Equilibrium

EQPA19/012

Panamá, 15 de enero de 2019.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento la decisión del Comité de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A. de ratificar la categoría EQL 1+.pa al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables Petróleos Delta, S.A., según información financiera intermedia al 30 de septiembre de 2018. La perspectiva se mantiene Estable.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones	EQL 1+.pa	Grado más alto de calidad. Existe certeza de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Reynaldo Coto
Gerente General

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.
Recibido por: KP
Fecha: 16 ENERO 2019
3:48 p.m.

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 15 de enero de 2019

Contacto:
(507) 214 3790

María Gabriela Sedda
Analista
msedda@equilibrium.com.pa

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación (*)
Valores Comerciales Negociables	EQL 1+.pa
Perspectiva	*Estable*

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones y de los instrumentos clasificados ver Anexo I y II en la última sección del Informe

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Calificadora. En la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017, así como los Estados Financieros Intermedios al 30 de septiembre de 2017 y 2018 de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias. Asimismo, se utilizó información complementaria proporcionada por la Entidad. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20//01/17.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría EQL 1+.pa al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCNs) de Petróleos Delta, S.A., el mismo que permite un monto máximo en circulación de US$40.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

La decisión se sustenta en el liderazgo que ostenta la Compañía en la venta de combustibles tanto en la República de Panamá como en Costa Rica, manteniendo una cuota de mercado al corte de este análisis de 44% y 15%, respectivamente. Dicho posicionamiento se deriva de su extensa red de estaciones de servicio, que totalizan en 244 estaciones. La participación de mercado se fortaleció con la compra de Total Petróleo Costa Rica, S.A. en agosto del 2017, lo cual le permitió incrementar el número de estaciones en dicho país. Adicionalmente, pondera de manera favorable la diversificación de ingresos de la Compañía, el mismo que incorpora, además de la venta minorista de combustible antes mencionada, el negocio mayorista comercial y a industrias -incluyendo la nueva línea de negocio Peddler en Costa Rica-, así como el alquiler de inmuebles e ingresos por comisiones y regalías.

La calificación asignada al Programa Rotativo de VCNs considera igualmente la Fianza Solidaria otorgada por su único accionista, Empresa General de Petróleos, así como por las subsidiarias Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta, las cuales garantizan el cumplimiento de repago de las obligaciones.

Por otro lado, se considera un factor positivo el contrato que mantiene la Compañía con IGP Trading, empresa relacionada que le provee de forma exclusiva el combustible que adquiere de la Refinería Chevron Products Antilles, Ltd., entidad que le garantiza un inventario mínimo de 14 días. Cabe indicar que la política de inventario de Petróleos Delta se encuentra alineada con la regulación actual respecto al cambio bisemanal del precio de paridad de importación del combustible.

Se valora igualmente, el respaldo de su principal accionista Empresa General de Petróleos, cuya propietaria es 100% Empresa General de Inversiones, uno de los conglomerados empresariales más importantes de Panamá con presencia y experiencia en diversos sectores económicos, aunado al conocimiento y la trayectoria que aportan los profesionales que conforman la Junta Directiva y la Plana Gerencial de la Compañía.

Aun cuando los indicadores de liquidez registran un ligero ajuste, los mismos se consideran adecuados, logrando mantener un capital de trabajo positivo, plasmado en los ratios de liquidez corriente y prueba ácida. Así también, la Compañía mantiene un adecuado nivel de endeudamiento, situación que se refleja en su apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) y financiero (deuda financiera/EBITDA). Es de resaltar además el crecimiento exhibido en la generación de la Compañía, medida mediante el EBITDA y del Flujo de Caja Operativo (FCO), mostrando una adecuada cobertura tanto del gasto financiero como del servicio de deuda (gastos financieros LTM + porción corriente de la deuda de largo plazo). Asimismo, de sensibilizar el ratio de

servicio de deuda incorporando el instrumento del Programa evaluado en el presente Informe (VCN's), la cobertura aún cuando se ajusta ligeramente, se mantiene en niveles adecuados.

