

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

28 de enero de 2025

**CALIFICACIÓN PÚBLICA**

**Informe de revisión completo**

**CALIFICACIONES ACTUALES (\*)**

	Calificación Perspectiva	
Calificación de Emisor en moneda local (ML)	AA-.uy	Estable
Calificación de acciones	2.uv	-

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A. Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

**CONTACTOS**

José Antonio Molino +54.11.5129.2613  
Associate Director – Credit Analyst ML  
[jose.molino@moodys.com](mailto:jose.molino@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina / Uruguay  
+54.11.5129.2600



# Gralado S.A. de Beneficio e Interés Colectivo (BIC)

**RESUMEN**

Moody's Local Uruguay afirma la calificación de emisor en moneda local de Gralado S.A. de Beneficio e Interés Colectivo (BIC) ("Gralado") en AA-.uy, con perspectiva estable. Al mismo tiempo, afirma la calificación de acciones en 2.uv.

La calificación de Gralado se encuentra respaldada por los sólidos indicadores de ocupación del Centro Comercial de la compañía, márgenes de rentabilidad estables y un nivel de endeudamiento adecuado. La calificación también incorpora la mayor previsibilidad en la generación de flujos futuros de Gralado, producto de la extensión de la concesión de la Terminal de Ómnibus hasta el año 2041. Estas características positivas se ven atenuadas por la concentración de las operaciones de Gralado en la Ciudad de Montevideo y la exposición al ciclo económico. Si bien las métricas crediticias de la compañía son adecuadas y la recuperación en la generación de caja le ha permitido reducir gradualmente el nivel de apalancamiento en los últimos ejercicios, más del 50% de su deuda se encuentra denominada en moneda extranjera, lo que expone a la compañía al riesgo de descalce de moneda por generar sus ingresos en pesos uruguayos.

Las operaciones de la compañía mostraron una recuperación plena desde mayo de 2021, año fuertemente impactado por la pandemia del coronavirus. La recuperación está explicada tanto por el segmento del Centro Comercial, que alcanzó una ocupación del 100% y cuyos ingresos han aumentado paulatinamente, como por el incremento en los ingresos vinculados a la terminal de ómnibus. Hacia adelante, esperamos que los ingresos de Gralado continúen en torno a USD 20-23 millones por año, en línea con la evolución de la actividad económica esperada para el país, estimada por Moody's Ratings en 3,0% para 2025.

Estimamos que las métricas de rentabilidad de la compañía continuarán en niveles de EBITDA a ventas en torno a 60%, similar a lo reportado previo al impacto de la pandemia. Asimismo, consideramos que Gralado presenta un nivel de endeudamiento bajo con elevadas coberturas de intereses. A octubre de 2024, el nivel de apalancamiento de Gralado medido en términos de EBITDA se ubicó en 0,8x, nivel inferior a los registrados en 2019-20 y significativamente por debajo del 4,4x reportado en 2021. Hacia adelante, esperamos que los niveles de endeudamiento de la compañía no superen 2,0x EBITDA, con holgadas coberturas de intereses, por encima de 10,0x EBITDA.

Consideramos que Gralado presenta una adecuada flexibilidad financiera respaldada por la disponibilidad de líneas de crédito con bancos de primera línea para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Asimismo, la



compañía mantiene un relacionamiento estrecho con las entidades financieras con las que opera, que le permitió implementar una adecuada refinanciación de su endeudamiento bancario en 2021, como respuesta al impacto del coronavirus en las operaciones de la compañía, que resultó en un perfil de vencimientos en línea con su capacidad de generación de fondos. Históricamente, los indicadores de liquidez de Galado han sido moderados. Sin embargo, al 31 de octubre de 2024, el indicador de caja y equivalentes a deuda de corto plazo presentó una mejora y se ubicó en 123%, por encima del 69% reportado al cierre del ejercicio fiscal 2023.

### Fortalezas crediticias

- Alta tasa de ocupación de su superficie alquilable, que a octubre de 2024 es del 100%
- Sólidos márgenes de rentabilidad y elevada previsibilidad en la generación de flujo de fondos
- Niveles de apalancamiento bajos

### Debilidades crediticias

- Concentración de las operaciones en la Ciudad de Montevideo
- Elevada exposición al ciclo económico

### Factores que pueden generar una mejora de la calificación

Una suba en la calificación podría generarse por (i) un incremento en la escala de negocios acompañado de (ii) una mayor diversificación geográfica y/o de operaciones, (iii) manteniendo métricas de cobertura de deuda de corto plazo con caja arriba del 100% y niveles de endeudamiento por debajo de 2,0x EBITDA.

