

# Distribuidora Uruguay de Combustibles S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Vínculo con ANCAP:** La calificación considera el fuerte vínculo con ANCAP, determinado por los vínculos accionarios e integración operativa. Por lo tanto, FIX alinea la calificación de DUCSA a la de ANCAP, siendo esta última un Ente público creado bajo el marco de la Ley 8.764 y estando el riesgo crediticio ligado al riesgo soberano de Uruguay (Calificado por Fitch Ratings en BBB en escala internacional). Si bien DUCSA compite con otros distribuidores privados en igualdad de condiciones, la marca ANCAP representa una fortaleza relevante, sobre todo en el mercado minorista. FIX considera que la empresa ha consolidado su participación en el mercado de la distribución de combustibles en valores cercanos al 60% tanto para gasolina como para gasoil. Además, continúa mostrando un sólido perfil crediticio con un margen EBITDA estable en torno a un promedio de 2,4% para los últimos 6 años (2,5% en el año 2023). Entendemos que, hacia adelante, la empresa mantendrá estos mismos niveles de rentabilidad sin endeudamiento financiero.

**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 2023 los ingresos disminuyeron un 9% medido en pesos, y 3,4% en dólares respecto a 2022, derivado de una baja del 1,8% volumen de ventas y por la reducción en los precios de las naftas. El EBITDA resultó en USD 40,6 millones con un margen del 2,5% durante 2023, en línea con años anteriores. FIX espera que bajo el actual marco regulatorio los márgenes se sostengan entre el 2% y 3%.

**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 requeridas le permitieron continuar operando sin endeudamiento financiero y con una robusta liquidez que, junto a la conservadora estructura de capital, le permiten mantener su perfil crediticio. A diciembre 2023, la participación de mercado en combustibles continuaba en aproximadamente un 60% y en lubricantes un 53%. 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 arrendamientos financieros. Cabe aclarar que la compañía modificó en junio 2023 su política de distribución de dividendos, elevando las posibles distribuciones hasta el 80% del resultado neto; no obstante, FIX no espera impactos negativos en su plan de inversiones y financiamiento producto de esta modificación.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación de DUCSA podría verse afectada negativamente ante un cambio en el marco regulatorio que desmejore el perfil crediticio de la compañía y/o se evidencie una mala administración de los excedentes de fondos o de las inversiones.

Una distribución de dividendos agresiva y persistente en el tiempo podría afectar las inversiones necesarias para el crecimiento, llevando a la compañía a emitir deuda financiera.

## Informe de Actualización

### Calificaciones

Emisor AAA(uy)

Perspectiva Estable

### Resumen Financiero

#### Distribuidora Uruguay de Combustibles S.A.

	31/12/23	31/12/22
Consolidado (Uy\$ millones)	12 meses	12 meses
Total Activos	6.940	6.856
Deuda Financiera	0	0
Ingresos	64.259	79.451
EBITDA (operativo)	1.579	1.619
EBITDA (%)	2,5	2,3

### 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  
 Lisandro Sabarino  
 Director Senior  
[Lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:Lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



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



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

Adicionalmente un debilitamiento del vínculo con ANCAP y de la situación crediticia del Estado Uruguayo podrían provocar una baja en la calificación.

### **Liquidez y Estructura de capital**

**Robusta Liquidez:** A diciembre 2023, DUCSA mantenía una posición de caja e inversiones corrientes por Uy\$ 1.161 millones (USD 29,8 millones) con nula deuda financiera. 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 Uruguay de Combustibles S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2023	2022	2021	2020	2019
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	1.579.458	1.619.444	1.520.675	1.185.774	960.329
EBITDAR Operativo	1.579.458	1.619.444	1.520.675	1.185.774	960.329
Margen de EBITDA	2,5	2,3	2,9	2,8	2,2
Margen de EBITDAR	2,5	2,3	2,9	2,8	2,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	22,9	18,8	22,8	18,5	16,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,1)	0,1	(0,2)	(1,8)	0,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	20,2	20,7	22,9	20,0	16,5
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	374,7	4.250,0	19.844,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	N/A	N/A	497,6	5.780,3	24.294,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	N/A	N/A	497,6	5.780,3	24.294,9
EBITDA / Servicio de Deuda	N/A	N/A	497,6	992,1	671,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	N/A	N/A	497,6	992,1	671,2
FGO / Cargos Fijos	N/A	N/A	374,7	4.250,0	19.844,4
FFL / Servicio de Deuda	N/A	N/A	(34,4)	(625,4)	248,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	N/A	N/A	514,0	849,0	1.558,6
FCO / Inversiones de Capital	3,3	3,7	3,8	2,7	6,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
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	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(2,0)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,5)	(2,0)
<b>Balance</b>					
Total Activos	6.940.812	6.856.315	6.366.160	5.972.996	6.454.592

Caja e Inversiones Corrientes	1.161.080	1.765.845	1.676.018	1.762.136	1.874.985
Deuda Corto Plazo	0	0	0	990	1.391
Deuda Largo Plazo	0	0	0	1.052	716
Deuda Total	0	0	0	2.042	2.108
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	2.042	2.108
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	2.042	2.108
Total Patrimonio	5.476.424	5.877.318	5.020.975	4.709.446	4.853.792
Total Capital Ajustado	5.476.424	5.877.318	5.020.975	4.711.487	4.855.899

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.252.930	1.104.233	1.142.107	871.634	784.372
Variación del Capital de Trabajo	(35.574)	(107.008)	(527.893)	(357.762)	(75.372)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.217.356	997.224	614.214	513.873	709.000
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total			0	0	0
Inversiones de Capital	(369.261)	(271.991)	(161.013)	(191.370)	(103.282)
Dividendos	(1.561.908)	(626.693)	(561.288)	(1.070.143)	(250.715)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(713.813)	98.540	(108.087)	(747.640)	355.002
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	12.642	19.892	12.998	18.114	9.376
Otras Inversiones, Neto	97.998	(22.391)	6.793	610.340	(33.656)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	0	(112)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(2.629)	(2.631)
Variación de Caja	(603.173)	96.041	(88.296)	(121.815)	327.978

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	64.259.445	70.451.752	52.782.407	42.635.061	44.642.016
Variación de Ventas (%)	(8,8)	33,5	23,8	(4,5)	6,2
EBIT Operativo	1.420.169	1.467.316	1.380.297	1.042.144	825.643
Intereses Financieros Brutos	0	0	3.056	205	40
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.161.013	1.202.384	1.153.470	925.797	793.094

## Anexo II - Glosario

- ANCAP: Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Pórtland.
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- 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.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- 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 **26 de abril de 2024**, 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **30 de octubre de 2023**, disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) 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.

### Fuente de información

- Estados contables intermedios de revisión limitada y anuales auditados hasta el 31/12/2023.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.
- Información de gestión provista la compañía.

### 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).



GUSTAVO AVILA  
FIX SCR S.A.  
AFILIADA A FITCH RATINGS



Lisandro Sabarino  
FIX SCR URUGUAY  
CALIFICADORA DE RIESGO SA



MARÍA CECILIA MINGUELON  
FIX SCR S.A.  
AFILIADA A FITCH RATINGS

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 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 derivables 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.