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

Panamá, 15 de Julio de 2020

Señores
Bolsa de Valores de Panamá
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación PETRÓLEOS DELTA
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió el día de hoy 15 de Julio de 2020 para tratar la Calificación de Instrumentos de PETRÓLEOS DELTA.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
15 de julio de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN*

Petróleos Delta, S.A.

Domicilio	Panamá
Valores Comerciales Negociables	EQL 2+.pa

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

CONTACTOS

Leyla Krmelj
VP Senior Credit Officer
leyla.krmelj@mooys.com

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

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

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Petróleos Delta, S.A.

Resumen

Moody's Local baja a EQL 2+.pa, desde EQL1+.pa, la categoría otorgada al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCN's) 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 baja en la calificación se sustenta en la menor generación de flujos esperada en Petróleos Delta producto de las medidas adoptadas por parte del Gobierno panameño a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país. En este sentido, la cuarentena total decretada por el Gobierno el 25 de marzo trajo como consecuencia una disminución en la demanda de combustible tanto en las estaciones de servicios como en el negocio mayorista comercial (esto último especialmente en combustible de aviación) al que atiende Petróleos Delta, todo lo cual ajustó los ingresos interanuales del Emisor en 35.14% con corte 31 de marzo 2020, hecho que, si bien fue parcialmente contrarrestado con una reducción de 36.8% en el costo de venta, finalmente mermó el resultado neto en 25.05% respecto al mismo periodo de 2019; asimismo, el comportamiento de las ventas de abril y mayo tuvieron un ajuste de aproximadamente 70% y 65%, respectivamente, respecto a los ingresos mensuales previo a la pandemia COVID-19. Si bien a la fecha la economía se encuentra en una fase de reapertura gradual mediante la apertura de los Bloques 1 y 2 el 13 de mayo y 1 de junio, respectivamente, todavía no es posible determinar el período de recuperación al tratarse de un evento que sigue en curso; así también, se espera que la recuperación sea lenta y, en un corto plazo, estará expuesta a la volatilidad en el precio del crudo. Sobre esto último, cabe mencionar la abrupta e importante caída en el precio del petróleo y derivados debido a las restricciones de movilidad y cierre de fronteras a nivel global producto de la pandemia COVID-19, situación que originó una sobreoferta de petróleo que se tradujo en un desplome histórico en los precios de referencia internacional del crudo Brent (caída de aproximadamente 60%) e impactó en el precio de venta de la gasolina. Sobre esto último, es de señalar que, en las últimas semanas, se ha visto una recuperación gradual en el precio del crudo Brent ($41.27/barril a junio con respecto a $27.40 a abril de 2020), aunque todavía inferior al precio promedio de $64/barril que se mantuvo en el 2019, encontrándose todavía expuesto a la fluctuación en la demanda global, la cual podría afectarse nuevamente en caso se den rebrotes de COVID-19 que conlleven a nuevas restricciones de movilidad.

Ponderó igualmente en la decisión el hecho que el Programa de Valores Comerciales Negociables de Petróleos Delta mantenga dos resguardos financieros que debe cumplir su accionista, Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias (EGP), los cuales, si bien se han venido cumpliendo en los últimos ejercicios, inclusive luego de incorporar los pasivos por arrendamientos[1] dentro de la deuda financiera a diciembre 2019, existe el riesgo de un potencial incumplimiento en los siguiente trimestres producto de la fuerte caída en los flujos de Emisor producto de la importante disminución en la venta de combustible. En el evento de que se dé el incumplimiento, se espera que Petróleos Delta solicite a sus tenedores de VCN's y Bonos Corporativos *waivers* para subsanar dicho incumplimiento, el cual podría conllevar una solicitud de vencimiento anticipado del instrumento calificado.

Otra limitante observada por Moody's Local desde periodos anteriores corresponde a la composición del patrimonio neto, el mismo que ha venido fortaleciéndose a lo largo de los últimos ejercicios a través de las utilidades retenidas y no mediante la capitalización de estas. Lo anterior cobra relevancia tomando en cuenta que la Compañía no mantiene una política de dividendos formal, lo cual genera inestabilidad al patrimonio neto de la Compañía ante posibles descapitalizaciones.

[1] De acuerdo con lo manifestado por la Gerencia de la Entidad y al Fiduciario de la Emisión calificada, el cálculo de los resguardos financieros realizados por la Entidad no debe incorporar incorpora los pasivos por arrendamiento, pero esto último no está contemplado en los documentos de la Emisión.

