

## Revisión Anual Acciones

# Moody's Latin America Sector Corporativo

27 de Agosto de 2009

**Contacto:**

Buenos Aires (54.11) 4816.2332

Daniela Cuan  
VP- Sr. Analyst

## 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 2004-2009
- Estados Contables Trimestrales Intermedios, a partir del trimestre Julio-08
- 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.



**Moody's Latin America**

## 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 continuó mostrando signos de crecimiento, con un incremento real en el PBI para 2008 del orden del 9%. La proyección de crecimiento para 2009 es mucho más moderada, del orden del 1.5%, producto de la recesión en la economía mundial. La evolución reciente de los niveles de actividad económica y crecimiento de la economía uruguaya han tenido un impacto positivo en las actividades de Galardo, que en general acompañan la evolución de la economía. El riesgo promedio del sector es considerado medio.

Uruguay	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009F
Real GDP (% change)	-11.0	2.2	11.8	6.6	7.0	7.4	8.9	1.5
Inflation (CPI) (% oya)	25.9	10.2	7.6	4.9	6.4	8.5	8.7	6.5
General Government Financial Balance/GDP (%)	-4.9	-4.6	-2.5	-1.5	-0.7	-1.4	-1.0	-2.5
General Government Debt/GDP (%)	78.7	92.7	82.9	69.3	59.2	55.8	54.7	56.7
Current Account Balance/GDP (%)	3.1	-0.8	0.0	0.3	-1.9	-0.8	-3.5	-2.1
External Debt/CA Receipts [1]	326.5	324.9	243.7	196.5	158.0	154.5	117.3	143.5
External Vulnerability Indicator [2]	881.0	258.0	198.0	171.7	122.7	102.4	79.6	103

Fuente: Moody's Investor Services

### Posición Competitiva Del Emisor Dentro De Su Sector

El 20 de Julio de 1990 el MTOP adjudicó a Galardo S.A. la concesión para la realización del proyecto, construcción, explotación y mantenimiento de la Estación Terminal de Ómnibus 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 aproximadamente un total de 9,5 millones de pasajeros por año, ventas de más de 6 millones de pasajes y unos 400.000 "toques" de ómnibus por año. Galardo 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 1250 /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

El Ministerio de Transporte y Obras Públicas y la Intendencia Municipal de Montevideo dieron su aprobación al proyecto de ampliación del área de locales comerciales, quedando pendiente la definición por parte de la Intendencia Municipal de Montevideo las medidas de mitigación de impactos que solicitará a la empresa. El proyecto prevé un incremento del orden del 80% del área arrendable a comercios.

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 30/04/2009.

### Cobertura histórica de Gastos Financieros

Cobertura de intereses	2005	2006	2007	2008	2009
EBIT / Intereses	4,7x	9,7x	41,4x	NA	NA
EBITDA / Intereses	6,6x	13,1x	53,7x	NA	NA
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses)	5,0x	10,5x	38,0x	NA	NA
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	6,5x	12,8x	52,8x	NA	NA

La cobertura histórica de intereses y gastos financieros muestra una evolución creciente, producto de la fuerte disminución de los niveles de endeudamiento. A partir del ejercicio 2008 el análisis de coberturas no resulta aplicable ya que Gralado no tiene deuda financiera. Los importes registrados en los últimos 2 ejercicios en el rubro “intereses perdidos y gastos financieros” se refieren a la pérdida de valor de acciones en cartera. Al 30/4/09 el saldo contable de esa inversión es 0.

