

MOODY'S

REVISION ANUAL

GRALADO S.A.

Acciones

Tabla de Contenidos

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
DESCRIPCION DEL EMISOR	1
ANALISIS PREVIO	1
PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION	2
CAPACIDAD DE GENERACION DE GANANCIAS	2
ESTRUCTURA FINANCIERA DEL EMISOR	4
ADMINISTRACION Y CONTROL ACCIONARIO - SOCIETARIO	5
LIQUIDEZ DE LA ACCION	7
DICTAMEN	9

Analista:

Verónica Améndola
VP -Senior Analyst
+54 11 5129 2610
veronica.amendola@moody.com

Calificaciones Asignadas

INSTRUMENTO	CALIFICACION
ACCIONES GRALADO S.A.	Categoría 3.uy

Descripción 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.

Análisis Previo

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

- » Estados Contables Anuales Auditados para el período 2007-2012
- » 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 Proyectado suministrado 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

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.

El 31 de Julio de 2012, Moody's elevó la calificación de bonos en moneda local y extranjera del gobierno de Uruguay a Baa3 de Ba, con perspectiva positiva. La decisión de Moody's se basó en (1) Un perfil crediticio soberano que en términos generales se ha alineado con el de países grado de inversión con calificación Baa; (2) Mejora sostenida de los indicadores fiscales que ha estado acompañada de un significativo fortalecimiento del balance general del gobierno; (3) Menor vulnerabilidad crediticia a choques regionales ante mayor diversificación económica y amplias reservas de liquidez.

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	2007	2008	2009	2010	2011	2012e
PBI per cápita	7,043	9,108	9,117	11,740	13,871	14,541
PIB real (crecimiento %)	6.5	7.2	2.4	8.9	5.7	5.2
Inflación (IPC variación %)	8.5	9.2	5.9	6.9	8.6	7.5
Déficit/PBI	-1.6	-1.1	-1.5	-1.2	-0.6	-1.0
Deuda/PBI	54.6	42.1	51.4	39.2	38.9	38.0
Balance Cuenta Corriente/PBI	-0.9	-5.7	-0.3	-1.1	-1.9	-2.9
Deuda Externa/PBI	47.8	46.0	40.1	37.0	31.8	31.3
Inversion Extranjera Directa/PBI	5.3	7.0	5.3	6.4	5.4	4.5

Fuente: FMI y Banco Mundial. PBI per cápita en USD.

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 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 12,4 millones de pasajeros por año y unos 442.000 “toques” de ómnibus por año. Gralado tiene el monopolio del servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibe aproximadamente 21,6 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 USD 1.750 /m². El plazo del usufructo, se extiende por 50 años y finaliza el 31 de diciembre de 2041.

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 27 de marzo de 2009 fue modificado el Contrato de Concesión, aprobándose la ampliación del área comercial y del estacionamiento bajo el régimen de usufructo y se modificó la reducción del precio del toque del 23,83% prevista en el contrato original para el 17 de noviembre de 2009.

El 23 de junio de 2010 la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó el proyecto de ampliación del Complejo el cual prevé agregar 7.500 metros cuadrados destinados a áreas comerciales, 16.000 metros cuadrados a estacionamientos y 7.700 metros cuadrados a áreas exteriores.

El 23 de diciembre de 2010 se firmó con Stiler S.A. un contrato de construcción por todos los trabajos de las obras de ampliación. El plazo para la ejecución del contrato sería de 15,5 meses a partir del 14 de febrero de 2011.

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 30/04/2012.

Cobertura histórica de Gastos Financieros

La cobertura de intereses es adecuada debido al bajo nivel de apalancamiento de la compañía. Asimismo, se han capitalizado los intereses relacionados con el financiamiento de la ampliación, mejorando los indicadores de cobertura de intereses.

COBERTURA DE INTERESES	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EBIT / Intereses	38,4x	N/A	N/A	N/A	N/A	143.9x
EBITDA / Intereses	50,6x	N/A	N/A	N/A	N/A	212.9x
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses)	38,2x	N/A	N/A	N/A	N/A	201.2x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	49,6x	N/A	N/A	N/A	N/A	-196.6x

Cobertura de Servicio de la Deuda Proyectada

En Octubre de 2010 se firmó un contrato de financiamiento del 66,5% de la ampliación del complejo por USD 10.7 millones. Asimismo, se obtuvo una línea con el Banco República de USD 9.8 millones que se encuentra utilizada por USD 2.3 millones.

