



## REVISION ANUAL

### 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@moodys.com

## GRALADO S.A.

Acciones

### 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 13.324 m<sup>2</sup> de área arrendable y 170 propuestas comerciales y de servicios.

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 2007-2013
- » 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 Ba1, 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.

El nivel de ingreso de Uruguay se ubica por arriba de la mediana del grupo de referencia Baa. La economía ha reportado un fuerte ritmo de crecimiento durante un período prolongado al registrar el PIB crecimiento anual promedio superior al 5.7% durante el período 2004-2012.

La evolución reciente de los niveles de actividad económica y crecimiento de la economía uruguaya, junto con la inauguración de la ampliación del shopping center 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	2008	2009	2010	2011	2012	2013F
PBI per cápita	9.108	9.037	11.573	13.785	14.77	16.921
PIB real (crecimiento %)	7.2	2.2	8.9	6.5	3.9	3.5
Inflación (IPC variación %)	9.2	5.9	6.9	8.6	7.5	7.5
Déficit/PBI	-1.1	-1.5	-1.2	-0.6	-2.0	-1.7
Deuda/PBI	51.8	47.0	41.4	40.9	39.5	37.7
Balance Cuenta Corriente/PBI	-5.7	-1.3	-1.9	-2.9	-5.3	-5.5
Deuda Externa/PBI	59.0	51.7	47.5	40.7	40.3	39.7
Inversion Extranjera Directa/PBI	7.0	5.0	6.0	5.4	5.4	5.8

Fuente: Moody's. PBI per cápita en USD.

### Posición competitiva del emisor dentro de su sector

El 20 de Julio de 1990 el MTOP adjudicó a Galado 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 (16/11/94), 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 12,1 millones de pasajeros por año y unos 434.000 "toques" de ómnibus por año. Galado tiene el monopolio del servicio.

En cuanto al centro comercial, Tres Cruces recibe aproximadamente 23,4 millones de visitantes al año, y en el orden del 50% son pasajeros que arriban o parten de la Terminal. En términos de venta por m<sup>2</sup> se ubica en primer lugar entre los Shopping Centers de Montevideo con una venta promedio mensual de USD 1.350 /m<sup>2</sup>. Este valor se ve reducido con respecto al observado el año anterior como consecuencia de la incorporación de una mayor área arrendable a partir de la ampliación en el centro comercial que hace disminuir el valor promedio. 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. Sobre fines de 2013 se espera la apertura de un nuevo centro comercial que se ubicará a 3 km de distancia de Tres Cruces y competirá en parte de una zona geográfica. 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. En dicho acuerdo se adelantó seis meses la reducción del precio del toque del 23,83% prevista en el contrato original para el 17 de noviembre de 2009. Asimismo se acordó una reducción adicional de 13,27% en el precio del toque a partir de diciembre de 2012.

El 23 de junio de 2010 la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó el proyecto de ampliación del Complejo el cual previó 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.

Con fecha 5 de diciembre de 2012, la compañía presentó la finalización de las obras de ampliación del centro comercial, estacionamiento y terminal, las cuales incorporan 67 nuevos locales y 12 stands a los ya existentes. Asimismo, con la ampliación del estacionamiento, se triplicó su capacidad, sumando 600 plazas techadas. Finalmente, en la terminal de autobuses, se aumentó el área de andenes en un 70% y el número de plataformas, pasando de 32 a 41.

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 30/04/2013.

### Cobertura histórica de Gastos Financieros

A partir del ejercicio 2008 hasta el ejercicio 2011 inclusive, el análisis de coberturas no resulta aplicable ya que la compañía no poseía deuda financiera durante dichos períodos.

La cobertura de intereses es adecuada debido al bajo nivel de apalancamiento de la compañía. Si bien se observa un aumento en el nivel de los costos financieros de la compañía, como consecuencia de un aumento en la deuda en el último ejercicio considerado, la cobertura de intereses continúa siendo adecuada gracias a la mejora en los resultados operativos de la compañía.

COBERTURA DE INTERESES	2007	2008 - 2011	2012	2013
EBIT / Intereses	38,4x	N/A	143,9x	22,6x
EBITDA / Intereses	50,6x	N/A	212,9x	26,1x
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses)	38,2x	N/A	201,2x	26,2x
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	49,6x	N/A	-196,6x	-4,0x

### 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 de crédito con el Banco República de USD 9.8 millones que se encuentra utilizada por USD 4.6 millones al cierre del ejercicio.

A la fecha del presente informe, la compañía obtuvo una ampliación de la línea de crédito por USD 1.6 millones, de los cuales fueron utilizados USD 0.6 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, ya que la compañía resolvió financiar el 50% en USD y el 50% en moneda nacional.

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	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROE (Resultado antes de ítems extraordinarios / Patrimonio Promedio)	9,8%	12,0%	14,2%	13,8%	17,1%	41,3%

EBITA / Activos Promedio	15,8%	13,0%	14,3%	13,7%	11,6%	28,5%
ROA (Resultado antes de ítems extraordinarios / Activos Promedio)	7,5%	8,9%	10,5%	9,2%	9,1%	20,6%
Margen Bruto %	76,5%	65,3%	66,8%	46,1%	44,2%	67,7%
Margen Operativo %	49,0%	41,0%	40,6%	35,6%	32,5%	58,6%
Margen EBIT %	49,8%	42,6%	42,4%	34,1%	34,2%	59,6%
Margen EBITDA %	66,8%	59,6%	59,4%	52,3%	50,7%	68,6%
Resultado Final / Ventas %	23,9%	29,3%	31,4%	31,8%	37,2%	47,6%

En el ejercicio finalizado en abril de 2013, aproximadamente el 47% de los ingresos de la compañía provenían de lo que pagan las empresas por el uso de locales en los niveles Terminal y Encomienadas y los “toques” en la terminal, mientras que el 53% 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.

