Equilibrium
AN AFFILIATE OF MOODY'S INVESTORS SERVICE

EQPA19/161

Panamá, 16 de julio 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 auditada al 31 de diciembre de 2018 e intermedia al 31 de marzo de 2019. 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,

Ana Lorena Carrizo
Jefe de Análisis de Riesgo

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
Recibido por:
Fecha: 18 Julio 2019
Hora: 10:53 a.m.

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.

PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 16 de julio 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 2015, 2016 y 2017 y 2018, así como Estados Financieros Intermedios al 31 de marzo de 2018 y 2019 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 08/01/2019.

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. (en adelante, Petróleos Delta o el Emisor), el mismo que permite un monto máximo en circulación de US$40.0 millones. La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación otorgada recoge el liderazgo que ostenta la Compañía en la venta de combustibles tanto en la República de Panamá como en Costa Rica, posicionamiento que se deriva de su extensa red de estaciones de servicio (244 estaciones) lo que les permite mantener una cuota de mercado de 44% en Panamá y 15% en Costa Rica. También se valora la diversificación de ingresos de la Compañía incorporando, 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 recoge igualmente la Fianza Solidaria otorgada por su único accionista, Empresa General de Petróleo (EGP, en adelante), así como por las subsidiarias Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta, las cuales respaldan el Programa Rotativo de VCNs y garantizan el cumplimiento de repago de las obligaciones. Asimismo, pondera de forma positiva las obligaciones de hacer detalladas en el Prospecto Informativo del Programa calificado, las cuales contienen dos resguardos financieros que debe cumplir EGP, de los cuales a la fecha del presente Informe, el accionista los cumple de manera satisfactoria.

Adicionalmente aporta favorablemente, 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.

Por otro lado, se valora positivamente el respaldo de su principal accionista Empresa General de Petróleos, cuya única propietaria es 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.

Igualmente se consideraron los adecuados indicadores de liquidez, logrando, así mantener un capital de trabajo positivo, plasmado en los ratios de liquidez corriente y prueba ácida. Adicionalmente, la Compañía registra adecuados niveles de endeudamiento, situación reflejada en los indicadores de apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) y financiero (deuda financiera/EBITDA). Resalta igualmente, el crecimiento que exhibe la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA y del Flujo de Caja Operativo (FCO), los cuales a su vez brindan una

adecuada cobertura tanto a los gastos financieros como al servicio de deuda (gastos financieros LTM + porción corriente de la deuda de largo plazo). En esa línea, de sensibilizar el ratio de servicio de deuda incorporando el instrumento del Programa evaluado en el presente Informe (VCN's), la cobertura aun cuando se ajusta ligeramente, se mantiene en niveles aceptables.

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, lo cual genera inestabilidad al patrimonio neto de la Compañía ante posibles descapitalizaciones. Lo anterior toma especial relevancia si se tome en cuenta que la repartición promedio de las utilidades de los últimos cuatro ejercicios fiscales asciende a 65% 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:

- Ajuste sostenido en los principales indicadores de liquidez.
- Cambios en la regulación y/o en la política de inventarios que la 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.
- Pérdida del respaldo patrimonial

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.

A finales 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*[1]).

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.

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 III.

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 de 44% en Panamá y 15% en Costa Rica.

Estaciones de Servicio

Al corte de marzo 2019, la red de estaciones de servicio de la Compañía está conformada por 247 estaciones, de la cuales 192 se encuentran en Panamá, siendo 71 estaciones propias, 70 alquiladas por Delta y los 51 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantienen 55 estaciones, de las cuales 37 son propias y 18 son arrendadas. Cabe mencionar que, para todas las estaciones propias y arrendadas de Costa Rica, 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, mientras que en Panamá 127 estaciones se manejan con este modelo y 65 estaciones a través del modelo de concesionarios.

