

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA)

Factores relevantes de la Calificación

Vínculo con ANCAP: La calificación de Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA) considera el fuerte vínculo con ANCAP, determinado por los vínculos accionarios, e integración operativa, y reforzado por la reciente creación del centro de servicios compartidos ATS S.A. que centraliza más de veinte procesos de las tres subsidiarias de ANCAP: DUCSA, ALUR y Cementos del Plata S.A., como ser finanzas, contabilidad, seguros, capacitación, desarrollo informático, entre otras. FIX alinea la calificación de DUCSA a la calificación de ANCAP siendo esta última una compañía pública creada bajo el marco de la Ley 8764 y estando el riesgo crediticio ligado al riesgo soberano de Uruguay (Calificado por FitchRatings en BBB- en escala internacional). DUCSA se enfocara en el negocio principal, logrando eficiencias en costos y controles de gestión por parte de ANCAP a través del centro de servicios compartidos. 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.

Fuertes Métricas Operacionales: DUCSA posee fuertes métricas crediticias derivadas de un marco regulatorio sustentable tras el restablecimiento de los ajustes tarifarios en Octubre 2019. La demanda de combustibles posee un comportamiento inelástico al nivel de actividad del país y la actual regulación establece limitados cambios en las locaciones de las estaciones de servicios permitiendo lograr volúmenes de ventas poco volátiles. En 2021 los ingresos crecieron un 24% medido en pesos, y 26% en dólares, derivado del incremento en el volumen de ventas (9%), el aumento del precio de las naftas y la actualización mensual del margen de distribución. El EBITDA resultó en USD 34.9 millones con un margen del 2.9% (versus USD 28.2 millones y 2.8% respectivamente, en 2020). FIX espera que bajo el actual marco regulatorio los márgenes se sostengan por arriba de 2.5%.

Sólido perfil crediticio: DUCSA muestra un sólido perfil crediticio basado en una capacidad de generación de flujos operacionales sustentables, 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, con pagos de dividendos manejables, aunque crecientes en los dos últimos años, le permitieron continuar operando sin endeudamiento financiero y con una robusta liquidez. La liquidez y conservadora estructura de capital mantienen el perfil crediticio. A diciembre 2021 la participación de mercado de combustibles resultó en 60% y de lubricantes en 55.5%. A partir de la cancelación de las ON en diciembre 2018 DUCSA utiliza endeudamiento financiero de manera excepcional para cubrir desfasajes de capital de trabajo en época de cosecha y/o arrendamiento financieros.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente ante un cambio en el marco regulatorio que empobrezca el perfil crediticio de la compañía y/o se evidencie un pobre manejo de los excedentes de flujo o de las inversiones. Adicionalmente un debilitamiento del vínculo con ANCAP podría provocar una baja en la calificación.

Informe de actualización

Ratings

Nacional
 Emisor AAA(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

DUCSA		
Consolidado (\$ millones)	31/12/21 12 meses	31/12/2020 12 meses
Total Activos	6.366	5.973
Deuda Financiera	0	2.042
Ingresos	52.782	42.635
EBITDA (operativo)	1.521	1.186
EBITDA (%)	2.9	2.8

Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



Analista Principal
 Gabriela Curutchet
 Director Asociado
gabriela.curutchet@fixscr.com
 +54 11 5235 8122



Analista Secundario
 Gustavo Avila
 Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Liquidez y Estructura de Capital

Robusta Liquidez: A diciembre 2021, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 1.676 millones. Las inversiones en Letras de regulación monetaria o depósitos bancarios remunerados le permiten a DUCSA mantener una conservadora política de inversiones.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.520.858	1.185.774	960.329	845.969	830.609
EBITDAR Operativo	1.520.858	1.185.774	960.329	845.969	830.609
Margen de EBITDA	2,9	2,8	2,2	2,0	2,2
Margen de EBITDAR	2,9	2,8	2,2	2,0	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	22,8	18,5	16,2	17,5	18,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,2)	(1,8)	0,8	1,5	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,9	20,0	16,5	15,5	17,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	374,7	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	497,6	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	497,6	5.780,3	24.294,9	41.062,5	257,0
EBITDA / Servicio de Deuda	497,6	992,1	671,2	6.398,9	129,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	497,6	992,1	671,2	6.398,9	129,2
FGO / Cargos Fijos	374,7	4.250,0	19.844,4	36.542,6	212,2
FFL / Servicio de Deuda	(34,4)	(625,4)	248,1	4.871,6	20,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	514,0	849,0	1.558,6	16.519,4	211,3
FCO / Inversiones de Capital	3,8	2,7	6,9	7,7	3,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,1)	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,1)	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(1,5)
Balance					
Total Activos	6.366.160	5.972.996	6.454.592	6.028.284	5.430.277
Caja e Inversiones Corrientes	1.676.018	1.762.136	1.874.985	1.539.902	1.226.860
Deuda Corto Plazo	0	990	1.391	112	3.198
Deuda Largo Plazo	0	1.052	716	0	178
Deuda Total	0	2.042	2.108	112	3.376

Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	2.042	2.108	112	3.376
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	2.042	2.108	112	3.376
Total Patrimonio	5.020.975	4.709.446	4.853.792	4.311.412	3.798.650
Total Capital Ajustado	5.020.975	4.711.487	4.855.899	4.311.524	3.802.026
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.142.107	871.634	784.372	752.830	682.671
Variación del Capital de Trabajo	(527.893)	(357.762)	(75.372)	160.452	(140.447)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	614.214	513.873	709.000	913.282	542.224
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(161.013)	(191.370)	(103.282)	(119.029)	(178.283)
Dividendos	(561.288)	(1.070.143)	(250.715)	(150.226)	(235.611)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(108.087)	(747.640)	355.002	644.027	128.331
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	12.998	18.114	9.376	33.833	11.784
Otras Inversiones, Neto	6.793	610.340	(33.656)	(373.525)	(68.481)
Variación Neta de Deuda	0	0	(112)	(581)	(97.110)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	(2.629)	(2.631)	0	0
Variación de Caja	(88.296)	(121.815)	327.978	303.754	(25.476)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	52.782.407	42.635.061	44.642.016	42.045.007	38.563.220
Variación de Ventas (%)	376,4	(4,5)	6,2	9,0	10,1
EBIT Operativo	1.380.480	1.042.144	825.643	709.520	708.747
Intereses Financieros Brutos	3.056	205	40	21	3.232
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.153.470	925.797	793.094	661.287	628.459

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 – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 28 de abril 2021, confirmó en **Categoría AAA(uy)** la calificación de emisor de **Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.** La **Perspectiva es Estable**.

CATEGORÍA AAA (uy): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones 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 Auditados al 31/12/2021
- 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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las clasificaciones 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 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 SA (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 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 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 disseminación 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.