#### 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	2005	2006	2007	2008	2009
% Change In Sales (YoY)	3,4%	20,2%	19,0%	12,2%	1,6%
ROE (NPATBUI / Patrimonio Promedio)	5,8%	9,3%	17,4%	11,0%	8,8%
EBITA / Activos Promedio	10,3%	13,2%	16,5%	16,7%	10,6%
ROA (NPATBUI / Activos Promedio)	4,7%	7,3%	12,9%	8,5%	6,6%
Margen Bruto %	69,1%	73,5%	76,1%	76,5%	65,3%
Margen Operativo %	39,5%	47,0%	49,4%	49,0%	41,0%
Margen EBIT Margin %	48,2%	49,5%	53,5%	52,8%	34,8%
Margen EBITDA Margin %	68,2%	66,7%	69,4%	69,8%	51,9%
Resultado a/ Impuestos/ Ventas %	37,9%	44,4%	52,2%	51,9%	33,7%
NPATBUI/Ventas %	22,4%	27,5%	41,9%	26,9%	21,5%

Se observa como a partir de 2005, luego del período 2003/2004 posterior a la crisis, se comienza a registrar un importante recupero de los indicadores de rentabilidad, acompañado en 2006 y 2007 por incrementos cercanos del orden del 20% de los ingresos. El ejercicio 2008 muestra una desaceleración del crecimiento y una posterior estabilización de las ventas en 2009, que solo crecen un 1,6% en relación al ejercicio previo. Adicionalmente, la rentabilidad del ejercicio ha sido menor a la de los ejercicios previos debido principalmente al reconocimiento de pérdidas asociadas con gastos a recuperar que no han sido trasladados a los locatarios en su real incidencia, afectando de forma negativa los indicadores de rentabilidad del ejercicio finalizado al 30-04-09. Las mejoras en los ingresos y rentabilidad históricos coinciden con un período de fuerte recuperación en la economía de Uruguay post-crisis y de crecimiento en las economías de la región, y muestran a su vez la potencial volatilidad de los resultados de la empresa ante eventuales escenarios macroeconómicos más adversos.

## Endeudamiento

Endeudamiento	2005	2006	2007	2008	2009
Deuda / EBITDA	0,7x	0,2x	0,0x	0,0x	0,0x
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	0,7x	0,2x	0,0x	0,0x	0,0x
Deuda / Capitalización	11,1%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Gralado no tiene actualmente deudas financieras. A partir de 2006 los niveles de endeudamiento son muy bajos, ya que durante el ejercicio 2006 Gralado había cancelado prácticamente todas sus deudas de carácter financiero.

## Liquidez

Liquidez	2005	2006	2007	2008	2009
Liquidez Corriente	145,2%	166,2%	355,1%	423,1%	180,5%
Prueba Acida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	106,6%	130,1%	283,3%	332,0%	143,1%

La evolución de la liquidez está en línea con la cancelación de deudas verificada en 2006. Si bien la compañía cuenta con recursos líquidos (inversiones de corto plazo) por solo \$ 27 millones, 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 21/08/2009, que presenta un solo cambio en su composición respecto al año anterior, es el siguiente:

Presidente:	Cr. Carlos A. Lecueder
Vicepresidente:	Dr. Luis V. Muxí
Director:	Sr. Alejandro Hernández
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 del 21/08/2009, los 10 principales tenedores representaban el 67% del capital social. Cabe mencionar que entre los principales accionistas de los presentes en la última Asamblea muestran tenencias que no han variado en relación con las tenencias que registraron en la Asamblea realizada el año anterior (entre ellos los 2 principales accionistas y las 2 AFAP's).

Accionista	% de Tenencia
DARLEN	15.61%
FIDESUR SRL	10.14%
REPUBLICA AFAP	9.75%
CATALINA VEJO	8.99%
CARLOS ALBERTO LECUEDER	5.65%
INTEGRACION AFAP	4.77%
TURIL S.A.	4.08%
PABLO LECUEDER	3.00%

CARLOS A. LECUEDER METHOL	2.23%
MARIA ALEJANDRA LECUEDER	2.00%
GERARDO LECUEDER	2.00%
MATEO KOSSMANN	1.83%
MATIAS PAULLIER	1.75%
THOMAS KOSSMANN	1.55%
MAIORANO & CIA	1.21%
RAQUEL D. DE METHOL	0.84%
CITA	0.78%
VICENTE PUIME	0.55%
DANIEL ALLAIX	0.50%
MARTHA METHOL ABAL	0.48%
DANIEL PEREZ/DANIEL SAPELLI	0.28%
GUILLERMO SANJURJO	0.05%
MIGUEL DOVAT	0.02%

## 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. Adicionalmente, el mercado presenta características de poca liquidez y bajo volumen de operaciones para títulos accionarios de empresas privadas.