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

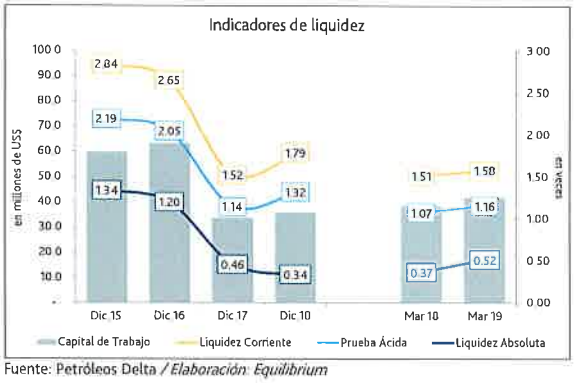
Los activos de Petróleos Delta registran un saldo de US$224.0 millones al 31 de diciembre de 2018, reflejando un retroceso de 5.15% respecto al cierre fiscal del año previo, producto principalmente por la disminución de los activos corrientes. Dicha variación es producto de menor saldo en efectivo y equivalentes (-47.18%), como resultado del pago a proveedores. Asimismo, la disminución en activos recoge el menor saldo en el rubro de inventarios (-21.47%), dicha reducción se debe al efecto combinado de menor volumen de inventarios producto del día adicional de venta previo al cierre fiscal del mes de diciembre 2018 y al menor costo promedio de inventarios, el cual se redujo en aproximadamente $0.11/gal. respecto a diciembre 2017, impactando en la valorización de los inventarios. Para el primer trimestre 2019, los activos totales reportan un saldo de US$256.4 millones, aumentando 14.50% respecto al cierre de diciembre 2018, producto de mayor saldo en el rubro de efectivo y equivalentes (+143.10% trimestral) e inventarios (+58.71 trimestral).

Los activos fijos se mantienen como principal partida del balance, mostrando una participación de 50.95% al cierre fiscal de diciembre 2018, un aumento de 2.91%, sustentado por obras en proceso por remodelaciones, así como adecuaciones de tanques y surtidoras de las estaciones de servicios. Por este mismo motivo, para el 31 de marzo de 2019, los activos fijos incrementan un 2.79% respecto al primer trimestre 2018, representando el 44.41% del balance.

Por otro lado, la reducción observada en los activos corrientes (-16.20%) fue contrarrestada por la reducción en

[1] El negocio *Peddler* es la distribución sin punto fijo a clientes a granel,

mayor medida de los pasivos corrientes (-28.56%), puntualmente las cuentas por pagar (-41.16%). Lo anterior, se reflejó de forma positiva en los indicadores de liquidez de la Compañía; los cuales se sitúan en niveles más favorables que lo reportado en el mismo período fiscal previo, exceptuando la liquidez absoluta, la cual presenta un ligero ajuste, producto del comportamiento del efectivo y equivalentes. Al 31 de marzo de 2019, los indicadores de liquidez se continúan situando en niveles adecuados, tal y como se muestra a continuación:



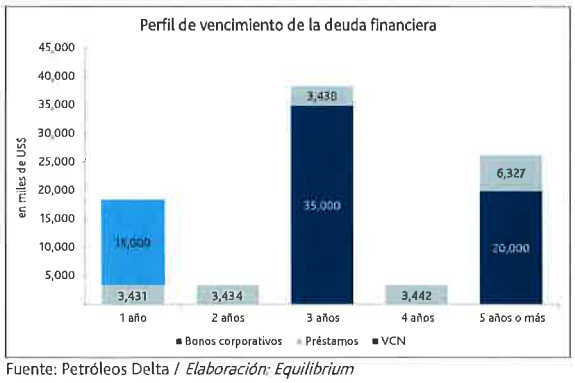
Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Estructura Financiera y Endeudamiento

Al 31 de diciembre de 2018, los pasivos de la Compañía reflejan una reducción de 15.31% registrando un saldo de US$118.4 millones. Dicha disminución está explicada por la reducción de las cuentas por pagar mencionada líneas arriba, cuyo saldo pasa de US$42.3 millones a US$24.9 millones entre períodos fiscales. Dicha variación recoge las políticas de pago a proveedores, la cual contempla realizar dichos pagos de forma semanal cada lunes hábil, siendo así para el año 2017 el último desembolso quedo registrado para el primer día hábil del siguiente año, exhibiendo un exceso de efectivo al cierre fiscal 2017, mientras que para el cierre fiscal 2018 el pago de la última semana quedo dentro del respectivo año. Lo anterior, tuvo efecto en la estructura de financiamiento de la Compañía a diciembre 2018, al reducirse la participación de los pasivos como fuente de fondeo de 59.19% a 52.85%, mientras que el aporte del patrimonio neto al balance se incrementa de 40.81% a 47.15% al cierre fiscal evaluado. Para el corte de marzo 2019, los pasivos totales aumentan de manera trimestral (+ 21.86%), lo que está asociado a las políticas de pago a proveedores explicada previamente.