Sin prejuicio de lo señalado anteriormente, la nueva calificación se respalda en 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 (261 estaciones) lo que le 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 e industrial, 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 VCN's y garantizan el cumplimiento del repago de las obligaciones. De igual manera, aporta favorablemente a la calificación 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.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de Petróleos Delta, así como la evolución de sus principales indicadores financieros, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final ni el periodo de recuperación en su generación y en los flujos del negocio, los cuales a la fecha se encuentran afectados por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19 en el país. Esto último conlleva a que, a la fecha, la calificación se encuentra bajo presión y pueda modificarse nuevamente en caso se determine un mayor riesgo en los siguientes meses.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

» Mejora sostenida en la generación de flujos de la Compañía, para lo cual será determinante el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

» Ajuste sostenido en los principales indicadores de liquidez del Emisor.

» Cambios en la regulación y/o en la política de inventarios que genere una mayor exposición al Emisor a la volatilidad del precio internacional del petróleo.

» Ajuste significativo en el EBITDA y/o Flujo de Caja Operativo que impacte de manera negativa en la cobertura del Servicio de Deuda de la Compañía.

» Aumento en la Palanca Financiera y/o Contable que ajuste sus indicadores de solvencia y debilite la cobertura del Servicio de Deuda con la propia generación.

» Incumplimiento de alguno de los resguardos financieros establecidos para Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias.

» 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.

	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US$/Miles)	324,298	223,950	236,110	200,275
Ingresos (US$/Miles)	1,400,816	1,510,870	1,202,585	965,035
EBITDA (US$/Miles)	56,939	45,789	45,754	41,992
Deuda Financiera / EBITDA	2.91x	1.97x	2.02x	1.68x
EBITDA / Gastos Financieros	6.54x	8.47x	10.03x	10.38x
FCO / Servicio de la Deuda	4.63x	2.72x	1.63x	8.39x

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

Tabla 2

Resguardos Financieros asociados al Programa de Valores Comerciales Negociables
Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias

	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Deuda Financiera Neta / EBITDA < 3.75x	2.22x	1.01x	0.91x	NA
Deuda Financiera Neta / Patrimonio < 2.0x	0.87x	0.33x	0.24x	NA

** Deuda Financiera Neta = (Obligaciones financieras - efectivo - inversiones líquidas - Serie C de Bonos Subordinados por US$20.0 millones)*
** Patrimonio incluye la Serie C de Bonos Subordinados por US$20.0 millones*
Elaboración: Moody's Local

Generalidades

Perfil de la Compañía

Petróleos Delta 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 entre los que se encuentra la gasolina, diésel, asfalto, combustible para aviones y otros similares. A finales de diciembre de 2010, la Compañía expandió sus operaciones a través de la compra de los activos 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 adquirió el 100% de las acciones de 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[2]).

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 aproximadamente 43% en Panamá y 15% en Costa Rica.

Al 31 de marzo 2020, la red de estaciones de servicio de la Compañía estuvo conformada por 261 estaciones, de la cuales 204 se encuentran en Panamá, siendo 74 estaciones propias, 80 alquiladas por Delta y los 50 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantiene 57 estaciones, de las cuales 38 son propias y 19 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 139 estaciones se manejan con este modelo y 65 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.

Desarrollos Recientes

La economía global viene siendo fuertemente afectada por la propagación del COVID-19, situación que ha conllevado a que los distintos países adopten medidas extremas para poder contener el avance de dicha pandemia, afectando fuertemente las expectativas de crecimiento de las mismas. Lo anterior ha conllevado a que el Banco Mundial estime una recesión en el mundo en el 2020, al anunciar una caída de 5.2%, la crisis más profunda desde la Gran Depresión de la década de 1930.

En el caso de Panamá, el Gobierno decretó una serie de medidas para frenar la propagación del COVID-19, entre las que se encuentran la declaratoria del Estado de Emergencia Nacional el 13 de marzo, el cierre de las fronteras el 22 de marzo y la cuarentena total a partir del 25 de marzo. Lo anterior afectará a la economía panameña en el 2020, estimándose un PIB negativo en 2.0% según el Banco Mundial,

