

Contactos	Teléfono
<u>Buenos Aires</u> Daniela Cuan	(5411) 4816-2332

GRALADO S. A.

DESCRIPCION DEL EMISOR

Gralado explota la concesión de la Terminal de Ómnibus de Montevideo, adyacente a un centro comercial que cuenta con una superficie de 6.122 m2 de área arrendable y 128 locales comerciales. Gralado es responsable de la operación y gerenciamiento tanto del shopping center como de la terminal.

ANALISIS PREVIO

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

- Estados Contables Anuales Auditados para el período 2004-2008
- Prospecto para la oferta pública en el mercado secundario de las acciones ordinarias de Gralado S.A.
- Flujos de Fondos Proyectados por la sociedad
- Información complementaria suministrada por el emisor
- Información de mercado en relación a la cotización y evolución reciente del precio de la acción

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.

PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION

Para llevar a cabo la calificación, se tomarán en cuenta:

- Capacidad de generación de ganancias y
- Característica de liquidez de la acción

La calificación final surgirá de la combinación de los dos factores mencionados.

CAPACIDAD DE GENERACION DE GANANCIAS

Se analizan a continuación los elementos que determinan la solvencia y capacidad de generación de utilidades de la sociedad emisora:

SECTOR ECONÓMICO EN EL QUE SE DESEMPEÑA EL EMISOR

El emisor explota en régimen de concesión de obra pública la terminal de ómnibus de Montevideo, que ofrece servicios de transporte colectivo terrestre de pasajeros. 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.

La economía del Uruguay continuo mostrando signos de crecimiento, con un incremento real en el PBI para 2007 del orden del 7,4% y un crecimiento estimado para 2008 de alrededor del 5,8%. La proyección de crecimiento para 2009 es del 4%, menor que la de los últimos años pero claramente positiva. La evolución de los niveles de actividad económica y crecimiento de la economía uruguaya 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.

Uruguay	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F
Real GDP (% change)	-11.0	2.2	11.8	6.6	7.0	7.4	5.8	4.0
Inflation (CPI) (% oya)	25.9	10.2	7.6	4.9	6.4	8.5	7.2	6.3
General Government Financial Balance/GDP (%)	-4.9	-4.6	-2.5	-1.5	-0.7	-1.4	-1.7	-2.5
General Government Debt/GDP (%)	78.7	92.7	82.9	69.3	59.2	55.8	52.6	49.2
Current Account Balance/GDP (%)	3.1	-0.8	0.0	0.3	-1.9	-0.8	-1.5	-1.9
External Debt/CA Receipts [1]	326.5	324.9	243.7	196.5	158.0	154.5	136.3	129.6
External Vulnerability Indicator [2]	881.0	258.0	198.0	171.7	122.7	102.4	74.6	58

Fuente: Moody's Investor Services

POSICIÓN COMPETITIVA DEL EMISOR DENTRO DE SU SECTOR

El 20 de Julio de 1990 el MTOP adjudicó a Gralado S.A. la concesión para la realización del proyecto, construcción, explotación y mantenimiento de la Estación Terminal de Omnibus de Montevideo para el transporte Nacional e Internacional de pasajeros de corta, media y larga distancia. El plazo de la concesión, a partir de la inauguración (17/11/94), se extiende por 30 años.

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 a la ciudad de Montevideo, por lo que Tres Cruces concentra la totalidad del transporte colectivo con trayectos de más de 60 Km. La terminal registra un total de 10,3 millones de pasajeros por año, ventas de 6,6 millones de pasajes y unos 384.000 "toques" de ómnibus por año. Gralado tiene el monopolio del servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibe más de 20 millones de visitantes al año, y más del 60% son pasajeros que arriban o parten de la Terminal. En términos de venta por m² se ubica en primer lugar entre los Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de U\$S 1.200 /m².