La deuda financiera decrece de US$92.6 millones a US$90.0 millones al cierre de diciembre 2018, explicado principalmente por la amortización del préstamo otorgado por Banco General en agosto 2017 a Petróleos Delta Costa Rica para financiar parte de la compra de Total. A pesar de lo anterior, la deuda financiera sube ligeramente su participación como fuente de financiamiento de activos a 40.20% (39.20% a diciembre 2017), producto al retroceso que presentaron los activos en dicho cierre fiscal Para el primer trimestre 2019, la deuda financiera registra un saldo de US$89.2 millones, en línea con las amortizaciones de préstamos bancarios.

Adicional a la deuda con saldo de US$19.5 millones otorgada por Banco General indicada en el párrafo anterior, la Compañía mantiene un préstamo con un saldo de US$608.1 mil con Banco General (Costa Rica) e instrumentos de deuda en el mercado de capitales. Respecto a esto último, 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 y cancelada 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 el siguiente gráfico:



Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

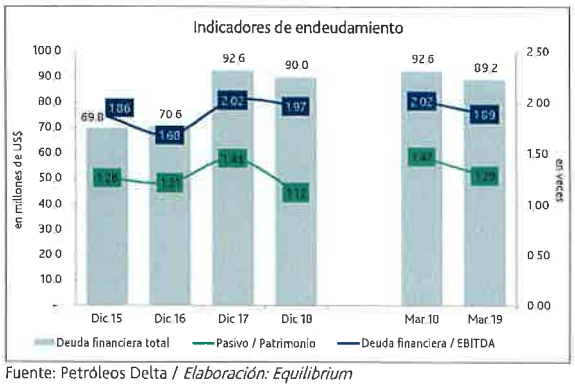
La Serie A de bonos por US$15.0 millones fue cancelada en mayo 2018 con los fondos recaudados de la emisión de VCNs, los mismos que se emitieron bajo un Programa Rotativo de hasta por US$40.0 millones, los cuales son calificados en el presente informe.

Respecto a la composición del balance por empresa y de considerar el subtotal consolidado antes de eliminaciones, se observa que 65.76% de los pasivos los aporta Petróleos Delta (Panamá), mientras que Petróleos Delta Costa Rica y Propiedades Petro Delta mantienen 14.45% y 19.79%, respectivamente. Asimismo, 59.74% del patrimonio consolidado corresponde a Petroleos Delta, S.A. y 42.64% a Petróleos Delta Costa Rica. Propiedades Petróleos Delta se mantiene en terreno negativo (-2.39%).

En cuanto al patrimonio, se observa un incremento 9.59% propio de la retención parcial de utilidades. Resulta importante mencionar que, las utilidades acumuladas mantienen una participación de 94.55% 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, lo que genera inestabilidad al patrimonio ante posibles descapitalizaciones de la Compañía a futuro. Históricamente los dividendos han representado aproximadamente 68.51% de las utilidades netas. Para el período fiscal 2018, Petróleos Delta distribuyó dividendos por US$12.7 millones, lo que representa 55.85% de la utilidad neta. Al 31 de marzo de 2019, el patrimonio neto se incrementa en 6.25% respecto al cierre fiscal diciembre 2018, asociado a la retención de utilidades.