### Factores que pueden generar un deterioro de la calificación

Una baja en las calificaciones de la compañía podría generarse por (i) una caída sostenida en el nivel de alquiler de sus activos que deterioren las métricas crediticias de la compañía, (ii) un incremento sostenido en el nivel de apalancamiento financiero por arriba de 4,0x EBITDA o (iii) eventos externos que impacten fuertemente la generación de flujo de fondos y deterioren las métricas de liquidez de la compañía.

### Principales aspectos crediticios

#### Estabilidad del sector

Con cerca de 250 proveedores, Galado explota en régimen de concesión de obra pública la Terminal de Ómnibus de Montevideo, que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros y, en régimen de usufructo, un *shopping center* donde ofrece en alquiler locales comerciales.

El subsector 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 relativamente baja elasticidad.

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 y Galado tiene la exclusividad de este servicio.

La Terminal registró una disminución del 0,6% en el nivel de toques de ómnibus a octubre de 2024 respecto del mismo mes del año anterior, mientras que la cantidad de toques se mantuvo un 9,8% por debajo al nivel prepandemia, dado que el tráfico de servicios de la Terminal de Ómnibus se redujo significativamente luego de declarada la emergencia sanitaria. En el caso de los servicios de transporte internacional, a octubre de 2024 se encontraban en un 4,2% por encima del mismo mes del año anterior.



Respecto de los demás establecimientos del mismo rubro, el centro comercial Nuevocentro Shopping, inaugurado en el año 2013, compite en la misma zona geográfica de Tres Cruces al encontrarse localizado en un rango de tres kilómetros. Además, el universo de centros comerciales se completa con Montevideo Shopping y Punta Carretas Shopping, que apuntan a otro tipo de mercado y no compiten directamente con Tres Cruces, y con Costa Urbana, Shopping Plaza Italia y Portones Shopping ubicados en Montevideo y zona metropolitana. Algunos de los centros comerciales han realizado, se encuentran ejecutando o han proyectado para el corto plazo realizar ampliaciones con el fin de adecuarse a las necesidades del público.

La evolución de los niveles de actividad económica, junto con la inauguración de la ampliación del *shopping center* han tenido un impacto positivo en las actividades de Gralado en los últimos años. Si bien los efectos derivados de la pandemia en 2020-21 fueron significativos, la compañía ha demostrado una fuerte recuperación en el volumen de ventas en 2022-2024 que esperamos continúe durante el año fiscal en curso, en línea con el crecimiento esperado en el nivel de actividad.

### Escala

Gralado tiene una pequeña escala operativa en comparación con otras compañías calificadas por Moody's Local Uruguay. En los últimos doce meses a octubre de 2024, las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 859 millones, un 26% de incremento respecto del ejercicio finalizado en abril de 2023, en línea con la recuperación de la actividad postpandemia.

La superficie total construida por Gralado entre la Terminal de Ómnibus y el Centro Comercial es de 81.496 m<sup>2</sup>, de los cuales 12.490 m<sup>2</sup> corresponden al nuevo nivel del Centro Comercial y a la ampliación del estacionamiento del segundo subsuelo inaugurados en diciembre de 2019.

El Centro Comercial tiene más de 190 locales destinados a las actividades comerciales y de servicios. El índice de ocupación a octubre de 2024 era del 100%. Tres Cruces atiende a una gama heterogénea de clientes y presta servicios tanto a los usuarios del transporte, que residen en todo el país, como a residentes de la Ciudad de Montevideo.

### Perfil de negocios

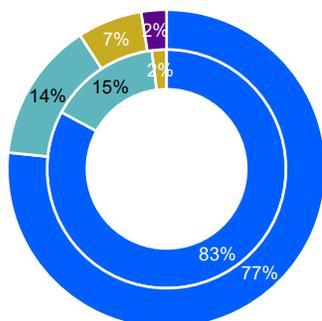
La Terminal de Ómnibus es la única estación terminal de la Ciudad de Montevideo para servicios de transporte con origen y destino superior a 60 kilómetros, por lo que concentra la totalidad del tráfico de ómnibus de corta, mediana y larga distancia. La terminal es el punto de partida y llegada del tráfico doméstico, y también recibe el transporte internacional proveniente de Argentina, Brasil, Chile, Paraguay y conexiones con otros países de Sudamérica. La misma cuenta con treinta y dos boleterías que están ocupadas en su totalidad: veintiocho por empresas de transporte y cuatro destinadas al servicio para el pasajero.

