MOODY'S LOCAL | Panamá

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Bella Vista
Ciudad de Panamá, Panamá
507.214.3790 tel
507.214.3790 fax
moodyslocal.com

MLPA20/0186

Panamá, 28 de enero de 2020

Licda.
Olga Cantillo
Vicepresidenta Ejecutiva y Gerente General
BOLSA DE VALORES DE PANAMA

Estimada Lcda. Cantillo:

Sirva la presente para saludarle y a su vez adjuntarle el Informe Final de Clasificación de Riesgo de Petroleos Delta, S.A (valores comerciales), el mismo que ha sido elaborado con información financiera al 30 de septiembre de 2019.

Sin otro particular, nos despedimos.

Atentamente,

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
28 de enero de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Petróleos Delta, S.A.

Domicilio	Panamá
Valores Comerciales Negociables	EQL1+.pa

(*) La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comprables en Panamá *Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones asignadas, ver Anexo I.*

Ana Lorena Carrizo
VP – Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

María Gabriela Sedda
Associate Analyst
maria.sedda@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Petróleos Delta, S.A.

Resumen

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. ratifica 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 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 (251 estaciones) lo que les permite mantener una cuota de mercado de 43% en Panamá y 14% en Costa Rica. También se valora la diversificación de ingresos de la Compañía incorporando, además de la venta minorista de combustible, el negocio mayorista comercial y a industrias, 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 Petróleos (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 del repago de las obligaciones. También pondera, los dos resguardos financieros que debe cumplir EGP, 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 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, así como los adecuados niveles de endeudamiento, plasmado en los indicadores de apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) y financiero (deuda financiera/EBITDA). Resalta igualmente, la adecuada 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), inclusive de sensibilizar el ratio de servicio de deuda al incorporar el instrumento de corto plazo VCN's.

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.

Moody's Local continuará monitoreando de la evolución de los principales indicadores financieros y proyecciones del Emisor, así como del cumplimiento de los resguardos financieros mantenidos, de tal manera que la categoría asignada se mantenga acorde con el nivel de riesgo del instrumento calificado.

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.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

» Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
PETRÓLEOS DELTA, S.A.

	Sep-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (US$/Miles)	260,572	223,950	236,110	200,275	185,216
Ingresos (US$/Miles)	1, 428,067	1,510,870	1,202,585	965,035	1,100,938
EBITDA (US$/Miles)	46,703	45,789	45,754	41,992	37,498
Deuda Financiera / EBITDA	1.66x	1.97x	2.02x	1.68x	1.86x
EBITDA / Gastos Financieros	9.03x	8.47x	10.03x	10.38x	9.34x
FCO / Servicio de la Deuda	3.25x	2.72x	1.63x	8.39x	7.09x

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Moody's Local PA*

Generalidades

Perfil de la Compañía

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]).

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.

Al corte de septiembre 2019, la red de estaciones de servicio de la Compañía está conformada por 251 estaciones, de la cuales 195 se encuentran en Panamá, siendo 72 estaciones propias, 71 alquiladas por Delta y los 52 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantienen 56 estaciones, de las cuales 38 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,

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

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 129 estaciones se manejan con este modelo y 66 estaciones a través del modelo de concesionarios.

En el sector industrial, 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.

Petróleos Delta, S.A. 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: Propiedades Petrodelta, S.A.- industria inmobiliaria; Petróleos Delta Costa Rica, S.A. y Subsidiarias – Compra y venta de productos derivados del petróleo al detal.

Análisis Financiero de Petróleos Delta, S.A.

