

INFORME DE CALIFICACIÓN

Corporación Vial del Uruguay S.A.

Títulos de Deuda – FF CVU I

Table of Contents:

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	1
FORTALEZAS	3
DEBILIDADES	3
OTROS FACTORES DE RIESGO PARA LA EVALUACIÓN DE AUTOPISTAS MANEJADAS POR ENTIDADES GUBERNAMENTALES	3
CALIFICACIONES ASIGNADAS	9
ESTADOS CONTABLES RESUMIDOS	9
INDICADORES PRINCIPALES	11
INFORMACIÓN UTILIZADA	12

Analyst Contact:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600
 Daniela Cuan +54.11.5129.2617
 Vice President – Senior Analyst
 daniela.cuan@moodys.com

Calificaciones Asignadas

	Calificación Actual y Perspectiva		Calificación Anterior y Perspectiva	
	Escala Nacional	Escala Global	Escala Nacional	Escala Global
Títulos de Deuda FF CVU I	Aa2.uy	Baa3	Aa2.uy	Baa3
	Estable		Estable	

Fundamentos De La Calificación

Moody's Latin América califica en Baa3 en escala global y de Aa2.uy en escala nacional de Uruguay a la emisión de títulos de deuda por hasta U\$S 450 millones por el Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I. Las calificaciones comprenden 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 (todas estas ya emitidas), como así también las series 5 y 6 a emitirse en 2019 por un monto total de USD 163 millones.

Las calificaciones asignadas están basadas en las fortalezas fundamentales de la concesión y respaldadas por el hecho de que la concesionaria (CVU) controla y opera la casi totalidad de la red vial del país, que muestra tendencias de tráfico establecidas como así también la limitada competencia (actual y proyectada) y los requerimientos de inversión, relativamente flexibles.

Las calificaciones también incorporan un adecuado marco regulatorio en Uruguay y nuestra expectativa de revisiones tarifarias puntuales, que se encuentran bien definidas y basadas en una fórmula explícita que incorpora ajustes en las tarifas de los peajes en función de la evolución de la inflación, entre otras variables relevantes.

Las calificaciones también consideran la relativamente limitada potencialidad de crecimiento en el cierto grado de vulnerabilidad ante shocks externos, como quedó evidenciado por la significativa caída en los niveles de tráfico durante los años de la crisis 2002/2003 y la reciente caída en los niveles de tráfico producto de menor afluencia de turistas.



Descripción del Proyecto

El proyecto consiste en la explotación de la concesión de la red nacional de rutas, asignada a CVU bajo el Contrato de Concesión de Obra Pública otorgado por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas del año 2001 (aprobado por el Poder Ejecutivo por Resolución N° 1908/001 de 20 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.

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 16 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.

Para ello CVU percibirá 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.

Con las sumas recaudadas (peajes más subsidios), 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 3.500 millones (gasto comprometido), durante los 20 años de la concesión, de acuerdo con el siguiente cronograma:

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
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

Año	Gasto Anual	Gasto Acumulado	Subsidios Anuales
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

Asimismo, se estima que los ingresos para la concesionaria podrían alcanzar durante el mismo período los USD 4.600 millones, los cuales 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.

Cabe destacar que solo la recaudación de peajes se destinará 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.

Fortalezas

- » Posición dominante en todo el territorio Uruguayo, sin expectativas de competencia significativa
- » Perfil de usuarios mayoritariamente tránsito liviano
- » Marco regulatorio adecuado, que incluye revisiones de tarifas periódicas
- » Recaudación de peajes totalmente destinadas al repago de la deuda (luego de gastos del fideicomiso)

Debilidades

- » Exposición a fluctuaciones de tráfico vinculadas al ciclo económico y 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)

Otros Factores de Riesgo para la 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 ha considerado en su evaluación crediticia. Adicionalmente, dado que los títulos de deuda serán emitidos por un vehículo separado de CVU (Fideicomiso Financiero Corporación Vial del Uruguay I) Moody's 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.

Entre dichos factores hemos considerado:

Historia Operativa

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 (10 años).