Los indicadores de endeudamiento se mantienen en niveles reducidos. La palanca contable (medida como pasivo en relación al patrimonio) se ubica en 1.12 veces al cierre fiscal 2018 (1.45 veces a diciembre 2017). En tanto, el indicador de apalancamiento financiero (deuda financiera total

respecto a EBITDA) pasa de 2.02 a 1.97 veces. Al 31 de marzo de 2019, el apalancamiento contable se sitúa en 1.29 veces, mientras que el apalancamiento financiero se ubicó en 1.89 veces, según se observa a continuación:

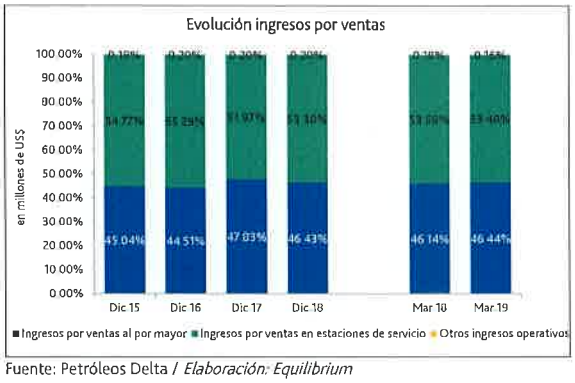


Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Rentabilidad y Eficiencia

Al 31 de diciembre de 2018, los ingresos por venta de derivados de petróleo ascienden a US$1,510.9 millones, cifra 25.64% 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 556 a 579 millones de galones, aunado a un alza en los precios de combustible, el cual -de manera anual- fue en un 31% superior al de diciembre 2017. Parte de la variación observada, también obedece a que al 31 de diciembre de 2017 se consideraba únicamente cuatro meses de ingresos incrementales producto de la compra de Total.

Considerando el segmento de clientes (ver gráfico abajo), las ventas al detal a través de estaciones de servicio, representan al cierre fiscal de diciembre 2018, 53.38% del total de ingresos, mientras que los ingresos por venta al por mayor de combustible representan 46.43% y los otros ingresos (por alquileres, regalías y misceláneos) el 0.20% restante. En cuanto a la concentración geográfica de los ingresos de la Compañía, se aprecia que las operaciones de Panamá representan 77.51% del total de ingresos, mientras que las de Costa Rica constituyen el 22.49% restante.

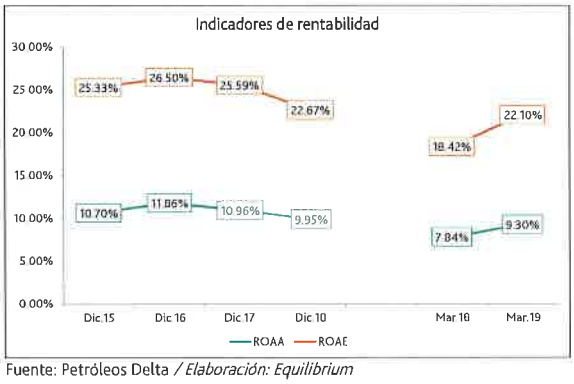


Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

El costo de venta ascendió a US$1,366 millones incrementándose en mayor proporción (+28.15%) que los ingresos, generando presión sobre el margen bruto que se reduce hasta 9.60% (11.37% a diciembre 2017). El comportamiento de los costos está explicado por la volatilidad del precio del petróleo internacional, el cual presentó una caída de precio en el último trimestre del año 2018, impactando el precio de venta del inventario almacenado[2].

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$2.4 millones a US$3.0 millones entre los períodos fiscales 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$11.6 millones, US$3.2 millones y US$97.7 millones, respectivamente). Cabe indicar que dichos rubros presentan incrementos anuales de 9.10%, 13.62% y 10.18%, respectivamente, derivado de procesos de reestructuración administrativa y operativa producto de la nueva adquisición. Dado lo anterior, la utilidad operativa registró una disminución de 7.45%, totalizando US$30.4 millones, ajustándose también el margen operativo de 2.74% a 2.02%, tal como se muestra a continuación:



Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

En cuanto a los gastos financieros, éstos presentan un crecimiento interanual de 18.44% producto de que en el año 2017 solo contemplaba los intereses acumulados de 4 meses respecto a los 12 meses acumulados de 2018 de la deuda 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$7.6 millones), la utilidad neta de la Compañía totaliza US$22.9 millones, reduciéndose en 4.34% frente a lo reportado en el mismo período del año anterior. De este modo, el margen neto disminuye de 1.99% a 1.51%. El resultado neto resulta en un ligero ajuste del rendimiento promedio de sus activos (ROAA) y para sus accionistas (ROAE) ubicándose a diciembre de 2018 en 9.95% y 22.67%, respectivamente. (10.96% y 25.59% en diciembre 2017, respectivamente).