Los otros centros comerciales de similares características, apuntan a otro "target" de población y no compiten directamente con Tres Cruces.

Los locales habilitados para su arrendamiento en el shopping, se encuentran ocupados en su totalidad.

Existencia de proyectos del emisor destinados a mejorar la posición competitiva futura

Existen proyectos de ampliación del área de locales comerciales, que podrán ponerse en práctica en caso de que se obtengan las aprobaciones pertinentes por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas.

La posición competitiva del emisor se considera adecuada.

ESTRUCTURA FINANCIERA DEL EMISOR

Se procedió al análisis de la estructura financiera de GRALADO S.A., en base a los estados contables anuales auditados hasta el ejercicio finalizado el 30/04/2008.



Cobertura histórica de Gastos Financieros

Cobertura de intereses	2004	2005	2006	2007	2008
EBIT / Intereses	2,3x	4,7x	9,7x	41,4x	57,2x
EBITDA / Intereses	3,7x	6,6x	13,1x	53,7x	75,6x
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses	3,7x	5,0x	10,5x	38,0x	47,6x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	3,6x	6,5x	12,8x	52,8x	73,1x

La cobertura histórica de intereses muestra una evolución creciente, producto de la fuerte disminución de los niveles de endeudamiento producida a partir del año 2003. Los niveles de cobertura para los últimos dos ejercicios son extremadamente elevados, dado que Gralado no tiene deuda financiera.

Cobertura de Servicio de la Deuda Proyectada

A menos que Gralado encare algún nuevo proyecto a ser financiado con deuda, Gralado no tendría que enfrentar servicios de deuda en el corto plazo.

Riesgo Financiero Proyectado

Dada la anteriormente mencionada cancelación de deudas, Gralado no presenta actualmente riesgos financieros.

La sociedad ha incrementado en los últimos meses los pagos de dividendos, en línea con su mayor generación de fondos operativa. A menos que la política de dividendos se torne aún más agresiva, Moody's no considera que surjan riesgos financieros significativos en el corto plazo.

Rentabilidad

A continuación se expone la evolución histórica de los principales ratios de rentabilidad de la compañía:

Rentabilidad	2004	2005	2006	2007	2008
% Change in Sales (YoY)	-1,0%	3,4%	20,2%	19,0%	12,2%
ROE (NPATBUI / Patrimonio Promedio)	1,5%	5,8%	9,3%	17,4%	11,0%
EBITA / Activos Promedio	6,9%	10,3%	13,2%	16,5%	16,7%
ROA (NPATBUI / Activos Promedio)	1,1%	4,7%	7,3%	12,9%	8,5%
Margen Bruto %	73,8%	69,1%	73,5%	76,1%	76,5%
Margen Operativo %	39,7%	39,5%	47,0%	49,4%	49,0%
Margen EBIT Margin %	35,3%	48,2%	49,5%	53,5%	52,8%
Margen EBITDA Margin %	56,7%	68,2%	66,7%	69,4%	69,8%
Resultado antes de impuestos/ Ventas %	19,8%	37,9%	44,4%	52,2%	51,9%
NPATBUI /Ventas %	5,5%	22,4%	27,5%	41,9%	26,9%

Una vez más, luego del período 2003/2004, se comienza a observar un importante recupero de los indicadores de rentabilidad, acompañado a partir de 2006 de incrementos cercanos al 20% de los ingresos, que comienzan a desacelerarse para el año 2008. Las mejoras en los ingresos y rentabilidad coinciden con un período de fuerte recuperación en la economía de Uruguay post-crisis y muestran a su vez la potencial volatilidad de los resultados de la empresa ante eventuales escenarios macroeconómicos más adversos.

