destino de los fondos de todas las emisiones 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, y podrá asignarse para cubrir obras comprometidas bajo la concesión.

Resumen

Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A. ("Moody´s Local Uruguay") sube la calificación de los títulos de deuda senior garantizados emitidos por hasta el equivalente a USD 450 millones del Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I ("FF CVU I") a AAA.uy, desde AA.uy. Al mismo tiempo, sube la calificación de los títulos de deuda subordinados emitidos por hasta el equivalente USD 150 millones a AA+.uy, desde AA-.uy. Los títulos se encuentran subordinados al pago de los títulos de deuda senior ya emitidos, los cuales tienen prioridad en el cobro respecto de los títulos de deuda subordinados. La perspectiva de las calificaciones se mantiene estable.

La suba en las calificaciones está fundamentada, en primer lugar, por la fuerte recuperación registrada en el tráfico y en la recaudación de peajes, que en 2022 superaron los niveles prepandemia, producto de la importante recuperación en la actividad económica en Uruguay durante 2021-2022 y que esperamos se mantendrá en 2023 aunque a un menor ritmo de crecimiento. Además, la calificación también incorpora una mayor certidumbre y previsibilidad en la generación de flujos futuros producto de la extensión de la concesión hasta el año 2051, bajo un marco institucional y regulatorio sólido y estable respaldado por el Estado Uruguayo (calificado por MIS en Baa2/Positiva).

Asimismo, las calificaciones reflejan las sólidas coberturas de servicio de deuda del fideicomiso, incluso ante distintos escenarios de estrés, y la elevada capacidad de generación de flujo de fondos proveniente de la recaudación de peajes administrados por CVU, la cual presenta una fuerte posición competitiva en el mercado uruguayo. CVU controla y opera casi la totalidad de la red vial del país y ha mostrado en el pasado 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 calificaciones también incorporan un adecuado marco regulatorio en Uruguay y nuestra expectativa de revisiones tarifarias periódicas y bien definidas. En líneas generales, la evolución histórica de las tarifas refleja una trayectoria acorde con la inflación. En abril de 2023, mediante el Decreto N° 119/2023, se aprobó una modificación que establece un ajuste semestral de la fórmula paramétrica, en vez de cuatrimestral, y el último ajuste fue aplicado a partir del 1 de junio de 2023. Atenuando estas características crediticias positivas, las calificaciones consideran el riesgo de demanda al que está expuesta la recaudación de los peajes, dada la vulnerabilidad del tráfico a los ciclos económicos de Uruguay, y a *shocks* externos, tal como el impacto que tuvo en la circulación la pandemia del coronavirus de 2020.

Al mismo tiempo, consideramos en las calificaciones que tanto CVU como el FF CVU I se encuentran expuestos al riesgo cambiario, ya que su deuda se encuentra denominada en USD, UI y UP. Monitorearemos 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 mitigado ya que, si bien los ingresos por recaudación de peajes se encuentran denominados en pesos uruguayos, su tarifa se ajusta en función de las principales variables macroeconómicas: 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.

Los títulos de deuda emitidos serán cancelados con el flujo de fondos proveniente de la recaudación de los 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 de este. Todo excedente del monto cedido será devuelto a CVU de acuerdo con lo previsto en el contrato, y podrá asignarse para cubrir obras comprometidas bajo la concesión.

Fortalezas crediticias

» 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

» Sólida generación de flujo de fondos para el repago de los títulos de deuda del Fideicomiso, proveniente de los flujos cedidos: Recaudación de peajes e indemnizaciones del Estado

» Perfil de usuarios mayoritariamente de tránsito liviano, lo que reduce el costo de mantenimiento

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)

Descripción del emisor

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 (Resolución N° 1908/001). CVU es concesionario de 3.400 kilómetros de Rutas Nacionales, la totalidad de la Red Primaria y corredores Internacionales del Uruguay.

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.