En lo relacionado a los servicios de la Terminal, las empresas de transporte pagan a Gralado un precio por la cesión de uso de los locales que utilizan para la venta de boletos y funcionamiento de su departamento de administración. Adicionalmente, las empresas pagan un toque por el uso de las plataformas y los servicios de la Terminal. En cuanto al centro comercial, ingreso principal de Gralado, los locales comerciales abonan un importe mensual por el arrendamiento del espacio. El importe del arrendamiento surge del mayor monto entre un arrendamiento mínimo y el monto resultante de la aplicación de un porcentaje acordado sobre la facturación neta del local.

Para el ejercicio finalizado en abril de 2024, el 77% de los ingresos de Gralado resultaron de arrendamientos, el 14% de los servicios relacionados con la Terminal de Ómnibus, el 7% de los derechos de admisión cobrados a nuevos arrendatarios y el 2% por obras de la concesión. Para el mismo período, los ingresos del segmento Centro Comercial representaron el 68% de los ingresos totales, mientras que el restante 32% correspondió a ingresos de la Terminal.

**FIGURA 1** Distribución de ingresos por fuente

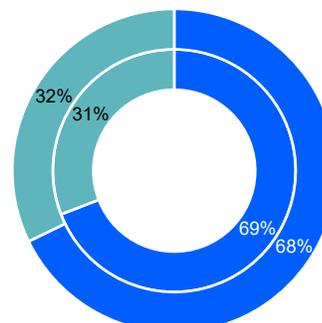
- Ingresos por arrendamientos
- Ingresos por servicios y otros
- Ingresos por derechos de admisión
- Ingresos por obras de la concesión



Nota: 2024 Círculo externo – 2023 Círculo interno; Información al 30 de abril de cada año; Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

**FIGURA 2** Distribución de ingresos por segmento

- Centro comercial
- Terminal

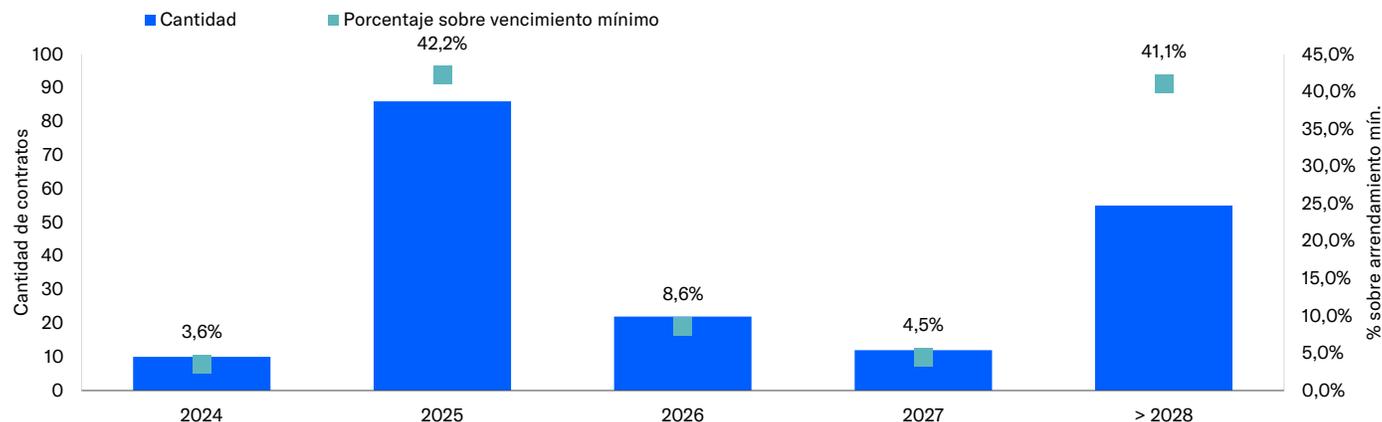


Nota: 2024 Círculo externo – 2023 Círculo interno; Información al 30 de abril de cada año; Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

### Contratos de arrendamiento de los locales del Centro Comercial

La concentración de clientes de Galado es moderada. La compañía posee contratos de arrendamiento vigentes con 185 clientes, y la mayor parte cuenta con renovación automática. A octubre de 2024, los 10 mayores clientes representaban el 24% de los ingresos por arrendamiento mínimo, y los siguientes 10 clientes un 12%.

