

INFORME DE CALIFICACION

21 de octubre de 2020

[Informe inicial completo](#)

CALIFICACIONES (*)
Gralado S.A.

Calificación actual

Calificación de emisor en moneda local A.uy/EST
Calificación de acciones 3.uy

(*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Florencia Calvente +54.11.5129.2639
Analyst
Florencia.Calvente@moodys.com

Eliana Gomez Barreca +54.11.5129.2625
Associate Analyst
eliana.gomezbarreca@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina/ Uruguay +54.11.5129.2600



Gralado S.A.

Principales Indicadores

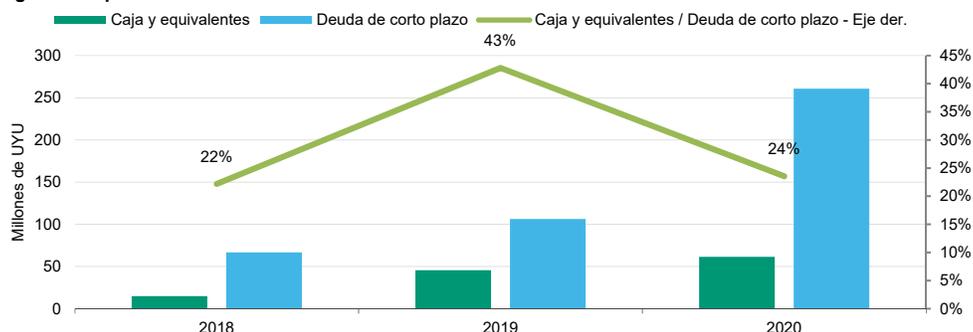
Gralado S.A. (**)	2020	2019	2018
Indicadores			
EBITDA ⁽¹⁾ / Ventas netas	65,6%	61,4%	62,6%
EBIT ⁽²⁾ / Ventas netas	54,5%	48,3%	49,2%
Deuda ⁽³⁾ / EBITDA ⁽¹⁾	2,0x	1,5x	0,9x
CFO ⁽⁴⁾ / Deuda ⁽³⁾	34,5%	52,0%	66,1%
EBITDA ⁽¹⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	18,2x	16,0x	17,2x
EBIT ⁽²⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	15,1x	12,6x	13,5x
Activo corriente / Pasivo corriente	78,9%	127,9%	105,0%
Millones de UYU			
Ventas netas	682	499	479
Deuda ⁽³⁾	905	467	282
CFO ⁽⁴⁾	312	243	186
Patrimonio neto	761	659	644

⁽¹⁾ EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; ⁽²⁾ EBIT es la utilidad antes de intereses e impuestos; ⁽³⁾ Se considera la deuda ajustada; ⁽⁴⁾ CFO es el flujo de efectivo operativo; ⁽⁵⁾ Contempla gastos de intereses, se utiliza gastos financieros totales cuando la compañía no reporta el detalle

(**) Los ejercicios anuales finalizan el 30 de abril de cada año

Gralado S.A. es una sociedad anónima abierta que se encarga de la explotación y mantenimiento de la Terminal de Ómnibus de Montevideo a través de un régimen de concesión y, adicionalmente, tiene a su cargo la explotación en régimen de usufructo el centro comercial anexo (Tres Cruces). Entre las fortalezas crediticias de la compañía se destacan las altas tasas de ocupación de su superficie alquilable, sus adecuados márgenes de rentabilidad y su moderado apalancamiento. Por el contrario, la compañía concentra sus operaciones en la Ciudad de Montevideo, y posee una baja posición de liquidez, riesgo que se encuentra contrarrestado por acceso a diversas líneas de crédito bancarias.

Figura 1: Liquidez



Fuente: Estados financieros de Gralado S.A.

Resumen

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., operando bajo su nueva marca Moody's Local Uruguay, asigna una calificación de emisor en moneda local de A.uy a Gralado S.A.. La perspectiva de la calificación es estable ya que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios de la compañía en el corto ni mediano plazo. Asimismo, asigna una calificación de acciones de 3.uy.

