

# Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

(DUCSA)

Informe Integral

## Calificaciones

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

Perspectiva Estable

## Resumen Financiero

	30/06/13	31/12/12
	6 meses	12 meses
Total Activos (Uyu MM)	3.692	3.663
Total Deuda Financiera Ajustada (Uyu\$ MM)	434	431
Ingresos (Uyu\$ MM)	15.348	29.372
EBITDA (Uyu\$ MM)	269	486
Deuda Ajustada / EBITDA	0.8	0.9

## Informes relacionados

Corporate Rating Methodology, Agosto 05, 2013 (1)

Manual de calificación registrado ante el BCU.

## Analistas Principal

Gabriela Curutchet  
+54.11.5235.8122  
gabriela.curutchet@fitchratings.com

## Analista Secundario

Fernando Torres  
+54.11.5235.8124  
fernando.torres@fitchratings.com

## Factores Clave de 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, con una participación de mercado de 57.8% y 51.9%, respectivamente. 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. Los distribuidores de combustible tienen márgenes de comercialización fijados en los contratos, que no se ven influenciados por las decisiones de precio, sino por otras variables (IPC, tipo de cambio, entre otras).

**Vínculo con su matriz ANCAP:** 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, la marca ANCAP es una fortaleza relevante sobre todo para el mercado minorista. 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. Si bien la distribución minorista de combustible no está considerada como estratégica en términos de política gubernamental existe un vínculo entre DUCSA y ANCAP que se ve materializado no sólo en el uso de la marca comercial, sino también a través de la composición de su directorio.

**Sólido Perfil Crediticio:** DUCSA muestra un perfil crediticio sólido basado en una capacidad de generación de flujos operacionales estable y un nivel de endeudamiento, que se ha mantenido históricamente acotado. Los negocios regulados (combustibles y GLP) representan cerca del 90% del EBITDA consolidado de la compañía, y establecen una base de generación estable y relativamente predecible. Al 30 de junio de 2013 el EBITDA de la compañía fue de Uyu\$ 269 millones, con un margen de 1,8%, adecuado para el negocio de distribución de combustibles. 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 moderado, con un índice de Deuda neta a EBITDA negativo.

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.

## Sensibilidad del a Calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente si la compañía desarrollara un plan de inversiones relevante que modifique su actual perfil crediticio de bajo endeudamiento y generación estable; o si existiera una creciente presión por parte de ANCAP sobre los flujos o el nivel de endeudamiento de DUCSA que debilite su posición; o si existiera un cambio en el marco regulatorio de la industria, que resultare en un peor perfil crediticio de la compañía; y/o se evidencie un pobre manejo tanto de los excedentes de flujos como del plan de inversiones.

Asimismo la calificación podría verse afectada positivamente ante un adecuado manejo de los excedentes de flujo de fondos; un óptimo plan de inversiones y/o un cambio en la intervención de ANCAP en sus decisiones.

## Liquidez y estructura de capital

**Holgada Liquidez:** A diciembre de 2012, DUCSA mantiene caja e inversiones corrientes por Uyu\$ 554 millones, la cual cubre en 2.4x veces la deuda de corto plazo. La sólida generación de flujos operacionales de la compañía, sumado a un nivel de inversiones y dividendos acotados, ha resultado en un flujo de caja libre positivo que se ha ido acumulando en caja.

### Perfil del Negocio

DUCSA (Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.) es un emprendimiento estatal bajo derecho privado que nació en el año 2001 cuando ANCAP toma la distribución de combustibles para la red de estaciones de sello ANCAP.

ANCAP es, por ley, el único importador y refinador de combustibles líquidos del Uruguay, y cumple un rol estratégico para el Estado al tener que asegurar el completo suministro de combustible para todo el país, cubriendo el 100% de la demanda. Uruguay no produce petróleo, y su principal proveedor de crudo es la compañía Venezolana PDVSA.

Dado su rol estratégico, ANCAP recibe apoyo financiero del estado Uruguayo cuando lo necesita para enfrentar escenarios más estresados, siendo su prioridad el completo suministro de combustible. DUCSA es una filial relevante para ANCAP, representando en 2012 el 41,8% de las ventas consolidadas, un 2.1% de la deuda financiera y un 19.6% de la caja disponible.

