

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

(DUCSA)

Informe Complementario

Calificaciones

Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 10 millones AA+

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

	6 meses 30/06/12	12 meses 31/12/11
Total Activos (UY\$ millones)	3.382	3.273
Total Deuda Financiera (UY\$ millones)	460	461
Ingresos (UY\$ millones)	14.433	26.884
EBITDA (UY\$ millones)	195.5	401.6
Deuda/ EBITDA	1.2x	1.1x
Flujo de caja operativo -FCO (UY\$ millones)	171	242

Informes relacionados

Corporate Rating Methodology, Agosto 12, 2011 (1)

Manual de calificación registrado ante el BCU.

Analistas

Paula García-Uriburu
+56.4.499.3316
paula.garcia@fitchratings.com

Gabriela Curutchet
+54.11.5235.8122
gabriela.curutchet@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Liderazgo en un Mercado Altamente Regulado: La calificación de DUCSA refleja el liderazgo de la compañía en el mercado local de distribución de combustibles y lubricantes.

La calificación se basa además en la regulación del mercado que enmarca la mayor parte del negocio de la compañía, lo cual establece altas barreras de ingreso y un marco regulatorio estable y consolidado que ha podido aportar a las compañías participantes niveles de rentabilidad estables y adecuados.

Vínculo con su matriz ANCAP: DUCSA es una sociedad 100% controlada por ANCAP, si bien esta última no garantiza a la primera ni le provee soporte financiero. ANCAP es un activo altamente estratégico para el país, y opera además como regulador del mercado a través de los precios de los combustibles que sugiere al Poder Ejecutivo y de los márgenes que establece en los contratos de distribución.

DUCSA opera la red de estaciones de servicio con la marca ANCAP en Uruguay, siendo ANCAP la única empresa autorizada por ley a importar y refinar combustibles en el país. Si bien la operación de DUCSA compite con otros distribuidores privados en igualdad de condiciones (mismos márgenes), la marca ANCAP es una fortaleza relevante sobre todo para el mercado interno.

Sólido Perfil Crediticio: DUCSA muestra un perfil crediticio sólido basado en una capacidad de generación de flujos operacionales estable y un acotado nivel de endeudamiento. Al 30 de Junio de 2012 el EBITDA de la compañía fue de US\$9,9 millones, con un margen bajo pero estable de 1,4%. Las perspectivas del consumo de combustibles hacia adelante son buenas, si bien no se esperan incrementos materiales.

Durante los últimos 5 años, las inversiones de capital y el pago de dividendos se movieron en niveles manejables para que la compañía pudiese financiar sus operaciones fundamentalmente con recursos propios, manteniendo un nivel de endeudamiento acotado. Hacia adelante, se espera que el nivel de deuda financiera de DUCSA se sitúe en torno a los US\$10 millones.

Por otro lado, la calificación de DUCSA se ve limitada por su falta de diversificación de negocios e integración vertical y su concentración en el mercado Uruguayo.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada si:

- la compañía desarrollara un plan de inversiones relevante que modifique su actual perfil crediticio de bajo endeudamiento y generación estable,
- existiera una creciente presión por parte de ANCAP sobre los flujos o el nivel de endeudamiento de DUCSA que debilite su posición,
- exista un cambio en el marco regulatorio de la industria, que resultare en un peor perfil crediticio de la compañía.
- se logre un pobre manejo tanto de los excedentes de flujos como del plan de inversiones.

Liquidez y estructura de capital

DUCSA muestra una holgada posición de liquidez. La principal fuente de liquidez de la compañía está dada por su sólida generación de flujos. A junio de 2012, la deuda financiera total de DUCSA era de US\$21,3 millones, enteramente en el corto plazo y la caja de US\$26,0 millones, cubriendo en 1.2x veces la deuda financiera total de la compañía.

Además, la compañía mantiene líneas de crédito disponibles por US\$17,5 millones y un fluido acceso al mercado bancario en el Uruguay.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Distribuidora uruguaya de combustibles S.A