**FIGURA 3** Vencimientos de contratos por cantidad y como porcentaje de ingresos\*



\*Porcentaje calculado sobre los ingresos por arrendamientos mínimos de la compañía; Fuente: Moody's Local Uruguay según información provista por Galado

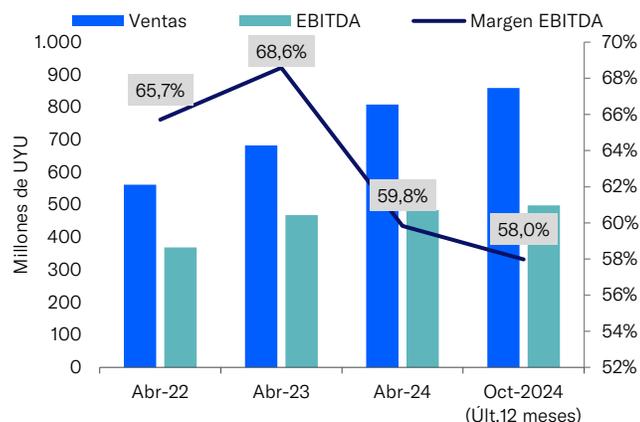
### Rentabilidad y eficiencia

Galado presenta sólidos y estables márgenes de rentabilidad y una elevada previsibilidad en la generación de flujos futuros. Esperamos que los ingresos de Galado continúen en torno a USD 20-23 millones anuales, en línea con la recuperación económica esperada para el país, y que los niveles de rentabilidad medidos en términos de EBITDA se mantengan en torno a 60%.

En los últimos doce meses a octubre de 2024 Galado reportó ventas por UYU 859 millones (USD 22 millones), mientras que el margen EBITDA ajustado para el mismo período se ubicó en 58%, desde 69% para el mismo período del año anterior, mientras que el margen EBIT se ubicó en 46%, desde 54%.

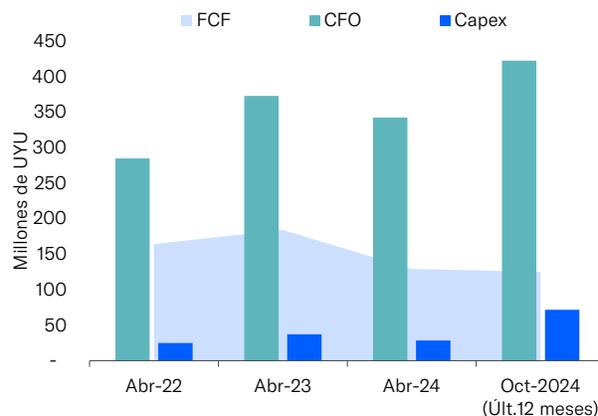
El flujo de libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) de Galrado fue positivo en UYU 125 millones para los últimos doce meses a octubre de 2024. Esperamos que el nivel de CAPEX aumente levemente, en línea con los compromisos establecidos en el marco de la extensión de la concesión de la Terminal, y que el FCF se mantenga en niveles positivos. Las inversiones ascenderán a un total de USD 24 millones hasta 2041, de los cuales USD 14 millones se asignarán a mantenimiento y mejoras, y el resto a inversiones de expansión.