La calificación asignada está basada en los buenos indicadores de ocupación que posee la compañía, márgenes de rentabilidad adecuados y poco volátiles, y un endeudamiento moderado. Contrarrestando estas características positivas, destacamos que las operaciones de Gralado se encuentran concentradas en la Ciudad de Montevideo, posee una baja liquidez, y sus operaciones están expuestas al ciclo económico. Si bien sus niveles de endeudamiento son moderados, gran parte 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.

La mayor parte de los ingresos de Gralado proviene del usufructo del centro comercial Tres Cruces, ubicado en la Ciudad de Montevideo, mientras que el resto proviene de servicios relacionados con la explotación de la terminal de ómnibus. El 15 de marzo de 2018, se aprobó un proyecto de ampliación del shopping, cuya inversión estimada ascendió a USD 19,3 millones, contemplando 6.300 m² en áreas comerciales y 4.600 m² de estacionamientos. En línea con ello, el 31 de mayo de 2018 se firmó una modificación al Contrato de Concesión con el Ministerio de Transportes y Obras Públicas (MTO) en el cual se autorizó la nueva ampliación del Centro Comercial y de los estacionamientos, incluyendo también una reducción de 15,1% en el valor del toque desde el momento de la inauguración de dicha ampliación. Con fecha 12 diciembre de 2019, se inauguró la ampliación, la cual comprende el tercer nivel del Centro Comercial y la nueva bandeja de estacionamiento. La expansión mencionada, significó un incremento del apalancamiento de la compañía en el último ejercicio, parcialmente contrarrestado por ingresos extraordinarios relacionados a los derechos de uso de los locales del piso inaugurado.

Desde el 18 de marzo de 2020 hasta el 8 de junio de 2020, el centro comercial no abrió sus puertas y los contratos de arrendamiento quedaron suspendidos, por lo que no se cobró alquiler. La compañía facturó gastos comunes del orden del 34% de lo que recauda en un mes normal. Tras la reapertura del centro, se aplicaron condiciones comerciales diferentes a las previstas en los contratos originales, con el fin de minimizar el impacto en los costos de los comercios tras la caída de las ventas. Moody's Local Uruguay, monitoreará el impacto de las medidas tomadas a nivel nacional para contener la propagación del coronavirus, y el impacto de la caída esperada del PIB de Uruguay en 2020 (estimada por Moody's Investors Service en 3,3%), en las operaciones e indicadores crediticios de la compañía.

Descripción del emisor

Gralado S.A. es una Sociedad Anónima abierta a la que se le adjudicó la Licitación Internacional N° 32/89 a través de un régimen de concesión de obra pública cedido por 30 años, vigente hasta 2024, mediante la cual se encarga de la explotación y mantenimiento de la Terminal de Ómnibus de Montevideo y Servicios Complementarios, como así en su momento también se encargó de su construcción. Además, hasta el año 2041 tiene a su cargo la explotación del Centro Comercial anexo (Tres Cruces) en régimen de usufructo por 50 años, cuya superficie total abarca 80.000 m² y 188 propuestas comerciales y de servicios.

A fin de lograr materializar la financiación y construcción de la Terminal, el Estudio Lecueder realizó el desarrollo del proyecto, y se obtuvo financiación de la Corporación Interamericana de Inversiones (representante del BID). Diversas empresas transportistas, participaron asimismo del desarrollo del proyecto.

Al 10 de septiembre de 2020, Directorio se encuentra compuesto de la siguiente manera:

Presidente: Cr. Carlos A. Lecueder Atchugarry

Vicepresidente: Dr. Luis V. Muxí Muñoz

Director: Sra. María C. Vejo Montero

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 al 24 de junio de 2020, los 13 principales tenedores mencionados a continuación representaban el 55,7% del capital social.

