

Corporación Vial del Uruguay S.A.

CVU Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ON serie 1 por US\$ 7,5 MM	AAA(uy)
ON serie 2 en pesos reajustados por Uls por UR\$ 180 MM	AAA(uy)
ON serie 3 por US\$ 7,5 MM	AAA(uy)
ON serie 4 en pesos reajustados por Uls por UR\$ 160 MM	AAA(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	31/10/12 12 meses	31/10/11 12 meses
Total Activos (\$ miles)	5.539,2	5.737,4
Total Deuda Financiera (\$ miles)	4.227,5	4.069,2
Ingresos (\$ miles)	1.714,3	1.664,1
EBITDA (\$ miles)	881,1	381,2
EBITDA (%)	51,4	22,9
Deuda/ EBITDA	4,8	10,7
EBITDA/ intereses	9,8	4,6

Informes relacionados

[Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance, 11 July 2012](#)

[Manual de Calificación registrado ante el BCU.](#)

Analistas

María Camila Bernal
+571-326-99-99
maria.bernal@fitchratings.com

Gabriela Catri
+5411-5235-8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Factores Relevantes de la Calificación

Bajo riesgo de demanda: CVU recibe subsidios del MTOP por un monto fijo anual de US \$24 millones, lo que representa en promedio desde 2009 un 53,7% del ingreso total de la concesión, el cual no está expuesto a riesgo de demanda. La concesión opera una red de carreteras de 1.600 y es estratégica para el país. En muchos casos, sus carreteras son la única alternativa de viaje y, en otros casos, ahorran considerablemente tiempos de desplazamiento.

Adecuada capacidad de ajuste de tarifas: Sujeto a previa autorización del gobierno nacional vía decreto, el concesionario tiene el derecho de ajustar las tarifas cuatrimestralmente en Abril, Agosto y Diciembre, siguiendo la fórmula predeterminada en el contrato. La fórmula contempla 45% la variación de la inflación (IPC) y 55% cambio en la variación de tipo de cambio USD/UYU. Este cálculo permite darle una cobertura a los ingresos de peajes y los pagos del servicio de deuda en dólares, permitiendo un flujo de caja más predecible.

Plan de renovación de infraestructura flexible: Las obligaciones de inversión de CVU varían de acuerdo a los ingresos del proyecto y por ende a la demanda del activo, permitiendo mantener adecuados niveles de liquidez. A octubre 2012, se han completado USD 610.4 millones acumulados de inversión, un 70,9% del total exigible a 2020.

Estructura sólida: El 78.5% de los ingresos por peaje, neto de impuestos, es destinado prioritariamente al repago mensual de la deuda sin distribuciones de dividendos, y con 100% de barrido de caja. Si bien las series están atadas a tasas de interés flotantes, el costo financiero está incluido dentro del compromiso de inversión anual. En cuanto a la composición de la deuda, la mitad de las ONs están denominadas en dólares y la otra mitad en pesos uruguayos, mitigando el riesgo de diferencia en cambio entre el recaudo y el servicio de deuda. Existe una alta sobrecolateralización en los flujos de caja establecidos para el repago de deuda, debido a que inicialmente fue estimado para un programa total de USD 100 millones.

Fuertes métricas crediticias: Dada la estructuración de la emisión así como el comportamiento positivo del tráfico reflejado en los ingresos crecientes, Fitch estima que el repago total de las emisiones será en el segundo semestre de 2013, 7 años antes de su fecha de vencimiento legal en octubre de 2020. En Agosto de 2012 se comenzó a amortizar mensualmente a capital en todas las series, finalizando el año con un indicador DSCR de 4,0 veces.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Cambios adversos significativos y prolongados en la demanda y/o tarifas podrían resultar en una acción negativa de calificación o perspectiva.

Garantías de la Emisión

El repago de cada una de las series de ON está garantizado con la cesión a un Fideicomiso de Garantía del derecho de crédito sobre 78,5% de los ingresos por peaje, netos del IVA.

Hechos Recientes

Al cierre fiscal de 2012 CVU reportó tráfico total por 25.9 MM de vehículos, un incremento del 8.4% nominal versus el mismo período de 2011. Después de varios años de crecimientos importantes, debido a acontecimientos puntuales la agencia nota que el crecimiento del tráfico de la vía puede estar llegando a su madurez. No obstante, el comportamiento del tráfico está correlacionado con el comportamiento de la economía de Argentina así como a la dinámica de la economía nacional. Los ingresos por cuota de peaje tuvieron un incremento de 4.7% en términos nominales, alcanzando los \$1.136 millones (US\$55.6 millones) comparado a los \$1.085 millones en 2011.