Entre las oportunidades de mejora que presenta Petróleos Delta se encuentra la composición del patrimonio neto, el cual a través de los años viene fortaleciéndose a través de las utilidades retenidas. Esto cobra relevancia tomando en cuenta que la Compañía no mantiene políticas de dividendos, siendo la repartición promedio simple de los últimos cinco ejercicios fiscales de 62% del resultado neto de la Empresa.

Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de Petróleos Delta, comunicando oportunamente al mercado cualquier evento que pudiera impactar la categoría de riesgo asignada.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación:

- Debido a que la calificación vigente es la más alta posible, no se consideran factores que puedan mejorar la calificación.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación:

- Pérdida del respaldo patrimonial
- Ajuste sostenido en los principales indicadores de liquidez.
- Cambios en la regulación y/o en la política de inventarios que lo expongan a la volatilidad de los precios internacionales de combustible y petróleo.
- Ajuste significativo en el EBITDA y/o Flujo de Caja Operativo que impacte de manera negativa en los indicadores de cobertura del gasto financiero y del servicio de deuda de la Compañía.
- Aumento en la palanca financiera y/o contable que ajuste los indicadores de cobertura con la propia generación.
- Desviaciones materiales de las proyecciones remitidas.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos de Importancia

Petróleos Delta (en adelante la Compañía) es una sociedad anónima fundada el 18 de agosto de 1983 tras la compra de la totalidad de activos y pasivos de Gulf Petroleum. La Compañía se dedica a la compra y venta de productos de petróleo tales como gasolina, diésel, asfalto, combustible para aviones y otros similares.

Como hechos previos, es de señalar que el 27 de diciembre de 2010 la Compañía expandió sus operaciones tras adquirir el 100% de las acciones de The Shell Company Limited Panamá. Producto de la transacción, se constituyó la subsidiaria Propiedades Petrodelta, S.A., con la finalidad de administrar los inmuebles adquiridos en dicha operación. En la misma fecha, la Compañía compró The Shell Company Limited Costa Rica, constituyendo Petróleos Delta Costa Rica, S.A. El 31 de agosto de 2017 la Compañía -a través de Petróleos Delta Costa Rica- adquirió la totalidad de las acciones de Total Petróleo Costa Rica, S.A. (en adelante Total), incorporando una nueva rama de negocio: Peddler.

Grupo Económico

La Compañía consolida con Empresa General de Petróleos (EGP), entidad que pertenece en su totalidad a Empresa General de Inversiones (EGI), uno de los conglomerados empresariales más importantes de Panamá, que opera en diversos sectores económicos, siendo el más importante el brazo financiero. Entre las principales empresas de EGI se encuentra Banco General y Subsidiarias.

Por otra parte, dentro de los Estados Financieros de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias, consolidan las siguientes empresas:

Subsidiaria	Actividad Económica	Participación
Propiedades Petrodelta, S.A.	Industria inmobiliaria	100%
Petróleos Delta Costa Rica, S.A. y Subsidiarias	Compra y venta de productos derivados del petróleo al detal.	100%

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, el Directorio y la Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe.

Operaciones

La Compañía desarrolla sus actividades a través de dos grandes unidades de negocio: venta *retail* o al detal, que consiste en ventas a través de estaciones de servicio, y las ventas industriales y comerciales. Petróleos Delta mantiene una participación de mercado del 44% en Panamá y 15% en Costa Rica.

Estaciones de Servicio

Al cierre de septiembre 2018, la red de estaciones de servicio de la Compañía está conformada por 244 estaciones, de la cuales 190 se encuentran en Panamá, siendo 71 estaciones propias, 65 alquiladas por Delta y los 54 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantienen 54 estaciones, de las cuales 37 son propias y 17 son arrendadas. Cabe mencionar que, para todas las estaciones propias y arrendadas, la empresa maneja un modelo de operación RBA Agentes Comisionistas, los cuales a través de su planilla se encargan de administrar el inventario que es propiedad de Delta, obteniendo una comisión por la gestión.

