

# Fitch confirmó las ON de CVU en AAA(uy)

15 de febrero de 2013

Fitch Ratings confirmó las calificaciones de las cuatro series de obligaciones negociables AAA(uy) a la Concesión Vial del Uruguay (CVU), por US\$30 millones, tasa variable, con vencimiento legal en octubre 2020. Las confirmaciones de las actuales calificaciones se fundamentan en la flexibilidad de montos de inversión plasmados en el contrato de concesión del proyecto, el buen comportamiento del volumen de tráfico, los aumentos tarifarios históricos y las fuentes de ingresos del concesionario. Adicionalmente, la deuda actual cuenta con una limitación al reparto de dividendos, 100% barrido de caja y una sobrecolateralización que ha llevado a altas coberturas de deuda históricas. \*Factores relevantes de 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 ON 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. \*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. \*Análisis de crédito Corporación Vial del Uruguay S.A. tiene a su cargo la construcción, explotación y mantenimiento de una concesión de red vial por el término de 18 años (desde el 16-Oct-2002). La red abarca aproximadamente 1600 Km y representa el 50% de la red primaria nacional, 100% del corredor turístico y 80% de los corredores internacionales. CVU pertenece en un 100% a la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), ente gubernamental. A octubre 2012, la ejecución de obras asciende a USD \$610.4 millones, un 70% del total exigido a octubre 2020. De acuerdo a lo estipulado en el contrato de concesión, la inversión a ejecutar se ajusta al recaudo de peaje, sea mayor o menor al esperado inicialmente. Dado el buen desempeño del tráfico y los recaudos, y a menores costos de financiamiento que los estimados, CVU deberá realizar obras adicionales por un monto aproximadamente de US \$40 millones. Estas obras están incorporadas en el análisis de las

proyecciones financieras estudiadas por Fitch. Al cierre fiscal de 2012, CVU reportó tráfico total y recaudación por peaje por 25,9 MM de vehículos y \$ 1.136.234.638 MM (US\$ 55,6 MM). El tráfico creció 8,4% en términos nominales mientras que los ingresos crecieron un 4,7% nominal frente al mismo periodo en el 2011. Si bien es un crecimiento de tráfico inferior al observado en años anteriores, Fitch opina que las curvas de crecimiento se están normalizando, ajustándose a los ciclos económicos y que la carretera está llegando a su madurez. 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 periodo de 2011. El saldo final de efectivo para el periodo 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 ON y que el tráfico crezca a tasas muy conservadoras, Fitch espera que las ON emitidas se paguen en su totalidad en el segundo semestre de 2013. \*Sensibilidades de calificación Desarrollos futuros que puedan, individual o colectivamente, a una acción de calificación negativa son: Cambios adversos significativos y prolongados en la demanda y/o tarifas. Corporación Vial del Uruguay --ON Serie I por USD \$7.5 millones 'AAA' (uy); Perspectiva Estable --ON Serie II por UY \$180 millones 'AAA' (uy); Perspectiva Estable --ON Serie III por USD \$7.5 millones 'AAA' (uy); Perspectiva Estable --ON Serie IV por UY \$160 millones 'AAA' (uy) Perspectiva Estable. Contactos: María Camila Bernal Analista +571-326-99-99 ext.1180 Fitch Ratings Colombia Calle 69A No.9-85 Bogotá, Colombia Gabriela Catri Director +5411-5235-81-29 Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A. Sarmiento 663 – ° Piso – C1041AAM – Buenos Aires. Gláucia Calp Director Senior +571-326-99-99 ext.1110 Relaciones con los medios: Laura Villegas- Buenos Aires +5411- 5235-8139; laura.villegas@ fitchratings.com 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. Información adicional está disponible en 'www.fitchratings.com' y también disponible en 'www.fitchratings.com.ar' Criterios aplicables y de investigación relacionada: - 'Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance' (11 Julio 2012); - 'Manual de Calificación registrado ante el BCU'.