Endeudamiento

Endeudamiento	2004	2005	2006	2007	2008
Deuda / EBITDA	1,7x	0,7x	0,2x	0,0x	0,0x
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	1,7x	0,7x	0,2x	0,0x	0,0x
Deuda / Capitalización	19,9%	11,1%	3,4%	0,0%	0,0%



La evolución del endeudamiento ha sido muy buena., ya que la empresa ha conseguido disminuir su nivel de endeudamiento fuertemente. Al cierre del ejercicio 2008 Gralado ha cancelado la totalidad de su endeudamiento financiero.

Liquidez

Liquidez	2004	2005	2006	2007	2008
Liquidez Corriente	176,3%	145,2%	166,2%	355,1%	423,1%
Prueba Acida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	145,7%	106,6%	130,1%	283,3%	332,0%

La evolución de la liquidez está en línea con la cancelación de deudas verificada en el último año. Si bien la compañía cuenta con recursos líquidos (inversiones de corto plazo) por solo U\$ 940 miles, no tiene compromisos de corto plazo significativos, mostrando por tanto elevados índices de liquidez. Asimismo, Gralado muestra una generación interna de fondos más que suficiente para hacer frente a sus necesidades de capital de trabajo e inversiones en bienes de uso (CAPEX), quedando por tanto fondos remanentes disponibles para el pago de dividendos.

ADMINISTRACIÓN Y CONTROL ACCIONARIO – SOCIETARIO

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.

Complementariamente a su rol de promotores del proyecto, los grupos que componen el paquete accionario, desempeñan una serie de funciones específicas dentro de la estructura organizativa y funcional de la empresa.

Principales Directores y ejecutivos

El Directorio designado en la Asamblea Ordinaria de Accionistas del 15/08/2008 es el siguiente:

Presidente:	Cdor. Carlos A. Lecueder
Vice Presidente:	Dr. Luis V. Muxi Muñoz
Director:	Cr. Roberto Pedemonte
Síndico:	Ing. Miguel Peirano

La Gerencia General está a cargo del Cdor. 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.

Accionistas

Las acciones son al portador. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea, los 10 principales tenedores representaban el 68% del capital social.



<u>Accionistas</u>	<u>Capital \$</u>	<u>%</u>
Darlen International Inc.	2.000.000	15,61%
Fidesur SRL	1.300.000	10,14%
República Afap	1.249.900	9,75%
María José Ramos	1.045.788	8,16%
Cr. Carlos A. Lecueder	705.280	5,50%
Integración Afap	611.200	4,77%
Turil S.A.	522.892	4,08%
Carolina Lecueder	455.556	3,55%
Pablo Lecueder	384.481	3,00%
Miguel Peirano	374.000	2,92%
Gerardo Lecueder	256.320	2,00%
María Alejandra Lecueder	256.320	2,00%
Mateo Kossmann	234.605	1,83%
Thomas Kossmann	198.910	1,55%
Cita S.A.	100.000	0,78%
Luis Alberto Biscaluz	91.100	0,71%
Vicente Puime	70.000	0,55%
Daniel Allaix	64.100	0,50%
Dartayete Conrado	20.120	0,16%
Carlos Lecueder Methol	18.000	0,14%
Beyhaut Andrés	8.415	0,07%
Totales	9.966.987	77,77%

Grado de concentración del control societario

Consideramos que no existe agravamiento del riesgo basado en la concentración del capital accionario.

LIQUIDEZ DE LA ACCION

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

Durante el año 2007 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a U\$S 633 millones de dólares, incluyendo todo tipo de transacciones ya sea títulos públicos o privados, obligaciones negociables, acciones, etc. El volumen más significativo estuvo representado por transacciones en el mercado secundario de bonos soberanos como también bonos del tesoro. En cuanto a títulos privados, hubo transacciones en el mercado primario de obligaciones negociables que determinaron una mayor proporción de operaciones de carácter privado que la habitual. Las acciones siguen sin embargo teniendo muy baja participación en los volúmenes negociados totales, y representaron solo un 2.66% del volumen total del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total en dólares de U\$S 16.8 millones.