**FIGURA 4** Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galrado

**FIGURA 5** Flujo de fondos



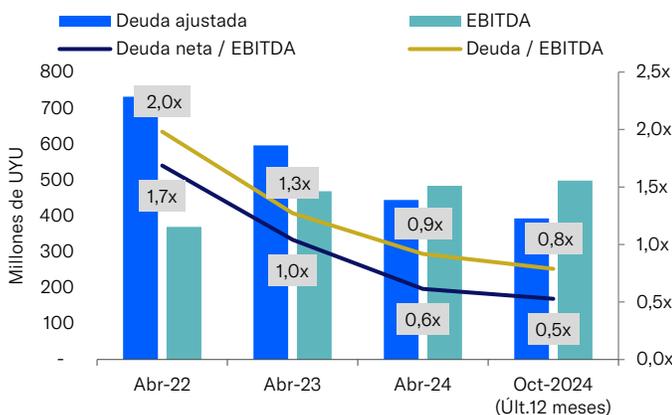
Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galrado

**Apalancamiento y cobertura**

Consideramos que Galrado presenta niveles de endeudamiento bajos con elevadas coberturas de intereses. Hacia adelante, esperamos que las métricas de endeudamiento de Galrado no superen 2,0x EBITDA, con holgadas coberturas de intereses, por encima de 10,0x.

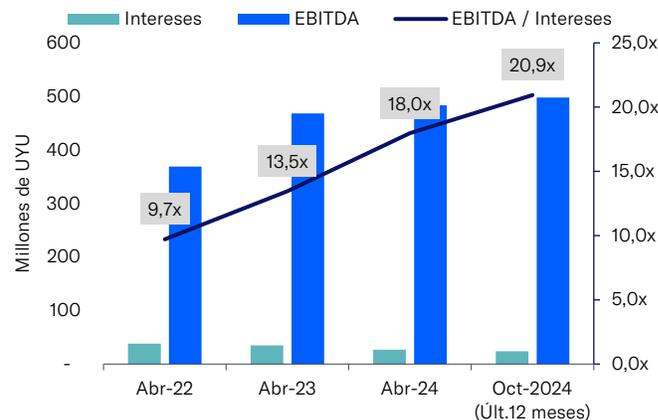
En los últimos 3 ejercicios fiscales la recuperación en la generación de flujos de la compañía le permitió disminuir gradualmente el apalancamiento. Al 31 de octubre de 2024, la métrica de endeudamiento medido en términos de EBITDA de Galrado se ubicó en 0,8x, nivel inferior a los registrados previo a la pandemia del coronavirus (2,0x a abril de 2020) y significativamente por debajo del 4,4x reportado en 2021 (el año fiscal más afectado por la pandemia), en línea con la recuperación de los ingresos de la compañía. Para el mismo periodo, el indicador de EBITDA sobre gastos financieros se ubicó en 20,9x, desde 4,5x en abril de 2021.

**FIGURA 6** Apalancamiento



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galrado

**FIGURA 7** Cobertura



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galrado



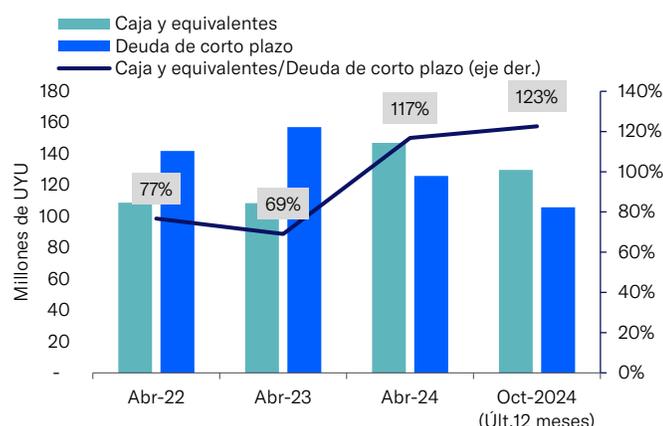
El endeudamiento de Galado al 31 de octubre de 2024 se ubicó en UYU 393 millones, y estaba compuesto por préstamos bancarios con el Banco Itaú (98% de la deuda total), Banco República (1%) y Scotiabank (1%).

**Política financiera**

Históricamente, los indicadores de liquidez de Galado han sido moderados. Sin embargo, al 31 de octubre de 2024, el indicador de caja y equivalentes a deuda de corto plazo presentó una mejora y se ubicó en 123%, por encima del 69% reportado al cierre del ejercicio fiscal 2023, mientras que el indicador de liquidez corriente se ubicó en 113%, desde 111%.