De acuerdo a lo establecido en el Contrato de Concesión original, 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. Mediante la Resolución N° 279/2022 de abril de 2022 el Poder Ejecutivo aprobó una modificación en el contrato de la concesión extendiendo su plazo de vigencia desde 2035 hasta el año 2051 (Nuevo Anexo I). Los principales términos y condiciones de la concesión se mantienen mientras que se amplía la red vial concesionada desde 2.600 km hasta 3.400 km. Además, la extensión del plazo contempla la ejecución de obras viales para realizar tramos de doble vía en algunas de las rutas que forman parte de la concesión que estará auto subsidiada por contratos CREMAF[1]. Durante los dos años en los que se llevarán a cabo las obras, no se realizarán pagos al contratista y luego CVU comenzará a recibir subsidios CREMAF por un monto de USD 64,5 millones anuales durante el periodo 2024-2033 para efectuar los pagos de las obras.

[1] Contrato de diseño, construcción, rehabilitación, mantenimiento y financiamiento de la infraestructura vial dentro de la faja de dominio público.

Análisis de los factores estándares de calificación

Estabilidad del sector

Consideramos que el marco regulatorio bajo el cual CVU opera es adecuado, respaldado por la estabilidad jurídica del Estado Uruguayo. 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 1 de junio de 2023.

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 de aproximadamente USD 8.856 millones (gasto comprometido total), durante los 36 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	Subsidios extraordinarios	Subsidios CREMAF
2016	66.647.349	66.647.349	11.000.000	- -	-
2017	276.869.003	343.516.352	36.950.087	12.204.147	-
2018	380.938.738	724.455.090	61.338.850	636.362	-
2019	265.777.064	990.232.154	55.128.532	159.491	-
2020	175.352.706	1.165.584.860	54.199.272	322.612	-
2021	286.848.880	1.452.433.740	110.716.593	21.550.816	-
2022	435.543.878	1.887.977.618	102.666.666	22.483.064	-
2023	228.080.654	2.116.058.272	88.000.000	34.195.642	-
2024	265.210.818	2.381.269.090	88.000.000	12.979.724	64.523.007
2025	245.705.205	2.626.974.295	88.000.000	1.274.783	64.523.007
2026	272.487.681	2.899.461.976	88.000.000	12.522.920	64.523.007
2027	300.478.413	3.199.940.389	88.000.000	12.298.002	64.523.007
2028	320.145.818	3.520.086.207	88.000.000	12.077.588	64.523.007
2029	225.934.768	3.746.020.975	88.000.000	11.848.166	64.523.007
2030	268.370.799	4.014.391.774	88.000.000	11.623.249	64.523.007
2031	288.940.519	4.303.332.293	88.000.000	11.398.331	64.523.007
2032	290.434.950	4.593.767.243	88.000.000	11.175.452	64.523.007
2033	224.891.820	4.818.659.063	88.000.000	10.948.496	64.523.007
2034	161.902.127	4.980.561.190	88.000.000	10.723.578	-
2035	150.130.288	5.130.691.478	88.000.000	5.454.077	-
2036	200.144.399	5.330.835.877	88.000.000	-	-
2037	195.460.477	5.526.296.354	88.000.000	-	-
2038	138.455.424	5.664.751.778	88.000.000	-	-
2039	151.221.968	5.815.973.746	88.000.000	-	-
2040	207.483.986	6.023.457.732	88.000.000	-	-
2041	238.536.071	6.261.993.803	88.000.000	-	-
2042	215.803.347	6.477.797.150	88.000.000	-	-
2043	206.931.612	6.684.728.762	88.000.000	-	-
2044	221.629.133	6.906.357.895	88.000.000	-	-
2045	231.564.606	7.137.922.501	88.000.000	-	-
2046	229.124.711	7.367.047.212	88.000.000	-	-
2047	243.286.613	7.610.333.825	88.000.000	-	-
2048	262.999.070	7.873.332.895	88.000.000	-	-
2049	285.183.429	8.158.516.324	88.000.000	-	-
2050	319.574.646	8.478.090.970	88.000.000	-	-
2051	378.290.491	8.856.381.461	88.000.000	-	-
Total	**8.856.381.460**	**8.856.381.460**	**2.984.000.000**	**227.349.555**	**645.230.075**

Fuente: Marco general de la concesión – Nuevo Anexo I del contrato aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución N° 279/2022 de abril de 2022.

