

# Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA)

## Factores relevantes de la calificación

**Desempeño Operativo Resiliente:** FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX -considerando las fuertes métricas crediticias establecidas por el marco regulatorio (restablecido en oct'19). En 2020 el volumen de venta de combustibles cayó un 3% sin embargo el EBITDA ascendió a USD 28.1 millones con un margen del 2.8% versus USD 27.2 y 2.2% en 2019. La caída del consumo fue compensada con la actualización del margen de distribución, la reducción de costos y gastos implementada por la compañía y el incremento en la participación de mercado en los principales productos comercializados. FIX espera que en 2021 los márgenes de la compañía se sostengan por arriba de 2.5%. La compañía cuenta con una fuerte posición de liquidez y conservadora estructura de capital.

**Vínculo con su matriz ANCAP:** DUCSA posee una fuerte relación con ANCAP determinada por los vínculos accionarios y la integración operativa, dado que DUCSA opera la red de estaciones de servicio con la marca ANCAP. Si bien la operación de DUCSA compete con otros distribuidores privados en igualdad de condiciones, la marca ANCAP es una fortaleza relevante sobre todo para el mercado minorista. La creación de la Unidad Reguladora de Servicios de Energía y Agua (URSEA) permitirá regular y controlar el combustible. ANCAP deja de tener el rol de regulador enfocándose exclusivamente en la importación, refinó y venta de combustible.

**Marco Regulatorio:** el marco regulatorio reestablecido en oct'19 establece ajustes mensuales del margen de distribución por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aplicable a todas las distribuidoras. La regulación del mercado, que enmarca la mayor parte del negocio, establece altas barreras de ingreso y márgenes de comercialización independientes del precio de los combustibles. El riesgo regulatorio limita la calificación, dado que cambios en las tarifas de distribución y/o otras condiciones operacionales, podrían deteriorar el perfil crediticio de DUCSA.

**Sólido perfil crediticio:** DUCSA muestra un sólido perfil crediticio basado en una capacidad de generación de flujo operativo estable derivados de su posición de liderazgo, un marco regulatorio que brinda soporte a los precios y el adecuado manejo del capital de trabajo operando con elevadas garantías con las estaciones de servicios y la industria. Las reducidas inversiones de capital y pagos de dividendos manejables, cercanos al 30% de la utilidad neta, le permitieron lograr flujo fondos libres positivos desde 2015 a 2019. A pesar de que en 2020 la elevada distribución de dividendos aprobados en abril'20 por \$ 1.000 MM (cerca de USD 23.4MM) produjo un flujo de fondos libre negativo, que a dic'20 resultó en USD -17.8 MM, la robusta liquidez y conservadora estructura de capital mantienen el perfil crediticio. A dic'20 la participación de mercado de combustibles resultó en 59.6% y de lubricantes en 57.0%. DUCSA no posee deuda financiera con excepción a descubiertos ocasionales para cubrir desfasajes de capital de trabajo en época de cosecha y arrendamiento financieros.

## Sensibilidad de la Calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente ante un cambio en el marco regulatorio que impacte en los márgenes empobreciendo el perfil crediticio de la compañía y/o se evidencie un pobre manejo de los excedentes de flujo o de las inversiones. La calificación de DUCSA se ve limitada por el riesgo regulatorio y su falta de diversificación de negocios e integración vertical.