Para el primer semestre del año 2008 la operatoria del mercado no presenta cambios significativos, con operaciones de acciones de empresas privadas en el mercado secundario por un monto en efectivo de U\$S 15,3 millones o el 4,4% de las operaciones del mercado.



Lo expuesto muestra la baja liquidez del mercado accionario de las empresas privadas en la Bolsa de Valores de Montevideo, dónde se operan las acciones del emisor.

Durante el año 2007, se transaron acciones de Galado por un valor nominal de \$ 149.000 y un monto en efectivo de U\$S 277.343. La cotización promedio de la acción en el semestre fue de U\$ 2.55 por acción, con un valor al cierre de junio de U\$ 2,55 por acción, un incremento del 34% de su valor de cotización de hace un año atrás. Del monto en efectivo operado en el mercado de acciones de empresas privadas por un total de U\$ 16 millones, Galado participó en aproximadamente un 1,7%.

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 asigna 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 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. En el último ejercicio se han distribuido dividendos por un monto superior a las utilidades netas del ejercicio.

Ratio / Ejercicio	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Cantidad de Acciones VN	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000
Dividendos (en U\$S)	3.682.901	2.400.000	1.600.000	200.000	0	0
Valor Libro de la Acción (en U\$S)	1.85	1.37	1.19	1.39	1.13	0.99
Utilidad por Acción (en U\$S)	0.19	0.22	0.13	0.08	0.01	0.00
Dividendo por Acción (en U\$S)	0.287	0.187	0.125	0.02	0.00	0.00




DICTAMEN

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 27 de Agosto de 2008 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.

Las calificaciones de riesgo efectuadas por Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A. ("Moody's Latin America") son Calificaciones a Escala Nacional. Este tipo de calificaciones son diferentes y por lo tanto deben distinguirse de las calificaciones internacionales de crédito publicadas por Moody's Investors Service, Inc., que si bien es su accionista controlante, es una sociedad diferente constituida en los Estados Unidos de América y con sede social en dicho país. Tal como se encuentra detalladamente explicado en el sitio de internet de Moody's Latin America (<http://www.moodyys.com.ar/novedades.htm>) y en el sitio de internet de Moody's Investors Service, Inc. (<http://www.moodyys.com/moodyys/cust/staticcontent/2000200000265731.asp?section=ref>), a los cuales se remite a los inversores y cuyo contenido se incorpora expresamente al presente, las calificaciones de crédito de Moody's Investors Service, Inc. brindan a los mercados internacionales de capital un marco globalmente consistente para comparar la calidad crediticia de entidades financieras e instrumentos calificados. Dicho sistema de calificación internacional permite la comparación de emisores y obligaciones con independencia de la moneda en que se haya emitido la obligación, el país de origen del emisor o la industria en que se desenvuelva el emisor. Por el contrario, las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America son opiniones relativas a la calidad crediticia de emisores y emisiones dentro de un país en particular. Las Calificaciones a Escala Nacional no incluyen estimación de pérdidas asociadas con eventos sistémicos que pudieran afectar genéricamente a todos los emisores dentro de un país, incluso a aquellos que reciben las calificaciones más altas a escala nacional. Por lo tanto, las Calificaciones a Escala Nacional pueden entenderse como calificaciones relativas de calidad crediticia (incluyendo el apoyo externo relevante) dentro de un país en particular. El uso de las Calificaciones a Escala Nacional por los inversores es apropiado únicamente dentro de la porción de un portafolio que esté expuesta al mercado local de un país determinado, teniendo en cuenta los diversos riesgos que implique la calificación nacional y extranjera otorgada a la moneda de dicho país. En consecuencia, y tal como se explica con mayor detalle en los sitios de internet mencionados precedentemente, el concepto tradicional de "grado de inversión" que se aplica en los mercados internacionales no puede necesariamente aplicarse siquiera a las más altas calificaciones nacionales. El propósito de las Calificaciones a Escala Nacional efectuadas por Moody's Latin America es permitir la diferenciación de la calidad crediticia dentro de economías sujetas a índices genéricos de "riesgo país", los cuales (de no estar excluidos por definición) afectarían dicha pretendida diferenciación.