Liquidez y Estructura de capital

El margen de EBITDA a octubre 2012 (12 meses) se ubicó en 51.4%, aunque es un nivel mayor al observado en años anteriores, esto no fue consecuencia de una mejora sustancial en el desempeño operativo de CVU. El incremento en el margen EBITDA corresponde a los cambios contables introducidos a partir de noviembre de 2011, fecha a partir de la cual no es obligatorio el ajuste por inflación. Por otro lado, el flujo de fondos refleja el buen desempeño del tráfico, control del gasto y la adecuada ejecución de obras a la fecha. A octubre 2012, la generación de efectivo fue de \$195.7 millones que se compara favorablemente contra el mismo período de 2011. El saldo final de efectivo para el período asciende a \$450.9 millones.

Al cierre de 2012, el pasivo financiero de CVU alcanzó \$4,227.5 (aproximadamente US\$ 201.3 MM). CVU detentaba niveles de endeudamiento neto contra EBITDA reportado de 4.8x y cobertura de intereses con EBITDA de 9.8x. El nivel de caja e inversiones corrientes se ubicó en el orden de los US\$ 73,9 MM, cubriendo en 1.8x los compromisos financieros de corto plazo. Asumiendo que no habrá nuevas emisiones de ONs y que el tráfico crezca de manera conservadora, Fitch espera que las ONs emitidas se paguen en su totalidad en el primer semestre del 2013.

Perfil

CVU es una compañía privada constituida el 29-Oct-2001, que tiene por única actividad la operación por mega-concesión de una red vial hasta 18 años, otorgada por el Ministerio de Transporte y Obras Públicas (MTO) de Uruguay. La concesión abarca aproximadamente 1600 Km, que representan el 50% de la red primaria nacional, 100% del corredor turístico y 80% de los corredores internacionales (ver anexo IV). En diciembre'07 CVU incorporó a su concesión la operación de la Ruta Interbalnearia, anteriormente concesionada por Consorcio del Este. El sistema de carreteras de CVU opera a través un sistema de peaje abierto con 13 plazas de peaje troncales localizadas a lo largo de las carreteras. El cobro del peaje inició en 2003.

Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) es propietario del 100% del capital social de CVU. CND es una empresa pública no estatal creada en 1985 para servir como facilitador para la ejecución de la política pública orientada al desarrollo. CND tiene patrimonio propio y su presupuesto es proyectado y aprobado por la propia entidad. El capital accionario pertenece en un 100% al Estado Uruguay, aunque existe la posibilidad legal de participación accionaria privada hasta en un 40%.

Las autopistas son operadas y manejadas adecuadamente desde 2002 por CVU. CVU es responsable de realizar por sí misma o a través de terceros los servicios de operación y mantenimiento (O&M) de la red vial. En contrapartida, CVU percibe ingresos por peajes y subsidios provenientes del MTOP. Adicionalmente, con el objetivo de aprovechar la experiencia, infraestructura y conocimiento de la Dirección Nacional de Vialidad, CVU firmó un contrato con la misma para asistencia técnica.

Actualmente CVU opera y mantiene directamente casi toda la red vial concesionada y todos los puestos de peaje con excepción de tres (Capilla de Cella en Ruta 9 y Pando y Solís en Ruta Interbalnearia) cuya explotación y mantenimiento están a cargo de Construcciones e Instalaciones Electromecánicas S.A. (Ciemsa) bajo un contrato de 1 año hasta abril'13. Ciemsa es un proveedor de servicios de construcción, montaje suministro de equipos, y O&M de infraestructura en Uruguay desde 1980.

No obstante, CVU está buscando terciarizar los 10 peajes que actualmente opera adicional a los 3 que opera Ciemsa, de tal manera que todos los peajes sean operados por terceros a partir de mayo'13. Actualmente varias empresas participaron en la licitación pública para el manejo de los peajes, se espera la operación sea manejada por dos empresas divididas por zona oeste y zona este.

Marco Legal

La concesión vial fue otorgada a CND en 2001 y cedida a CVU en 2003, siendo esta responsable de realizar la gestión de bonificados y exentos, recaudación de las tarifas de peaje, custodia y traslado de la recaudación, así como el mantenimiento de la red vial. En contrapartida, CVU percibe ingresos por peajes y subsidios provenientes del MTOP. En opinión de Fitch, el contrato de concesión es fuerte al introducir diversos mecanismos para garantizar que el resultado económico anual del concesionario se mantenga inalterado ante cambios en diversas variables.

CVU se compromete a realizar un nivel de gasto de US\$ 861.864.000 en términos nominales durante los 18 años de la mega-concesión hasta 16-Oct-2020, y corresponde a la suma de los egresos a realizar en contrataciones, gestión, construcción, operación, mantenimiento, explotación y financiamiento indicado o aprobado por el concedente. El valor del gasto comprometido es ajustable anualmente en función de los parámetros establecidos en dicho convenio, considerando fundamentalmente: a) cumplimiento en el pago de los subsidios por parte del MTOP, b) cumplimiento de las obligaciones de ejecución de obra por CVU, c) ingresos percibidos por peajes y d) a partir de año fiscal 2009 (FY09) nivel de los gastos financieros. Por ejemplo, si los ingresos por peajes superan a los estimados, aumenta el compromiso de gasto del concesionario, y si dichos ingresos están por debajo de los estimados el compromiso de gasto disminuye.