Activos y Liquidez

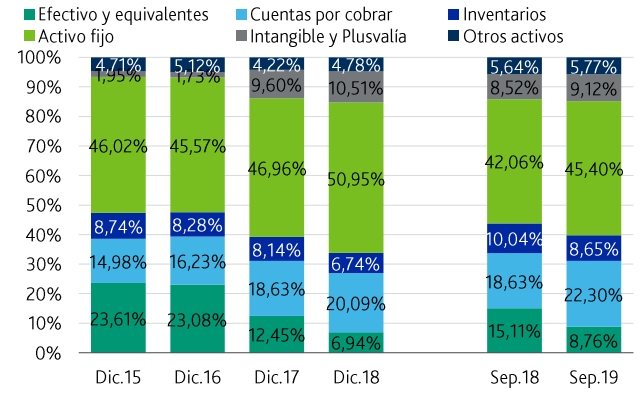
DISMINUCIÓN EN ACTIVOS Y MEJORA EN INDICADORES DE LIQUIDEZ

Los activos de Petróleos Delta disminuyen 3.01% con respecto a septiembre 2018, producto principalmente del menor saldo mantenido en efectivo y equivalentes (-43.78%) como consecuencia del uso de recursos para amortizar obligaciones financieras, aunado a una disminución de inventarios (-16.42%), lo que es atribuido al efecto combinado de menor volumen y un menor costo promedio de los combustibles, dada la caída de los precios internacionales del crudo. Las disminuciones en efectivo e inventarios fueron parcialmente contrarrestadas por el incremento de cuentas por cobrar comerciales (+16.10%), de lo cual la Gerencia de la Compañía explica que se debe a la extensión de contrato de uno de sus principales clientes a los que le suministran jet fuel y, como parte de dicha negociación, se pactó la devolución por parte del Emisor de un fondo mantenido para pre-pagos pactado en el contrato anterior, dando origen al alza en dichas cuentas por cobrar. Los activos fijos se mantienen como principal partida del balance, mostrando una participación de 45.40% e incrementando un 4.69% explicado por la construcción y apertura de nuevas estaciones de servicios en Panamá y Costa Rica.

Una mayor disminución en pasivos corrientes (-18.38%) que en los activos corrientes (-11.41%) , producto de una menor colocación de VCN's y de una disminución en las cuentas por pagar a proveedores en línea con el menor nivel de inventario, trajo como consecuencia un aumento en la liquidez corriente.

Gráfico 1

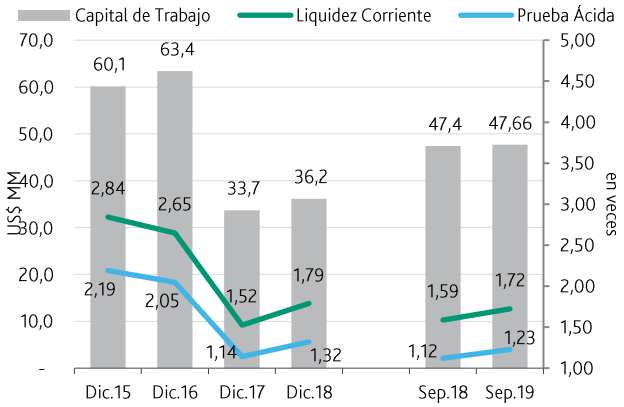
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody´s Local PA

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local PA

Estructura Financiera y Solvencia

PATRIMONIO COMPUESTO EN SU MAYORIA POR UTILIDADES ACUMULADAS. BAJOS NIVELES DE APALANCAMIENTO

Al 30 de septiembre de 2019, los pasivos de la Compañía reflejan una reducción (-11.82%) debido al efecto combinado de una menor colocación de VCN's dado que la nueva serie D emitida (US$5MM) fue por un monto inferior a la Serie C que venció en mayo 2019 (US$15.0 millones), así como la amortización de préstamos bancarios otorgados por Banco General a Petróleos Delta Costa Rica para

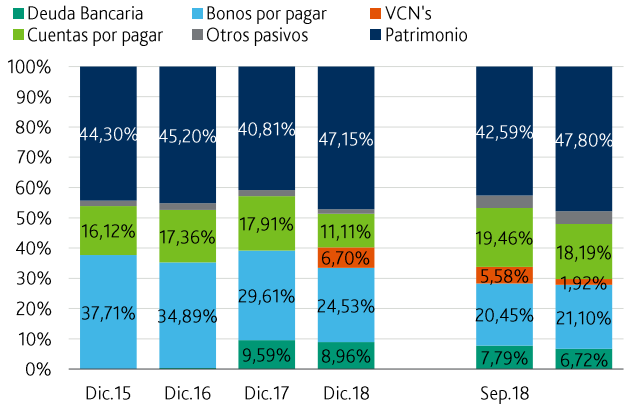
financiar parcialmente la compra de Total (-16.37%) y un menor saldo de cuentas por pagar a proveedores (-9.34%). A septiembre 2019, la deuda financiera representa 29.73% del total de activos (33.82% a septiembre 2018) y se compone de Bonos Corporativos Subordinados con vencimiento en el 2021 y 2023 (70.96%), préstamos otorgados por Banco General (22.59%) y VCNs (6.45%) emitidos bajo un programa Rotativo calificado en el presente informe.