A los efectos de llevar adelante el plan de inversiones previstas, 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 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 Investors Service en Baa2 con perspectiva positiva, 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.. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento demográfico son bajas y la economía presenta una baja diversificación. En 2022 la actividad económica creció en un 4,9% en términos reales respecto del año anterior, registrando una fuerte desaceleración en el último trimestre del año. Moody's Investors Service pronostica que la recuperación se mantendrá en los próximos años, pero en un nivel más moderado, en línea con el contexto global: estima una expansión de 2,0% en 2023 y 2,8% en 2024.

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.

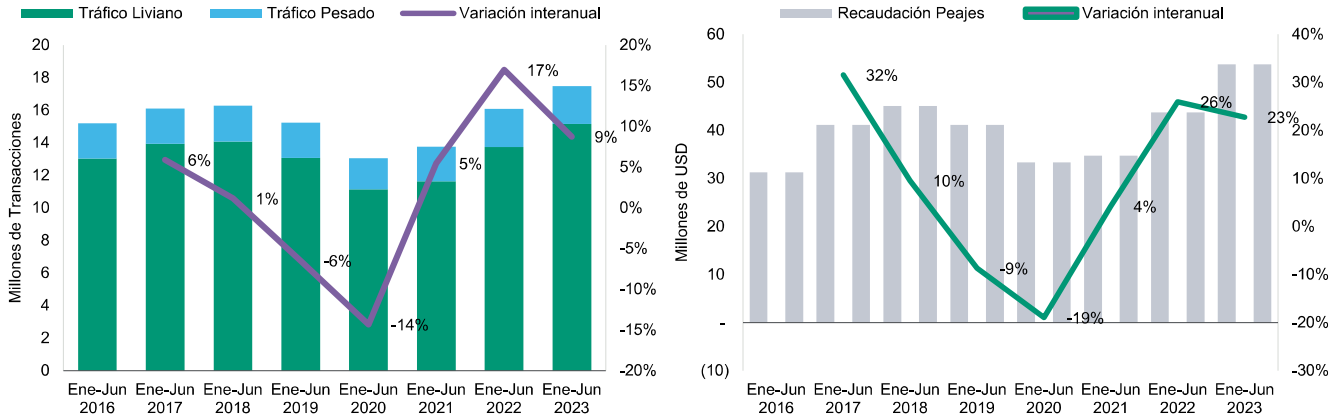
Perfil de negocios

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 y, desde entonces, se registra un historial de la recaudación de peajes donde no hay evidencia de alta volatilidad (sin considerar *shocks* externos), pero sí de estacionalidad. Para el año 2022, se registraron 32,0 millones de transacciones, lo que representó un aumento de 10,7% respecto a los 28,9 millones registrados para el año 2021 y un 9,9% por encima de los niveles prepandemia (29,1 millones de transacciones), producto de la fuerte recuperación de la actividad económica en el país. Asimismo, para los primeros seis meses de 2023, el volumen de tráfico incrementó en un 8,7% respecto del mismo periodo de 2022 y se encontraba un 14,9% por arriba del tráfico registrado en el primer semestre de 2019.

FIGURAS 2 y 3: Evolución de las transacciones por año (izq.) y de la recaudación (der.)



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

Como efecto del coronavirus en la economía del país, la recaudación de peajes en dólares durante 2020 se redujo un 15,0% comparado con el año anterior. En 2022, la recaudación de peajes aumentó en un 24,3% con respecto a 2021 y superó los niveles prepandemia de 2019 en un 14,2%. Asimismo, para los primeros seis meses de 2023, la recaudación se encontraba un 30,5% por arriba de la recaudación registrada en el primer semestre de 2019. 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 2022, los vehículos livianos explicaron un 84,5% 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.