El gasto comprometido ejecutado fue de US\$610.463.550 al cierre del FY12 y US\$ 533.216.3541 al cierre del FY11. Es de mencionar que de las USD \$88.7 millones de obras programadas para el 2012 únicamente se ejecutaron \$46.6 millones, es decir un 52% aproximadamente. Adicionalmente, quedaron USD \$8 millones de subsidios pendientes a transferir de parte Del MTOP; CVU estima recibir este monto durante el 2013 para un total de USD \$32 millones. Para el 2013 se tiene programado un volumen de obras del orden de US\$88.9 millones, aproximadamente.

Adicionalmente, en julio de 2009 se celebró un acuerdo específico entre el MTOP, el Ministerio de Economía y Finanzas, la CND y la CVU, que tiene por objeto ejecutar un conjunto de obras de infraestructura contenido en el Programa de Obras I – 2009 del MTOP por un monto de US\$98.835.000. Con el propósito de la ejecución de estas obras la CVU

recibirá una contribución o subsidio del MTOP de US\$ 104,5 millones. A octubre de 2012 la CVU lleva ejecutadas obras relacionadas a este programa por un monto de aproximadamente US\$88 millones y espera recibir últimos desembolsos para estas obras en Mayo de 2013. Asimismo, de acuerdo a la resolución PE N047/2011 se le encargo a CVU realizar unas obras adicionales por las cuales recibió un subsidio extraordinario por \$496 millones. A octubre 2012 se habían ejecutado obras por \$493.2 millones, con lo cual se espera se finalicen también este año.

Las tarifas están denominadas en pesos uruguayos (\$) y sujetas a ajustes automáticos en los meses de abril, agosto y diciembre, con base en la variación en el dólar (55%) y la variación en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) (45%). En el año 2012 las tarifas generales aumentaron un 7,2% en todas las categorías frente a las mismas en el 2011. La nueva tarifa rige por decreto. El concesionario hace los cálculos y los aprueba el MTOP.

En el mes de junio de 2008, CVU y el MTOP iniciaron la renegociación del contrato de concesión vigente. Los principales cambios aprobados tras la renegociación se describen a continuación. En opinión de Fitch, estos cambios otorgan mayor certidumbre al flujo de fondos de la compañía. Los mismos, sin embargo, tuvieron como contrapartida un incremento en las inversiones comprometidas que disminuye el margen de la operación de CVU.

- Minimización de riesgos para el concesionario: el valor presente de egresos (VPE) se sustituye por un nivel de gasto comprometido, que incorpora a su vez el gasto financiero a partir del FY09. En caso de producirse cambios significativos en las tasas que deriven en un mayor costo financiero, con el nuevo contrato este incremento de costos es incluido en el gasto comprometido. De este modo, se simplifica el control de la concesión y se elimina la extinción de la concesión por cumplimiento de la meta contractual (si se llega al monto de gasto comprometido, el mismo queda congelado y la administración de la concesión queda en manos de CVU).
- También, se eliminan los niveles de servicios establecidos, y las obras obligatorias cambian por un esquema de obras prioritarias o adicionales.
- Incremento de los ingresos: los subsidios anuales crecen de US\$ 15 millones a US\$ 24 millones hasta el final de la concesión, a partir de noviembre'07.
- Adecuación de los costos futuros: se adaptaron los costos de mantenimiento ante el escenario esperable de mayores costos.
- Se explicitan las responsabilidades del MTOP por las tareas que realiza.

La red vial de CVU se encuentra localizada estratégicamente sin rutas alternativas y concentrando más del 80% del tráfico nacional. El tránsito de la Ruta Interbalnearia y del tramo Arroyo Solís Grande de la Ruta 9 (forman parte de la concesión desde diciembre'07) sumado al tránsito del tramo Río Santa Lucía en la Ruta 1 (transferido en mayo'06) dan cuenta de más del 60% del tránsito total en los puestos de peaje (64% y 65% en FY12 y FY11, respectivamente).

La red vial presentó crecimientos del orden del 8% anual, ligeramente abajo del crecimiento económico de Uruguay. Las tasas de crecimiento históricas de dos dígitos corresponden a períodos donde algunos tramos fueron adicionados a la concesión y/o temas coyunturales regionales (re-apertura de puente General San Martin). En el FY12 todas las plazas de peaje mostraron crecimientos anuales en promedio de 7% con los mayores crecimientos presentándose en los peajes de Cufre, La Barra y Pando.