(miles de UYU\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período	21,6300	19,4750	19,9000	19,5500	24,4000
Multiplicador de Inflación *		1,0000	1,0860	1,1612	1,2298
	<u>Jun-12</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>
	6 meses				
EBITDA Operativo	195.513	401.655	352.950	446.434	307.690
EBITDAR Operativo	195.513	401.655	352.950	446.434	307.690
Margen de EBITDA	1,4	1,5	1,5	2,0	1,3
Margen del Flujo de Fondos Libre		0,1	0,4	0,1	0,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio		16,2	13,8	19,4	28,5
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	79,7	102,7	41,9	45,7	20,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	64,2	144,2	82,6	79,5	50,3
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	0,1	0,8	0,2	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	1,4	2,9	1,5	1,6
FCO / Inversiones de Capital	0,4	1,5	2,2	1,7	1,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,9	1,6	0,6	0,6	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,1	0,3	0,3	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,1)	(0,1)
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Balance					
Total Activos	3.382.011	3.273.782	2.600.614	2.353.421	2.316.833
Caja e Inversiones Corrientes	563.213	622.035	250.628	182.779	290.061
Deuda Corto Plazo	459.719	461.101	116.283	141.639	268.503
Deuda Largo Plazo					
Deuda Total	459.719	461.101	116.283	141.639	268.503
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	459.719	461.101	116.283	141.639	268.503
Total Patrimonio	1.919.271	1.850.366	1.618.910	1.461.067	1.266.846
Total Capital Ajustado	2.378.990	2.311.467	1.735.193	1.602.706	1.535.350
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	239.587	283.285	174.700	251.031	116.399
Variación del Capital de Trabajo	(68.332)	(41.151)	106.544	2.257	222.275
Flujo de Caja Operativo (FCO)	171.255	242.134	281.245	253.288	338.675
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Dividendos	(97.955)	(48.995)	(54.139)	(70.415)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(71.670)	35.291	97.779	30.699	143.005
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	30.752	(6.174)	737	72.232	(52.889)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	802.617
Variación de Caja	19.249	115.413	43.503	82.924	11.278
Estado de Resultados					
Ventas Netas	14.433.047	26.884.242	23.145.783	21.805.835	23.348.606
Variación de Ventas (%)		16,2	6,1	(6,6)	61,7
EBIT Operativo	149.448	314.553	268.518	371.024	209.278
Intereses Financieros Brutos	3.045	2.786	4.271	5.618	6.123
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	166.860	280.450	211.871	264.704	208.414

* Según información de balance, el Grupo cesó de practicar el ajuste por inflación en el ejercicio posterior al terminado el 31 de diciembre de 2011, siguiendo lo dispuesto en el Decreto 104/012 de fecha 10 de abril de 2012.

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en www.fitchratings.com
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
 - EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
 - Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
 - Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
 - Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
 - Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características de las Obligaciones Negociables

Durante el mes de diciembre 2012 DUCSA emitirá la primera serie de Obligaciones Negociables en dólares estadounidense por hasta US\$ 10 MM en el marco de un Programa de hasta US\$ 30 MM. El vencimiento es a 5 años a partir de su inscripción en el BCU.

Se amortizará anualmente a partir del tercer aniversario desde la fecha de emisión en tres cuotas iguales, anuales y consecutivas.

Las Obligaciones Negociables devengarán intereses compensatorios sobre el capital no amortizado a una tasa fija lineal anual del 4% (cuatro por ciento). El interés será calculado en base a un año de 360 días y meses de 30 días (30/360). Los intereses se pagarán semestralmente.

El emisor podrá optar por rescatar anticipadamente la totalidad de las Obligaciones Negociables (capital e intereses devengados hasta el día de rescate) notificando al agente representante de los titulares de valores, al agente de pago y al BCU en un plazo no menor a 60 días corridos, en cuyo caso el precio de rescate se estipula en el 100% del valor nominal del capital adeudado más los intereses corridos, desde la última fecha de pago de intereses, hasta el día del rescate. Esta opción podrá ser ejercida por el emisor a partir del 3° aniversario desde el día de la emisión, y ante cada período de pago de intereses.

Se cancelarán en dólares estadounidenses. En caso de existir restricciones legales para la cancelación de obligaciones en dólares estadounidenses, se cancelarán en moneda local al tipo de cambio interbancario comprador de cierre del día anterior al pago que fije el BCU.

Anexo V. Dictamen de calificación.

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** reunido el 30 de Noviembre de 2012, asignó en la categoría AA+(uy) a la ON Serie 1 de hasta USD 10 MM a emitirse por Distribuidora Uruguaya de Combustible SA.

La perspectiva es estable.

La serie serán emitidas bajo el marco del Programa de Emisión de ON por hasta 30 millones de dólares.

CATEGORÍA AA+ (uy): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no corresponde aplicar Categoría E.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **25 de Septiembre de 2012**, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-12.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Borrador del prospecto de emisión de los títulos.
- Diversas publicaciones del sector

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2012 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, o menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.