

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A.

DUCSA

Informe de Actualización

Calificaciones

Obligaciones Negociables Serie I
por hasta U\$S 10 MM **AA+(uy)**

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	31/12/16	31/12/15
	12 meses	12 meses
Total Activos (Uyu\$ MM)	4.903	4.543
Total Deuda Financiera (Uyu\$ MM)	100	225
Ingresos (Uyu\$ MM)	35.038	34.211
EBITDA (Uyu\$ MM)	905	572
Deuda EBITDA	0.1	0.3

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en 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

Analista Secundario

Patricio Bayona
Director Asociado
+54.11.5235.8124
patricio.bayona@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54.11.5235.8123
cecilia.minguillon@fixscr.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, con una participación de mercado de 58.3% y 55.1% respectivamente. La regulación del mercado, que enmarca la mayor parte del negocio de la compañía, 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 que a partir del abril 2017 ajustan trimestralmente por el Índice de Precios al Consumidor (ANCAP Resolución 1166/12/2016).

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.

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 91% del EBITDA consolidado de la compañía, y establecen una base de generación estable y relativamente predecible. Al 31 de diciembre de 2016 el EBITDA de la compañía fue de Uyu\$ 905 millones, con un margen de 2.6%, adecuado para el negocio de distribución de combustibles. 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.

Sensibilidad de la 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.

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.

Liquidez y estructura de capital

Holgada Liquidez: A diciembre de 2016, DUCSA mantiene caja e inversiones corrientes por Uyu\$ 1.256 millones. La deuda total de Uyu\$ 100 millones corresponde a acreedores por leasing Uyu\$ 1.2 millones y las ON por Uyu\$ 98.5 millones, cuyo última cuota de amortización de capital es en diciembre 2017 por U\$S 3.3 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 Período	29,2560	29,9480	24,3690	21,4240	19,2800
Multiplicador de Inflación *	NIIF <u>2016</u>	NIIF <u>2015</u>	NIIF <u>2014</u>	NIIF <u>2013</u>	NIIF <u>2012</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	904.764	672.142	521.372	508.448	485.743
EBITDAR Operativo	904.764	672.142	521.372	508.448	485.743
Margen de EBITDA	2,6	2,0	1,5	1,6	1,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,1	1,9	(0,8)	(0,2)	0,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,7	17,5	20,2	17,8	21,3
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	80,0	55,0	43,5	41,3	65,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	91,2	57,7	50,6	54,5	60,9
FFL / Servicio de Deuda	3,6	4,9	(1,2)	(0,2)	0,8
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	15,2	12,8	1,1	3,5	4,1
FCO / Inversiones de Capital	3,5	4,5	0,2	1,2	2,1
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,1	0,4	0,8	1,1	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,1	0,3	0,7	0,8	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,3)	(1,3)	(0,3)	(0,7)	(0,8)
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Balance					
Total Activos	4.903.234	4.543.503	4.098.064	4.033.874	3.662.584
Caja e Inversiones Corrientes	1.256.486	1.076.088	523.604	768.985	796.978
Deuda Corto Plazo	98.876	123.711	213.989	200.489	236.672
Deuda Largo Plazo	776	100.933	162.460	214.240	194.010
Deuda Total	99.652	224.644	376.449	414.729	430.682
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	99.652	224.644	376.449	414.729	430.682
Total Patrimonio	3.405.802	3.107.976	2.745.778	2.367.841	2.097.684
Total Capital Ajustado	3.505.453	3.332.620	3.122.227	2.782.570	2.528.366
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	783.323	629.351	438.003	375.887	512.700
Variación del Capital de Trabajo	134.384	391.943	(387.394)	8.289	47.999
Flujo de Caja Operativo (FCO)	917.706	1.021.294	50.609	384.176	560.699
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(260.375)	(227.082)	(212.299)	(310.372)	(267.461)
Dividendos	(271.175)	(149.069)	(118.959)	(126.372)	(97.955)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	386.156	645.143	(280.649)	(52.568)	195.283
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	13.956	12.939	14.466	9.266	0
Otras Inversiones, Neto	0	77.776	16.012	15.267	48.129
Variación Neta de Deuda*	(97.094)	(99.073)	(23.127)	(77.565)	176.135
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	303.018	636.785	(273.298)	(105.600)	419.547
Estado de Resultados					
Ventas Netas	35.037.977	34.211.485	34.852.462	31.888.310	29.371.870
Variación de Ventas (%)	103,4	99,0	127,1	8,6	9,3
EBIT Operativo	787.627	571.598	427.205	433.281	398.424
Intereses Financieros Brutos	9.919	11.655	10.311	9.323	7.976
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	665.457	511.266	496.895	396.530	421.241

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 III. Características del instrumento

Obligaciones Negociables (ON) Serie I por hasta US\$ 10 millones.

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 devengan intereses 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 son 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.

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 27 de abril de 2017, confirmó (*) en la **Categoría AA+(uy)** a las ON Serie I por hasta US\$ 10 millones emitidas por **Distribuidora Uruguaya de Combustible 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.

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 periodo de uno o 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 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 26 de octubre de 2016 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 periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuentes

- Estados Contables Auditados al 31/12/2016
- 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

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)

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.