

## Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

DUCSA  
Informe de Actualización

### Calificaciones

Emisor **AA+(uy)**

### Perspectiva

Rating Watch Negativo

### Resumen Financiero

	31/12/17	31/12/16
	12 meses	12 meses
Total Activos (Uyu\$ MM)	5.430	4.903
Total Deuda Financiera (Uyu\$ MM)	3	100
Ingresos (Uyu\$ MM)	38.563	35.038
EBITDA (Uyu\$ MM)	831	905
Deuda /EBITDA	0.0	0.1

### Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

FIX: FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO S.A.

### Analista Primario

Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+54.11.5235.8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

### Analista Secundario

Pablo Cianni  
Director Asociado  
+54.11.5235.8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

### Responsable del Sector

Cecilia Minguillon  
Director Senior  
+54.11.5235.8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

### Factores relevantes de la calificación

**Rating Watch Negativo a partir de un ambiente regulatorio incierto:** la suspensión de los contratos de distribución con ANCAP a partir de diciembre'16 brinda incertidumbre sobre un sector altamente regulado. Actualmente las distribuidoras se encuentran operando con contratos vencidos bajo las mismas condiciones de abastecimiento y precios, no habiendo actualizado los mismos desde 2016. La falta de ajustes de precios y posibles cambios regulatorios podrían impactar en el flujo de fondos y/o liquidez de la compañía. En los últimos meses DUCSA, se ha focalizado en reducir los gastos operativos con el fin de evitar una mayor caída en los márgenes. A diciembre'17 el EBITDA cerró en Uyu\$ 831 millones con un margen de 2.2% siendo sustentable, pero menor a Uyu\$ 905 millones y 2.6% de 2016 respectivamente.

**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. La distribución minorista de combustible no está considerada como estratégica en términos de política gubernamental sin embargo 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.

**Fuerte Liquidez:** en los últimos años DUCSA operó con una buena posición de liquidez proveniente de la generación de flujos operacionales estable surgida principalmente de los negocios regulados (combustibles y GLP) junto con acotadas inversiones de capital y pagos de dividendos. DUCSA es el líder en el mercado local de distribución de combustibles y lubricantes, con una participación de mercado de 57.8% y 53.2% respectivamente, medido a diciembre'2017. Ante un escenario de incertidumbre regulatoria, FIX prevé que la compañía continúe operando con un nivel de endeudamiento acotado.

### Sensibilidad de la calificación

El Rating Watch negativo contempla el ambiente regulatorio incierto derivado de la falta de contrato con ANCAP que podrían provocar una presión en el flujo de fondos y en la liquidez de la compañía. FIX revisará la calificación una vez que se conozca la nueva situación contractual y regulatoria. La calificación contempla el riesgo reputacional de ANCAP como accionista de DUCSA y dueño de la marca comercial y la fuerte liquidez y bajo endeudamiento de la compañía.

### Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2017, DUCSA mantenía caja e inversiones corrientes por Uyu\$ 1.227 millones mientras que la deuda total era de Uyu\$ 3 millones. En diciembre la compañía canceló la última cuota de amortización de capital por U\$S 3.3 millones.



## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Distribuidora uruguaya de combustibles S.A

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

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de cambio ARS/USD al final del periodo

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	28,81	29,34	29,95	24,37	21,42
<b>Meses</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	830.609	904.764	672.142	521.372	508.448
EBITDAR Operativo	830.609	904.764	672.142	521.372	508.448
Margen de EBITDA	2,2	2,6	2,0	1,5	1,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,3	1,1	1,9	(0,8)	(0,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	17,4	20,4	17,5	20,2	17,8
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	212,2	159,9	55,0	43,5	41,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	257,0	91,2	57,7	50,6	54,5
FFL / Servicio de Deuda	20,5	7,3	4,9	(1,2)	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	211,3	17,3	12,8	1,1	3,5
FCO / Inversiones de Capital	3,0	3,5	4,5	0,2	1,2
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,1	0,4	0,8	1,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,1	0,3	0,7	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,5)	(0,6)	(1,3)	(0,3)	(0,7)
<b>Balance</b>					
Total Activos	5.430.276	4.903.234	4.543.503	4.098.064	4.033.874
Caja e Inversiones Corrientes	1.226.860	1.256.352	1.076.088	523.604	768.985
Deuda Corto Plazo	3.198	98.876	123.711	213.989	200.489
Deuda Largo Plazo	178	776	100.933	162.460	214.240
Deuda Total	3.376	99.652	224.644	376.449	414.729
Deuda Fuera de Balance	—	—	—	—	—
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.376	99.652	224.644	376.449	414.729
Total Patrimonio	3.798.650	3.405.802	3.107.976	2.745.778	2.367.841
Total Capital Ajustado	3.802.026	3.505.453	3.332.620	3.122.227	2.782.570
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	682.671	783.323	629.351	438.003	375.887
Variación del Capital de Trabajo	(140.447)	134.384	391.943	(387.394)	8.289
Flujo de Caja Operativo (FCO)	542.224	917.706	1.021.294	50.609	384.176
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(178.283)	(260.375)	(227.082)	(212.299)	(310.372)
Dividendos	(235.611)	(271.175)	(149.069)	(118.959)	(126.372)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	128.331	386.156	645.143	(280.649)	(52.568)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	11.784	13.956	12.939	14.466	9.266
Otras Inversiones, Neto	(68.481)	—	77.776	16.012	15.267
Variación Neta de Deuda*	(97.110)	(97.094)	(99.073)	(23.127)	(77.565)
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	—	—	—	—
Variación de Caja	(25.476)	303.018	636.785	(273.298)	(105.600)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	38.563.220	35.037.977	34.211.485	34.852.462	31.888.310
Variación de Ventas (%)	10,1	103,4	99,0	127,1	8,6
EBIT Operativo	708.747	787.627	571.598	427.205	433.281
Intereses Financieros Brutos	3.232	9.919	11.655	10.311	9.323
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	628.459	665.457	511.266	496.895	396.530

## Anexo II. Glosario

- 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 IV. Dictamen de calificación.

### FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 25 de abril de 2018, asignó en la **Categoría AA+(uy)** a la calificación de Emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustible S.A.** Se asignó **Rating Watch Negativo**.

**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)".

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.

**Rating Watch:** una calificación se colca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio de la calificación asignada y la probable dirección de este cambio. El rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador de RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 28 de septiembre de 2017 y contempla los principales cambios acontecidos en el periodo 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 periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

#### Fuentes

- Estados Contables Anuales hasta al 31/12/2017
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: KPMG.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.

#### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

  
FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

  
FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA

  
FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A ([www.fixscr.com](http://www.fixscr.com))

**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.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 que pueden suceder y 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 confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