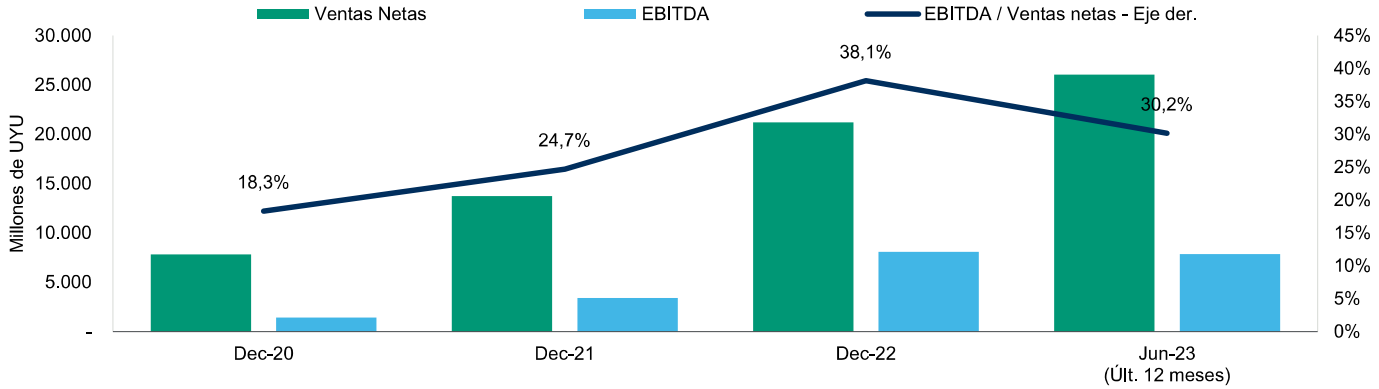
Rentabilidad y eficiencia

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, la principal fuente de ingresos destinada al repago de la deuda emitida por el fideicomiso. El nivel de ventas y los márgenes de rentabilidad presentados por CVU registraron una tendencia creciente en los últimos años. Para el primer semestre de 2023, el margen EBITDA se ubicó en 33,1% y los ingresos alcanzaron los UYU 15.670 millones, un incremento del 45% respecto del mismo periodo del año anterior.

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 del número de usuarios que utilizan el servicio.

FIGURA 4: Margen EBITDA – CVU



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

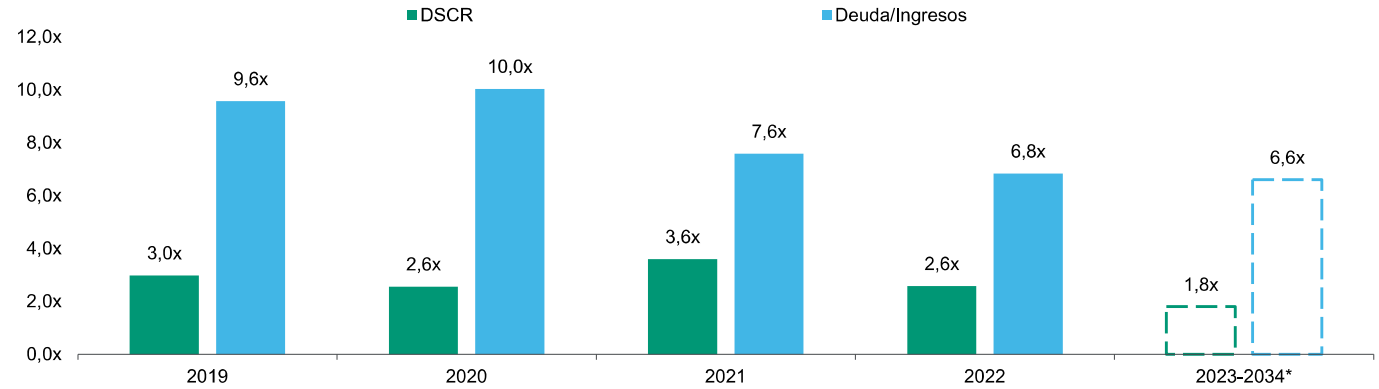
Apalancamiento y cobertura

Dado que los títulos de deuda son emitidos por un vehículo separado de CVU (Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I), en nuestro análisis consideramos la concesión en su conjunto, así como 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).