## Informe de Actualización

### Calificaciones

Emisor	AA+(uy)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

DUCSA			
Consolidado	31/12/20	31/12/2019	
(\$ millones)	12 meses	12 meses	
Total Activos	5.973	6.455	
Deuda Financiera	2	2	
Ingresos	42.635	44.642	
EBITDA (operativo)	1.186	960	
EBITDA (%)	2.8	2.0	

### Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Analistas



Analista Principal  
 Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8122



Analista Secundario  
 Gustavo Ávila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector  
 María Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

## Liquidez y Estructura de Capital

**Robusta Liquidez:** A dic'20, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 1.76 millones.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Distribuidora Uruguay de Combustibles S.A

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio UYU/USD al Final del Período	42,34	37,31	31,03	28,81	29,26
Tipo de Cambio Promedio	42,06	35,29	29,31	28,68	29,92
Período	2020	2019	2018	2017	2016
	12 meses				
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	1.185.774	960.329	845.969	830.609	904.764
EBITDAR Operativo	1.185.774	960.329	845.969	830.609	904.764
Margen de EBITDA	2,8	2,2	2,0	2,2	2,6
Margen de EBITDAR	2,8	2,2	2,0	2,2	2,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,5	16,2	17,5	18,0	22,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,8)	0,8	1,5	0,3	1,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	20,0	16,5	15,5	17,4	20,4
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2	80,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0	91,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0	91,2
EBITDA / Servicio de Deuda	992,1	671,2	6.398,9	129,2	8,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	992,1	671,2	6.398,9	129,2	8,3
FGO / Cargos Fijos	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2	80,0
FFL / Servicio de Deuda	(625,4)	248,1	4.871,6	20,5	3,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	849,0	1.558,6	16.519,4	211,3	15,2
FCO / Inversiones de Capital	2,7	6,9	7,7	3,0	3,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)	(1,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)	(1,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,2	1,2	9,4	6,3	6,1
<b>Balance</b>					
Total Activos	5.972.996	6.454.592	6.028.284	5.430.277	4.903.234
Caja e Inversiones Corrientes	1.762.136	1.874.985	1.539.902	1.226.860	1.256.486
Deuda Corto Plazo	990	1.391	112	3.198	98.876
Deuda Largo Plazo	1.052	716	0	178	776
Deuda Total	2.042	2.108	112	3.376	99.652
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.042	2.108	112	3.376	99.652
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.042	2.108	112	3.376	99.652
Total Patrimonio	4.709.446	4.853.792	4.311.412	3.798.650	3.405.802
Total Capital Ajustado	4.711.487	4.855.899	4.311.524	3.802.026	3.505.453
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	871.634	784.372	752.830	682.671	783.323

Variación del Capital de Trabajo	(357.762)	(75.372)	160.452	(140.447)	134.384
Flujo de Caja Operativo (FCO)	513.873	709.000	913.282	542.224	917.706
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(191.370)	(103.282)	(119.029)	(178.283)	(260.375)
Dividendos	(1.070.143)	(250.715)	(150.226)	(235.611)	(271.175)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(747.640)	355.002	644.027	128.331	386.156
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	18.114	9.376	33.833	11.784	13.956
Otras Inversiones, Neto	610.340	(33.656)	(373.525)	(68.481)	0
Variación Neta de Deuda	0	(112)	(581)	(97.110)	(97.094)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.629)	(2.631)	0	0	(96.457)
Variación de Caja	(121.815)	327.978	303.754	(25.476)	206.561
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	42.635.061	44.642.016	42.045.007	38.563.220	35.037.977
Variación de Ventas (%)	(4,5)	6,2	9,0	10,1	2,4
EBIT Operativo	1.042.144	825.643	709.520	708.747	787.627
Intereses Financieros Brutos	205	40	21	3.232	9.919
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	925.797	793.094	661.287	628.459	665.457

## 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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)
- LTM: Últimos doce meses

## Anexo III – Características de los Instrumentos

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 29 de abril 2021, confirmó\* en la **Categoría AA+(uy)** la calificación de emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.** La **Perspectiva es Estable**.

**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.

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.

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. 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 factores 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.

\* Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

### Fuente de información

- Estados Contables Intermedios de revisión limitada al 30/9/2020 y 30/06/2020.
- Estados Contables Auditados al 31/12/2020
- Auditor externo a la fecha del último balance anual: Grant Thornton.
- 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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA, 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 SA 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 LÍDER 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 SA ([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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA lleve a cabo la investigación fáctica 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.