Durante el año 2008 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a U\$S 830 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 y letras del Banco Central. En cuanto a títulos privados, hubo transacciones en el mercado primario de obligaciones negociables y de fideicomisos financieros. Las acciones siguen sin embargo teniendo muy baja participación en los volúmenes negociados totales, y representaron solo un 0,9% del volumen total de operaciones del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total en dólares de U\$S 7,5 millones.

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 2008 se transaron acciones de Gralado por un valor nominal de \$ 322.400 y un monto efectivo de U\$S 814.770. La cotización promedio de la acción en el año fue de U\$ 2.475 por acción, con un valor al cierre a mayo de U\$ 2,40 por acción, una caída del 5% de su valor de cotización de hace un año atrás.

Si bien las estadísticas en relación a la operatoria bursátil para el primer semestre del año no han sido publicadas, de la información mensual surge que la estructura de mercado descrita se mantiene durante los meses transcurridos del año 2009. En efecto, la participación de las

operaciones de acciones privadas en el mercado total ha sido muy baja. Las acciones de Galado han tenido muy pocos movimientos en el primer semestre, con transacciones por un valor nominal de \$ 10.000 y monto efectivo de \$ 24.000 en el mes de febrero de 2009. La última transacción en Bolsa fue realizada el 21/8/09, cuando se transaron 25.000 acciones a un precio de U\$S 2.45 la acción.

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

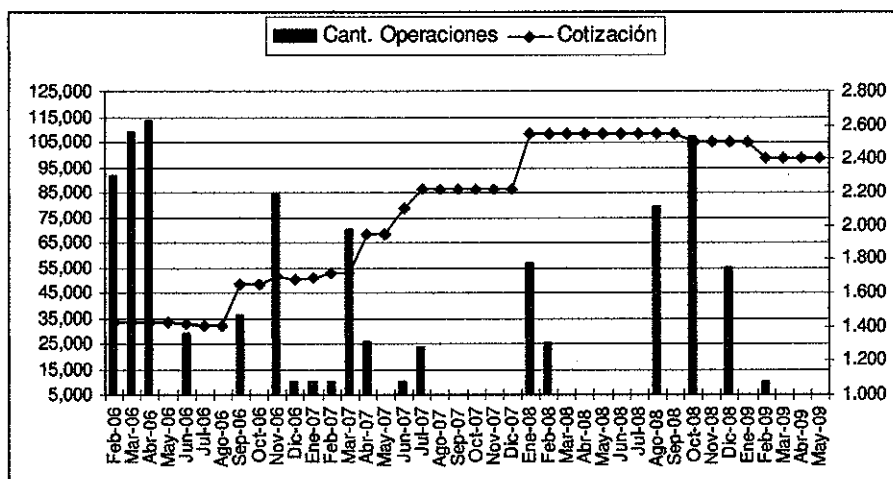
## Aspectos Complementarios: Política de Dividendos

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	2005	2006	2007	2008	2009
Cantidad de Acciones VN	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12,816,000
Resultado del Ejercicio (miles)	25,529	37,660	68,418	49,231	40,013
Dividendos Pagados (miles)	5,222	14,434	45,678	73,290	92,951

## Evolución del Valor de la Acción en el Mercado - Operaciones



## DICTAMEN

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 27 de Agosto de 2009 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.moody.com.ar/novedades.htm>) y en el sitio de internet de Moody's Investors Service, Inc. (<http://www.moody.com/moodys/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.

Copyright 2009 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, ASÍ COMO TAMPOCO PODRÁ ALMACENARLA 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, COMERCIALIZACIÓN 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.