

## INFORME DE REVISION

# GRALADO S.A.

Acciones

### Tabla de Contenidos:

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
DESCRIPCIÓN DEL EMISO	1
ANÁLISIS DEL SECTOR	2
CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE GANANCIAS	4
CONCLUSIÓN DE LOS ASPECTOS COMPLEMENTARIOS	7
CALIFICACIÓN FINAL OTORGADA	7
INDICADORES OPERATIVOS Y FINANCIEROS*	8
INFORMACIÓN CONTABLE COMPLEMENTARIA (RESUMIDA)	9
DEFINICIONES	10
INFORMACIÓN UTILIZADA	10

### Analista Principal

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

Martina Gallardo +54.11.5129.2610

Barreyro

Assistant Vice President - Analyst

[martina.gallardo@moodys.com](mailto:martina.gallardo@moodys.com)

### Sítios Web

[www.moodys.com.ar](http://www.moodys.com.ar)

[www.moodys.com](http://www.moodys.com)

### Calificaciones Asignadas<sup>1</sup>

Instrumento	Calificación
ACCIONES GRALADO S.A.	Categoría 3.uy

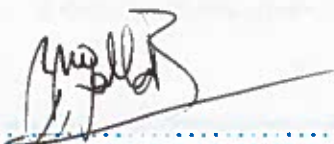
<sup>1</sup> Calificaciones de Riesgo asignadas por MOODY'S LATIN AMÉRICA AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO S.A. Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores

### Descripción del Emisor

Gralado S.A es una Sociedad Anónima abierta que fue adjudicataria de la Licitación Internacional N° 32/89 mediante la cual, a través de un régimen de concesión de obra pública cedido por 30 años, se encarga de la explotación y mantenimiento de la Terminal de Ómnibus de Montevideo y Servicios Complementarios, como así en su momento se encargó de la construcción del mismo. Además, se encarga de la explotación del Centro Comercial anexo (Tres Cruces), que cuenta con una superficie de 13.364 m<sup>2</sup> (11.518 m<sup>2</sup> de área arrendable) y 176 propuestas comerciales y de servicios, mediante un régimen de usufructo cedido por 50 años.

El 27 de marzo de 2009 fue modificado el Contrato de Concesión, aprobándose la ampliación del área comercial y del estacionamiento bajo el régimen de usufructo. En dicho acuerdo se adelantó seis meses la reducción del precio del toque de 23,83% prevista en el contrato original para el 17 de noviembre de 2009. Asimismo se acordó una reducción adicional de 13,27% en el precio del toque a partir de diciembre de 2012.

A fin de lograr materializar la financiación y construcción de la Terminal se aunaron la experiencia del Estudio Lecueder en materia de desarrollo de complejos inmobiliarios y la capacidad de financiación otorgada por la Corporación Interamericana de Inversiones (representante del BID) y la participación de las empresas transportistas.



El Directorio designado en la Asamblea Ordinaria de Accionistas del 22/08/2017 es el siguiente:

Presidente: Cr. Carlos A. Lecueder  
 Vicepresidente: Dr. Luis V. Muxi  
 Director: Sr. Alejandro Hernández

La Gerencia General está a cargo del Cr. Marcelo Lombardi. La dirección y principales gerencias de la sociedad están a cargo de profesionales con amplia experiencia en el sector y que en su mayoría han estado involucrados en el proyecto desde su inicio. El Síndico de la sociedad es el Ingeniero Miguel Peirano y la auditoría está a cargo de KPMG.

Por otro lado, el capital social está formado por 12 816 000 acciones ordinarias al portador, cada cual de valor nominal uno que da derecho a un voto. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea del 22 de agosto de 2017, los 10 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 43,08% del capital social.

Accionista*	Tenencia
Republica Afap	9,91%
Carolina Lecueder	6,61%
Union Capital Afap	5,62%
Integracion Afap	4,34%
Turil S.A.	4,08%
Thomas Kossmann	3,05%
Pablo Lecueder	3,00%
Mateo Kossmann	2,26%
Maria Alejandra Lecueder	2,15%
Conrado Dartayete	2,07%

\*AFAP significa Administradora de Fondo de Ahorro Previsional.

## Análisis del sector

Con cerca de 200 proveedores, Gralado explota en régimen de concesión de obra pública la terminal de ómnibus de Montevideo (superficie de 15.902 m<sup>2</sup>), que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros, y asimismo explota en régimen de usufructo un shopping center donde alquila locales comerciales.