Respecto a la composición del balance por empresa y de considerar el subtotal consolidado antes de eliminaciones, se observa que el 70.30% de los pasivos los aporta Petróleos Delta (Panamá), mientras que Petróleos Delta Costa Rica y Propiedades Petro Delta mantienen 12.58% y 17.12%, respectivamente. Asimismo, 62.03% del patrimonio consolidado corresponde a Petróleos Delta, S.A. y 39.86% a Petróleos Delta Costa Rica. Propiedades Petróleos Delta se mantiene en terreno negativo (-1.89%).

El patrimonio de la Compañía incrementó 8.86% propio de la retención parcial de utilidades. Cabe resaltar que, las utilidades acumuladas mantienen una participación de 95.17% del 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. Según se observa en el gráfico 4, los indicadores de endeudamiento se mantienen en niveles adecuados inclusive mejorando al corte de septiembre 2019 en donde la palanca contable (medida como pasivo en relación al patrimonio),disminuye producto del efecto combinado de menores pasivos dada la reducción de deuda y mayor patrimonio por la retención de utilidades. Asimismo, el indicador de apalancamiento financiero (deuda financiera total respecto a EBITDA) mejora como resultado de menor deuda y un EBITDA que permaneció estable dada la mayor depreciación asociado a las nuevas estaciones.

Gráfico 3

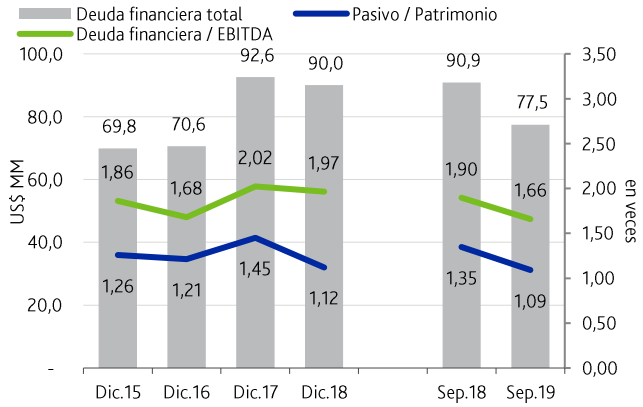
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: Petróleos Delta/ Elaboración: Moody's Local PA

Rentabilidad y Eficiencia

DISMINUCION EN INGRESOS COMPENSADO POR REDUCCIÓN DE GASTOS PLASMADO EN LA MEJORA EN MARGENES

Al 30 de septiembre de 2019, los ingresos por venta de derivados de petróleo disminuyen interanualmente (-7.25%) como resultado de una caída en los precios internacionales del crudo, los cuales inciden en el precio de venta unitario, aunado a un menor volumen de ventas, específicamente en ventas de jet fuel en el aeropuerto de Panamá. Según se observa en el gráfico 5, las ventas al detal a través de estaciones de servicio representan el 53.82% del total de ingresos, y el restante corresponde a ventas al por mayor. En cuanto a la concentración geográfica de los ingresos de la Compañía, las operaciones de Panamá representan el 76.96% del total de ingresos, mientras que las de Costa Rica constituyen el 23.04% restante.

Pese a la disminución en ingresos, el margen bruto aumenta a 10.62% de 9.72% a septiembre 2018 como resultado de una mayor disminución en el costo[2] de ventas que en las ventas. . 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 reducen a US$1.9 millones de US$2.2 millones entre los períodos de septiembre, de lo cual la Gerencia indica que se debe a renegociaciones de contratos en donde se han podido reducir precios dado el comportamiento del sector inmobiliario.