A pesar de ser una compañía de capitales estatales, DUCSA muestra las mismas prácticas que las compañías privadas que participan en la distribución de combustibles en Uruguay. Todos los participantes del mercado mantienen las mismas condiciones comerciales y operan con las mismas reglas, por lo que DUCSA no muestra sinergias operacionales con el grupo ANCAP. Sin embargo, el sello de su marca comercial (ANCAP), la composición de su directorio y algunas intervenciones menores en sus decisiones, la vinculan al grupo estatal de manera más estrecha. Hasta el momento, no se ha evidenciado presión de parte de ANCAP sobre los flujos / dividendos de DUCSA.

### Operaciones

DUCSA es la principal compañía distribuidora de combustibles en el mercado interno uruguayo, con una participación de mercado del 57,8% medida a diciembre 2012. Además, DUCSA es la compañía líder en la comercialización de lubricantes, y suministra también combustibles para barcos de bandera nacional y extranjera (Bunker) y GLP (supergás).

#### Combustibles: (81.9% del EBITDA)

ANCAP tiene por Ley el monopolio de la refinación e importación de crudo y derivados desde 1931. ANCAP también actúa como ente regulador del mercado y lo hace a través del contrato con los Distribuidores. El contrato actual tiene vigencia hasta diciembre del 2016, prorrogable automáticamente por períodos anuales. La política de ANCAP ha sido de mantener a los mismos distribuidores. El marco legal está dado por el contrato de distribución entre ANCAP y las distribuidoras, el cual es idéntico para las tres. Los distribuidores tienen márgenes de comercialización fijados en los contratos, que no se influenciados por las decisiones de precio de los combustibles, sino por un mix entre el índice de precios al consumidor, el tipo de cambio y variación del salario del sector. Todas las distribuidoras tienen el mismo margen.

La venta a través de estaciones de servicio es el segmento más relevante y el más atomizado. Existen 285 puntos de venta, de los cuales solamente 2 son operados directamente por DUCSA (el resto por concesionarios). Existen además, otros canales de venta como grandes clientes, y Bocas de consumo. En estos canales no se paga el 100% del margen de comercialización a los distribuidores, salvo que intervenga la Estación de Servicio. DUCSA cuenta con importantes ventajas competitivas en este segmento como lo son: la cobertura que alcanza y la conectividad de gran parte de su red.

#### Lubricantes:

El mercado de lubricantes está totalmente desregulado existe libre importación, disponibilidad de producto, libre comercialización y los precios y márgenes surgen de la competencia en el mercado. ANCAP es el único que tiene una planta de lubricantes en el país (hace blending). Existe tratamiento impositivo igualitario / equitativo entre el producto elaborado localmente y el importado.

#### GLP:

El precio del producto al usuario final está regulado por el Gobierno al igual que en el resto de los combustibles líquidos, y sus márgenes surgen de los contratos entre ANCAP y los Distribuidores. El producto se distribuye a granel (Acodike y Riogas) y envasado en 13 kg y 45 kg (Acodike, Riogas, Megal y DUCSA). El GLP envasado se distribuye a través de agentes y

subagentes, y su uso es principalmente doméstico. La modalidad más usual de adquisición por parte del cliente final es a través de llamadas telefónicas a los call center (modalidad fuertemente asociada al producto). Logística de distribución y almacenamiento en plantas intermedias.

#### Bunker:

El aumento de las exportaciones y el crecimiento de la actividad portuaria como eje de trasbordo en la región, brindó a DUCSA la oportunidad para que este nuevo negocio –que comenzó a fines de 2007- creciera fuertemente. En 2012 DUCSA cerró una alianza estratégica con OW Bunke, quien llevo a Uruguay un barco petrolero de 3200 MT para las entregas bunkers de DUCSA. OWB es un gran trader internacional, ubicado entre los 5 principales del mundo. La alianza estratégica trajo un volumen importante para DUCSA ya que como trader internacional OWB maneja la mayoría de las cuentas de Armadores a nivel mundial.

## Riesgo del Sector y Posición Competitiva

### Combustibles

DUCSA, a través de la red de estaciones de servicio ANCAP y otros servicios, es el líder en el mercado de distribución de combustibles de Uruguay, con una participación de mercado cercana al 60%, en un mercado que se caracteriza por su fuerte regulación y sus altas barreras de entrada. Además, DUCSA cuenta con importantes ventajas competitivas, como lo son la cobertura que alcanza en todo el país, la conectividad de gran parte de su red (especialmente para grandes clientes) y el fuerte reconocimiento de marca ANCAP.