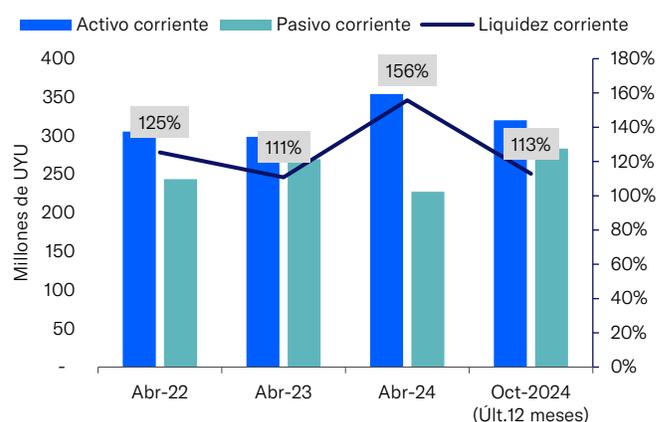
Asimismo, consideramos que Galado presenta una adecuada flexibilidad financiera respaldada por la disponibilidad de líneas de crédito con bancos de primera línea locales para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. La compañía mantiene relaciones estrechas con las entidades bancarias con las que opera, lo que permitió una adecuada refinanciación de su endeudamiento bancario durante 2021, ante un contexto desfavorable como consecuencia de la pandemia por coronavirus.

**FIGURA 8** Liquidez



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

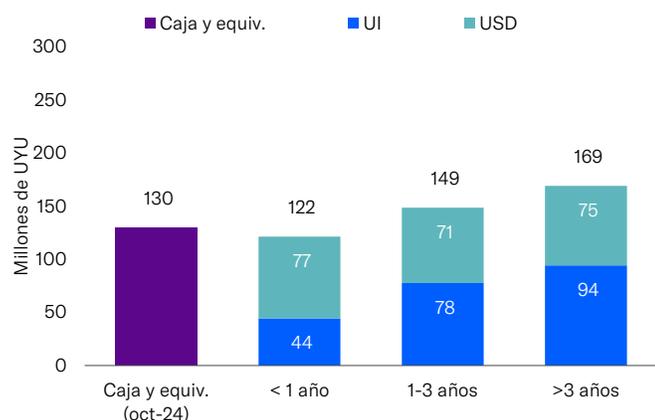
**FIGURA 9** Liquidez corriente



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

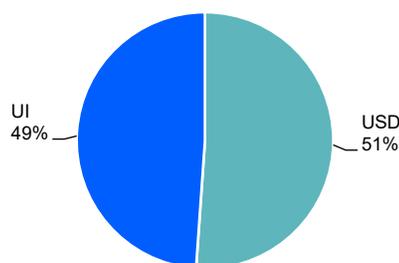
Galado presenta una moderada exposición a riesgo de descalce de moneda por generar sus ingresos en pesos uruguayos mientras que el 51% de su deuda se encuentra denominada en dólares estadounidenses y el 49% restante en unidades indexadas (UI).

**FIGURA 10** Perfil de vencimientos – octubre 2024



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

**FIGURA 11** Deuda por moneda – octubre 2024



Fuente: Moody's Local Uruguay según estados financieros de Galado

**Política de dividendos**

Gralado realiza 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. En los seis meses a octubre de 2024 la compañía distribuyó utilidades por UYU 133 millones, en línea con los niveles registrados previo a la pandemia.

**Otras Consideraciones****Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo****Sociales**

Gralado cumple con los principios básicos de Responsabilidad Social Empresarial (RSE), los cuales incluyen políticas de apoyo comunitario, cuidado del medioambiente, códigos de ética y prácticas comerciales transparentes y responsables. Entre las iniciativas sociales impulsadas por la compañía se incluyen contribuciones de dinero, tiempo, productos, servicios y otros recursos, con foco en la educación y el espíritu emprendedor de las microempresas.

**Ambientales**

Gralado desarrolla actividades, proyectos y programas que se encuentran alineados con los objetivos de Desarrollo Sostenible impulsados por las Naciones Unidas. Por la naturaleza de la actividad, la compañía no produce riesgos ambientales considerables, aunque promueve el uso responsable de los recursos naturales en todo momento. A su vez, Gralado cuenta con un sistema de gestión y disposición de residuos, realiza campañas de reciclaje de papel y monitorea la calidad del aire para controlar el impacto de los vehículos en el área donde opera. Las consideraciones ambientales no son relevantes a la hora de analizar el perfil crediticio de Gralado.