Accionista*	Tenencia
REPUBLICA AFAP	9,91%
UNION CAPITAL AFAP	9,45%
ANGEL URRABURU	5,23%
CAROLINA LECUEDER	4,78%
INTEGRACIÓN AFAP	4,32%
TURIL S.A.	4,08%
CARLOS ALBERTO LECUEDER	3,91%
THOMAS KOSSMANN	3,67%
PABLO LECUEDER	3,00%
RENMAX CORREDOR DE BOLSA S.A.	2,34%
GERARDO LECUEDER	2,12%
CARLOS ALBERTO LECUEDER METHOL	1,55%
VICTOR PAULLIER	1,34%

Fortalezas crediticias

- » Alta tasa de ocupación de su superficie alquilable
- » Márgenes de rentabilidad sólidos y poco volátiles

Debilidades crediticias

- » Concentración de las operaciones en la Ciudad de Montevideo
- » Relativamente bajo nivel de liquidez, compensado por acceso a líneas de crédito bancarias
- » Elevada exposición al ciclo económico

Análisis de los factores estándares de calificación

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 asimismo explota 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. La terminal registró aproximadamente un total de 10 millones de pasajeros durante el ejercicio 2020 y 355.837 "toques" de ómnibus en el mismo período. Galado tiene la exclusividad de este servicio.

Como consecuencia de la pandemia global del coronavirus, los arrendamientos de boleterías se redujeron de acuerdo con el porcentaje de caída de los toques. El descuento tiene un componente del 30% asociado al pago en fecha. La reducción permanecerá vigente hasta que la reducción de toques (comparada al mismo mes del año anterior) sea inferior al 20%. Además, se realizó un descuento del 25% en el arrendamiento de encomiendas durante los meses de abril, mayo y junio de 2020. Asimismo, luego de que el Gobierno declarara la



emergencia sanitaria, el tráfico de servicios de la Terminal de Ómnibus se redujo significativamente, a fines de marzo sólo operaban el 15% de los servicios y el 8% de los pasajeros. Con el cierre de las fronteras a fines de marzo, dejaron de operar los servicios de transporte internacional, servicio que aún no ha sido reestablecido.

El subsector inmobiliario comercial, una vez superada la crisis del año 2002, se ha recuperado fuertemente, sobre todo en las zonas céntricas de Montevideo. Como consecuencia de la pandemia global del coronavirus, desde el 18 de marzo de 2020 y hasta el 8 de junio de 2020, el centro comercial no abrió sus puertas y los contratos de arrendamiento quedaron suspendidos, por lo que no se cobró alquiler. La compañía facturó gastos comunes del orden del 34% del de un mes normal. Tras la reapertura del centro, se aplicaron condiciones comerciales diferentes a las previstas en los contratos con el fin de minimizar los impactos en los costos de los comercios tras la caída de las ventas.

Respecto de la competencia, 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 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. En noviembre de 2019, con una inversión de alrededor de USD 25 millones, Nuevocentro Shopping inauguró cerca de 12.000 m² que incluyen 400 nuevos lugares de estacionamiento, rampas para mejorar la circulación de vehículos y locales comerciales. En mayo de 2019, con una inversión de alrededor de USD 3 millones, Portones Shopping inauguró 3.002 m² de espacio comercial. Anteriormente, en 2017, Punta Carretas Shopping realizó obras que incluyeron la construcción del Hotel Aloft Marriott y un nuevo supermercado Disco. Además, se inauguró otra ampliación que comunica el shopping con el supermercado Disco y la remodelación del paseo de servicios.

La economía de Uruguay ha reportado un constante crecimiento durante la última década, registrando incrementos del PBI superiores al 5,5%, pero en 2017 y 2018 dicho crecimiento se redujo a 2,6% y 1,6%, respectivamente, en sintonía con la desaceleración de las demás economías latinoamericanas. En el 2019, el PBI registró un incremento de 0,2% y Moody's Investors Service pronostica que la contracción inducida por el coronavirus para el 2020, estará en torno al 3,3%, seguida de una expansión promedio anual de 3,5% en 2021-22.

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 Galado en los últimos años. Si bien la caída prevista para el año 2020 tendrá un impacto negativo en las operaciones de la compañía, se espera que las mismas se recuperen en el 2021 de la mano del crecimiento esperado en la actividad económica. El riesgo promedio del sector es considerado medio.

