



REVISION ANUAL

GRALADO S.A.

Acciones

Tabla de Contenidos

CARACTERISTICAS DE LAS ACCIONES	1
DESCRIPCION DEL EMISOR	1
ANALISIS PREVIO	1
PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION	2
CAPACIDAD DE GENERACION DE GANANCIAS	2
ESTRUCTURA FINANCIERA DEL EMISOR	3
ADMINISTRACION Y CONTROL	
ACCIONARIO - SOCIETARIO	5
LIQUIDEZ DE LA ACCION	7
DICTAMEN	8

Contactos

Daniela Cuan
 VP – Sr. Analyst
 +54 11 4816 2332
 daniela.cuan@moodys.com

Calificaciones Asignadas

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

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 2006-2010
- » 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 15 de Julio de 2010 Moody's colocó la calificación de bonos en moneda local y extranjera de Ba3 del gobierno de Uruguay en revisión para posible alza. La decisión de Moody's de iniciar esta revisión se basó en (1) evidencia de que la crisis global tuvo un impacto limitado en las perspectivas económicas y financieras del país; (2) una tendencia decreciente en los indicadores de deuda del gobierno que se han ido alineado con la media del grupo de referencia ; (3) señales de que la administración entrante mantendrá continuidad en las políticas económicas; y (4) menor vulnerabilidad a choques provenientes de la región.

La evolución reciente 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.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010F
GDP per capita (USD)	5,252	5,974	7,206	9,351	9,434	12,301
Real GDP (% change)	7.5	4.3	7.5	8.5	2.9	6.1
Inflation (CPI, % change Dec/Dec)	4.9	6.4	8.5	9.2	5.9	6.5
Gen. Gov. Financial Balance/GDP	-1.6	-1	-1.6	-1.1	-1.5	-0.9
Gen. Gov. Debt/GDP	65.2	57.1	53.3	41	49.8	38.9
External Debt/GDP	64.7	54	46.7	44.8	38.5	34.8
Current Account Balance/GDP	0.2	-2	-0.9	-4.8	0.8	-1
Net Foreign Direct Investment/GDP	4.7	7.6	5.2	5.9	3.6	4.4

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 11,8 millones de pasajeros por año, ventas de más de 7 millones de pasajes y unos 420.000 “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 USD 1600 /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.

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 30/04/2010.

Cobertura histórica de Gastos Financieros

La relación de cobertura de intereses respecto de los resultados operativos ha evolucionado favorablemente debido a la menor carga financiera asociada con un menor nivel de endeudamiento. A partir del ejercicio 2008 el análisis de coberturas no resulta aplicable ya que Gralado ha cancelado su deuda financiera. Los importes registrados en los últimos 3 ejercicios en el rubro “intereses perdidos y gastos financieros” se refieren a la pérdida de valor de acciones en cartera.

COBERTURA DE INTERESES	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT / Intereses	9.3x	38.4x	N/A	N/A	N/A
EBITDA / Intereses	12.6x	50.6x	N/A	N/A	N/A
(Fondos de las operaciones + Intereses / Intereses)	10.5x	38.2x	N/A	N/A	N/A
(EBITDA-CAPEX) / Intereses	12.4x	49.6x	N/A	N/A	N/A

Cobertura de Servicio de la Deuda Proyectada

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

Riesgo Financiero Proyectado

Debido a que Galado ha cancelado la totalidad de su deuda financiera, al cierre de Abril de 2010 no presentaba riesgos financieros.

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	2006	2007	2008	2009	2010
ROE (Resultado antes de ítems extraordinarios / Patrimonio Promedio)	8.5%	15.7%	9.8%	12.0%	14.2%
EBITA / Activos Promedio	12.6%	15.2%	15.8%	13.0%	14.3%
ROA (Resultado antes de ítems extraordinarios / Activos Promedio)	6.7%	11.6%	7.5%	8.9%	10.5%
Margen Bruto %	73.5%	76.1%	76.5%	65.3%	66.8%
Margen Operativo %	47.0%	49.4%	49.0%	41.0%	40.6%
Margen EBIT %	47.3%	49.4%	49.8%	42.6%	42.4%
Margen EBITDA %	64.4%	65.3%	66.8%	59.6%	59.4%
Resultado Final / Ventas %	25.2%	37.9%	23.9%	29.3%	31.4%

Los indicadores de rentabilidad en 2010 han mantenido su nivel con respecto al cierre anual anterior. Sin embargo, se observa una recuperación en los ingresos por ventas, con un crecimiento del 9.3% en relación al ejercicio previo, generando mayores fondos a nivel operativo. 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

En el ejercicio 2006 Gralado había cancelado prácticamente toda su deuda financiera y durante los últimos cuatro períodos anuales analizados, la empresa no ha mantenido endeudamiento financiero.