Para el primer trimestre 2019, los ingresos por venta registran un saldo de US$336.9 millones, disminuyendo un

[2] Petróleos Delta mantiene políticas de almacenamiento de combustibles de 14 días, cumpliendo con la regulación la cual exige tener 7 días de inventario almacenado.

6.12% respecto al primer trimestre 2018. En ese sentido, a pesar de que la Compañía vendió 145.3 millones respecto a los 144.6 millones de galones vendidos a marzo 2018, el comportamiento del precio promedio del crudo, el cual era mayor en el primer trimestre 2018 respecto al primer trimestre 2019, impactó ligeramente en los ingresos acumulados a marzo 2019. En contraparte, los costos de ventas se reducen en mayor proporción que los ingresos (7.34%), lo que permitió una mejoría en el margen base unitario de la operación de Petróleos Delta en Panamá, reflejándose un incremento en el margen bruto que pasa de 9.98% a 11.14%.

Los gastos operativos presentan un ligero aumento de 2.40% al corte de marzo 2019, producto de mayores gastos por comisiones, asociados al modelo operación de agente comisionista. Los gastos financieros (-4.00%) continuan manteniendo una participación de 0.37% sobre los ingresos. La utilidad neta se incrementó en 13.58% respecto a marzo 2018, registrando un margen neto de 1.92% (1.58% a marzo 2018). De esta forma, los indicadores de rentabilidad ROAA y ROAE, presentan mejoría al ubicarse en 9.30% y 22.10%, respectivamente. (7.84% y 18.42%, respectivamente a marzo 2018).

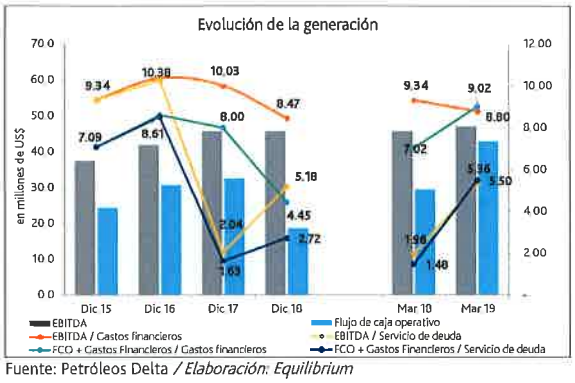
Generación y Capacidad de Pago

El EBITDA de la Compañía alcanza US$45.8 millones al cierre fiscal 2018, exhibiendo un margen de 3.03%. En esa línea, Petróleos Delta aporta 75.89% del EBITDA y las operaciones de Costa Rica 24.98%, mientras que Propiedades Petrodelta se ubica en terreno negativo 0.87%. En esa línea, el EBITDA cubre en 8.45 veces los gastos financieros, mientras que de incluir el servicio de deuda cubriría en 5.17 veces.

Para el primer trimestre 2019, el EBITDA asciende a US$12.8 millones (US$11.5 millones a marzo 2018). El EBITDA, anualizado brinda una cobertura a los gastos financieros y servicios de deuda de 8.78 veces y 5.35 veces, respectivamente.

El flujo de caja operativo, asciende a US$18.6 millones al cierre fiscal de diciembre 2018, retrocediendo respecto a los US$32.6 millones registrados en el mismo período del año anterior, producto de la salida de efectivo por pago a proveedores mencionado anteriormente. Cabe señalar que, Equilibrium ajusta el FCO devolviéndole los gastos financieros del período a fin de tomar el mismo para los indicadores de cobertura.

En ese sentido, a diciembre 2018 el FCO brinda una cobertura de 4.45 veces a los gastos financieros, mientras cubre el servicio de deuda en 2.72 veces. Al 31 de marzo de 2019, y el FCO anualizado brinda una cobertura de 9.00 veces a los gastos financieros y de 5.50 veces al servicio de deuda. 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 diciembre de 2018 el EBITDA lograría cubrir en 1.92 veces y a marzo 2019 1.98 veces, mientras que el FCO cubre en 1.01 veces y 2.03 a marzo 2019; manteniéndose en niveles adecuados.