En base a los escenarios proyectados y a la estructura actual de vencimientos de capital e intereses, se espera que la compañía pueda atender sus obligaciones con generación interna de fondos y mantenga relaciones de cobertura adecuadas.

Riesgo Financiero Proyectado

Con la obtención del préstamo en dólares para la ampliación del complejo, se espera que se incremente el riesgo de moneda, aunque no de manera significativa.

La sociedad ha incrementado en los últimos ejercicios los pagos de dividendos, en línea con una 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	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROE (Resultado antes de ítems extraordinarios / Patrimonio Promedio)	15,7%	9,8%	12,0%	14,2%	13,8%	17,1%
EBITA / Activos Promedio	15,2%	15,8%	13,0%	14,3%	13,7%	11,6%
ROA (Resultado antes de ítems extraordinarios / Activos Promedio)	11,6%	7,5%	8,9%	10,5%	9,2%	9,1%
Margen Bruto %	76,1%	76,5%	65,3%	66,8%	46,1%	44,2%
Margen Operativo %	49,4%	49,0%	41,0%	40,6%	35,6%	32,5%
Margen EBIT %	49,4%	49,8%	42,6%	42,4%	34,1%	34,2%
Margen EBITDA %	65,3%	66,8%	59,6%	59,4%	52,3%	50,7%
Resultado Final / Ventas %	37,9%	23,9%	29,3%	31,4%	31,8%	37,2%

En el ejercicio finalizado en abril de 2012, el 52,8% de los ingresos de la compañía provenían de lo que pagan las empresas por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomiendas y los “toques” en la terminal, mientras que el 47,2% restante eran ingresos provenientes de los arrendamientos comerciales, continuando con la tendencia de los últimos años en los que se ha incrementado el porcentaje de ingresos provenientes del Centro Comercial contra los provenientes de la Terminal de Ómnibus. Asimismo, en el último ejercicio analizado, los indicadores de rentabilidad eran afectados por mayores gastos operativos relacionados con la ampliación del complejo.

Endeudamiento

Para financiar la ampliación del complejo comercial, se obtuvo un financiamiento con el Banco Itaú y el Nuevo Banco Comercial por USD 10.7 millones. Adicionalmente, se obtuvo una línea con el Banco República por USD 9.8 millones que se encuentra utilizada por USD 2.3 millones.

Al 30 de abril de 2012 se observa un incremento en los indicadores de endeudamiento, principalmente como consecuencia de un aumento en los préstamos financieros de largo plazo para hacer frente a los proyectos de inversión de la compañía. Los indicadores de endeudamiento se consideran adecuados.

ENDEUDAMIENTO	2008	2009	2010	2011	2012
Deuda / EBITDA	N/A	N/A	N/A	0,3x	1,2x
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	N/A	N/A	N/A	0,6x	-1,3x
Deuda / Capitalización	N/A	N/A	N/A	5,0%	18,8%

Liquidez

LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012
Liquidez Corriente	423,1%	180,5%	353,1%	375,5%	61,4%
Prueba Ácida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	332,0%	143,1%	263,4%	261,9%	51,2%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	N/A	N/A	N/A	224,5%	240,6%

En el último período analizado, la compañía contaba con recursos líquidos (disponibilidades e inversiones de corto plazo) por aproximadamente \$ 60 millones, los cuales eran suficientes para cubrir sus obligaciones de corto plazo con proveedores y acreedores por construcción de bienes de uso.

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 24/08/2012, 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:	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.

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 Galado 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 2011 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.186 millones, 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 los mercados primario y secundario 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 0,05% del volumen total de operaciones del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total en dólares de USD 576.404.

La estructura de mercado descripta se ha mantenido durante el primer semestre del año 2012. Si bien se ha registrado un leve aumento, la participación de las operaciones de acciones privadas en el mercado total continúa siendo baja (0,14% para los primeros seis meses del año 2012)

Durante el año 2011 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 22.000. Las acciones de la compañía han tenido mayores movimientos en el período de ocho meses finalizado en Agosto de 2012, con transacciones por monto efectivo de USD 72.550. La cotización promedio de la acción en 2011 fue de USD 3,87 por acción, mientras que el valor al 02/08/2012 era de USD 5,15 por acción.

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

Aspectos Complementarios: Política de Dividendos

Respecto a la política de dividendos, analizando el track-record de los pagos realizados, se puede decir que 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.

En mayo de 2011 se anticiparon dividendos por USD 1 millón.

El 16 de agosto de 2011 se resolvió distribuir dividendos por USD 3 millones sobre resultados acumulados, pagaderos USD 1 millón en agosto, USD 1 millón en setiembre y USD 1 millón en noviembre de 2011.