El sub-sector transporte colectivo terrestre de pasajeros mantiene un nivel de riesgo medio, ya que por las características de concentración poblacional de la ciudad de Montevideo, los flujos de las empresas de transporte que realizan viajes de corta y mediana distancia mantienen una demanda con relativa baja elasticidad. El sector inmobiliario comercial, una vez superada la crisis del año 2002, se ha recuperado fuertemente, sobre todo en las zonas céntricas de Montevideo.

En las condiciones previstas en la licitación, fue establecida la obligatoriedad del uso de la Terminal para todos los servicios de todas las compañías de transporte que tengan como punto de partida o llegada la ciudad de Montevideo, por lo que Tres Cruces concentra la totalidad del transporte colectivo con trayectos de más de 60 km. La terminal registró aproximadamente un total de 11,5 millones de pasajeros durante el



ejercicio y unos 409.300 "toques" de ómnibus en el mismo periodo. Gralado tiene la exclusividad de este servicio

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibió aproximadamente 23,4 millones de visitantes en el ejercicio, de los cuales aproximadamente 18,3 millones fueron al Shopping. En términos de venta por m<sup>2</sup> se ubica entre los primeros Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.100 /m<sup>2</sup>. El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

Asimismo, a fines de 2013 se inauguró el Nuevocentro Shopping, un centro comercial ubicado a tres kilómetros de distancia de Tres Cruces que compite en parte de una zona geográfica. Los locales habilitados para su arrendamiento se encuentran ocupados en su totalidad. Los otros centros comerciales de similares características, como Montevideo Shopping y Punta Carretas Shopping, apuntan a otro "target" de población y no compiten directamente con Tres Cruces. Costa Urbana y Portones Shopping también forman parte de los seis centros comerciales ubicados en Montevideo y zona metropolitana.

Actualmente, de acuerdo a información proporcionada por medios de prensa, los centros comerciales se encuentran realizando ampliaciones y renovaciones o lo proyectan para el corto plazo, con el fin de adecuarse a las necesidades del público. Portones Shopping está trabajando en una ampliación del espacio de 3.002 m<sup>2</sup>, que quedó vacío tras la partida de Mr. Bricolaje, Nuevocentro se encuentra definiendo si amplía 6.500 m<sup>2</sup> del nivel tres, los cuales podrían estar listos para el 2019, y Costa Urbana planea agregar 3.500 m<sup>2</sup> de áreas comerciales en lo que resta de 2017. Por otro lado, Punta Carretas Shopping se encuentra realizando otra ampliación, la cual incluye la construcción del hotel Aloft Marriott y un nuevo supermercado Disco. La inversión ascendería a USD 65 millones y se construirán aproximadamente 11.550 m<sup>2</sup>. Además, Montevideo Shopping planea ampliar el centro comercial por debajo del estacionamiento de nivel 2 e incluiría 7.000 m<sup>2</sup>. Por último, el Estudio Lecueder ha comenzado con las obras para construir un nuevo complejo comercial que constará de tres edificios de vivienda y un centro de comercial de 18.000 m<sup>2</sup>, con un monto de inversión estimado de USD 30 millones.

La economía ha reportado un fuerte ritmo de crecimiento durante la última década, registrando incrementos del PBI superiores al 5,5%, pero ya en 2014, 2015 y 2016 dicho crecimiento se redujo a 3,2%, 0,4% y 1,5%, respectivamente, en sintonía con la desaceleración de las demás economías latinoamericanas. Para el 2017 y 2018 Moody's estima que el crecimiento del PBI se ubicará en torno a 1,6% y 2,3%, respectivamente.

La evolución reciente de los niveles de actividad económica y crecimiento de la economía uruguaya, junto con la inauguración de la ampliación del shopping center han tenido un impacto positivo en las actividades de Gralado, que en general acompañan la evolución de la economía. El riesgo promedio del sector es considerado medio.

Vale mencionar que el 13 de Julio de 2017 Moody's cambió la perspectiva de los bonos en moneda local y extranjera del gobierno de Uruguay a estable desde negativa, motivado por las recientes medidas anunciadas por el gobierno, que reflejan su compromiso para reducir el déficit fiscal y estabilizar las métricas de endeudamiento, y una mejora en el panorama macroeconómico, con un crecimiento del PBI en 2016 mayor al esperado por Moodys (1,5% vs 0,5%).