Uruguay	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
PBI per cápita (miles USD)	15,37	15,14	17,04	17,0	15,92	13,43	14,72
PBI real (crecimiento %)	0,4	1,7	2,6	1,6	0,2	-3,3	4,0
Inflación (IPC variación %)	9,4	8,1	6,6	8,0	7,5	9,5	8,0
Déficit/PBI	-2,8	-3,7	-3,0	-3,4	-4,3	-7,1	-4,7
Deuda/PBI	48,4	48	48,3	52	56,4	65	64,7
Balance Cuenta Corriente/PBI	-0,9	0,6	0,7	0,1	0,7	-2,4	-3,5
Deuda Externa/PBI	82,1	75,9	69,3	69,5	76,2	93,9	86,1
Inversión Extranjera Directa Neta/PBI	1,5	-2,1	-3,8	-1,9	-0,8	1,5	1,8

Fuente: Moody's Investors Service

Escala

La superficie total construida por Galado entre la Terminal de Ómnibus y el Centro Comercial es de 80.324m², de los cuales 12.490m² corresponden al nuevo nivel del Centro Comercial y a la ampliación del estacionamiento del segundo subsuelo inaugurados en diciembre de 2019.

La Terminal de Ómnibus es la única estación terminal de la Ciudad de Montevideo para servicios de transporte con origen y destino superior a sesenta kilómetros, por lo tanto, se concentra en ella 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.

El Centro Comercial cuenta con ciento ochenta y ocho locales y stands destinados a las actividades comerciales y de servicios. El índice de ocupación al cierre del ejercicio 2020 fue de 100%.

Tres Cruces atiende a una gama heterogénea de clientes. El centro comercial presta servicios tanto a los usuarios del transporte, que residen en todo el país, como a clientes que residen en la Ciudad de Montevideo.

Perfil de negocios

Gralado se dedica principalmente a explotar en régimen de concesión de obra pública la terminal de ómnibus de Montevideo, que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros, y asimismo explota en régimen de usufructo el centro comercial Tres Cruces, anexo a la terminal, donde ofrece en alquiler locales comerciales.

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 abonaron un importe mensual por el arrendamiento del espacio. El importe del arrendamiento surge del mayor entre un arrendamiento mínimo y el monto resultante de la aplicación de un porcentaje acordado sobre la facturación neta del local.

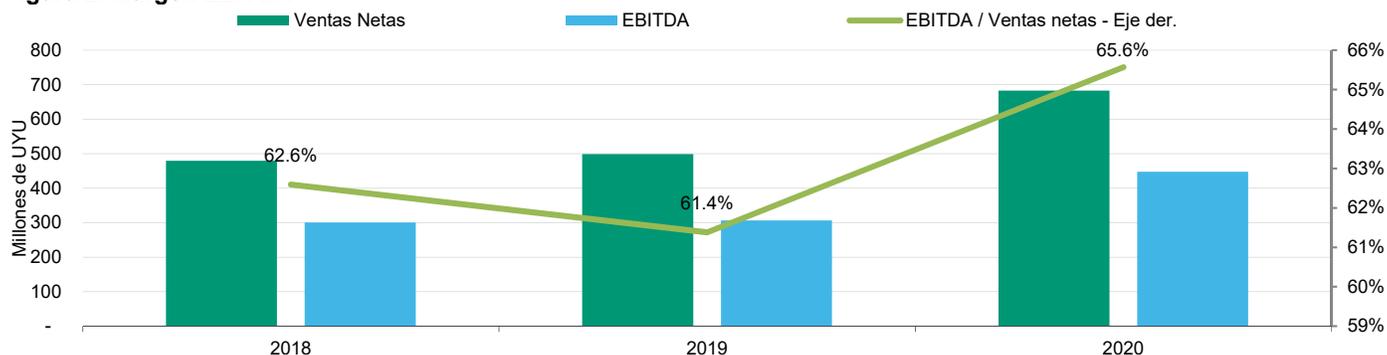
Al 30 de abril de 2020 (cierre del ejercicio fiscal 2020), las ventas netas de la compañía se ubicaron en UYU 682 millones, representando un incremento de 36,8% con respecto al periodo anterior. El 72,3% de los ingresos de Gralado resultaron del usufructo del centro comercial, mientras que el 27,7% restante de los servicios relacionados con la terminal de ómnibus. Es importante mencionar que, en el ejercicio, la compañía ha registrado ingresos extraordinarios por derechos de admisión cobrados a los nuevos arrendatarios de la ampliación finalizada en diciembre 2019, por lo que, si no consideráramos dichos ingresos, los porcentajes de distribución serían de 60,5% y 39,5%, respectivamente. Esperamos que la ampliación del shopping, impulse la generación de ingresos de la compañía.