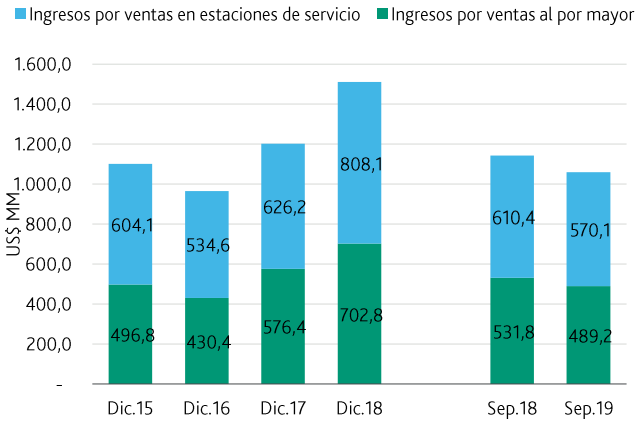
En relación a la carga operativa, ésta incrementa producto de mayores gastos por comisiones y depreciación, dada las nuevas estaciones de servicio que conllevan gasto de comisión según el modelo RBA Comisiones, por ello el gasto de personal se reduce debido a que en dicho modelo operativo, el personal está bajo la estructura del Agente Comisionista. En cuanto a los gastos financieros, éstos presentan

[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.

una disminución interanual (-5.75%) producto de la reducción en la deuda financiera. En esa línea y, luego de considerar el gasto de impuesto sobre la renta (US$6.3 millones), la utilidad neta de la Compañía totaliza US$18.7 millones, aumentando ligeramente un 1.52% frente a lo reportado en el mismo período anterior. De este modo, el margen neto aumenta a 1.77% de 1.61%. No obstante los ratios de rendimiento promedio de sus activos (ROAA) y para sus accionistas (ROAE), se ajustan a 8.76% y 19.39%, respectivamente.

Gráfico 5

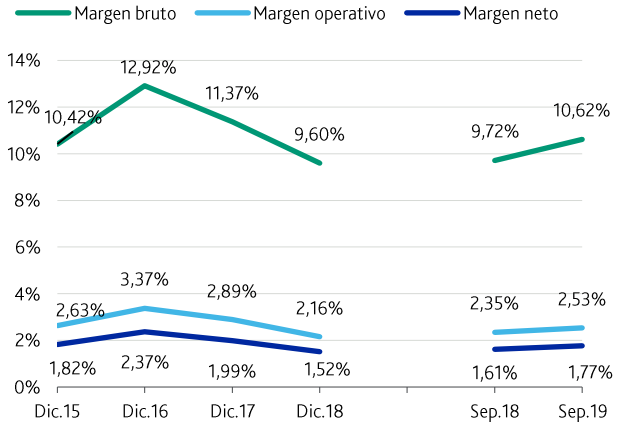
Ingresos por Rubro



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: Petróleos Delta/ Elaboración: Moody's Local PA

Generación y Capacidad de Pago

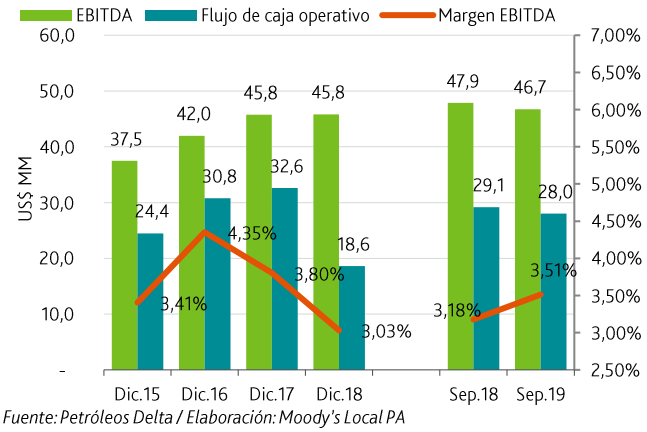
GENERACIÓN DE EBITDA Y FCO CONTINUAN BRINDANDO ADECUADA COBERTURA SOBRE SERVICIO DE DEUDA Y VCN's

El EBITDA de la Compañía se ubica en US$37.2 millones, incrementando un 2.52% con respecto a septiembre 2018 como resultado de mayor depreciación dado el aumento en activos fijos, exhibiendo un margen EBITDA de 3.51% (3.18% en septiembre 2018). En esa línea, Petróleos Delta aporta 77.33% del EBITDA y las operaciones de Costa Rica un 23.09%, mientras que Propiedades Petrodelta se ubica en terreno negativo 0.42%. En esa línea, el EBITDA anualizado cubre en 9.03 veces los gastos financieros, mientras que de incluir el servicio de deuda cubriría en 5.43 veces.