### Lubricantes

DUCSA comercializa la marca ANCAP, la cual es elaborada por ANCAP e importa y comercializa la marca Texaco. Petrobras importa y comercializa son su estructura propia. Esso importa y comercializa a través de un tercero distribuidor de lubricantes (Lidermind SA). Existen además otras marcas que son importadas y comercializadas a través de representantes locales. La participación de mercado de DUCSA en lubricantes (Ancap y Texaco) es cercana al 52%.

### GLP

Acodike y Riogas tienen una participación del 70 %; Megal 12% y Ducsa 18%.

### Bunker

La participación de DUCSA en el mercado Bunker de Bandera Extranjera fue 32.5% en el 2012. En su primer año de actividad, DUCSA alcanzó el 10% del mercado, en el 2009 el 12,5%, en el 2010 el 13,5%, en el 2011 el 25,5% y en el 2012 el 32,5%.

## Administración y Calidad de los Accionistas

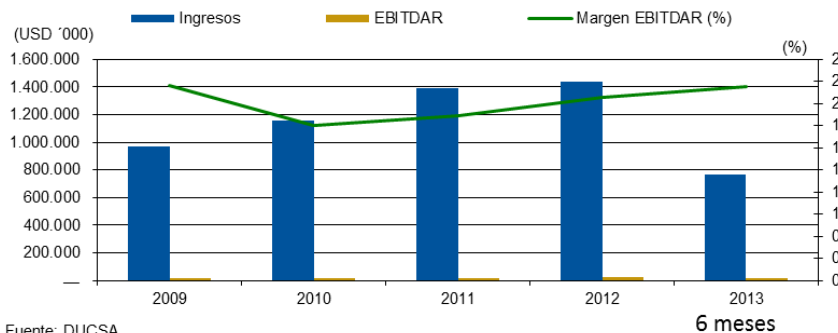
ANCAP es propietaria en forma directa del 99.77% del capital social de DUCSA, siendo el otro accionista Petrouuguay S.A., sociedad anónima argentina perteneciente a ANCAP, que a su vez es 100% propiedad del estado de Uruguay (Long Term IDR de BBB- con Outlook Positivo).

## Perfil financiero

### Rentabilidad

En los primeros seis meses del 2013, los ingresos de DUCSA continuaron conforme a los esperado, ascendiendo a Uyu\$ 268millones

**Performance Financiera**

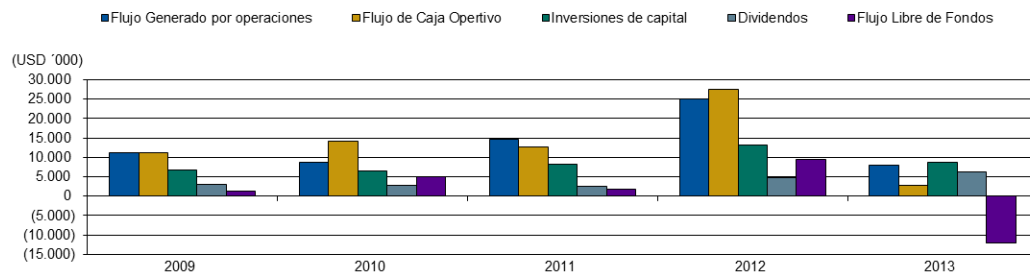


Fuente: DUCSA

EBITDA a junio se sostuvo con un margen sobre ventas del 1.8%. El 80% del EBITDA se encuentra concentrada en el negocio del combustible. Fitch espera que en los próximos años los márgenes continúen en dichos niveles.

**Flujo de Fondos**

**Flujo de Caja**



SoFuente: DUCSA

En los primeros seis meses del 2013, el flujo generado por operaciones (FGO) fue de Uyu\$ 158 millones y el capital de trabajo resultó negativo en Uyu\$ 100MM. En junio se ve la incidencia del negocio del agro, la venta de combustible al dicho sector se realiza a crédito y generalmente las ventas están concentradas entre mayo y Julio de cada año. Si bien este negocio requiere en promedio un capital de trabajo estacional de US\$10 millones, éste se realiza con la garantía de la cosecha, y se cancelan las cuentas alrededor de julio-Septiembre de cada año.