Si bien 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.

FIGURA 5: Evolución nivel de endeudamiento y cobertura de deuda



Nota 1: El Ratio de cobertura de servicio de deuda ("DSCR") corresponde a los cálculos realizados por Moody's Local Uruguay teniendo en cuenta los ingresos, gastos y servicios de deuda del fideicomiso. El ratio de deuda/ingresos considera los ingresos por recaudación brutos del Fideicomiso.
Nota 2: Para estimación del periodo 2023-2034 el ratio DSCR es el promedio y el ratio deuda/ingresos es el valor máximo del periodo; Fuente: Moody's Local Uruguay en base a información y estimaciones realizadas por CVU

El ratio de cobertura de vida del proyecto (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 al 30 de abril de 2023 de 3,58x, lo

que equivale a una cobertura de 3,58 veces el saldo de la deuda tomada en relación a la recaudación esperada en el período de concesión.

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

Títulos de deuda - Análisis de las características particulares de los instrumentos

Programa de emisión de títulos de deuda senior por hasta USD 450 millones

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 estos.

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.

Monto máximo 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: 15 de octubre de 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 CVU más que las recaudaciones de peajes y las indemnizaciones del Estado.

Amortización: En el año 2022 se amortizó el 10% de la emisión realizada en 2017, mientras que en abril de 2023 se amortizó 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
2027	6%
2028	9%
2029	10%
2030	11%

Año	% de pago de principal
2031	12%
2032	13%
2033	14%
2034	15%

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

Programa de emisión de títulos de deuda subordinados por hasta USD 150 millones

Subordinación: Todas las series bajo este programa son subordinadas respecto a las seis series emitidas por el Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I, bajo el Programa de Emisión de 2017 por hasta USD 450 millones. Es decir, que los pagos de capital e intereses se encuentran subordinadas al pago de los Títulos de Deuda Senior.

Grado de preferencia del instrumento: Los títulos de deuda son títulos subordinados escriturales, están denominados en USD, UI y UP, y fueron emitidos pari-passu entre las diferentes series bajo este programa.

Garantías especiales: Los títulos están respaldados por las recaudaciones de peaje y las indemnizaciones del Estado, que serán la única fuente de repago de estos (considerando la subordinación de los mismos).

Condiciones y resguardos específicos de cada instrumento calificado (en particular cuentas de reserva disponibles): La emisión cuenta con el respaldo específico de cuentas de reserva, que se fondean 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.

En el caso de no existir fondos suficientes en la Cuenta de Servicio de Deuda y en la Cuenta de Reserva para el Servicio de Deuda para el pago de una amortización, el remanente se acumulará a la siguiente fecha de pago y generará intereses moratorios, pero no constituirá una causal de incumplimiento que permita declarar la caducidad anticipada de los Títulos de Deuda.

Monto máximo de la emisión: Hasta USD 150 millones

Moneda: El 24 de junio de 2021 se emitieron las series en dólares, UI y UP, como se detalla a continuación:

- Serie I: USD 75 millones (emitidas en pesos ajustables por UI por el monto equivalente)
- Serie II: USD 45 millones (emitidas en pesos ajustables por UP por el monto equivalente)
- Serie III: USD 24,7 millones (emitidas en USD)

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

Vencimiento final estimado: 2035

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

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

Amortización: Hasta el 15 de abril de 2025 está establecido un período de gracia para el pago del capital. Luego, el capital remanente de la emisión se repagará de acuerdo al siguiente cronograma:

Año	% de pago de principal
2025	9,75%
2026	13%
2027	10%
2028	9%
2029	9%
2030	9%

Año	% de pago de principal
2031	9%
2032	9%
2033	9%
2034	9%
2035	4,25%

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

Política financiera

En nuestra opinión, tanto CVU como el FF CVU I 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. 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.