Rentabilidad y eficiencia

En el último ejercicio analizado los indicadores de rentabilidad de la compañía se mantuvieron relativamente estables respecto del ejercicio anterior. El margen EBITDA ajustado por Moody's Local Uruguay registró una leve mejora, pasando a 65,6% desde 61,4%, mientras que el margen EBIT ajustado se ubicó en 54,5%, ascendiendo desde 48,3%, un año atrás. El margen EBITDA ajustado alcanzó 80% y 20% en 2020, para los subsectores centro comercial y terminal de ómnibus, respectivamente. Destacamos que un 91,3% del EBITDA de Gralado en el ejercicio 2020 fue generado por el usufructo del centro comercial. Considerando el ajuste por los ingresos extraordinarios por derechos de admisión explicados en la sección anterior, el porcentaje del EBITDA generado por el centro comercial desciende hasta 84%.

El resultado neto total de Gralado para el ejercicio 2020 fue de UYU 255 millones, 42,5% superior al registrado el año anterior. Cabe resaltar que el negocio de la Terminal de Ómnibus arrojó un resultado neto de UYU 12,6 millones, superior a los UYU -3,2 millones de 2019, mientras que el negocio del Centro Comercial vio su resultado neto incrementarse un 33,0%, a UYU 242 millones.

Figura 2: Margen EBITDA



Fuente: Estados financieros de Gralado

Apalancamiento y cobertura

Al 30 de abril de 2020, se puede observar un aumento del apalancamiento de Galado. Por un lado, el indicador deuda a EBITDA ajustado se ubicó en 2,0x, en comparación con las 1,5x registradas en el ejercicio 2019 y 0,9x en el ejercicio 2018. El incremento del endeudamiento, a UYU 905 millones en el ejercicio 2020 desde UYU 282 millones en el ejercicio 2018, está vinculado principalmente al financiamiento de la ampliación inaugurada en diciembre de 2019. Además, el ratio de deuda sobre capitalización ajustado también se incrementó, pasando a 54% desde 41% en 2019. Moody's Local Uruguay considera que el nivel de endeudamiento es adecuado para su nivel de calificación.

Al 30 de abril de 2020, la compañía mantiene el 57,3% de la deuda financiera (excluyendo intereses) en dólares estadounidenses, el 39,8% en UI y el 3,0% restante en pesos uruguayos. Los principales bancos acreedores de Galado son el Banco Itaú (80,7% de la deuda total), Scotiabank (9,7%) y Banco República (9,6%).

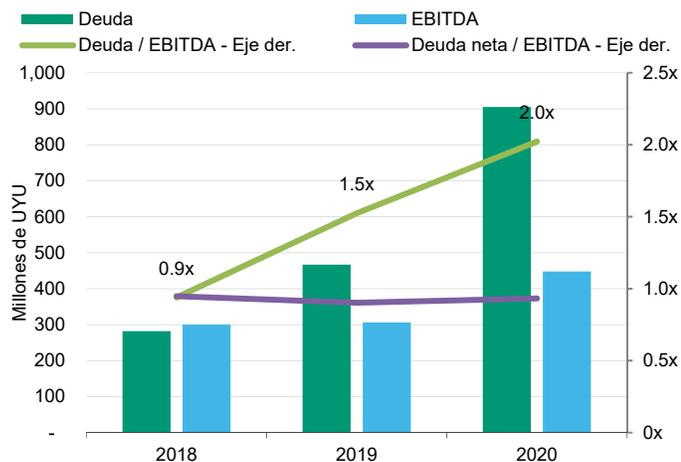
Como consecuencia de la pandemia del coronavirus en sus operaciones, la compañía recibió una dispensa ("waiver") por parte del Scotiabank, el 27 de abril de 2020, y del Banco Itaú, el 29 de abril de 2020, donde se establece una dispensa por el incumplimiento de ratios mínimos establecidos en los contratos.