**Gobierno corporativo**

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Consideramos que Gralado presenta un adecuado gobierno corporativo.



## Calificación de Acciones

### Capacidad para generar utilidades

Dada la calificación asignada al emisor de AA-.uy, la capacidad de generación de ganancias se califica como muy alta.

### Liquidez de mercado

El mercado accionario uruguayo es de liquidez baja y no existen indicios de la existencia de una mayor liquidez, volumen de operaciones o transacciones en el corto a mediano plazo.

La acción de la compañía comenzó a operarse en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Montevideo en febrero de 2006. El mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

Durante el año 2024 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo cercano a USD 359.000. La cotización de la acción en dicho período osciló entre USD 6,15 y USD 6,30 por acción. La acción de Galado fue negociada el 18% de los días en los que se operaron acciones de empresas privadas en el mercado uruguayo durante 2024, y no fue negociada durante el último trimestre de 2024 (octubre a diciembre 2024).

En base a lo expuesto, la liquidez de las acciones se considera como baja.

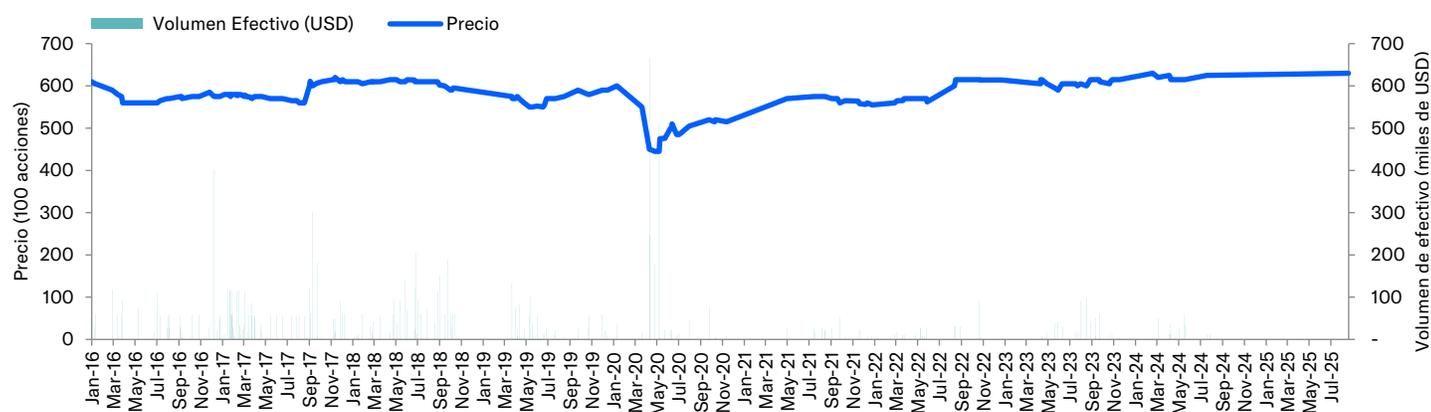
### Consideraciones adicionales

A la fecha del presente informe, la acción de Galado se negoció por última vez el 23 de agosto de 2024 a un precio de USD 6,30, representando un aumento de 2,4% con relación al último precio negociado en 2023 (USD 6,15).

**Valor de Mercado:** Al 31 de octubre de 2024, el valor libros de la acción de Galado fue de USD 2,14 y el precio de la acción según la última negociación de agosto fue de USD 6,30, siendo la relación cotización/valor libros de 2,9x.

**Rendimiento:** En el período comprendido entre enero de 2024 y diciembre de 2024, el precio de la acción no sufrió variaciones significativas.

**FIGURA 12** Evolución de la cotización de las acciones de Galado



Fuente: Moody's Local Uruguay en base a información de la Bolsa de Valores de Montevideo y Mercado Bursátil del Uruguay

## Calificación

Según la combinación de puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez de mercado, incluyendo asimismo nuestra evaluación de consideraciones adicionales, se evalúa a las acciones de Galado en 2.u.