Industrial y Comercial

Petróleos Delta atiende a empresas de infraestructura, generadoras de energía, constructoras, aviación, ingenios azucareros, cervecerías, marinas y a entidades gubernamentales. Entre los principales servicios que brinda la Compañía se encuentra el abastecimiento de combustible en puntos de entrega dentro de las plantas de sus clientes, así como la instalación de surtidores y de infraestructura. Asimismo, el área industrial incorpora el producto Maxiflota a través del cual las empresas pueden contratar para sus flotas (prepago o a crédito) la dispensa de combustible además de parametrizar las tarjetas por número de transacciones, volúmenes, tipo de producto y periodo de vigencia.

ANÁLISIS FINANCIERO DE PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

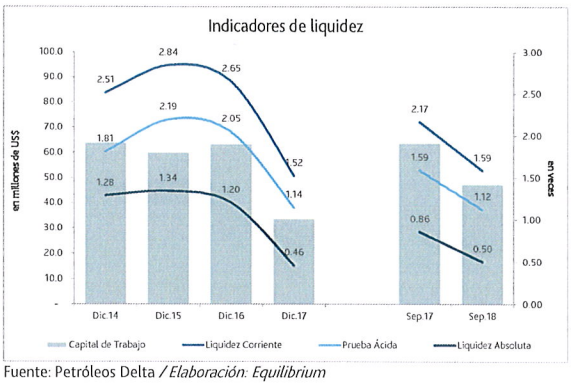
Activos y Liquidez

Los activos de Petróleos Delta ascienden a US$268.7 millones al 30 de septiembre de 2018, lo que se traduce en un crecimiento interanual del 5.22% con respecto al mismo período del año anterior, producto principalmente de un aumento en los niveles de inventarios (+25.03%) y cuentas por cobrar (+24.44%), el cual estuvo parcialmente contrarrestado con una disminución de 44.25% en el saldo de la plusvalía pagada por la adquisición de Total. El aumento de inventarios está atribuido a los mayores niveles de combustible requeridos como resultado de las nuevas estaciones adquiridas mediante la compra de Total y el aumento de cuentas por cobrar se debe a mayores clientes industriales, tanto en Panamá como en Costa Rica. En tanto, la disminución de US$9.5 millones en el saldo de la plusvalía de US$21.5 millones pagada en agosto 2017 por la compra de Total, obedece a valorizaciones realizadas a los activos intangibles, terrenos y edificios adquiridos, los cuales fueron descontados del valor inicial asignado a la plusvalía pagada.

Los activos fijos se mantienen como principal partida del balance, mostrando una participación del 42.06% al corte del período. En esa línea, los mismos muestran un aumento de 7.30% sustentado por obras en proceso por remodelaciones, así como adecuaciones de tanques y surtidoras de las estaciones de servicios especialmente por la adquisición. Cabe mencionar que el 42.92% de las propiedades, mobiliarios y equipos son propiedad de Petróleos Delta, el 33.67% de Petróleos Delta Costa Rica y el 23.41% de Propiedades Petrodelta.

Por otro lado, el efecto combinado de la emisión de VCNs por US$15.0 millones y un aumento de US$10.0 millones en los niveles de cuentas por pagar, trajo como consecuencia una disminución interanual en los indicadores de liquidez de la Compañía; sin embargo, éstos se mantienen aún en

niveles adecuados tal y como se muestra a continuación:



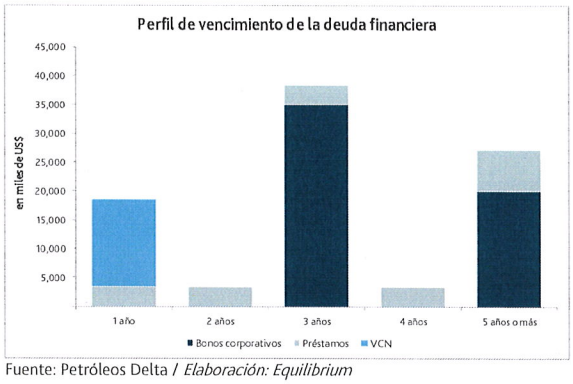
Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Estructura Financiera y Endeudamiento

Al 30 de septiembre 2018, los pasivos de la Compañía reflejan un incremento interanual de 5.0% registrando un saldo de US$154.2 millones. Dicho incremento se dio por el aumento, mencionado líneas arriba, de US$10.0 en las cuentas por pagar, producto del mayor volumen de combustible requerido por las nuevas estaciones de servicio adquiridas mediante la compra de Total y nuevos clientes industriales.