Año	Crecimiento en el PIB real de Uruguay (%)	TMDA (CY)	Variacion	TMDA (FY)	Variacion
2004	12,3%	14.169		13.963	
2005	6,6%	14.828	4,7%	14.722	5,4%
2006	4,3%	22.446	51,4%	21.071	43,1%
2007	7,5%	23.251	3,6%	22.991	9,1%
2008	8,5%	50.397	116,8%	45.094	96,1%
2009	2,9%	54.253	7,7%	54.037	19,8%
2010	5,5%	57.697	6,3%	56.296	4,2%
2011	8,8%	66.779	15,7%	65.377	16,1%
2012	3,8%	71.518	7,1%	70.570	7,9%

TMDA - Trafico Medio Diario Anual; CY - Año calendario terminado en Diciembre;
FY- Año Fiscal, terminado en octubre;

El tránsito está compuesto fundamentalmente por vehículos livianos (categorías 1 y 2), característica que se profundiza con la incorporación de la Ruta Interbalnearia, ya que representan aproximadamente el 83% del tráfico total. El resto se distribuye entre ómnibus 8,5% (categorías 3 y 4) y camiones 8,7% (categorías 5 – 7). Sin embargo, la participación en el recaudo del 7% de la categoría 7 es importante dado al mayor precio que se cobra a estos vehículos. Si bien la base de tráfico contiene alta participación de vehículos livianos, que se traduce en flujos de caja más predecibles, el comportamiento Del trafico está altamente correlacionado a los ciclos económicos nacionales y regionales.

El tránsito en los peajes de la concesión es estacional, destacándose en ello la Ruta Interbalnearia que es sustancialmente más marcada (los tres meses de verano diciembre/febrero y a veces Marzo según se celebra la semana santa). Los tres meses de verano han concentrado históricamente el 33% del tráfico, al igual que em el FY12.

Estructura de la Emisión de Obligaciones Negociables

Las ONs emitidas por un valor total de US\$30 millones forman parte de un Programa de Emisión de ONs por US\$100 millones registrado en mayo de 2007 que fue creado con el propósito de financiar grande parte del plan de inversiones. La estructura de las ONs contempla dos cuentas (cuenta recaudadora y cuenta servicio de deuda) en propiedad fiduciaria por Crédit Uruguay Banco S.A. a favor de los inversionistas, así como una cuenta de libre movimiento de propiedad de CVU (cuenta CVU).

Cuenta recaudadora. Cuenta en donde se depositan todos los ingresos por peaje (incluyendo IVA) y los créditos por indemnizaciones que eventualmente se reciban del gobierno (excepto subsidios) y para posteriormente transferirlos a otras cuentas de acuerdo al siguiente orden de prelación: i) 100% del IVA a la cuenta CVU, ii) 21.5% de los ingresos por peajes, netos del IVA a la cuenta CVU, y iii) el remanente a la cuenta servicio de deuda.

Cuenta servicio de deuda. Recibe el 78.5% de los ingresos por peaje, netos del IVA, y cualquier indemnización por parte del gobierno (excepto subsidios) y los destinada a los siguientes usos: i) pago de gastos del fideicomiso, ii) durante el período de gracia, pago de los intereses y transferencia del remanente a la cuenta CVU, y iii) después del período de gracia, pago de intereses y amortización del principal con el remanente.

Cuenta CVU. Cuenta donde se depositan 100% del IVA y 21.5% de los ingresos por peaje (y cualquier remanente de caja proveniente de la cuenta servicio de deuda, durante el período de gracia). CVU usa estos recursos libremente, principalmente para pagar gastos operacionales y financieros de otras deudas.

Covenants. CVU se obliga a cumplir las siguientes obligaciones: a) mantenerse corriente con otras obligaciones con instituciones financieras o de crédito, del país o del exterior; b) no pagar dividendos; c) no realizar, aceptar ni convenir modificaciones en el esquema de peajes vigente que impliquen una disminución mayor al 15% de los ingresos por tarifas de peaje.

Seguros durante la operación. CVU tiene contratada pólizas de seguros, de las cuales debe mantener vigentes en su calidad de servicer: a) por daño en el equipamiento de recaudación y en las instalaciones; b) de responsabilidad civil extra contractual por los daños y perjuicios que en la recaudación de peajes pudiera ocasionarse; c) por recaudación de peajes, cuyos derechos fueron cedidos al Fideicomiso en garantía.

Perfil Financiero

CVU redefinió su estrategia de financiamiento para aprovechar oportunidades con condiciones favorables, contratando además de las ONs, líneas de crédito de largo plazo obtenidas con el Credit Uruguay Banco (US\$ 10 millones), el Nuevo Banco Comercial (US\$ 10 millones), la Corporación Andina de Fomento (US\$ 70 millones) y el Banco Interamericano de Desarrollo (US\$ 100 millones, con desembolsos acumulados de US\$ 96 millones hasta el cierre del FY12). No se proyecta mayor endeudamiento a la fecha de este reporte.