Uruguay	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
PBI per cápita (miles USD)	14,96	16,72	16,57	15,37	15,06	16,82	17,85
PBI real (crecimiento %)	3,5	4,6	3,2	0,4	1,5	1,6	2,3
Inflación (IPC variación %)	7,5	8,5	8,3	9,4	8,1	7,9	7,6
Déficit/PBI	-2,0	-1,5	-2,3	-2,8	-3,7	-3,4	-3,0
Deuda/PBI	38,5	38,6	39,3	47,4	47,1	46,3	45,1
Balance Cuenta Corriente/PBI	-5,1	-5,0	-4,5	-2,1	-0,1	-1,1	-1,2
Deuda Externa/PBI	46,9	46,1	49,1	53,4	49,9	44,9	44,5
Inversión Extranjera Directa/PBI	5,0	5,3	3,8	2,4	1,8	2,2	2,6

Fuente: Moody's Investors Service

## Capacidad de generación de ganancias

### Desempeño operativo

En el ejercicio anual finalizado el 30 de abril de 2017 las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 450 millones (USD 15,5 millones), lo que representa un incremento de 6,9% medido en pesos uruguayos y de 7,6% medido en dólares respecto al ejercicio anterior. De estos ingresos, aproximadamente el 39,0% provenían de lo que pagan las empresas por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomiendas y los "toques" en la terminal y otros, mientras que el 61,0% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos en los centros comerciales, en línea con la distribución de ingresos del período anterior. Cabe resaltar que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto negativo, aunque menor que en el ejercicio 2016, mientras que el negocio del Centro Comercial arrojó un resultado neto positivo (+67,4%), siendo este último el más importante para la compañía. El EBITDA ajustado del ejercicio creció 10,4% y se ubicó en UYU 286,9 millones.

En el último ejercicio analizado, los indicadores de rentabilidad de la compañía reflejan una mejora respecto del ejercicio anterior. El margen EBITDA subió a 63,7% desde 61,6%, mientras que el margen operativo registró un incremento pasando a 47,7% desde 44,4%. Esto último se debió principalmente a que el margen bruto fue mayor debido a menores costos de ventas y mayores ingresos, mientras que la proporción de gastos generales y administrativos y las depreciaciones y amortizaciones en comparación con las ventas se redujeron.

Por su parte, los indicadores de cobertura de intereses también registraron una mejora, con el ratio ajustado de EBIT sobre intereses subiendo a 13,8 veces desde 11,5 veces en el ejercicio anterior, lo cual se encuentra en un nivel muy adecuado. Esta mejora ocurrió ya que en el ejercicio bajo análisis se observó una leve disminución en el nivel de intereses de la compañía como consecuencia del menor endeudamiento observado, y a su vez, una mejora en los resultados operativos de la compañía.

### Análisis de Deuda y Liquidez

En el ejercicio finalizado el 30 de abril de 2017 se puede observar una disminución en el apalancamiento de la compañía, reflejado por un ratio de deuda a EBITDA ajustado de 1,1 veces en comparación al 1,5 veces registrado en el ejercicio 2016. Esto ocurrió ya que la posición de deuda registrada al cierre del ejercicio 2017 fue menor y el margen EBITDA registró un crecimiento en comparación con el ejercicio fiscal anterior. El

ratio de deuda sobre Capitalización ajustado también refleja el desapalancamiento, pasando a 31,6% desde 36,3%. Los ratios de endeudamiento se consideran adecuados.

Por otro lado, al 30 de abril de 2017 la compañía muestra niveles de caja e inversiones de corto plazo en UYU 36 millones, los cuales representan un 69,2% de su deuda financiera de corto plazo. La deuda financiera de corto plazo alcanzaba los UYU 52 millones y representaba aproximadamente el 16,8% de la deuda financiera total (UYU 311 millones). De esta manera, los indicadores de liquidez de Gralado muestran mejoras respecto al ejercicio anterior además de que la compañía dispone de líneas de crédito con los bancos Itaú, Scotiabank y Santander por USD 500.000 que le permiten hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, aunque la posición de caja y equivalentes actual no logra cubrir sus obligaciones de corto plazo.