ENDEUDAMIENTO	2006	2007	2008	2009	2010
Deuda / EBITDA	0.2x	N/A	N/A	N/A	N/A
Deuda / (EBITDA - CAPEX)	0.2x	N/A	N/A	N/A	N/A
Deuda / Capitalización	3.4%	N/A	N/A	N/A	N/A

Liquidez

LIQUIDEZ	2006	2007	2008	2009	2010
Liquidez Corriente	166.2%	355.1%	423.1%	180.5%	353.1%
Prueba Acida ((Disp. + Ctas. A Cobrar) / Pasivo Corriente)	130.1%	283.3%	332.0%	143.1%	263.4%
Caja / Deuda de Corto Plazo	96.2%	N/A	N/A	N/A	N/A

Los indicadores de liquidez evolucionan positivamente principalmente por la cancelación de deudas verificada en 2006. En el cierre de Abril de 2010 los indicadores mejoran debido a una disminución en el pasivo corriente producto del pago de la totalidad de las cuotas de dividendos. En el último período analizado, la compañía contaba con recursos líquidos (disponibilidades e inversiones de corto plazo) por aproximadamente \$ 21.5 millones, los cuales eran suficientes para cubrir sus obligaciones de corto plazo, principalmente acreedores comerciales.

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 26/08/2010, 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.

Accionistas

Las acciones son al portador. De acuerdo con la información de accionistas presentes en la última Asamblea del 26/08/2010, los 10 principales tenedores representaban el 53% del capital social.

Accionista	% de Tenencia
REPUBLICA AFAP	9.75%
DARLEN	9.36%
FIDESUR SRL	9.36%
CARLOS ALBERTO LECUEDER	5.65%
INTEGRACION AFAP	4.77%
TURIL S.A.	4.08%
CITA	3.30%
PABLO LECUEDER	3.00%
CAROLINA LECUEDER	2.02%
MARIA ALEJANDRA LECUEDER	2.00%
GERARDO LECUEDER	2.00%
MATEO KOSSMANN	1.83%
THOMAS KOSSMANN	1.55%
MAIORANO & CIA	1.30%
MARTHA METHOL ABAL	1.04%
RAQUEL D. DE METHOL	0.84%
MATIAS PAULLIER	0.68%
VICENTE PUIME	0.55%
DANIEL ALLAIX	0.50%
CONRADO DARTEYETE REY	0.41%
SEBASTIAN ETCHEVERRY	0.39%
CARLOS A. LECUEDER METHOL	0.21%
DANIEL PEREZ/DANIEL SAPELLI	0.14%
CONRADO DARTEYETE	0.10%
MARIA JOSE LECUEDER	0.08%
ANDRES BEYHAUT	0.07%
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 2009 en la Bolsa de Valores de Montevideo se realizaron transacciones por un monto en efectivo equivalente a USD 795 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 0,04% del volumen total de operaciones del mercado, con operaciones por un monto efectivo equivalente total en dólares de USD 318 miles.

De la información mensual publicada en la Bolsa de Valores surge que la estructura de mercado descripta se ha mantenido en los primeros siete meses del año 2010. En efecto, la participación de las operaciones de acciones privadas en el mercado total continúa siendo baja.

Durante el año 2009 se transaron acciones de Gralado por un valor nominal de \$ 85.585 y un monto efectivo de USD 220.768. Las acciones de la compañía han tenido muy pocos movimientos en el período de ocho meses finalizado en Agosto de 2010, con transacciones por un valor nominal de \$ 19.800 y monto efectivo de USD 61.900. La cotización promedio de la acción en 2009 fue de USD 2,54 por acción, mientras que el valor al 13/8/2010 era de USD 3,50 por acción, aproximadamente un 43% superior al su valor de cotización registrado en el mismo mes del año anterior.