A octubre'12, el endeudamiento de CVU alcanzó \$4,227.5 MM, aproximadamente US\$ 201.3 millones, que incluye las ONs emitidas (US\$ 30 millones), y líneas de crédito de largo plazo. El saldo de las ONs a octubre 2012 es de US\$20.9 millones.

Los préstamos con Credit y NBC se encuentran garantizados con la cesión de los subsidios, mientras que las deudas con CAF y BID se pagan con ingresos remanentes y cuentan con la garantía solidaria del Estado Uruguayo. Se prevé que ante las actuales condiciones de mercado la compañía no realice por ahora emisiones adicionales bajo el programa de ONs, y por el contrario, recurra a otras fuentes de financiamiento más convenientes para fondear los gastos comprometidos como por ejemplo los préstamos otorgados por el BID.

Las principales exposiciones de riesgo de las ONs son de demanda y de tasa de interés variable, sin embargo, las mismas se encuentran muy bien mitigadas por una sólida cartera de carreteras, concentrando más del 80% del tráfico total pasante en todo el país, y ajustes tarifarios automáticos, que se traduce en flujos de caja más predecibles así como un esquema de amortización variable sujeto a la disponibilidad de fondos y sin distribuciones de dividendos (100% barrido de caja).

Por otra parte, mientras 100% de los peajes son cobrados en pesos uruguayos, aproximadamente 50% de las ONs están denominadas en dólares, no obstante, este riesgo cambiario también se encuentra mitigado gracias a la base de ajuste de las tarifas (55% variación del dólar y 45% variación del IPC). Las ONs no presentan riesgo de cola (tail risk o riesgo de extinción de la concesión antes del vencimiento de la deuda), dado que el fideicomiso se extingue cuando se encuentren canceladas las ONs en su totalidad, permaneciendo vigente aún en casos de extinción de la concesión. En estos casos, el fideicomiso continuaría alimentándose con la recaudación de las tarifas de peaje y cualquier eventual indemnización por parte del gobierno. Las ONs tampoco están expuestas al riesgo de sobrecostos una vez que el nivel de deducciones sobre los ingresos netos por peajes se encuentra acotado a 21.5%.

Asumiendo que no habrá nuevas emisiones de ONs y que el tráfico crezca a tasas muy conservadoras, Fitch espera que las ONs emitidas se paguen en su totalidad en el segundo semestre de FY13.

Cálculo de Coberturas de Deuda de Servicio de Deuda (DSCR)

Año Fiscal	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Año de Concesion	5	6	7	8	9	10
78.5% de ingresos netos por peajes (US\$000)	12.375	25.055	28.065	33.971	42.356	44.181
Servicio de deuda Ons (US \$000)	469	750	1.587	1.728	1.728	10.919
DSCR (x)	26,4x	33,4x	17,7x	19,7x	24,5x	4,0x

Fuente: CVU

Es de mencionar que el período de gracia a capital de las ONs culminó en Agosto 2012, con lo cual el servicio de la deuda pasó a ser mensual de trimestral. Es así como durante los últimos cuatro meses Del 2012 se comenzó a amortizar a capital las cuatro series de las ONs.

Entretanto, las deudas bancarias (en su totalidad denominadas en dólares) están expuestas a diversos riesgos, principalmente: atraso en los pagos de subsidios, operacional/sobrecostos, de tasa de interés, cambiario (excepto en el caso de las deudas con Credit y NBC) y de tránsito (después del vencimiento de las ONs), los cuales se encuentran mitigados por el mecanismo de ajuste del nivel de gasto comprometido. Los financiamiento con Credit y NBC no están expuestos al riesgo cambiario ya que los subsidios están denominados en dólares.