Asimismo, Gralado muestra una generación interna de fondos suficiente para hacer frente a sus necesidades de capital de trabajo, pago de impuesto a la renta e inversiones en bienes de uso (CAPEX), quedando por tanto fondos remanentes disponibles para el pago de dividendos. En el ejercicio 2017, el flujo de caja de las operaciones ajustado (CFO, por sus siglas en inglés) se ubicó en UYU 229 millones y fue superior al del ejercicio anterior principalmente debido a mayores flujos de fondos de las operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) y un mismo nivel de uso de fondos para capital de trabajo. Por su parte, el pago de dividendos y el CAPEX han sido menores al del ejercicio anterior, arrojando un flujo libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) positivo de UYU 80 millones.

Para financiar la ampliación del complejo comercial, en octubre de 2010 se obtuvo un financiamiento con el Banco Itaú y el Scotiabank (Ex Nuevo Banco Comercial) por USD 10,7 millones. Con fecha 24 de julio de 2014, la compañía reperfiló dicha deuda, la cual pasó a pagarse en 71 cuotas variables mensuales y consecutivas. Asimismo, se modificó la tasa en UI que pasó a 5%. Con la obtención del préstamo en dólares para la ampliación del complejo, se incrementó el riesgo de moneda, aunque no de manera significativa, ya que la compañía resolvió financiar el 50% en USD y el 50% en pesos uruguayos.

Con fecha 30 de marzo de 2017, se refinanció la totalidad de la deuda mantenida con los bancos Itaú y Scotiabank por USD 1,5 millones y UI 9,8 millones pagadera en 87 cuotas mensuales y consecutivas de USD 18.064 y pagadera en 75 cuotas mensuales y consecutivas de UI 130.775, respectivamente, adicionando en todos los casos los intereses correspondientes. Al 30 de abril de 2017, el 51,8% de la deuda financiera está nominada en dólares estadounidenses mientras que el 48,2% restante se encuentra nominado en UI ( Unidades Indexadas).

En base a los escenarios proyectados y a la estructura actual de vencimientos de capital e intereses, se espera que la compañía pueda atender sus obligaciones.

### Liquidez de la acción

El objeto del presente análisis es el de asignar una calificación de riesgo a las acciones de Gralado. La acción comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo en febrero de 2006. Se trata por lo tanto de una emisión de acciones que tiene una relativamente corta historia de cotización en el mercado. Adicionalmente, el mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

Durante el año 2016 en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.854 millones, incluyendo todo tipo de transacciones ya sea títulos públicos o privados, obligaciones negociables, acciones, etc. El volumen más significativo continúa estando representado por transacciones en el mercado secundario, el cual alcanzó los USD 1.138 millones (+22,4%

en comparación con 2015), mientras que las operaciones en el mercado primario alcanzaron los USD 716 millones (+147,9% en comparación con 2015). Los títulos públicos representaron la mayor parte de las transacciones del mercado (76,35%) mientras que el resto fue operado por títulos privados y extranjeros. Las acciones siguen teniendo, sin embargo, muy baja participación en los volúmenes negociados totales, y representaron solo un 0,44% del volumen total del mercado secundario y un 2,72% del total de operaciones del mercado.

Por su parte, en los primeros seis meses de 2017 las operaciones de la Bolsa de Valores de Montevideo mostraron un incremento significativo en comparación con igual período de 2016, gracias a que esta ejerció de operador primario en las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria del Banco Central de Uruguay.

Durante el año 2016 y primer semestre del 2017 se transaron acciones de Gralado por un monto efectivo de USD 4,06 millones. La cotización de la acción en dichos períodos osciló entre USD 6,10 y 5,60 por acción, mientras que el valor al 1 de agosto de 2017 era de USD 5,65 por acción.

El mercado accionario uruguayo es muy poco líquido, y no existen indicios de la existencia de una mayor liquidez, volumen de operaciones o transacciones en el corto a mediano plazo. Con lo cual la calificación para la liquidez de las acciones se mantiene en Nivel 3 o baja.

---

### Aspectos Complementarios: Política de Dividendos

Respecto a la política de dividendos, analizando el track-record de los pagos realizados, se puede decir que Gralado ha realizado distribuciones de dividendos sobre la base de flujos de caja excedentes.

Luego de la cancelación total de la Serie D de Obligaciones Negociables, Gralado no tiene restricciones contractuales para realizar pagos de dividendos.