En el último ejercicio analizado, los indicadores de rentabilidad de la compañía reflejan la mejora proveniente de la finalización y puesta en marcha de la ampliación del complejo. Como consecuencia, se observa un incremento en los ingresos de la compañía del 114% aproximadamente, en comparación con el ejercicio anterior. Cabe resaltar que USD 10.4 millones son por derechos de concesión de locales de la ampliación, por lo que no se repetirán en el futuro. Asimismo, al finalizar las obras de ampliación, la caída en los gastos operativos en relación a las ventas permitan un gran incremento en los márgenes de la compañía.

### 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 4.6 millones.

Al 30 de abril de 2013 se observa una mejora en el indicador Deuda/EBITDA de la compañía en comparación con el ejercicio anterior, principalmente como consecuencia de la mejora en los resultados operativos gracias a la puesta en marcha de las ampliaciones antes mencionadas. Tanto el indicador Deuda/ (EBITDA - CAPEX) como el indicador Deuda/Capitalización muestran un leve deterioro con respecto al ejercicio anterior como consecuencia del aumento en la deuda financiera para la financiación de las obras de ampliación. Sin embargo, los indicadores de endeudamiento de Gralado se consideran adecuados.

ENDEUDAMIENTO	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda / EBITDA	N/A	N/A	N/A	0,3x	1,2x	1,1x
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	N/A	N/A	N/A	0,6x	-1,3x	-6,9x
Deuda / Capitalización	N/A	N/A	N/A	5,0%	18,8%	30,7%

### Liquidez

LIQUIDEZ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Liquidez Corriente	423,1%	180,5%	353,1%	375,5%	61,4%	58,2%
Prueba Acida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	332,0%	143,1%	263,4%	261,9%	51,2%	37,8%
Caja e Inversiones de Corto Plazo / Deuda de Corto Plazo	N/A	N/A	N/A	224,5%	240,6%	11,2%

A la fecha de cierre del ejercicio 2013, la compañía contaba con recursos líquidos (disponibilidades e inversiones de corto plazo) por aproximadamente \$ 9 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanzaba los \$ 77 millones y representaba aproximadamente el 22% de la deuda total. Si bien los indicadores de liquidez de la compañía muestran valores algo ajustados, Galado tiene un buen acceso a líneas de crédito bancarias que le permiten hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Asimismo, Galado 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 23/08/2013, 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 23/08/2013, los 10 principales tenedores representaban el 49% del capital social.

### 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 2012 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 1.065 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 (aunque mayor al registrado en el año 2011), y representaron solo un 0,14% del volumen total de operaciones del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total de USD 1.461 millones.

La estructura de mercado descrita se ha mantenido durante el primer semestre del año 2013. Si bien se ha registrado un leve aumento, la participación de las operaciones de acciones privadas en el mercado total continúa siendo baja (0,32% para los primeros seis meses del año 2013).

Durante el año 2012 se transaron acciones de Galado por un monto efectivo de USD 182.550. Las acciones de la compañía han tenido mayores movimientos en el período de seis meses finalizado en Junio de 2013, con transacciones por monto efectivo de USD 1.514.050. La cotización promedio de la acción en 2012 fue de USD 5 por acción, mientras que el valor al 18/06/2013 era de USD 5,50 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 Galrado 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, Galrado 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.

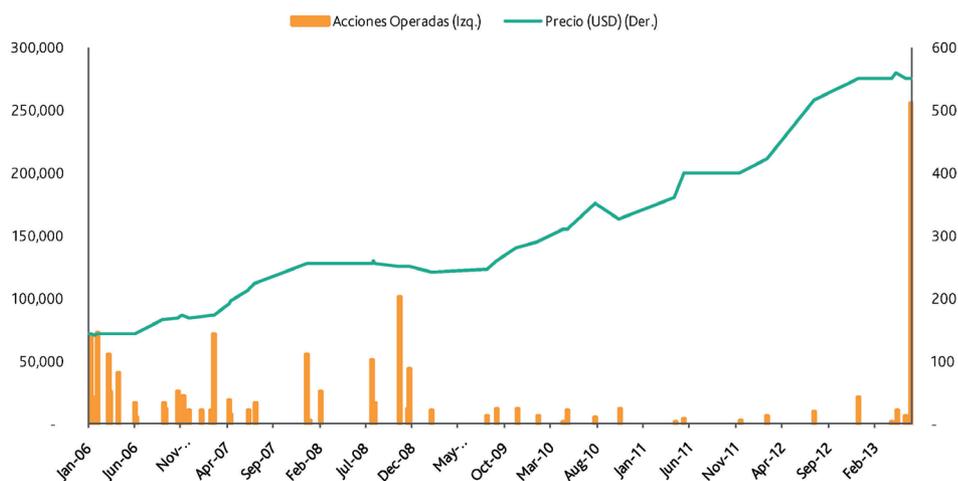
Con fecha 8 de junio de 2012 el Directorio resolvió distribuir dividendos anticipados por USD 1 millón.

El 24 de agosto de 2012 se resolvió distribuir dividendos por USD 2 millones sobre resultados acumulados, pagaderos USD 1 millón en septiembre y USD 1 millón en noviembre de 2012.

Con fecha 13 de marzo de 2013, el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1 millón.

DIVIDENDOS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cantidad de Acciones VN	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000	12.816.000
Resultado del Ejercicio (miles)	49.231	40.013	68.129	75.731	76.406	229.065
Dividendos Pagados (miles)	73.290	92.951	75.239	78.391	94.421	83.924

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



### DICTAMEN

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 29 de Agosto de 2013 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.