Competencia

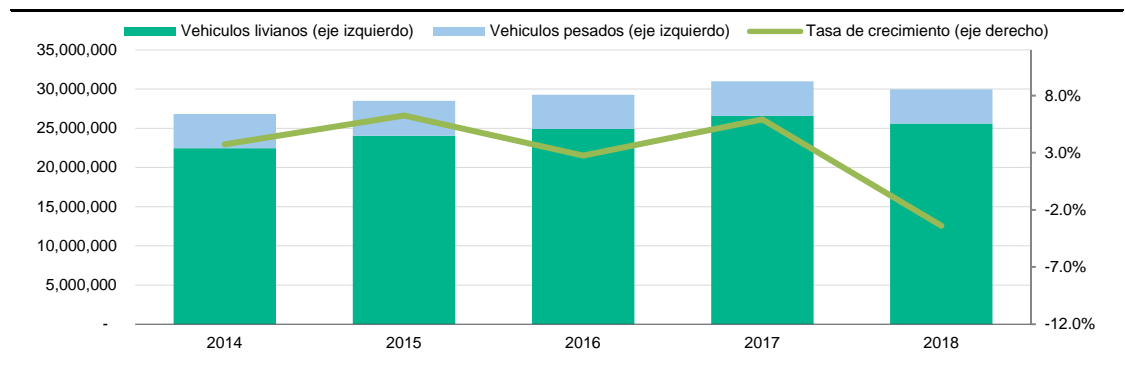
CVU opera la casi totalidad de la red primaria de rutas y autopistas en Uruguay, lo que le otorga una posición competitiva muy fuerte. No hay expectativas de la incorporación de nuevas rutas que compitan con las que actualmente administra CVU ni tampoco de medios alternativos de transporte significativos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

Características del área de servicio

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 Baa2 con perspectiva estable, muestra un fuerte marco institucional y estabilidad macroeconómica. No obstante, el crecimiento demográfico es moderado y la economía presenta una baja diversificación.

Cantidad de transacciones anuales

Para el año 2018 se registraron 29,9 millones de transacciones, lo que representa una caída de 3.4% respecto a los 31 millones registrados para el año 2017. Sin embargo, durante los últimos 5 años, el total de transacciones se ubicó consistentemente entre 25 y 30 millones de vehículos mostrando mayor estabilidad cuando se analizan las tendencias de mediano y largo plazo.



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, y a peores condiciones climáticas impactando negativamente sobre el flujo de vehículos vinculado al turismo. En 2018 la cantidad de visitantes ingresados a Uruguay cayó cerca de 6%, fuertemente asociado al deterioro de la economía argentina que representa, de acuerdo a cifras oficiales, cerca de dos terceras partes sobre el total de visitantes en la temporada de verano. Dada la situación actual de la economía Argentina, no se espera que el flujo de turistas hacia Uruguay mejore en 2019.

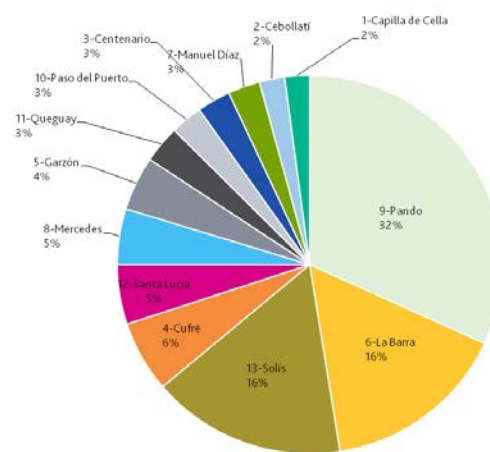
Cabe señalar que, si bien el tráfico registrado durante 2018 se encontró por debajo de los niveles esperados al momento de la primera emisión de los títulos, la recaudación fue un 5% superior a los ingresos por peaje previstos en el contrato de concesión. Esto se debe fundamentalmente a una significativa mejora en la actualización de las tarifas asociado a la nueva fórmula de cálculo implementada a partir del año 2016, el

aumento de la misma permitió más que compensar la caída en cantidad de vehículos que circularon sobre las áreas de concesión.

Perfil del Tráfico

El tráfico de CVU muestra una fuerte concentración en vehículos livianos, que se ha mantenido estable en los últimos años. Durante 2018 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 del tráfico muestra alta estacionalidad durante los meses de verano, dado el alto tráfico en la ruta Inter-balnearia (fundamentalmente los peajes de Pando, La Barra y Solís), lo que refleja un alto uso turístico en esos meses y que es en general más volátil que el tráfico de usuarios regulares.



Crecimiento Acumulado

El crecimiento promedio del tráfico acumulado en los últimos 5 años (CAGR) se ubica en 2.8%. La caída en este indicador respecto al promedio en años anteriores se explica en gran medida por la caída en los niveles de tráfico del año 2018. Dada la actual situación económica de Argentina y los menores niveles de turismo hacia el exterior, la expectativa de crecimiento de tráfico en 2019 es baja.

Posibilidad de Incrementar tarifas de Peaje

De acuerdo con las disposiciones del MTOP, las tarifas de peaje se ajustan por una fórmula paramétrica cada cuatro meses. 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, salarios medios de obreros de la construcción, tipo de cambio y precio del gasoil.

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 últimos cuatro años con ajustes tarifarios por encima.