**Anexo I: Información contable e indicadores operativos y financieros\***

	Oct-2024 (Últ. 12 meses)	6M 2024 (Oct-2024)**	Abr-2024	Abr-2023	Abr-2022
<b>INDICADORES</b>					
EBITDA / Ventas netas	58,0%	59,2%	59,8%	68,6%	65,7%
EBIT / Ventas netas	46,0%	47,2%	47,0%	53,7%	48,6%
Deuda / EBITDA	0,8x	0,8x	0,9x	1,3x	2,0x
Deuda neta / EBITDA	0,5x	0,5x	0,6x	1,0x	1,7x
CFO / Deuda	107,7%	123,5%	77,1%	62,6%	39,0%
EBITDA / Gastos financieros	20,9x	23,0x	18,0x	13,5x	9,7x
EBIT / Gastos financieros	16,6x	18,3x	14,1x	10,5x	7,2x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	112,9%	112,9%	155,7%	110,8%	125,3%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	122,6%	122,6%	116,8%	69,1%	76,7%
<b>En millones de UYU</b>					
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas netas	859	435	808	683	562
Resultado bruto	444	235	428	411	324
EBITDA	498	257	483	468	369
EBIT	395	205	380	366	273
Intereses	(24)	(11)	(27)	(35)	(38)
Resultado neto	331	154	308	299	252
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
FFO	409	231	356	366	399
CFO	423	242	343	373	285
Dividendos	(226)	(133)	(185)	(152)	(96)
CAPEX	(72)	(56)	(29)	(37)	(25)
FCF	125	53	129	184	164
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>					
Caja y equivalentes	130	130	147	109	109
Activos corrientes	320	320	354	299	305
Bienes de uso	1.150	1.150	1.173	1.237	1.269
Intangibles	69	69	42	53	86
Total activos	1.715	1.715	1.738	1.778	1.755
Deuda corto plazo	106	106	126	157	142
Deuda largo plazo	287	287	318	439	589
Deuda total	393	393	444	596	731
Deuda ajustada	393	393	444	596	731
Total pasivo	570	570	546	708	833
Patrimonio neto	1.144	1.144	1.193	1.069	922

\* Ejercicios de cierre anual el 30 de abril; \*\* Indicadores anualizados para 6M 2024.

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Uruguay y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables

**Información Complementaria**

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
<b>Gralado S.A. de Beneficio e Interés Colectivo (BIC)</b>				
<b>Calificación de emisor en moneda local</b>	<b>AA-.uy</b>	<b>Estable</b>	<b>AA-.uy</b>	<b>Estable</b>
<b>Calificación de acciones</b>	<b>2.uv</b>	<b>-</b>	<b>2.uv</b>	<b>-</b>

**Información considerada para la calificación.**

- Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 30/04/2024 y anteriores de Gralado S.A. de Beneficio e Interés Colectivo (BIC), disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- Estados contables intermedios, disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)
- Prospecto de oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Gralado S.A. de Beneficio e Interés Colectivo (BIC)
- Información complementaria provista 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) y [www.mercadobursatil.com.uy](http://www.mercadobursatil.com.uy)

**Definición de las calificaciones asignadas.**

- **AA.uv:** Emisores o emisiones calificados en AA.uv con una calidad crediticia muy fuerte en comparación con otros emisores locales.
- **2.uv:** Emisores que presentan una combinación fuerte de flujo de efectivo y liquidez en el mercado para sus acciones en comparación con otras acciones ordinarias en Uruguay.

Consulte el documento Escalas de Calificaciones de Uruguay disponible en <https://www.moodylocal.com/country/uy>, para obtener más información sobre las definiciones de las calificaciones asignadas.

*Moody's Local Uruguay agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica*

**Metodología Utilizada.**

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras - (4/7/2022), disponible en <https://moodylocal.com/uy/reportes/metodologias-y-marcos-analiticos/metodologias-de-calificacion/> y [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

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



© 2025 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 LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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 PERO NO LIMITADA A 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. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad 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 directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, 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 directores, oficiales, 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, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total 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. MCO y todas las entidades de MCO que emiten calificaciones bajo la marca "Moody's Ratings" ("Moody's Ratings") también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Ratings. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en ir.moody.com bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza 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 una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de Segunda Parte y las Evaluaciones de Cero Emisiones Netas (según se definen en los Símbolos y Definiciones de Calificaciones de Moody's Ratings): Por favor notar que ni una Opinión de Segunda Parte ("OSP") ni una Evaluación de Cero Emisiones Netas ("NZA") son "calificaciones crediticias". La emisión de OSP y NZA no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur. JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSP y NZA se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.