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

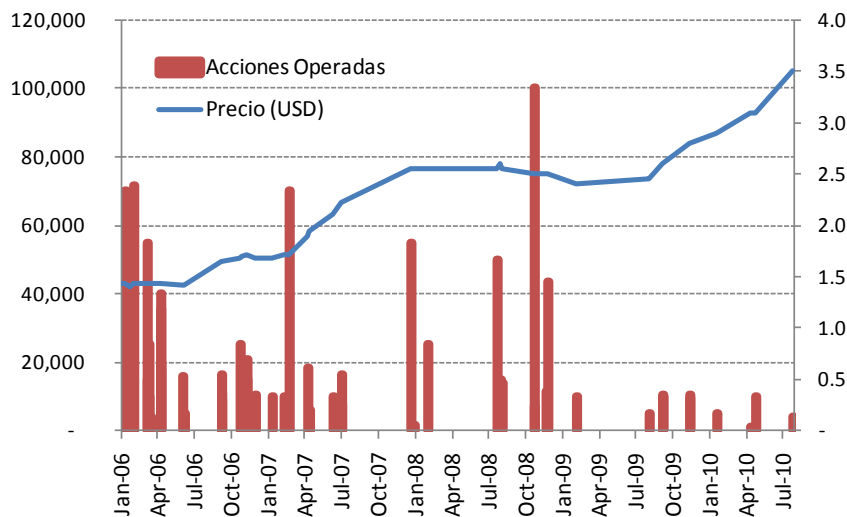
Respecto a la política de dividendos, analizando el track-record de los pagos realizados, se puede decir que Gralado ha realizado distribuciones de dividendos sobre la base de flujos de caja excedentes.

Luego de la cancelación total de la Serie D de Obligaciones Negociables, Gralado 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.

El 21 de agosto de 2009 la Asamblea General Ordinaria resolvió distribuir dividendos por USD 2,1 millones equivalentes a \$ 47,9 millones, sobre resultados acumulados, los cuales fueron pagados puntualmente en el segundo semestre de 2009. El 9 de marzo de 2010 el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones. Finalmente, el 10 de junio de 2010 el Directorio resolvió distribuir dividendos en forma anticipada por USD 1,3 millones.

DIVIDENDOS	2006	2007	2008	2009	2010
Cantidad de Acciones VN	12,816,000	12,816,000	12,816,000	12,816,000	12,816,000
Resultado del Ejercicio (miles)	37,660	68,418	49,231	40,013	68,129
Dividendos Pagados (miles)	14,434	45,678	73,290	92,951	75,239

Evolución del Valor de la Acción en el Mercado - Operaciones



DICTAMEN

El Consejo de Calificación de Moody's Latin América, el 26 de Agosto de 2010 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/moody/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 portfolio 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 2010 de Moody's Latin America Calificadora de Riesgo S.A., Cerrito 1186, Piso 11, Capital Federal, Buenos Aires – Argentina (C1010AAX). 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"). SE PROHIBE LA REPRODUCCIÓN TOTAL Y/O PARCIAL DE LA MISMA POR CUALQUIER MEDIO SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO POR ESCRITO DE MOODY'S. La información que surge del presente fue obtenida por MOODY'S de fuentes que estima precisas y confiables. Dicha información se brinda tal cual "como se recibe". En consecuencia, MOODY'S no otorga, ni expresa ni implícitamente, ninguna garantía respecto de la precisión y/o veracidad de la misma. En ningún caso MOODY'S será responsable como consecuencia de (a) pérdidas o daños resultantes, relacionados, o causados, en todo o en parte, por algún error u otra circunstancia o contingencia, que resultaran del uso, no uso o uso incorrecto de cualquier parte de dicha información, o (b) daños directos, indirectos o de cualquier otro tipo (incluyendo, a mero título enunciativo, lucro cesante) que resultaran del uso, no uso o uso incorrecto de cualquier parte de dicha información. Las calificaciones de riesgo deben interpretarse únicamente como declaraciones de opinión y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, vender o mantener 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 es sólo una opinión y debe ser ponderada por el inversor únicamente como un factor adicional en su decisión de inversión. En consecuencia, el inversor deberá realizar su propio estudio y evaluación de los distintos elementos constitutivos de la operación de inversión