El flujo de caja operativo, asciende a US$34.2 millones al 30 de septiembre de 2019, incrementando en un 37.67% respecto al obtenido en septiembre 2018, producto del incremento en pago a proveedores respecto a diciembre 2018, dada la política de pago a proveedores que contempla cancelar las facturas el lunes hábil de cada semana, siendo así, para el cierre fiscal 2018 lograron realizar los pagos correspondientes de las semana antes del cierre de año. Cabe señalar que, Moody's Local PA ajusta el FCO devolviéndole los gastos financieros del período a fin de tomar el mismo para los indicadores de cobertura. En ese sentido, a septiembre 2019 el FCO brinda una cobertura de 5.41 veces a los gastos financieros, mientras cubre el servicio de deuda en 3.25 veces. 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 2019 el EBITDA lograría cubrir en 3.43 veces, mientras que el FCO cubre en 2.06 veces; manteniéndose en niveles adecuados.

Gráfico 7

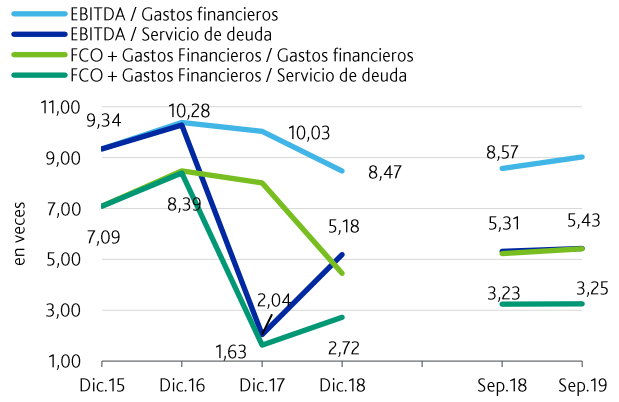
Evolución del FCO y EBITDA con Margen EBITDA



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local PA

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local PA

Petróleos Delta, S.A.

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
TOTAL ACTIVO	**260,572**	**223,950**	**268,665**	**236,110**	**200,275**	**185,216**
Efectivo y Depósitos en Bancos	22,826	15,531	40,597	29,404	46,228	43,725
Cuentas por Cobrar, Netas	58,111	44,988	50,052	43,991	32,495	27,742
Inventario	22,548	15,098	26,977	19,226	16,574	16,187
Activo Corriente	**113,705**	**82,053**	**128,349**	**97,915**	**101,854**	**92,726**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	118,294	114,098	112,993	110,869	91,256	85,233
Activos intangibles	**11,070**	10,838	10,909	10,672	3,460	3,604
Plusvalía	12,691	12,691	11,992	11,992	0	0
Activo No Corriente	**146,867**	**141,897**	**140,316**	**138,195**	**98,420**	**92,490**
TOTAL PASIVO	**136,007**	**118,360**	**154,238**	**139,759**	**109,741**	**103,163**
Valores Comerciales Negociables	5,000	15,000	15,000	0	0	0
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	3,433	3,431	3,430	2,863	40	0
Cuentas por pagar	47,391	24,877	52,272	42,282	34,772	29,864
Pasivo Corriente	**66,043**	**45,877**	**80,918**	**64,219**	**38,450**	**32,622**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	14,069	16,641	17,498	19,790	650	0
Bonos por pagar	54,972	54,946	54,937	54,912	69,874	69,843
Pasivo No Corriente	**69,964**	**72,483**	**73,320**	**75,540**	**71,291**	**70,541**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**124,565**	**105,590**	**114,427**	**96,351**	**90,534**	**82,053**
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	118,544	99,836	108,412	89,984	84,305	75,733

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Ingresos	1,059,320	1,510,870	1,142,124	1,202,585	965,035	1,100,938
Costos Operativos	(946,795)	(1,365,838)	(1,031,142)	(1,065,816)	(840,387)	(986,267)
Utilidad Bruta	**112,525**	**145,032**	**110,982**	**136,769**	**124,648**	**114,671**
Gastos de personales	(7,900)	(11,553)	(8,623)	(10,589)	(9,077)	(8,570)
Gastos generales, administrativos y operativos	(77,833)	(100,888)	(75,535)	(91,476)	(83,023)	(77,166)
Utilidad Operativa	**26,792**	**32,591**	**26,824**	**34,704**	**32,548**	**28,935**
Otros ingresos	1,216	2,008	1,437	1,450	1,007	1,108
Gastos Financieros	(3,810)	(5,405)	(4,042)	(4,563)	(4,045)	(4,015)
Utilidad Neta	**18,709**	**22,892**	**18,428**	**23,916**	**22,864**	**20,013**

Petróleos Delta, S.A.