FIGURA 6: Liquidez - CVU

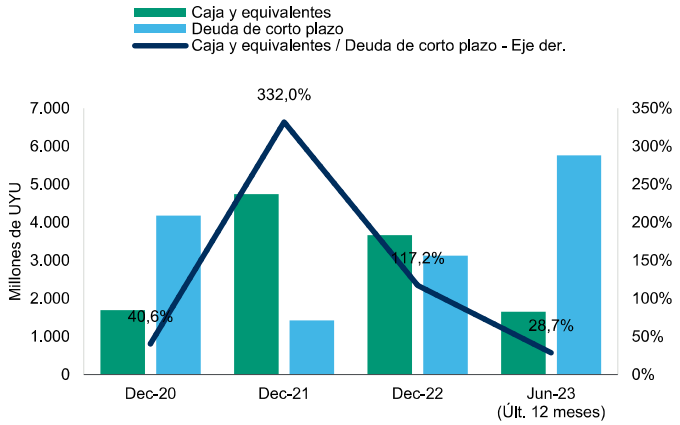
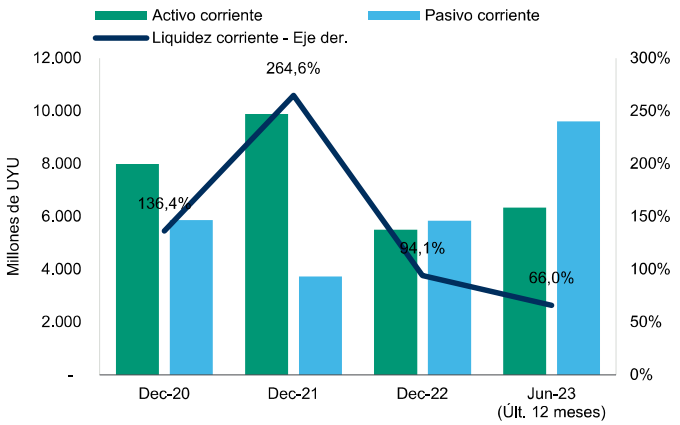


FIGURA 7: Liquidez Corriente - CVU



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

Al 30 de junio de 2023, dentro del saldo de disponibilidades de CVU se incluía la cuenta de Reserva por un monto de UYU 4.743.517 y la cuenta para Pago de Deuda por UYU 1.712. Parte de los fondos de la cuenta de Reserva se encuentran depositados en plazos fijos cuyos vencimientos son anteriores al pago de cada cuota y parte se mantienen en Letras de regulación monetaria y T-bills. Adicionalmente, la cuenta para Pago de Deuda será dispuesta por el Fiduciario, Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A. ("CONAFIN AFISA"), para hacer frente a los pagos de capital, intereses y comisiones adeudadas a los titulares de títulos de deuda emitidos en cada fecha de pago.

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. Entre 2019 y 2022 la Asamblea aprobó la distribución de utilidades por un monto total en torno a los USD 36,3 millones.

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 e ISO 45001:2018. 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, CONFIN 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.

Otros

Experiencia del contratista

CVU es la concesionaria por cesión, de 3.400 kilómetros rutas y puentes, la casi totalidad de la red Primaria y corredores internacionales del Uruguay. De acuerdo a lo establecido en la modificación al contrato de concesión de abril de 2022, CVU debe cumplir con sus obligaciones durante un período de concesión de 36 años, por un gasto comprometido total de USD 8.856 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. 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.

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 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.