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Dólares Americanos)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Efectivo y equivalentes de efectivo	43,725	46,228	29,404	27,922	15,531	37,756
Cuentas por cobrar	27,742	32,495	43,991	52,967	44,988	46,189
Clientes	25,022	30,146	41,577	50,846	42,958	44,230
Compañías afiliadas y relacionadas	3,589	3,114	2,725	2,627	2,392	2,297
Préstamos	78	159	308	288	223	199
Alquileres	59	79	139	84	86	73
Otras	138	156	534	346	444	540
Provisión para posibles cuentas incobrables	-1,144	-1,159	-1,292	-1,224	-1,115	-1,150
Inventarios	16,187	16,574	19,226	25,329	15,098	23,963
Gastos e impuestos pagados por adelantado	5,072	6,558	5,294	7,675	6,435	6,777
Total Activo Corriente	**92,726**	**101,854**	**97,915**	**113,893**	**82,053**	**114,684**
Préstamos por cobrar	879	966	870	800	723	724
Propiedad, mobiliarios, equipos y mejoras, neto	85,233	91,256	110,869	110,798	114,098	113,887
Fondo de cesantía	1,699	1,805	1,908	1,942	2,012	2,040
Activos intangibles, netos	3,604	3,460	10,672	10,916	10,838	10,893
Plusvalía	-	-	11,992	11,992	12,691	12,691
Otros activos	574	350	802	837	626	660
Impuesto sobre la renta diferido	500	583	1,082	1,091	908	845
Total Activo No Corriente	**92,490**	**98,420**	**138,195**	**138,376.9**	**141,897**	**141,740**
TOTAL ACTIVOS	185,216	200,275	236,110	252,269	223,950	256,425

PASIVOS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Cuentas por pagar	29,864	34,772	42,282	51,150	24,877	49,093
Productos	23,373	27,950	34,110	39,335	15,136	39,473
Proveedores	4,380	4,626	5,936	5,591	7,497	7,386
Accionista y afiliadas	2,111	2,196	2,235	6,223	2,244	2,234
Valores comerciales negociables	-	-	-		15,000	15,000
Porción corriente de préstamos a largo plazo	-	40	2,863	3,415	3,431	3,431
Porciòn corriente de bonos por pagar	-	-	15,000	15,000	-	-
Impuesto sobre la renta por pagar	639	1,328	1,478	2,816	38	2,299
Gastos acumulados por pagar	2,118	2,310	2,596	2,883	2,532	2,747
Total Pasivo Corriente	**32,622**	**38,450**	**64,219**	**75,263**	**45,877**	**72,571**
Prima de antigüedad	698	767	839	853	897	927
Préstamos por pagar	-	650	19,790	19,225	16,641	15,785
Bonos por pagar	69,843	69,874	54,912	54,920	54,946	54,954
Total Pasivo No Corriente	**70,541**	**71,291**	**75,540**	**74,998**	**72,483**	**71,667**
TOTAL PASIVO	103,163	109,741	139,759	150,261	118,360	144,237
Acciones comunes	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Reserva legal	978	1,271	1,730	1,730	1,993	1,993
Efecto acumulado por traducción en moneda extranjera	-1,061	-1,446	-1,766	-1,789	-2,642	-2,493
Impuesto complementario	-972	-972	-972	-972	-972	-975
Utilidades no distribuidas	55,720	61,441	66,068	89,984	76,943	99,836
Utilidad del ejercicio	20,013	22,864	23,916	5,680	22,892	6,452
TOTAL PATRIMONIO NETO	82,053	90,534	96,351	102,009	105,590	112,187
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	185,216	200,275	236,110	252,269	223,950	256,425