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-19	Dic-18	Sep-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / Patrimonio	1,09x	1,12x	1,35x	1,45x	1,21x	1,26x
Deuda Financiera / Pasivo	0,57x	0,76x	0,59x	0,66x	0,64x	0,68x
Deuda Financiera / Patrimonio	0,62x	0,85x	0,79x	0,96x	0,78x	0,85x
Pasivo / Activo	0,52x	0,53x	0,57x	0,59x	0,55x	0,56x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,49x	0,39x	0,52x	0,46x	0,35x	0,32x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,51x	0,61x	0,48x	0,54x	0,65x	0,68x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	1,66x	1,97x	1,90x	2,02x	1,68x	1,86x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1,72x	1,79x	1,59x	1,52x	2,65x	2,84x
Prueba Ácida[1]	1,23x	1,32x	1,12x	1,14x	2,05x	2,19x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0,35x	0,34x	0,50x	0,46x	1,20x	1,34x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	47.662	36.176	47.432	33.697	63.404	60.104
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	8,09%	7,44%	7,37%	8,49%	9,54%	7,79%
Gastos Financieros / Ingresos	0,36%	0,36%	0,35%	0,38%	0,42%	0,36%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	14	11	11	11	11	8
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	14	9	12	13	14	12
Rotación de Inventario (días)	7	5	6	6	7	8
Ciclo de Conversión	7	6	5	5	4	4
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	10,62%	9,60%	9,72%	11,37%	12,92%	10,42%
Margen Operativo	2,53%	2,16%	2,35%	2,89%	3,37%	2,63%
Margen Neto	1,77%	1,52%	1,61%	1,99%	2,37%	1,82%
ROAA (*)	8,76%	9,95%	9,13%	10,96%	11,86%	10,70%
ROAE (*)	19,39%	22,67%	21,46%	25,59%	26,50%	25,33%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	34,236	18,639	24,867	32,592	30,789	24,441
FCO anualizado (US$ Miles)	28,007	18,639	29,143	32,592	30,789	24,441
EBITDA (US$ Miles)	37,215	45,789	36,301	45,754	41,992	37,498
EBITDA LTM (US$ Miles)	46,703	45,789	47,853	45,754	41,992	37,498
Margen EBITDA	3,51%	3,03%	3,18%	3,80%	4,35%	3,41%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	9,03x	8,47x	8,57x	10,03x	10,38x	9,34x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	5,43x	5,18x	5,31x	2,04x	10,28x	9,34x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	3,43x	1,92x	1,99x	2,04x	10,28x	9,34x
FCO / Gastos Financieros (*)	5,41x	4,45x	5,22x	8,00x	8,48x	7,09x
FCO / Servicio de Deuda (*)	3,25x	2,72x	3,23x	1,63x	8,39x	7,09x
FCO / Servicio de Deuda + VCN's (*)	2,06x	1,01x	1,21x	1,63x	8,39x	7,09x

*Indicadores anualizados

[1]Prueba Ácida = (Activo Corriente - Inventarios - Gastos Pagados por Anticipado) / Pasivo Corriente

Anexo I

Historia de Calificación

Petróleos Delta, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (con información al 31.03.19)*	Calificación Actual (con información al 30.09.19)	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 16 de julio de 2019*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones

Programa	
Fecha del programa:	9 de mayo de 2011
Emisor	Petróleos Delta, S.A.
Monto máximo por emisión:	US$40.0 MM
Monto colocado al 30.09.19:	US$5.0 MM
Plazo del programa:	10 años
Plazo de las series:	Entre 30 y 360 días (en múltiplos de 30)
Tasa:	Tasa fija, a definirse al momento de la colocación
Pago de interés:	Mensual
Pago de capital:	Al vencimiento
Redención anticipada:	No hay opción del Emisor
Respaldo:	Crédito General del Emisor
Fiadores solidarios:	Empresa General de Petróleos, Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta

Declaración de Importancia

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. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (http://www.moodyslocal.com) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados Financieros no Auditados al 30 de septiembre de 2018 y 2019 de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias. Moody's Local comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Moody's Local 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.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.
TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.
LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].
Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.
Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.
Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.