DUCSA realizó inversiones por Uyu\$171 millones, principalmente por las inversiones en el nuevo centro de operaciones que concentra en un edificio la mayoría de las actividades de DUCSA y las estaciones de servicios, inaugurando las "Tiendas 360".

La compañía pagó dividendos a su matriz por Uyu\$126 millones. Si bien DUCSA no posee una política de dividendos definida, dada la liquidez de la compañía, el management planea poder distribuir en los próximos años el 30% de las utilidades.

El flujo de caja libre de DUCSA para dicho período fue negativo en Uyu\$ 240 millones, dada estacionalidad en el negocio del agro. La compañía se financió con un incremento de deuda bancaria.

Durante los últimos 5 años, la compañía ha mostrado una estable capacidad de generación de flujos, variaciones de capital de trabajo manejables, inversiones moderadas y dividendos acotados al 30% de las utilidades.

### Liquidez y Estructura de Capital

A junio de 2013, la deuda financiera total de DUCSA era de Uyu\$206 millones, de los cuales US\$10 millones son obligaciones negociables en el largo plazo (5 años, con dos años de gracia) emitidas en 2012. La porción de corto plazo es del 53%. El indicador de Deuda Financiera a EBITDA de la compañía se mantiene estable por debajo de las 1.0x. El objetivo de deuda de la compañía oscila entre US\$ 25MM en los meses de invierno a US\$ 10MM en verano.

### Fondeo y Flexibilidad Financiera

DUCSA financia sus operaciones principalmente mediante recursos propios, proveedores y deuda de corto plazo principalmente para el período de financiamiento del negocio de Agro. Los picos de demanda de combustibles se producen usualmente en los meses Abril-Mayo hasta Julio. En estas fechas la compañía es más intensiva en el uso de deuda de corto plazo para financiar sus necesidades de capital de trabajo, el cual puede llegar hasta US\$10 millones en dichos meses.

Además, DUCSA cuenta con un fluido acceso al mercado de créditos locales, con líneas de crédito disponibles por US\$33,5 millones.



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 Periodo	20,4250	19,2800	19,4750	19,9000	19,5500	24,4000
Multiplicador de Inflación *			1,0000	1,0860	1,1612	1,2298
	NIIF jun-13	NIIF 2012	2011	2010	2009	2008
6 meses						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>268.847</b>	<b>485.743</b>	<b>401.655</b>	<b>352.950</b>	<b>446.434</b>	<b>307.690</b>
<b>EBITDAR Operativo</b>		485.743	401.655	352.950	446.434	307.690
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>
Margen del Flujo de Fondos Libre		0,7	0,1	0,4	0,1	0,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio		21,3	16,2	13,8	19,4	28,5
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	36,1	65,3	102,7	41,9	45,7	20,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	59,9	60,9	144,2	82,6	79,5	50,3
FFL / Servicio de Deuda	(2,0)	0,8	0,1	0,8	0,2	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	4,1	1,4	2,9	1,5	1,6
FCO / Inversiones de Capital	0,3	2,1	1,5	2,2	1,7	1,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	0,8	1,6	0,6	0,6	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,9	1,1	0,3	0,3	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,2)	(0,8)	(0,4)	(0,4)	(0,1)	(0,1)
Deuda Garantizada / Deuda Total						
<b>Balance</b>						
Total Activos	3.691.854	3.662.584	3.273.782	2.600.614	2.353.421	2.316.833
Caja e Inversiones Corrientes	554.292	796.978	622.035	250.628	182.779	290.061
Deuda Corto Plazo	228.456	236.672	461.101	116.283	141.639	268.503
Deuda Largo Plazo	<b>205.680</b>	<b>194.010</b>				
<b>Deuda Total</b>	<b>434.136</b>	<b>430.682</b>	<b>461.101</b>	<b>116.283</b>	<b>141.639</b>	<b>268.503</b>
Deuda asimilable al Patrimonio			<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Deuda Fuera de Balance			<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>434.136</b>	<b>430.682</b>	<b>461.101</b>	<b>116.283</b>	<b>141.639</b>	<b>268.503</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>2.179.142</b>	<b>2.097.684</b>	<b>1.850.366</b>	<b>1.618.910</b>	<b>1.461.067</b>	<b>1.266.846</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>2.613.278</b>	<b>2.528.366</b>	<b>2.311.467</b>	<b>1.735.193</b>	<b>1.602.706</b>	<b>1.535.350</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	157.666	512.700	283.285	174.700	251.031	116.399
Variación del Capital de Trabajo	(100.121)	47.999	(41.151)	106.544	2.257	222.275
Flujo de Caja Operativo (FCO)	57.545	560.699	242.134	281.245	253.288	338.675
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(171.386)	(267.461)	(157.848)	(129.326)	(152.174)	(195.670)
Dividendos	(126.372)	(97.955)	(48.995)	(54.139)	(70.415)	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(240.213)</b>	<b>195.283</b>	<b>35.291</b>	<b>97.779</b>	<b>30.699</b>	<b>143.005</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Otras Inversiones, Neto	(7.309)	48.129	(6.174)	737	72.232	(52.889)
Variación Neta de Deuda	(24.685)	176.135	86.296	(55.014)	(20.007)	(881.454)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	802.617
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(272.207)</b>	<b>419.547</b>	<b>115.413</b>	<b>43.503</b>	<b>82.924</b>	<b>11.278</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>15.348.037</b>	<b>29.371.870</b>	<b>26.884.242</b>	<b>23.145.783</b>	<b>21.805.835</b>	<b>23.348.606</b>
Variación de Ventas (%)		9,3	16,2	6,1	(6,6)	61,7
<b>EBIT Operativo</b>	<b>238.492</b>	<b>398.424</b>	<b>314.553</b>	<b>268.518</b>	<b>371.024</b>	<b>209.278</b>
Intereses Financieros Brutos	4.488	7.976	2.786	4.271	5.618	6.123
Alquileres			0	0	0	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>207.830</b>	<b>421.241</b>	<b>280.450</b>	<b>211.871</b>	<b>264.704</b>	<b>208.414</b>