Al cierre del ejercicio, la posición de caja e inversiones de corto plazo alcanzaban los UYU 61,4 millones, los cuales representan el 23,5% de su deuda financiera de corto plazo de UYU 260 millones y representaba aproximadamente el 6,8% de la deuda financiera total. Si bien los indicadores de liquidez reportados en 2020 de Galado son algo débiles, la compañía dispone de líneas de crédito con los bancos Itaú, Scotiabank y Santander que le permitirán hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

En el ejercicio terminado en abril de 2020, el flujo de libre de caja (FCF, por sus siglas en inglés) de Galado fue negativo por UYU 378 millones, una salida de fondos superior a la evidenciada en el ejercicio anterior de UYU 118 millones. Esto se debe a que si bien el flujo de fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) creció en el 2020 hasta UYU 395 millones, es decir, 68% superior al ejercicio anterior, las necesidades de capital para la ampliación de las instalaciones generaron un fuerte crecimiento en las inversiones de capital de la compañía, que alcanzaron los UYU 538 millones. Además, la empresa realizó pagos de dividendos por un total de UYU 152 millones.

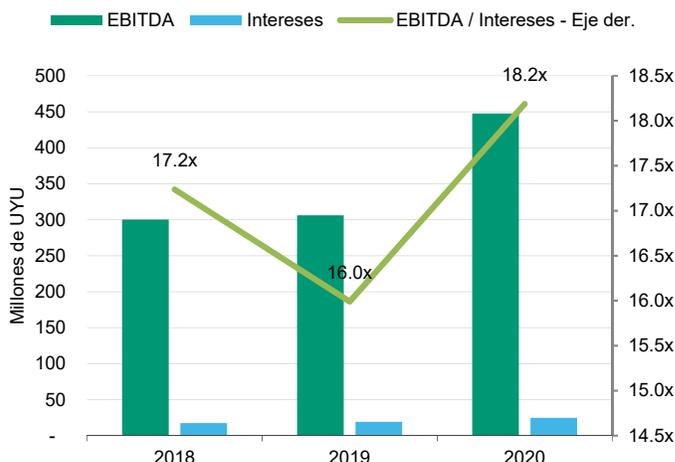
En base a los escenarios proyectados y a la estructura actual de vencimientos de capital e intereses, Moody's Local Uruguay espera que la compañía pueda hacer frente a sus obligaciones en el corto y mediano plazo.

Figura 3: Apalancamiento



Fuente: Estados financieros de Galado

Figura 4: Cobertura



Política financiera

Moody's Local Uruguay considera que históricamente la compañía ha mostrado niveles de liquidez bajos. Los indicadores de liquidez registrados al 30 de abril de 2020 muestran una desmejora respecto del año anterior, resultando en una posición relativamente débil. Galado finalizó el período con caja e inversiones de corto plazo por aproximadamente UYU 61 millones, mientras que la deuda de corto plazo ascendió a UYU 261 millones, arrojando así un ratio de caja y equivalentes sobre deuda de corto plazo de 23,5%. Sin embargo, destacamos que la compañía dispone de líneas de crédito que le permitirán hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

A raíz de la pandemia del coronavirus, Galado decidió tomar las siguientes medidas financieras:

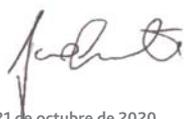
- Reducción del dividendo de marzo 2020 al 50% con el fin de fortalecer la disponibilidad de fondos y generar reservas
- Gestión de línea de crédito contingente con Scotiabank por el equivalente en pesos de USD 1 millón. Se autorizó un sobregiro en cuenta por el plazo de 150 días por el monto efectivamente a utilizar
- Obtención de waivers de cumplimiento de covenants con Banco Itaú y Scotiabank previstos en créditos de largo plazo
- Preparación de diferentes escenarios de flujo de caja proyectado en función de supuestos de venta, toques, facturación y cobranza

Política de dividendos

Respecto a la política de dividendos, analizando los antecedentes de los pagos realizados, Galado 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, Galado no tiene restricciones contractuales para realizar pagos de dividendos.