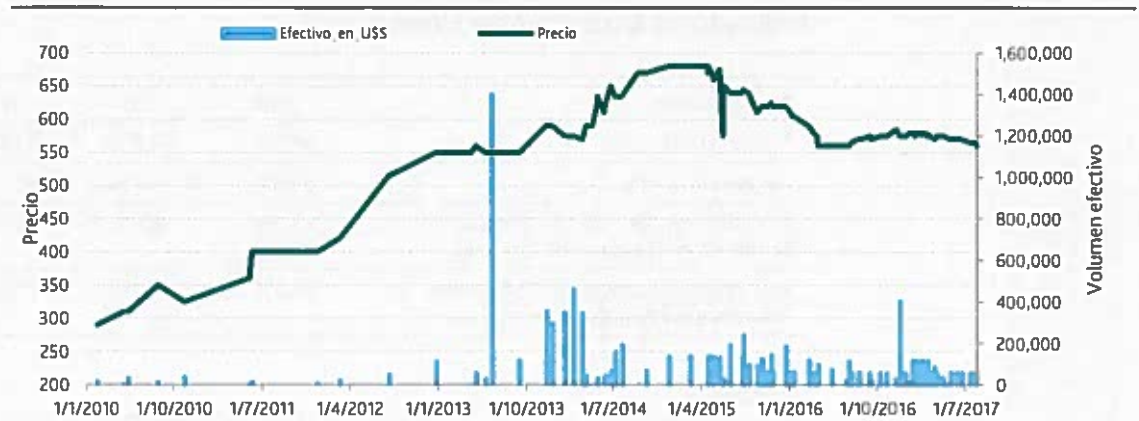
Con fecha 22 de agosto de 2017, fue aprobada la distribución de dividendos por UI 20.408.088 correspondientes al ejercicio económico finalizado el 30 de abril de 2017, a ser pagados UI 10.204.044 el 10 de septiembre de 2017 y UI 10.204.044 el 20 de noviembre de 2017.

Con fecha 13 de junio de 2017, el Directorio resolvió distribuir dividendos de manera anticipada por USD 1,4 millones. Anteriormente, el 7 de marzo de 2017, el Directorio resolvió distribuir dividendos de forma anticipada por USD 1,3 millones.

En la última Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el 11 de agosto de 2016, el Directorio le propuso a la asamblea la distribución de USD 2,2 millones pagaderos el 10 de septiembre (50%) y el 9 de noviembre (50%), lo cual fue aprobado por unanimidad.

Previamente, con fecha 15 de junio de 2016, el Directorio resolvió distribuir dividendos por USD 1,2 millones equivalentes a UYU 36,90 millones, que se imputarán al resultado del ejercicio que finalizara el 30 de abril de 2017. A su vez, con fecha 9 de marzo de 2016, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,2 millones, equivalentes a UYU 38,64 millones, imputados al ejercicio finalizado el 30 de abril de 2016.





Fuente: Bolsa de Valores de Montevideo

## Conclusión de los Aspectos Complementarios

Del análisis de los aspectos complementarios en su conjunto, se determina que se mantiene la calificación, asignada en la etapa previa.

## Calificación final otorgada

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 30 de Agosto de 2017 considerando la buena capacidad de generación de ganancias y la baja liquidez de las acciones, dadas las características del mercado accionario uruguayo, ha asignado una calificación a las acciones de GRALADO S.A. en Categoría 3 uy.

Categoría 3 uy. Corresponde a títulos accionarios que presentan alguna de las siguientes situaciones: i) Buena capacidad de generación de ganancias y liquidez baja; ii) Regular capacidad de generación de ganancias y liquidez media; iii) Baja capacidad de generación de ganancias y liquidez alta.