Información contable e indicadores operativos y financieros

	Jun-2023	2022	2021	2020
INDICADORES * **				
EBITDA / Ventas netas	33,1%	38,1%	24,7%	18,3%
EBIT / Ventas netas	23,3%	26,0%	9,3%	7,3%
Deuda / EBITDA	4,0x	4,8x	11,2x	22,0x
Deuda ajustada / EBITDA	1,6x	1,7x	3,9x	10,0x
CFO / Deuda	-60,6%	-7,8%	-4,8%	-5,3%
EBITDA / Gastos financieros	6,0x	6,3x	3,4x	1,5x
EBIT / Gastos financieros	4,2x	4,3x	1,3x	0,6x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	66,0%	94,1%	264,6%	136,4%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	28,7%	117,2%	332,0%	40,6%
En millones de pesos				
ESTADO DE RESULTADOS *				
Ventas netas	15.670	21.211	13.742	7.830
Resultado bruto ajustado	3.681	5.570	1.418	487
EBITDA	5.184	8.089	3.395	1.435
EBIT	3.645	5.519	1.282	570
Intereses	(867)	(1.284)	(1.005)	(966)
Resultado neto	648	396	190	220
FLUJO DE CAJA				
Flujo generado por las operaciones	(2.599)	(4.652)	(3.676)	316
CFO	(4.938)	(3.058)	(1.845)	(1.664)
Dividendos	-	-	(408)	(1.031)
CAPEX	(7)	(22)	(13)	(7)
Flujo de fondos libres	(4.945)	(3.081)	(2.266)	(2.702)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL **				
Caja y equivalentes	1.653	3.667	4.748	1.699
Activos corrientes	6.341	5.500	9.881	7.997
Bienes de uso	46	44	33	24
Intangibles	38.072	35.369	24.010	18.875
Total activos	50.503	43.610	41.456	34.107
Deuda financiera de corto plazo	5.769	3.128	1.430	4.183
Deuda financiera de largo plazo	36.178	36.065	36.618	27.366
Deuda financiera total	41.946	39.193	38.049	31.549
Deuda financiera total ajustada	16.286	13.442	13.170	14.395
Total pasivo	48.602	42.254	40.379	33.246
Patrimonio neto	1.901	1.356	1.078	861

**El resultado bruto ajustado por Moody's Local Uruguay no considera los resultados financieros de la megaconcesión;*
*** La deuda financiera total ajustada no incluye la deuda del fideicomiso financiero;*
**** Indicadores anualizados para junio 2023*
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

Detalle de las calificaciones asignada

Instrumento	Actual	
	Calificación	Perspectiva
Calificación de deuda senior garantizada en moneda local	**AAA.uy**	**Estable**
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie I por UI 630 millones	AAA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie III por UI 1.111 millones	AAA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie V por UP 4.178 millones	AAA.uy	Estable
Calificación deuda senior garantizada en moneda extranjera	**AAA.uy**	**Estable**
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie II por USD 20 millones	AAA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie IV por USD 36 millones	AAA.uy	Estable
Títulos de deuda Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie VI por USD 28,1 millones	AAA.uy	Estable
Calificación de deuda subordinada en moneda local	**AA+.uy**	**Estable**
Títulos de deuda subordinados Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie I por hasta UI equivalentes a USD 75 millones	AA+.uy	Estable
Títulos de deuda subordinados Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie II por hasta UP equivalentes a USD 45 millones	AA+.uy	Estable
Calificación de deuda subordinada en moneda extranjera	**AA+.uy**	**Estable**
Títulos de deuda subordinados Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I – Serie III por hasta USD 30 millones	AA+.uy	Estable

Información considerada para la calificación

- Prospecto de emisión de los títulos de deuda senior y subordinados disponibles en www.cvu.com.uy
- Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2022 y anteriores de CVU
- Estados Contables semestrales auditados correspondientes al ejercicio económico finalizado el 30/06/2023 y anteriores de CVU
- Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2022 y anteriores 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 30/04/2023
- 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 las calificaciones asignadas

- **AAA.uy:** Emisores o emisiones calificados en AAA.uy con la calidad crediticia más fuerte en comparación con otros emisores locales.
- **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.

Metodología utilizada

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

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

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

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

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

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (*COPYRIGHT*) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS 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 YLAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a titulo 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, COMERCIABILIDAD 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service,Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com , bajo el capítulo de "*Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy*" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos -Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

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

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

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

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