Anexo I. Resumen Financiero

Nota: a partir de Noviembre 2011 ya no se ajustan los E.E.F.F por inflación

Resumen Financiero - Corporación Vial del Uruguay					
(miles de UR\$, año fiscal finalizado en octubre)					
Tipo de Cambio UYU/USD al final del período	21,00	19,85	20,25	21,05	23,45
Multiplicador de Inflación	1,00	1,00	1,08	1,15	1,23
	oct-12	oct-11	oct-10	oct-09	oct-08
	12	12	12	12	12
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	881.125	381.161	441.645	415.567	369.595
Margen de EBITDA	51,4	22,9	14,9	11,3	24,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	4,8	(0,2)	4,3	(2,2)	24,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,2	4,9	14,2	(29,3)	(130,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	7,3	(4,6)	(3,3)	3,4	(53,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,8	(0,1)	2,4	(0,9)	9,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	9,8	4,6	4,6	3,2	3,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	1,0	3,8	0,7	0,5
FGO / Cargos Fijos	2,8	(0,1)	2,4	(0,9)	9,5
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,4	4,4	(1,5)	(2,7)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	4,9	12,2	(1,0)	(2,3)
FCO / Inversiones de Capital	13,0	38,5	174,0	(48,9)	0,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	17,0	(372,9)	19,3	(38,1)	3,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,8	10,7	10,2	11,2	9,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	6,2	8,1	10,4	8,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,2	2,1	2,0	2,7	3,4
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2
Balance					
Total Activos	5.539.181	5.737.425	5.756.841	5.857.669	6.822.368
Caja e Inversiones Corrientes	1.552.102	1.720.357	905.398	332.693	247.178
Deuda Corto Plazo	875.907	303.840	20.106	506.476	596.845
Deuda Largo Plazo	3.351.666	3.765.311	4.471.648	4.142.968	2.886.643
Deuda Total	4.227.573	4.069.151	4.491.754	4.649.444	3.483.488
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.227.573	4.069.151	4.491.754	4.649.444	3.483.488
Deuda Fuera de Balance					
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.227.573	4.069.151	4.491.754	4.649.444	3.483.488
Total Patrimonio	938.766	872.416	910.186	940.957	469.788
Total Capital Ajustado	5.166.339	4.941.567	5.401.940	5.590.401	3.953.276
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	158.767	(93.710)	136.416	(250.425)	852.269
Variación del Capital de Trabajo	(118.439)	176.700	285.263	(810.601)	35.082
Flujo de Caja Operativo (FCO)	40.328	82.990	421.679	(1.061.026)	887.351
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3.100)	(2.153)	(2.424)	(21.713)	(2.870.021)
Dividendos					
Flujo de Fondos Libre (FFL)	37.228	80.837	419.255	(1.082.739)	(1.982.670)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto					
Otras Inversiones, Neto	(353)				
Variación Neta de Deuda	158.920	(421.824)	(155.839)	1.168.248	2.110.055
Variación Neta del Capital					
Otros (Inversión y Financiación)					
Variación de Caja	195.795	(340.987)	263.416	85.509	127.385
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.714.279	1.664.082	2.956.944	3.691.768	1.514.653
Variación de Ventas (%)	3	(35)	(20)	144	41
EBIT Operativo	114.623	(235.073)	(135.420)	(131.216)	(235.609)
Intereses Financieros Brutos	90.328	82.799	96.344	128.524	99.973
Resultado Neto	66.351	(37.731)	(30.841)	23.738	(325.197)

Anexo II. Glosario

- (1) Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance: Metodología de Calificación para Infraestructura y Financiamiento de Proyectos; disponible en www.fitchratings.com
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III: Contrato de concesión

Causales de extinción del contrato. 1) Por incumplimientos graves del concesionario, 2) por incumplimientos imputables al concedente (MTO), 3) por fuerza mayor, 4) por logro de la meta contractual. En los casos de extinguirse el contrato de concesión por acto unilateral o incumplimiento de MTO, el mismo está obligado a indemnizar a CVU, estando determinado que la misma no podrá ser inferior al total de la deuda vigente asumida por CVU y aportes de capital realizados. Esta indemnización se encuentra comprendida en la cesión que efectuó CVU al Fideicomiso.

Tarifas de Peajes. Están denominadas en UR\$, sujetas a ajustes cuatrimestralmente en los meses de abril, agosto y diciembre, en base a una fórmula que tiene la base de ajuste un 55% por variación dólar y 45% por variación en el IPC.

Subsidios del MTO. El contrato de concesión incluye el derecho a percibir un subsidio anual fijo de US\$ 24 MM (US\$ 15 MM hasta 2007). Si bien el no pago del subsidio se compensa con menor gasto obligatorio del concesionario, el mismo no deja de constituir una deuda del MTO.

Patrocinador

El patrocinador (sponsor) del proyecto es la CNR y en forma indirecta el Gobierno uruguayo. A pesar de que no existe ningún tipo de garantía directa otorgada a favor de CVU, se considera manifiesto su apoyo a partir de las líneas de créditos gestionadas ante la CAF, las el BID, y las características propias de la concesión.

Construcción de las obras

El contrato de concesión establece como obligaciones principales del concesionario: a) la gestión técnica-administrativa de la concesión; b) la construcción de obras obligatorias y de mantenimiento; c) la operación de servicios a los usuarios, y d) la explotación de los puestos de peaje.

El concesionario se compromete a realizar un nivel de gasto de US\$ 861.864.000 durante los 18 años de la concesión. Dentro de la gestión de obras a realizar por CVU, se determinan las prioritarias y las adicionales. Estas últimas serán realizadas siempre que el gasto realizado no

haya superado al comprometido y se cuente con los recursos para las obras prioritarias a lo largo de toda la concesión.