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRALES (En miles de Dólares Americanos)	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
Ingresos	1,100,938	965,035	1,202,585	358,839	1,510,870	336,863
Costo de ventas	-986,267	-840,387	-1,065,816	-323,039	-1,365,838	-299,335
Ganancia bruta en ventas	**114,671**	**124,648**	**136,769**	**35,800**	**145,032**	**37,527**
Gastos de personal	-8,570	-9,077	-10,589	-3,077	-11,553	-2,496
Gastos generales y administrativos	-2,554	-2,582	-2,810	-754	-3,193	-696
Gastos de operaciones	-74,612	-80,441	-88,666	-23,618	-97,696	-24,916
Resultado de las actividades de operación	**28,935**	**32,548**	**34,704**	**8,351**	**32,591**	**9,419**
Ingresos de alquileres	929	922	968	256	962	212
Otros ingresos	1,108	1,007	1,450	393	2,008	341
Ingresos financieros	515	729	356	55	308	63
Gastos financieros	-4,015	-4,045	-4,563	-1,311	-5,405	-1,258
Utilidad antes de impuesto a la renta	**27,471**	**31,161**	**32,915**	**7,745**	**30,464**	**8,776**
Impuesto sobre la renta	-7,458	-8,297	-8,999	-2,064	-7,572	-2,325
Utilidad neta	20,013	22,864	23,916	5,680	22,892	6,452

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Dic.17	Mar.18	Dic.18	Mar.19
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.26	1.21	1.45	1.47	1.12	1.29
Deuda financiera / Pasivo	0.68	0.64	0.66	0.62	0.76	0.62
Deuda financiera / Patrimonio	0.85	0.78	0.96	0.91	0.85	0.79
Pasivo / Activo	0.56	0.55	0.59	0.60	0.53	0.56
Pasivo corriente / Pasivo total	0.32	0.35	0.46	0.50	0.39	0.50
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.68	0.65	0.54	0.50	0.61	0.50
Deuda financiera / EBITDA	1.86	1.68	2.02	2.02	1.97	1.89
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	2.84	2.65	1.52	1.51	1.79	1.58
Prueba Ácida	2.19	2.05	1.14	1.07	1.32	1.16
Liquidez Absoluta	1.34	1.20	0.46	0.37	0.34	0.52
Capital de Trabajo	60,104	63,404	33,697	38,630	36,176	42,114
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	7.79%	9.54%	8.49%	7.65%	7.44%	8.34%
Gastos financieros / Ingresos	0.36%	0.42%	0.38%	0.37%	0.36%	0.37%
Días promedio de cuentas por cobrar	8	11	11	11	11	13
Días promedio de cuentas por pagar	12	14	13	12	9	15
Días promedio de inventarios	8	7	6	6	5	7
Ciclo de conversión de efectivo	4	4	5	5	6	6
RENTABILIDAD						
Margen bruto	10.42%	12.92%	11.37%	9.98%	9.60%	11.14%
Margen operativo	2.63%	3.37%	2.89%	2.33%	2.16%	2.80%
Margen neto	1.82%	2.37%	1.99%	1.58%	1.52%	1.92%
ROAA	10.70%	11.86%	10.96%	7.84%	9.95%	9.30%
ROAE	25.33%	26.50%	25.59%	18.42%	22.67%	22.10%
GENERACIÓN						
Flujo de caja operativo	24,441	30,789	32,592	1,825	18,639	26,124
Flujo de caja operativo anualizado	24,441	30,789	32,592	29,521	18,639	42,938
EBITDA	37,498	41,992	45,754	11,515	45,789	12,827
EBITDA anualizado	37,498	41,992	45,754	45,767	45,789	47,101
Margen EBITDA	3.41%	4.35%	3.80%	3.21%	3.03%	3.81%
GENERACIÓN						
EBITDA / Gastos financieros	9.34	10.38	10.03	9.34	8.47	8.80
EBITDA / Servicio de deuda	9.34	10.28	2.04	1.96	5.18	5.36
EBITDA/ Servicio de deuda + VCN's	9.34	10.28	2.04	1.96	1.92	1.98
FCO + Gastos Financieros / Gastos financieros	7.09	8.61	8.00	7.02	4.45	9.02
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda	7.09	8.53	1.63	1.48	2.72	5.50
FCO + Gastos Financieros / Servicio de deuda + VCN's	7.09	8.53	1.63	1.48	1.01	2.03

(*) Indicadores anualizados

ANEXO I

HISTORIA DE CALIFICACIÓN – PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior* (al 30.09.18)	Calificación Actual (al 31.03.19	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 15 de enero de 2019*

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
Saldo al 31.03.19	US15.0 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 31.03.2019

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

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 31.03.2019

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

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

Plana Gerencial al 31.03.2019

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.