Condición de los activos y necesidades de capital

El plan de obras contemplado (obras comprometidas) es ambicioso, alcanzando un compromiso de inversiones de USD 3500 millones en 20 años. El plan contempla mayormente obras de mantenimiento y mejoramiento sin que se vislumbren proyectos de gran complejidad, sino más bien una gran diversidad de obras de menor envergadura, que estarán distribuidas a lo largo del periodo de concesión.

Para el año 2019 y de acuerdo al plan de obras previsto, se estima una inversión de USD 331 millones lo que significaría un adelanto de inversión respecto al Contrato de Concesión vigente que estipula una ejecución por USD 281 millones. De esta manera CVU acumularía USD 1025 millones de inversión en los últimos cuatro años, aproximadamente USD 256 millones de sobre-ejecución respecto de los montos estipulados en el contrato de concesión. La inversión remanente será financiada a través de la tercera emisión del programa, el cobro de subsidios y la recaudación de peajes, no previéndose así endeudamiento con organismos multilaterales.

Cabe destacar que la concesión contiene una cláusula de mitigación de riesgo de demanda, por la cual si los ingresos reales están por debajo de los ingresos estimados, se ajusta a la baja el requerimiento de inversión de ese período (y viceversa). De todas formas, dada la estructura de emisión de los títulos, el repago de la deuda siempre mantiene prioridad sobre el gasto comprometido (es decir, se paga primero la deuda y los recursos remanentes se aplican al plan de obras), lo cual da un respaldo significativo al repago de los títulos de deuda.

Limitaciones al crecimiento

En el corto a mediano plazo no se vislumbra que sean requeridas grandes inversiones de capital que impidan acomodar el crecimiento esperado del tráfico. A más largo plazo, la ruta Inter-balnearia podría requerir una expansión significativa, inversión que no sería compleja y estaría sujeta al financiamiento disponible.

Experiencia y Motivación de los Responsables, Socios o Patrocinadores

CVU es una empresa privada 100% propiedad de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) - persona jurídica de derecho público no estatal. CVU fue constituida con el único objeto de ejercer los derechos y cumplir con las obligaciones estipuladas en el Contrato de Concesión, con lo cual sus intereses están 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 tanto, se evidencia también alineamiento con las políticas públicas emanadas del Estado y del MTOP en relación a la concreción de las obras del proyecto.

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 US\$ 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 inscritas 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.

Estructura Financiera y coberturas de intereses y del servicio de la deuda.

La emisión de los Títulos de Deuda se ha estructurado de forma tal que los ingresos por los peajes serán destinados a un 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, gastos del fideicomiso, pagos bajos los Títulos de Deuda. Todos los otros componentes de la concesión están totalmente separados de la estructura del fideicomiso.

Moody's ha calculado de esta forma el ratio de cobertura de servicio de la deuda (DSCR). 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. Los indicadores promedio han sido calculados luego de considerarse el máximo nivel de endeudamiento esperado.

	Management	Moody's Caso Base	2018
DSCR (promedio 2019-2035)	3.7x	2.6x	4.4x
Deuda ingresos (máximo 2019 -2035)	9.2x	10x	6.3x

Los indicadores correspondientes a 2018 corresponden a los cálculos realizados por Moody's teniendo en cuenta los ingresos, gastos, y servicios de deuda reales del fideicomiso. Debe tenerse en cuenta que durante el ejercicio 2018 habían sido emitidas las serie 1 a 4 de los títulos de deuda (aproximadamente USD 287 millones). Para el ejercicio 2019 se incorporaran las notas por USD 163 millones correspondientes a las Series 5 y 6 restantes de acuerdo al programa autorizado de emisión.

Soporte de terceros, como seguros y/o garantías

Por tratarse de títulos de deuda estructurados bajo la figura de un fideicomiso financiero, los soportes adicionales surgen de la propia estructura del fideicomiso (Ver características del instrumento)

Análisis de las Características particulares del Instrumento - Características de la Emisión

1. Grado de Preferencia del Instrumento

Los títulos de deuda serán títulos escriturales, a ser emitidos en dólares, pesos uruguayos ajustables por inflación (UI) y pesos uruguayos ajustables por la variación de los salarios (UP), y serán emitidos pari-passu entre las diferentes series bajo el programa. Toda deuda adicional deberá ser subordinada a los títulos de deuda.

2. 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 títulos.

3. 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 fondearan 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.

Otras Características de La Emisión

Monto de la Emisión: Programa de emisión por hasta USD 450 millones

Moneda: Cada serie se emitirá en dólares, en pesos uruguayos ajustables por inflación (UI) y en pesos uruguayos ajustados por la variación de los salarios (UP), como se detalla a continuación:

- 2017: USD 100 millones (USD 80 m en pesos ajustables por UI y USD 20 m en dólares)
- 2018: USD 187 millones (USD 151 m en pesos ajustables por UI; USD 36 m en dólares)
- 2019: USD 163 millones (USD 135 m en pesos ajustables por UP; USD 28 m en dólares)

Estructura: los títulos de deuda serán emitidos bajo la figura de un fideicomiso financiero. Los activos del fideicomiso estarán constituidos por la recaudación de peajes de los usuarios.