La deuda financiera decrece de US$92.6 millones a US$90.9 millones al corte del análisis, explicado principalmente por la amortización del préstamo adquirido en agosto 2017 por Petróleos Delta Costa Rica para financiar parte de la compra de Total. Por lo anterior, la deuda financiera retrocede interanualmente su participación como fuente de financiamiento de activos de 36.25% a 33.82%, mientras que el aporte del patrimonio neto como fondeo incrementa de 42.47% a 42.59% en el mismo periodo.

Adicional a la deuda con saldo de US$20.3 millones otorgada por Banco General indicada en el párrafo anterior, la Compañía mantiene un préstamo con un saldo de US$618.1 mil con Banco General (Costa Rica) e instrumentos de deuda en el mercado de capitales. Respecto a esto último, es de recordar que vía oferta pública la Compañía colocó el 9 de mayo de 2011, Bonos Corporativos a través de tres Series con distintos montos y vencimientos. La Serie A por US$15.0 millones fue colocada a siete años con vencimiento en mayo 2018, la Serie B por US$35.0 millones a 10 años con vencimiento en mayo 2021 y la Serie C por US$20.0 millones a 12 años con vencimiento en mayo 2023, tal como se observa en la siguiente gráfica:



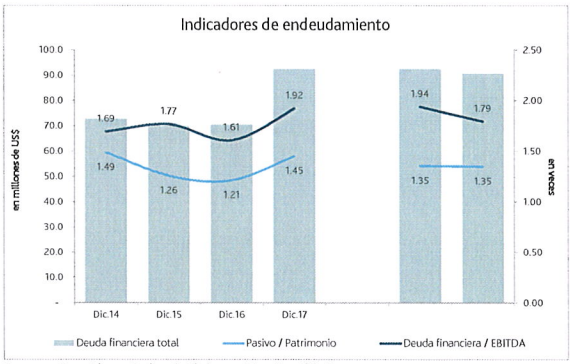
Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

En línea con lo anterior, cabe resaltar que la Serie A por US$15.0 millones fue cancelada en mayo 2018 con los fondos recaudados de la emisión de VCNs, los mismos que se emitieron bajo un Programa Rotativo de hasta por US$40.0 millones, los cuales son calificados en el presente informe.

Respecto a la composición del balance por empresa, a septiembre 2018 se observa que el 84.53% de los pasivos y el 69.11% del patrimonio corresponden a Petróleos Delta, mientras que Petróleos Delta Costa Rica aporta el 15.44% y 30.89%, respectivamente.

En cuanto al patrimonio, se observa un incremento interanual de 5.51% propio de la retención parcial de utilidades. Resulta importante mencionar que, las utilidades acumuladas mantienen una participación de 95% en el patrimonio, y al no contar con una política de dividendos establecida, queda a discreción de la Junta Directiva del Grupo la repartición de los mismos, generando incertidumbre por posibles descapitalizaciones de la Compañía a futuro. Para el cierre fiscal de diciembre 2017 la empresa declaró dividendos por US$17.8 millones. Para el período 2018, Petróleos Delta proyecta distribuir dividendos por US$12.7 millones.

Los indicadores de endeudamiento se mantienen en niveles acotados. Tal es así que la palanca contable (medida como pasivo en relación al patrimonio) se ubica en 1.35 veces al corte de septiembre de los dos últimos años. En tanto, el indicador de apalancamiento financiero (deuda financiera total respecto a EBITDA) pasa de 2.04 A 1.90 veces.