## Indicadores Operativos y Financieros\*

<b>RENTABILIDAD</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Margen Operativo %	58,6%	44,6%	45,7%	44,4%	47,7%
Margen EBITDA %	68,6%	64,7%	62,7%	61,6%	63,7%
ROE (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Patrimonio Promedio)	41,3%	24,9%	24,5%	25,8%	26,8%
ROA (Ingresos Netos de las Operaciones Permanentes / Activos Promedio)	20,6%	13,1%	13,4%	14,2%	15,2%
<b>COBERTURA</b>					
EBIT / Intereses	22,6x	9,5x	11,1x	11,5x	13,8x
EBITDA / Intereses	26,1x	12,9x	14,9x	15,4x	18,0x
(FFO + Intereses) / Intereses	26,2x	10,1x	12,6x	12,3x	18,7x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	-4,0x	12,5x	13,7x	14,6x	17,3x
<b>ENDEUDAMIENTO</b>					
Deuda / EBITDA	1,0x	1,5x	1,5x	1,5x	1,1x
Deuda / Capitalización	29,3%	31,2%	32,9%	36,3%	31,6%
FFO / Deuda	98,0%	46,2%	52,6%	50,1%	90,6%
CFO / Deuda	64,0%	28,3%	36,5%	36,0%	73,4%
FCF / Deuda	-78,6%	-1,9%	-3,9%	-5,0%	25,7%
<b>LIQUIDEZ</b>					
Liquidez corriente (activo corriente / pasivo corriente)	58,2%	89,2%	120,6%	107,2%	107,6%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	15,7%	45,4%	53,3%	41,0%	69,2%

\* Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.





### Información contable complementaria (Resumida)\*

*En millones de ARS*

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ingresos por Ventas	383	421	450
Resultado Bruto	269	288	320
EBITDA	240	260	287
EBIT	180	194	219
Intereses	16	17	16
Resultado Neto	118	105	175
<b>FLUJO DE CAJA</b>			
Fondos de las Operaciones (FFO)	188	190	282
Dividendos	125	142	137
Flujo de Fondos Retenidos (RCF)	63	48	145
CAPEX	(19)	(14)	(12)
Flujo de Fondos Libres (FCF)	(14)	(19)	80
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>			
Caja e Inversiones	21	25	36
Activos Corrientes	105	114	135
Bienes de Uso	1.024	972	916
Intangibles	5	5	5
Total Activos	1.133	1.091	1.059
Deuda Corto Plazo	40	60	52
Deuda Largo Plazo	317	319	259
Total Deuda	357	380	311
Total Pasivo	504	499	429
Patrimonio Neto	630	592	630

\* Ejercicios de cierre anual el 30 de Abril.

## Definiciones

- » EBITDA: Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones
- » EBIT: Resultado antes de intereses e impuestos
- » EBITA: Resultado antes de intereses, impuestos y amortizaciones de activos intangibles
- » FFO (Fondos de las operaciones): Corresponde a la utilidad del periodo más los movimientos que no representan movimientos de fondos
- » RCF (Flujo de fondos retenido): Corresponde al flujo de fondos de las operaciones después del pago de dividendos
- » CFO (Caja de las Operaciones): Corresponde a la utilidad generada en un período determinado más periodo más los movimientos que no representan movimientos de fondos, neto de las variaciones del capital de trabajo.
- » FCF (Flujo libre de fondos): Corresponde al flujo de fondos disponible para la empresa luego del pago de dividendos e inversiones de capital –CAPEX–.
- » CAPEX: Inversiones en Bienes de Uso y otras inversiones.
- » ROE % (rentabilidad sobre patrimonio): Es la relación, expresada en términos porcentuales, entre el resultado neto final y Patrimonio Neto
- » ROA % (rentabilidad sobre activos): Es la relación, expresada en términos porcentuales, entre el resultado neto final y el total de activos (anualizada)
- » ROCE: Retorno sobre capital empleado
- » Working capital (WC): Capital de trabajo. Corresponde a la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente

## Información utilizada

La información considerada para llevar a cabo la calificación se detalla a continuación:

- » Estados Contables Anuales Auditados para los ejercicios 2007-2017
- » Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Galado S.A.
- » Información complementaria suministrada por el emisor
- » Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción obtenida de [www.bvm.com.uy](http://www.bvm.com.uy)
- » Manual de Procedimientos para la Calificación de Empresas y/o de títulos emitidos por empresas. Se considera que la información suministrada es suficiente para desarrollar el proceso de calificación y se continúa con el procedimiento normal de calificación, que consistirá en analizar por un lado, la capacidad de generación de ganancias de la sociedad y por el otro un análisis de la liquidez de la acción.

Reporte Número: 196847

**Autor**  
Martina Gallardo Barreyro

**Asociado de Producción**  
Gita Rajani

© 2017 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. 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.

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 DE DICHAS CALIFICACIONES 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 valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 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](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Shareholder 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. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") 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 MJJK. 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 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

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

**Moody's**  
INVESTORS SERVICE