Vencimiento Final: 2034

Mínima cobertura requerida de servicios de la deuda (RCVP): 1.2 veces

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: Tendrá el siguiente esquema:

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

Calificaciones Asignadas

Escala Nacional: Aa2.uy

Escala Global: Baa3

Perspectiva: Estable

Aa.nn: Los emisores o emisiones con calificación Aa.nn muestran una sólida capacidad de pago con relación a otros emisores locales. Moody's utiliza modificadores numéricos 1, 2 y 3 en cada categoría de calificación genérica desde la Aa.nn a la Caa.nn (por ejemplo, Baa3.nn). El modificador 1 indica que la calificación se ubica en el rango más alto de su categoría; el modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría y el modificador 3 indica una clasificación en el rango más bajo de esa categoría de calificación genérica.

Estados contables Resumidos de Corporación Vial del Uruguay

<i>En millones de ARS</i>	2016	2017	2018
ESTADO DE RESULTADOS			
Ingresos por Ventas	5,269	11,111	14,379
Resultado Bruto	1,022	1,624	2,200
EBITDA	967	1,583	2,356
EBIT	167	482	923
Intereses	103	268	611
Resultado Neto	67	200	281
FLUJO DE CAJA			
Fondos de las Operaciones (FFO)	(271)	(3,351)	(6,197)
Dividendos	-	-	-
Flujo de Fondos Retenido (RCF)	(271)	(3,351)	(6,197)
CAPEX	6	2	1
Flujo de Fondos Libre (FCF)	(736)	(4,730)	(7,439)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL			
Caja e Inversiones	1,072	625	1,338
Activos Corrientes	3,781	5,070	7,476
Bienes de Uso	14	9	7
Intangibles	331	3,848	11,069
Total Activos	7,211	12,774	22,773
Deuda Corto Plazo	1,761	1,585	2,932
Deuda Largo Plazo	3,443	7,849	15,987
Total Deuda	5,204	9,434	18,919
Total Pasivo	6,301	11,719	21,400
Patrimonio Neto	910	1,055	1,373

Información contable ajustada correspondiente a los Estados Financieros de CVU.

Indicadores Principales

Rentabilidad	2016	2017	2018
Margen Operativo %	3,8%	4,3%	5,6%
Margen EBITDA %	18,3%	14,2%	16,4%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	7,6%	20,4%	23,1%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	1%	2%	1,6%
Cobertura	2016	2017	2018
EBIT / Intereses	1,6x	1,8x	1,5x
EBITDA / Intereses	9,3x	5,9x	3,9x
(FFO + Intereses) / Intereses	-1,6x	-11,5x	-9,1x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	9,3x	5,9x	3,9x
Endeudamiento	2016	2017	2018
Deuda / EBITDA	5,4x	6,0x	8,0x
Deuda / Capitalización	85,1%	89,9%	93,2%
FFO / Deuda	-5,2%	-35,5%	-32,8%
CFO / Deuda	-14%	-50,1%	-39,3%
FCF / Deuda	-14,1%	-50,1%	-39,3%
Liquidez	2016	2017	2018
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	132,3%	131%	138,1%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	60,9%	39,4%	45,6%
Indicadores Específicos	2016	2017	2018
(FFO + Intereses) / Intereses	-1,6x	-11,5x	-9,1x
FFO / Deuda	-5,2%	-35,5%	-32,8%
RCF / Deuda	-5,2%	-35,5%	-32,8%

Indicadores calculados con cifras ajustadas, en base a los Estados Financieros de CVU.

Información Utilizada

- » El presente dictamen fue elaborado con fecha de 30 de Abril de 2019, habiéndose utilizado la siguiente información:
- » Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de títulos emitidos por empresas.
- » Borrador de prospecto de emisión de los títulos de deuda provisto por la empresa.
- » Memoria y Estados contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 31/12/2018 y anteriores de CVU.
- » Estados contables anuales auditados correspondientes al ejercicio económico del 31/12/2018 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 31/10/2018
- » Contrato de Concesión y Adenda.
- » Información complementaria provista por la empresa (datos históricos de tráfico, recaudación de peajes, etc.).
- » Información complementaria correspondiente al Ministerio de Turismo de Uruguay



Report Number: 194509

Author
Daniela Cuan

Asociado de Producción
Masaki Shiomi

© 2019 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 ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. 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 DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S 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. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS 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 DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S 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 DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S 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 de 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 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 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 MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – 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 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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación 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.