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en [www.fitchratings.com](http://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

El 11 de diciembre de 2012 DUCSA emitió Obligaciones Negociables (ON) por US\$ 10 MM en el marco de un Programa de hasta US\$ 30 MM.

El vencimiento de las ON es a cinco años, y la amortización de capital serán en 3 cuotas anuales, iguales y consecutivas por un monto equivalente a 1/3 del valor nominal cada una del monto de la emisión, venciendo la primera el 11 de diciembre de 2015, la segunda el 11 de diciembre de 2016 y la tercera el 11 de diciembre 2017.

Las Obligaciones Negociables devengarán intereses a partir del día de hoy a una tasa de interés lineal anual equivalente a 4%. Los intereses serán calculados en base a un año de 360 días y meses de 30 días (30/360). Los mismos serán pagados semestralmente.

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.

Mientras las Obligaciones Negociables se encuentren impagas, DUCSA se obliga a cumplir las siguientes obligaciones:

- a) DUCSA deberá mantener un ratio de endeudamiento (pasivos financieros de largo plazo/ patrimonio) inferior o igual a 1. El cálculo del ratio se deberá hacer anualmente dentro de los 15 días de aprobados los Balances Anuales al cierre de cada ejercicio económico.
- b) DUCSA podrá distribuir dividendos siempre que el ratio de cobertura de deuda sea mayor o igual a 1,25 según surja de los Balances Auditados al cierre de cada ejercicio económico. El cálculo de cobertura se realizará sobre vencimientos de capital de deudas financieras de largo plazo y sus respectivos intereses. El cálculo deberá realizarse dentro de los 15 días de aprobados los Balances y la distribución de dividendos se encontrará supeditada al resultado de dicho cálculo. El ratio de cobertura se calculará como:

$$\frac{\text{EBITDA}_t}{(\text{Vencimiento de capital} + \text{Intereses})_{t+1}}$$

#### Anexo IV. Dictamen de calificación.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 19 de septiembre de 2013 confirmó en **Categoría AA+(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 10 millones emitidas por Distribuidora Uruguaya de Combustibles SA bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 30 MM. La Perspectiva es Estable.

**CATEGORÍA AA+(uy):** "AA" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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 calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

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

#### Fuentes

- Balances generales auditados al 30/06/2013.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.



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 ESTÁN 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](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, 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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, 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 afirmo 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, a 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.