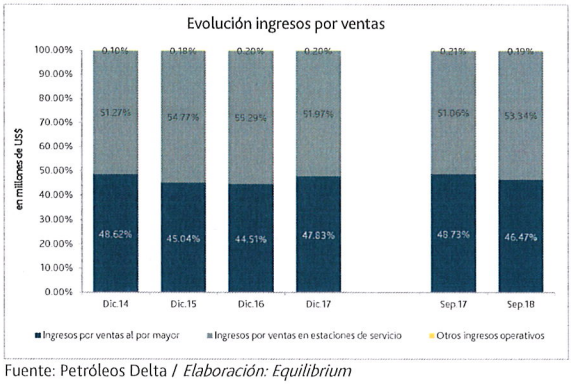
Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Rentabilidad y Eficiencia

Al 30 de septiembre de 2018, los ingresos por venta de derivados de petróleo alcanzaron los US$1,142.1 millones, cifra 31.82% superior a la registrada en similar período del ejercicio previo. Lo anterior está sustentado por el efecto combinado de un mayor volumen de ventas que crece de 414 a 437 millones de galones, aunado a un alza en los precios de combustible. Parte de la variación observada, también obedece a que al 30 de septiembre de 2017 comprendía únicamente un mes de ingresos incrementales producto de la compra de Total.

Según se observa en el siguiente gráfico, considerando el segmento de clientes, las ventas al detal a través de estaciones de servicio, representan al corte de septiembre de 2018, el 53.34% del total de ingresos, mientras que los

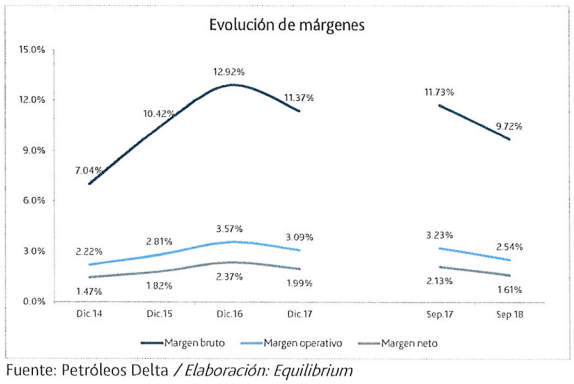
ingresos por venta al por mayor de combustible representan el 46.47% y los otros ingresos (por alquileres, regalías y misceláneos) el 0.19% restante. En cuanto a la concentración geográfica de los ingresos de la Compañía, se aprecia que las operaciones de Panamá representan el 77.57% del total de ingresos, mientras que las de Costa Rica constituyen el 22.43% restante.



Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

El costo de venta ascendió a US$1,031 millones e incrementó en mayor proporción (+34.82%) que los ingresos, generando presión sobre el margen bruto que se reduce hasta 9.72% (11.73% a septiembre 2017). Adicional a los ingresos por venta de productos derivados del petróleo, la Compañía percibe otros ingresos operativos relacionados al alquiler de ciertos inmuebles y espacios en estaciones de servicio, así como por comisiones y regalías, ingresos que en conjunto se incrementan de US$1.8 millones a US$2.2 millones entre los períodos evaluados.

En relación a la carga operativa, ésta se compone de los gastos de personal, generales y administrativos, y de operación, siendo éste último el más importante en términos absolutos (US$8.6 millones, US$2.5 millones y US$73.1 millones, respectivamente). Cabe indicar que dichos rubros presentan incrementos anuales de 20.05%, 22.78% y 10.26%, respectivamente, derivado de procesos de reestructuración administrativa y operativa producto de la nueva adquisición. En esa línea, la utilidad operativa registró un incremento interanual de 3.76%, totalizando US$29.0 millones, mientras que el margen operativo presenta un ligero retroceso de 3.23% a 2.54%, tal y como se muestra a continuación:

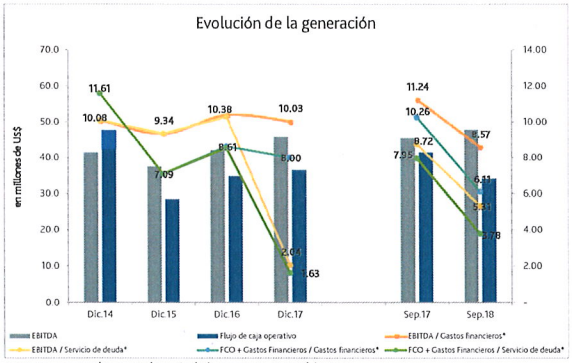


Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

En cuanto a los gastos financieros, éstos presentan un crecimiento interanual de 33.67% producto de la nueva deuda financiera con Banco General utilizada para financiar parte de la compra de Total. En esa línea, y luego de considerar el gasto de impuesto sobre la renta (US$6.8 millones), la utilidad neta de la Compañía totaliza US$18.4 millones, manteniéndose en niveles similares a lo reportado en el mismo período del año anterior. De este modo, el margen neto disminuye de 2.13% a 1.61%. El resultado neto actual resulta en un ligero ajuste del rendimiento promedio de sus activos (ROAA) y para sus accionistas (ROAE) ubicándose a septiembre de 2018 en 9.13% y 21.46%, respectivamente.

Generación y Capacidad de Pago

Al analizar la generación de la Compañía a través del EBITDA, observamos que el mismo alcanza US$36.3 millones al corte analizado, exhibiendo un margen de 3.18%. En esa línea, Petróleos Delta aporta el 75.21% del EBITDA y las operaciones de Costa Rica el 24.28%, mientras que Propiedades Petrodelta el 0.51%. Respecto al flujo de caja operativo, éste totaliza US$28.9 millones a la fecha de corte, retrocediendo respecto a los US$31.3 millones registrados en el mismo período del año anterior. El EBITDA anualizado proyecta cubrir en 8.57 veces los gastos financieros y 5.31 veces el servicio de deuda, este último se ajusta entre períodos (11.24 a septiembre 2017) producto de la amortización del préstamo de US$20.9 millones adquirido en agosto de 2017. El mismo escenario presenta la cobertura que el flujo de caja operativo brinda al servicio de deuda, el cual retrocede de 7.95 a 3.78 veces entre períodos analizados. Lo anterior, se observa en el siguiente gráfico:



Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

De sensibilizar la cobertura de servicio de deuda incorporando el instrumento a corto plazo del Programa evaluado en el presente informe (VCN's), a septiembre de 2018 el EBITDA lograría cubrir en 2.11 veces, mientras que el FCO cubre en 1.42 veces; manteniéndose en niveles adecuados.

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En miles de Dólares Americanos

ACTIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sept.17	Dic.17	Sept.18
Efectivo y equivalentes de efectivo	54,459	43,725	46,228	46,798	29,404	40,597
Cuentas por cobrar	22,178	27,742	32,495	40,221	43,991	50,052
Clientes	19,651	25,022	30,146	38,159	41,577	47,969
Compañías afiliadas y relacionadas	4,569	3,589	3,114	2,825	2,725	2,431
Préstamos	4	78	159	215	308	407
Alquileres	67	59	79	135	139	8
Otras	44	138	156	90	534	398
Provisión para posibles cuentas incobrables	-2,157	-1,144	-1,159	-1,203	-1,292	-1,160
Inventarios	26,859	16,187	16,574	21,576	19,226	26,977
Gastos e impuestos pagados por adelantado	2,915	5,072	6,558	9,864	5,294	10,722
Total Activo Corriente	106,411	92,726	101,854	118,459	97,915	128,349
Préstamos por cobrar	798	879	966	816	870	701
Propiedad, mobiliarios, equipos y mejoras, neto	78,221	85,233	91,256	105,305	110,869	112,993
Fondo de cesantía	1,613	1,699	1,805	1,872	1,908	1,988
Activos intangibles, netos	551	3,604	3,460	5,690	10,672	10,909
Plusvalía	-	-	-	21,512	11,992	11,992
Fondo de redención de bonos						
Otros activos	626	574	350	562	802	680
Impuesto sobre la renta diferido	522	500	583	1,124	1,082	1,055
Total Activo No Corriente	82,332	92,490	98,420	136,881	138,195	140,316
TOTAL ACTIVOS	188,742	185,216	200,275	255,340	236,110	268,665

PASIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sept.17	Dic.17	Sept.18
Cuentas por pagar	36,363	29,864	34,772	42,304	42,282	52,272
Productos	28,571	23,373	27,950	35,203	34,110	40,835
Proveedores	5,768	4,380	4,626	4,920	5,936	6,201
Accionista y afiliadas	2,024	2,111	2,196	2,181	2,235	5,236
Valores comerciales negociables	3,000	-	-	-	-	15,000
Porción corriente de la deuda de largo plazo	-	-	40	1,170	17,863	3,430
Impuesto sobre la renta por pagar	857	639	1,328	7,403	1,478	6,534
Gastos acumulados por pagar	2,163	2,118	2,310	3,815	2,596	3,682
Total Pasivo Corriente	42,383	32,622	38,450	54,692	64,219	80,918
Prima de antigüedad	603	698	767	805	839	885
Préstamos por pagar	-	-	650	21,490	19,790	17,498
Bonos por pagar	69,809	69,843	69,874	69,903	54,912	54,937
Total Pasivo No Corriente	70,412	70,541	71,291	92,198	75,540	73,320
TOTAL PASIVO	112,795	103,163	109,741	146,890	139,759	154,238
Acciones comunes	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Reserva legal	707	978	1,271	1,271	1,730	1,730
Efecto acumulado por traducción en moneda extranje	-1,154	-1,061	-1,446	-1,960	-1,766	-2,118
Impuesto complementario	-972	-972	-972	-972	-972	-972
Utilidades no distribuidas	46,424	55,720	61,441	84,305	66,068	89,984
Utilidad del ejercicio	23,567	20,013	22,864	18,430	23,916	18,428
TOTAL PATRIMONIO NETO	75,947	82,053	90,534	108,450	96,351	114,427
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	188,742	185,216	200,275	255,340	236,110	268,665

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En miles de Dólares Americanos

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sept.17	Dic.17	Sept.18
Ingresos	1,607,319	1,100,938	965,035	866,457	1,202,585	1,142,124
Costo de ventas	-1,494,208	-986,267	-840,387	-764,843	-1,065,816	-1,031,142
Ganancia bruta en ventas	113,111	114,671	124,648	101,613	136,769	110,982
Gastos de personal	-7,655	-8,570	-9,077	-7,182	-10,589	-8,623
Gastos generales y administrativos	-2,828	-2,554	-2,582	-2,009	-2,810	-2,467
Gastos de operaciones	-68,573	-74,612	-80,441	-66,271	-88,666	-73,068
Resultado de las actividades de operación	34,055	28,935	32,548	26,151	34,704	26,824
Ingresos de alquileres	696	929	922	708	968	736
Otros ingresos	924	1,108	1,007	1,086	1,450	1,437
Ingresos financieros	471	515	729	315	356	240
Gastos financieros	-4,110	-4,015	-4,045	-3,024	-4,563	-4,042
Utilidad antes de impuesto a la renta	32,037	27,471	31,161	25,237	32,915	25,196
Impuesto sobre la renta	-8,470	-7,458	-8,297	-6,806	-8,999	-6,768
Utilidad neta	23,567	20,013	22,864	18,430	23,916	18,428