Con fecha 10 de septiembre de 2020, el directorio resolvió distribuir dividendos por el ejercicio económico finalizado el 30 de abril de 2020 por UI 5,4 millones, pagaderos el 50% el 20 de septiembre de 2020 y el 50% restante el 9 de diciembre. Con fecha 18 de marzo de 2020 la Asamblea General Ordinaria de accionistas resolvió distribuir dividendos de forma anticipada por UYU 22,8 millones. El 27 de agosto de 2019, se resolvió distribuir dividendos por 86,7 millones pagaderos el 20 de septiembre y 20 de noviembre de 2019. Previamente, con fecha 4 de junio de 2019 y 12 de marzo de 2019, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por UYU 42,7 millones y UYU 41,94 millones respectivamente.

El 16 de agosto de 2018 la Asamblea de Accionistas resolvió distribuir dividendos por UI 20,4 millones en partes iguales los días 10 de septiembre de 2018 y 14 de noviembre de 2018. El 5 de junio de 2018, el Directorio había resuelto distribuir dividendos en forma anticipada por un total de UYU 39,5 millones, los cuales fueron puestos a disposición a partir del 12 de junio de 2018.



Calificaciones de acciones de empresas no financieras

Capacidad para generar utilidades

Dada la calificación asignada al emisor de A.uy, la capacidad de generación de ganancias se califica como 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.

Entre el 1 de marzo de 2019 y el 30 de septiembre de 2020 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 2,8 millones. La cotización de la acción en dicho período osciló entre USD 6,0 y USD 4,5 por acción, alcanzando su máximo en enero de 2020. La acción de Galado fue negociada el 6% de los días en los que operó el mercado uruguayo en el trimestre comprendido entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2020.

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

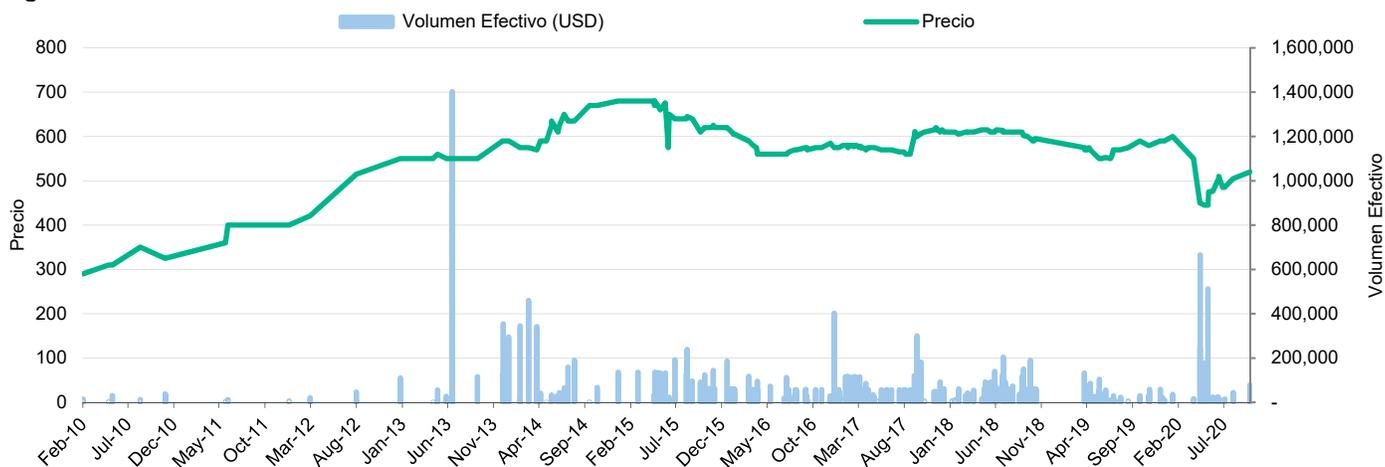
Consideraciones adicionales

El precio de la acción de Galado se mantuvo estable en 2019, oscilando entre USD 5,5 y USD 6,0 mientras que en lo que va del año al 30 de septiembre 2020, la acción registró una baja del 13,3%, ubicándose en USD 5,2 el último día del período analizado.