DANIELA CUAN BELEM



MARIA VERÓNICA AMENDOLA

Copyright 2008 de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Cerrito 1186, Piso 11°, Capital Federal (C1010AAX), Buenos Aires - Argentina. Todos los derechos reservados. TODOS LOS DERECHOS EMERGENTES DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE SE ENCUENTRAN RESERVADOS A NOMBRE DE MOODY'S LATIN AMERICA CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (MOODY'S), Y NINGUNA PERSONA PODRÁ, SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S, COPIAR O DE CUALQUIER OTRO MODO REPRODUCIR, REEMPACAR, RETRANSMITIR, TRANSFERIR, DIVULGAR, REDISTRIBUIR O REVENDER DICHA INFORMACIÓN, NI EN TODO NI EN PARTE, DE NINGUNA FORMA O MANERA Y POR NINGUN MEDIO, ASI COMO TAMPOCO PODRÁ ALMARCENARLA PARA USO FUTURO CON NINGÚN PROPÓSITO. MOODY'S obtiene toda la información contenida en el presente de fuentes que estima precisas y confiables. Sin embargo, a raíz de la posibilidad de que se cometa un error humano o mecánico, así como de otros factores, dicha información se brinda "como se recibe" sin garantía de ningún tipo y MOODY'S en particular, no efectúa ninguna declaración ni otorga ninguna garantía, ni expresa ni implícitamente, respecto de la precisión, oportunidad, completitud, comerciabilidad o adecuación a cualquier propósito en particular, de dicha información. En ningún caso MOODY'S será responsable frente a ninguna persona o entidad como consecuencia de (a) pérdidas o daños resultantes, relacionados, o causados, en todo o en parte, por algún error (por negligencia o cualquier otra causa) u otra circunstancia o contingencia dentro o fuera del control de MOODY'S o de cualquiera de sus directores, funcionarios, empleados o agentes en conexión con la obtención, recolección, compilación, análisis, interpretación, comunicación, publicación o entrega de cualquier parte de dicha información, o (b) daños directos, indirectos, especiales, o de cualquier otro tipo (incluyendo, a mero título enunciativo, ganancias perdidas), incluso en el caso que MOODY'S fuera advertido por adelantado de la posibilidad de que se produzcan dichos daños, que fueran resultantes del uso o incapacidad de uso de cualquier parte de dicha información. Las calificaciones crediticias que forman parte de la información contenida en el presente, si las hubiere, son, y deben interpretarse únicamente como, declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o ser titular de cualquier título valor. MOODY'S NO OTORGA DE NINGÚN MODO NINGUNA GARANTÍA, NI EXPRESA NI IMPLÍCITAMENTE, RESPECTO DE LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, COMPLETITUD, COMERCIABILIDAD O ADECUACIÓN A CUALQUIER PROPÓSITO EN PARTICULAR, DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN. Cada calificación u otra opinión debe analizarse únicamente como un factor en una decisión de invertir que tome algún usuario de la información contenida en el presente, o que se tome en representación de algún usuario de la información contenida en el presente, y cada uno de dichos usuarios debe en consecuencia realizar su propio estudio y evaluación de cada título valor y de cada emisor y garante de cada título valor así como del proveedor de soporte crediticio de cada título valor, que se esté considerando comprar, vender o ser titular. MOODY'S por el presente comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, debentures, obligaciones negociables y papeles de comercio) y de acciones preferidas calificados por MOODY'S han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, pagar a MOODY'S por los servicios de valuación y calificación que presta MOODY'S honorarios que oscilan entre los U\$500 y los U\$60.000, o su equivalente en pesos.