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sept.17	Dic.17	Sept.18
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.49	1.26	1.21	1.35	1.45	1.35
Deuda financiera / Pasivo	0.65	0.68	0.64	0.63	0.66	0.59
Deuda financiera / Patrimonio	0.96	0.85	0.78	0.85	0.96	0.79
Pasivo / Activo	0.60	0.56	0.55	0.58	0.59	0.57
Pasivo corriente / Pasivo total	0.38	0.32	0.35	0.37	0.46	0.52
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.62	0.68	0.65	0.63	0.54	0.48
Deuda financiera / EBITDA	1.76	1.86	1.68	2.04	2.02	1.90
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	2.51	2.84	2.65	2.17	1.52	1.59
Prueba Ácida	1.81	2.19	2.05	1.59	1.14	1.12
Liquidez Absoluta	1.28	1.34	1.20	0.86	0.46	0.50
Capital de Trabajo	64,027	60,104	63,404	63,767	33,697	47,432
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	4.27%	7.79%	9.54%	8.71%	8.49%	7.37%
Gastos financieros / Ingresos	0.26%	0.36%	0.42%	0.35%	0.38%	0.35%
Días promedio de cuentas por cobrar	7	8	11	11	11	11
Días promedio de cuentas por pagar	8	12	14	13	13	12
Días promedio de inventarios	5	8	7	7	6	6
Ciclo de conversión de efectivo	4	4	4	5	5	5
RENTABILIDAD						
Margen bruto	7.04%	10.42%	12.92%	11.73%	11.37%	9.72%
Margen operativo	2.12%	2.63%	3.37%	3.02%	2.89%	2.35%
Margen neto	1.47%	1.82%	2.37%	2.13%	1.99%	1.61%
ROAA	12.66%	10.70%	11.86%	10.60%	10.96%	9.13%
ROAE	33.61%	25.33%	26.50%	23.95%	25.59%	21.46%
GENERACIÓN						
Flujo de caja operativo	47,697	28,456	34,834	31,341	36,518	28,910
Flujo de caja operativo anualizado	47,697	28,456	34,834	41,446	36,518	34,086
EBITDA	41,426	37,498	41,992	34,202	45,754	36,301
EBITDA anualizado	41,426	37,498	41,992	45,422	45,754	47,853
Margen EBITDA	2.58%	3.41%	4.35%	3.95%	3.80%	3.18%
GENERACIÓN						
EBITDA / Gastos financieros*	10.08	9.34	10.38	11.24	10.03	8.57
EBITDA / Servicio de deuda*	10.08	9.34	10.28	8.72	2.04	5.31
EBITDA/ Servicio de deuda + VCN's	5.83	9.34	10.28	8.72	2.04	1.99
FCO + Gastos Financieros / Gastos financieros*	11.61	7.09	8.61	10.26	8.00	6.11
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda*	11.61	7.09	8.53	7.95	1.63	3.78
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda + VCN's	6.71	7.09	8.53	7.95	1.63	1.42

(*) Indicadores anualizados

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior* (al 31.12.2017)	Calificación Actual (al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$40.0 millones)	EQL 1+.pa	EQL 1+.pa	Grado más alto de calidad. Existe certeza de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

**Sesión de Comité del 02 de mayo de 2018*

ANEXO II
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones	
Fecha del programa:	9 de mayo de 2011
Monto máximo en circulación:	US$40.0 millones
Plazo del programa:	10 años
Vencimiento:	Entre 30 y 360 días (en múltiplos de 30)
Tasa de interés:	Fija
Serie vigente/ en circulación:	Serie C
Monto de serie en circulación:	US$15.0 millones
Pago de intereses:	Mensual
Redención anticipada:	No hay opción
Respaldo:	Crédito general del Emisor
Fiadores Solidarios:	Empresa General de Petróleos, Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta.

Fuente: Petróleos Delta */ Elaboración: Equilibrium*

ANEXO III

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
Empresa General de Petróleos, S.A.	100.00%
Total	100.00%

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 30.09.2018

Directorio	
Raúl Alemán Zubieta	Presidente
Juan Raúl Humbert Arias	Vicepresidente y Secretario
Felipe Motta Jr.	Vicepresidente
Fernando Cardoze Fábrega	Director
Emanuel González-Revilla Jurado	Director
Emanuel González-Revilla Lince	Director
Guillermo O. Chapman III	Director

Fuente: Petróleos Delta */ Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 30.09.2018

Plana Gerencial	
Augusto Gerbaud	Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General
Alberto Crespo	Vicepresidente de Finanzas
Pedro Valdés	Vicepresidente Regional de Ventas Estaciones
Alberto Domínguez	Vicepresidente de Suministro, Distribución y Operaciones
Rolando Troitiño	Vicepresidente de Ventas Estaciones Panamá
Juan Ansin	Vicepresidente de Ventas – Sector Industrial

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

© 2019 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.