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

lo cual dependerá del tiempo en que se prolonguen las medidas para contener la propagación del COVID-19. El pasado 11 de mayo, el Gobierno anunció los lineamentos diseñados para levantar la cuarentena de forma ordenada, gradual e influenciado por los índices de contagios, dividiendo los sectores de la economía en seis bloques, de los cuales a la fecha se han reabierto los bloques 1 y 2, el pasado 13 de mayo y 1 de junio, respectivamente. Si bien no es posible determinar el período de recuperación al tratarse de un evento que está en curso, Moody's Local considera que, dada la vigencia de la cuarentena total en el país y el aumento en el índice de contagios en las últimas semanas que ha retrasado las reaperturas de los otros bloques de la economía, la recuperación de los volúmenes de venta de combustible será lenta y prolongada. Asimismo, el sector se encuentra expuesto a la volatilidad en el precio del crudo Brent, el cual, en el mes de abril, se desplomó en aproximadamente 60% respecto al cierre de 2019. Si bien en los meses posteriores el precio del petróleo ha presentado cierta recuperación, ($41.27/barril a junio vs $27.40 a abril 2020), el mismo está expuesto a la volatilidad ocasionada por la fluctuación en la demanda global de petróleo, la cual podría afectarse nuevamente en caso se den rebrotes de COVID-19 que conlleven a nuevas restricciones de movilidad. En el caso de Petróleos Delta, la cuarentena total decretada por el Gobierno el 25 de marzo trajo como consecuencia una reducción en la demanda de combustible, tanto en las estaciones de servicios como en el negocio mayorista comercial, registrando una reducción interanual de 35.14% en los ingresos al 31 de marzo de 2020; asimismo, el comportamiento de las ventas de abril y mayo tuvieron un ajuste de aproximadamente 70% y 65%, respectivamente, respecto a los ingresos mensuales previo al COVID-19. De acuerdo a lo manifestado por el Emisor, en el mes de junio, luego de la apertura del bloque 2, registraron aproximadamente 50% de los ingresos mensuales registrados previo al COVID-19.

Análisis Financiero de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

Activos y Liquidez

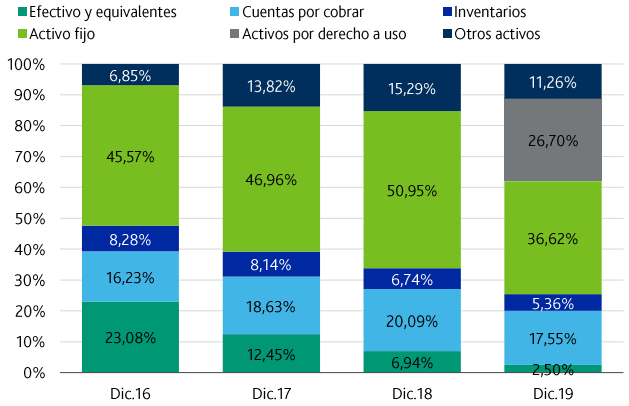
AUMENTO EN LOS ACTIVOS RECOGEN LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NIIF 16, EL AUMENTO EN LAS CUENTAS POR COBRAR Y LOS MAYORES ACTIVOS FIJOS

Al 31 de diciembre de 2019, los activos de Petróleos Delta aumentaron en 44.81% respecto al mismo periodo de 2018, producto del efecto combinado de: i) la implementación de la norma contable NIIF 16 que conllevó al registro de activos por derecho a uso por US$86.6 millones, lo que recoge el valor presente de los pagos a realizar por alquiler de los terrenos (neto de la depreciación acumulada), donde se encuentran 109 estaciones de servicios de Petróleos Delta, de las cuales el Emisor mantiene el derecho a uso a través de los contratos de arrendamiento, ii) el incremento en las cuentas por cobrar comerciales (+29.21%), de lo cual la Gerencia de la Compañía explica que se debe a la extensión del 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, y iii) el aumento en los activos fijos (+4.09%), producto de la construcción y apertura de nuevas estaciones de servicios en Panamá y Costa Rica, así como mejoras realizadas a las ya existentes, lo cual fue parcialmente contrarrestado por el menor saldo mantenido en efectivo y equivalentes (-47.71%), como consecuencia del uso de recursos para cancelar el vencimiento de la Serie C de VCN's.

Pese a lo anterior, la liquidez corriente y el capital de trabajo se ajustaron como consecuencia de un mayor incremento en los pasivos corrientes (+25.85%) respecto de los activos de corto plazo (+8.49%), impulsado por un aumento en las cuentas por pagar comerciales producto de la ampliación de los términos de crédito otorgados al Emisor para el pago de facturas por compras de jet fuel y de una disminución en el efectivo y equivalentes.