Valor de Mercado: Al 30 de abril de 2020, el valor libros de la acción de Galado fue de USD 1,4, y el precio de cierre de mercado de USD 4,5, siendo la relación cotización/valor libros de 3,2x.

Rendimiento: En el período comprendido entre septiembre de 2019 y septiembre de 2020, la acción cayó un 11,9%.

Figura 5: Evolución de la cotización de las acciones de Galado



Fuente: Bolsa de Valores de Montevideo

Calificación

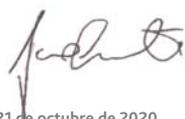
Según la combinación de puntuaciones de la capacidad de la entidad para generar utilidades y su liquidez de mercado, incluyendo asimismo nuestra evaluación de consideraciones adicionales, se evalúa a las acciones de Galado en 3.uy.

Información contable e indicadores operativos y financieros*

	2020	2019	2018
INDICADORES			
EBITDA / Ventas netas	65,6%	61,4%	62,6%
EBIT / Ventas netas	54,5%	48,3%	49,2%
Deuda / EBITDA	2,0x	1,5x	0,9x
CFO / Deuda	34,5%	52,0%	66,1%
EBITDA / Gastos financieros	18,2x	16,0x	17,2x
EBIT / Gastos financieros	15,1x	12,6x	13,5x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	78,9%	127,9%	105,0%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	23,5%	42,8%	22,2%
En millones de UYU			
ESTADO DE RESULTADOS*			
Ventas netas	682	499	479
Resultado bruto	502	347	330
EBITDA	447	306	300
EBIT	372	241	236
Intereses	25	19	17
Resultado neto	255	179	167
FLUJO DE CAJA			
Flujo generado por las operaciones	395	235	191
CFO	312	243	186
Dividendos	(152)	(162)	(153)
CAPEX	(538)	(199)	(13)
Flujo de fondos libres	(378)	(118)	20
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL**			
Caja y equivalentes	61	46	15
Activos corrientes	362	259	127
Bienes de uso	1.325	835	663
Intangibles	146	175	206
Total activos	1.880	1.336	1.000
Deuda corto plazo	261	106	67
Deuda largo plazo	644	360	215
Total deuda	905	467	282
Total pasivo	1.118	1.376	355
Patrimonio neto	761	659	644

* Ejercicios de cierre anual el 30 de abril.

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

INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN

- » Memoria y Estados Contables anuales auditados correspondientes a los ejercicios económicos del 30/04/2020 y anteriores de Galado S.A.
- » Prospecto de oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Galado S.A.
- » 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

DEFINICIÓN DE LA CATEGORÍA GENÉRICA DE LA CALIFICACIÓN

A.uy: Emisores o emisiones calificados en A.uy con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.

3.uy: Emisores que presentan una combinación razonable de flujo de efectivo y liquidez en el mercado para sus acciones en comparación con otras acciones ordinarias en Uruguay.

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.

- » Para más información sobre los Símbolos y Definiciones de Calificación, por favor dirigirse a www.moodyslocal.com.uy

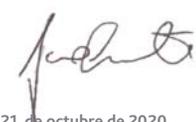
El presente informe no debe considerarse una publicidad, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN

- » **Metodología utilizada:** Metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en www.bcu.gub.uy

ASIGNACIÓN DE CALIFICACIONES DE EMISOR Y DE INSTRUMENTOS

Instrumento	Calificación	Perspectiva
Calificación de emisor en moneda local	A.uy	Estable
Calificación de acciones	3.uy	---



© 2020 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 CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT. 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 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES 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, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros 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 www.moody's.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la calificación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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