Los gastos requieren ser autorizados por el concedente. Para otorgar esta autorización, el concedente exige que se cumplan con requisitos de transparencia e igualdad de los oferentes en los procedimientos competitivos llevados adelante para la selección de los proveedores y contratistas (licitaciones).

Contrato de asistencia técnica

Con el objetivo de aprovechar la experiencia, infraestructura y conocimiento de la Dirección Nacional de Vialidad, CVU firmó un contrato con la misma para asistencia técnica. Las erogaciones por este cargo no superan los US\$ 350.000 anuales, vigente hasta el 2020.

Operación y mantenimiento

El servicio de operación (gestión de bonificados y exentos, recaudación de las tarifas de peaje y custodia y traslado de la recaudación) y mantenimiento de los puestos de peajes está a cargo de CVU. El saldo de ingresos por peaje, una vez neto del IVA y servicio de deuda de las ONs, es transferido a CVU para cubrir este servicio de O&M y demás actividades de CVU.

Anexo IV: Información de gestión

Rutas operadas

- Ruta 1, entre los Accesos a Montevideo y la ciudad de Colonia.
- Ruta 2, entre la ciudad de Cardona y el puente internacional San Martín (incluye accesos a Fray Bentos y Ramal al puerto).
- Ruta 3, entre el A°Grande (sur) y la ciudad de Salto (incluye accesos a la represa).
- Ruta 5, entre la localidad de Centenario y la ciudad de Rivera.
- Ruta 8, entre la ciudad de Minas y la ciudad de Treinta y Tres.
- Ruta Interbalnearia, entre ruta 101 y la ciudad de Punta del Este, integrados por: (i) ruta Interbalnearia, entre la ruta 101 y la ruta; (ii) ruta 99, entre la ruta Interbalnearia y la ruta 9; (iii) ruta 9, entre la ruta 99 y la ruta 93; (iv) ruta 93, entre la ruta 9 y ruta 10; (v) ruta 10, entre A° Potrero y Camino Lussich.
- Ruta 9, entre la ruta 8 y la ruta 99, y entre la ruta 93 y la ciudad de Rocha (incluye ramas de pasaje superior rutas 99 y 9 y Pasaje superior entrada a Pan de Azúcar).
- Ruta 11, entre la localidad de Eilda Paullier y Atlántida.
- Ruta 17, entre ruta 8 y el camino al Aeródromo.
- Ruta 101, entre Montevideo (A°Carrasco) y la ruta 102.

Peajes operados

- Ruta 1, Arroyo Cufre
- Ruta 1, Río Santa Lucía (Rutas nueva y vieja)
- Ruta 2, Río Negro
- Ruta 3, Río Negro
- Ruta 3, Río Queguay
- Ruta 5, Río Negro
- Ruta 5, Río Tacuarembó
- Ruta 8, Río Cebollatí
- Ruta 9, Arroyo Garzón
- Ruta 11, Río Santa Lucía (bajo la concesión a partir de mayo'06)
- Ruta 9, Arroyo Solís Grande
- Ruta Interbalnearia, Arroyo Pando
- Ruta Interbalnearia, Arroyo Solís Grande

Anexo V: Características de los títulos

En el mes de octubre de 2006, la Asamblea de Accionistas de CVU resolvió emitir un programa de emisión de obligaciones negociables (ON) con oferta pública por hasta US\$ 100 MM a emitirse en series en US\$ o pesos uruguayos reajustables por la variación en el valor de las UI. El Programa no cuenta con calificación de riesgo, sólo se califican las series a emitirse bajo el mismo. La ley y la jurisdicción aplicable es la del país.

El repago de cada una de las series de ON que se emitan bajo el Programa, estará garantizado con la cesión a un Fideicomiso de Garantía del derecho de cobro de ciertos créditos futuros, siendo dicha garantía compartida por los Obligacionistas de todas las Series vigentes bajo el Programa, a prorrata y pari passu. La figura del Fideicomiso en Garantía cumple con la función de control y manejo de los fondos pero no cubre el riesgo *performance* de la compañía a lo largo de la concesión.

El Directorio con fecha 5 de marzo de 2007 resolvió emitir una primera y segunda serie bajo el Programa.

Serie 1° de ON por US\$ 7,5 MM

- Fecha de emisión: 28/03/2007
- Tasa de interés: LIBOR 90 días + 1,5% anual. La misma tiene establecido un mínimo de 5,30% anual y un máximo de 8,30%.
- Pago de intereses: trimestral durante el período de gracia, luego mensualmente junto al capital.
- Garantía: cesión a un Fideicomiso de Garantía de los ingresos de los puestos de peaje en concesión, indemnizaciones que eventualmente se reciban y los ingresos de la recaudación de los puestos de peajes en caso que reviertan al Estado.
- Vencimiento del capital: variable en función de los ingresos provenientes de los puestos de peajes concesionados a CVU, venciendo indefectiblemente el plazo de amortización el 16 de octubre de 2020.
- Periodo de gracia: para todas las series que se emitan será hasta el 25 de julio de 2012.
- Régimen de amortización: mensual, a partir del 25 de agosto de 2012. Se destinarán al repago del capital el 78,5% de los ingresos mensuales de peajes (netos de IVA), neto de ciertos gastos e intereses por ONs.

Serie 2° de ON por UR\$ 180 MM ajustables por variación de Unidades Indexadas

- Fecha de emisión: 28/03/2007
- Tasa de interés: tasa efectiva del 4,5% anual, ajustándose por UI a la fecha de pago.
- Pago de intereses: trimestral durante el período de gracia, luego mensualmente junto al capital.
- Garantía: cesión a un Fideicomiso de Garantía los ingresos de los puestos de peaje en concesión, indemnizaciones que eventualmente se reciban y los ingresos de la recaudación de los puestos de peajes en caso que reviertan al Estado.
- Vencimiento del capital: variable en función de los ingresos provenientes de los puestos de peajes concesionados a CVU, venciendo indefectiblemente el plazo de amortización el 16 de octubre de 2020.

- Período de gracia: para todas las series que se emitan hasta el 25 de julio de 2012.
- Régimen de amortización: mensual, a partir del 25 de agosto de 2012. Se destinarán al repago del capital el 78,5% de los ingresos mensuales de peajes (netos de IVA), neto de ciertos gastos e intereses por ONs.

El 26 de diciembre de 2007 CVU emitió las series 3 y 4 bajo el Programa.

Serie 3° de ON por US\$ 7,5 MM

- Tasa de interés: LIBOR 90 días + 1,5% anual. La misma tiene establecido un mínimo de 5,30% anual y un máximo de 8,30%.
- Pago de intereses: trimestral durante el período de gracia, luego mensualmente junto al capital.
- Garantía: cesión a un Fideicomiso de Garantía de los ingresos de los puestos de peaje en concesión, indemnizaciones que eventualmente se reciban y los ingresos de la recaudación de los puestos de peajes en caso que reviertan al Estado.
- Vencimiento del capital: variable en función de los ingresos provenientes de los puestos de peajes concesionados a CVU, venciendo indefectiblemente el plazo de amortización el 16 de octubre de 2020.
- Período de gracia: para todas las series que se emitan hasta el 25 de julio de 2012.
- Régimen de amortización: mensual, a partir del 25 de agosto de 2012. Se destinarán al repago del capital el 78,5% de los ingresos mensuales de peajes (netos de IVA), neto de ciertos gastos e intereses por ONs.

Serie 4° de ON por UR\$ 160 MM ajustables por variación de Unidades Indexadas (equivalente a US\$ 7,5 MM)

- Tasa de interés: tasa efectiva del 4,5% anual, ajustándose por UI a la fecha de pago.
- Pago de intereses: trimestral durante el período de gracia, luego mensualmente junto al capital.
- Garantía: cesión a un Fideicomiso de Garantía los ingresos de los puestos de peaje en concesión, indemnizaciones que eventualmente se reciban y los ingresos de la recaudación de los puestos de peajes en caso que reviertan al Estado.
- Vencimiento del capital: variable en función de los ingresos provenientes de los puestos de peajes concesionados a CVU, venciendo indefectiblemente el plazo de amortización el 16 de octubre de 2020.
- Período de gracia: para todas las series que se emitan hasta el 25 de julio de 2012.
- Régimen de amortización: mensual, a partir del 25 de agosto de 2012. Se destinarán al repago del capital el 78,5% de los ingresos mensuales de peajes (netos de IVA), neto de ciertos gastos e intereses por ONs.

Anexo VI: Dictamen de calificación

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** reunido el 15 de febrero de 2013, confirmó la **Categoría AAA(uy)** a las siguientes Obligaciones Negociables de **Corporación Vial del Uruguay S.A.:**

- ONs Serie 1 por US\$ 7,5 millones
- ONs Serie 2 en pesos uruguayos reajustados por Unidad Indexada (UI) por UR\$ 180 millones.
- ONs Serie 3 por US\$ 7,5 millones
- ONs Serie 4 en pesos uruguayos reajustados por Unidad Indexada (UI) por UR\$ 160 millones (equivalente a US\$ 7,5 millones).

Las series han sido emitidas bajo el marco del Programa de emisión de ONs por hasta US\$ 100 millones.

La Perspectiva es Estable.

CATEGORÍA AAA(uy): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por Fitch Uruguay en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

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

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

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Fuentes

- Balances Generales hasta el 31/10/2012.
- Auditor externo a la fecha del último balance revisado: Price Waterhouse Coopers (PWC).
- Información de gestión y estimaciones propias suministrada por la compañía.
- Diversas publicaciones y notas relacionadas al sector.
- Prospectos de emisión del Programa Global y los Suplementos correspondientes a la Series.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

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