Gráfico 1

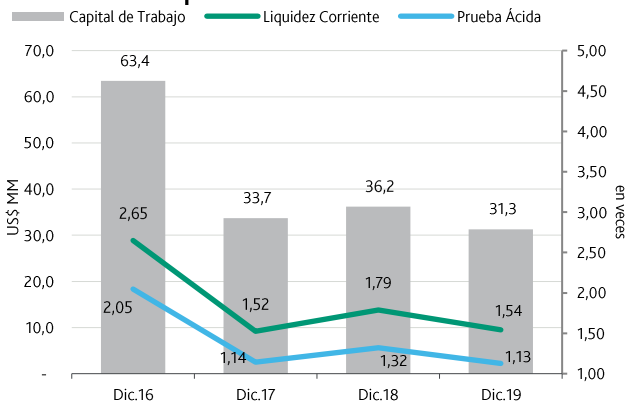
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NIIF 16 ELEVA LOS INDICADORES DE APALANCAMIENTO DEL EMISOR EN EL 2019. SE ESPERA IMPORTANTE AFECTACIÓN EN LA GENERACIÓN EN EL 2020 POR EFECTO DE LA PANDEMIA COVID-19 EN LA ECONOMÍA

Al cierre del ejercicio 2019, los pasivos de Petróleos Delta registraron un incremento interanual de 82.45% producto del efecto combinado de la adopción de la NIIF 16 y un importante incremento en las cuentas por pagar por compras de combustible, atribuido tanto al mayor volumen de compras como a la variación en el precio del combustible. La adopción de la NIIF 16 conllevó a la incorporación de pasivos por arrendamiento por un total de US$89.1 millones, correspondiente al valor presente de los pagos de alquiler de los terrenos alquilados por Petróleos Delta. La incorporación en el balance de dichos pasivos por arrendamiento trajo como consecuencia un aumento en la deuda financiera, conllevando a que, al 31 de diciembre 2019, la totalidad de la deuda financiera ascienda a US$165.7 millones, desde US$90.0 millones en el 2018, estando conformada por los pasivos por arrendamiento (53.77%), Bonos Corporativos y Subordinados con vencimiento en 2021 y 2023 adquiridos en su totalidad por una compañía relacionada (33.19%), préstamos bancarios otorgados por Banco General a Petróleos Delta Costa Rica para financiar parcialmente la compra de Total Petróleo (10.02%) y Valores Comerciales Negociables (3.02%) que incluyen la Serie D emitida en mayo 2019 por US$5 millones, la cual reemplazó parcialmente la Serie C por US$15.0 millones. Cabe agregar que la Serie D fue cancelada en el mes de abril de 2020 mediante la emisión de la Serie E por el mismo monto, la cual vence en abril de 2021.

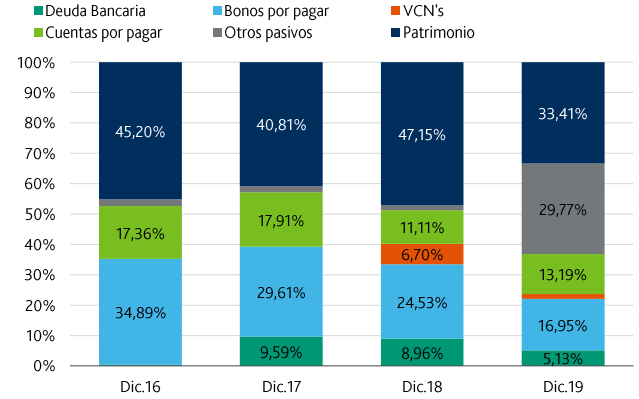
Al 31 de diciembre de 2019, el patrimonio de la Compañía se incrementó en 2.61% sustentado en la retención parcial de utilidades, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un aumento en la pérdida por valuación de moneda extranjera, producto de la devaluación del colón costarricense (CRC). Cabe resaltar que las utilidades acumuladas del Emisor mantienen una participación de 96.11% sobre el total del patrimonio y, al no contar con una política de dividendos establecida, queda a discreción de la Junta Directiva del Grupo la repartición de las mismas, lo que genera inestabilidad sobre el patrimonio. A lo largo de los últimos cuatro ejercicios, el reparto de dividendos ha representado aproximadamente el 69.70% de las utilidades del Emisor.

Al cierre del ejercicio 2019, los indicadores de solvencia registraron un ajuste producto de la incorporación de los pasivos por arrendamiento por la adopción de la NIIF 16, lo cual incrementó la deuda financiera en 84.07%. En línea con lo anterior, la Palanca Financiera (deuda financiera / EBITDA LTM) aumentó a 2.91x, desde 1.97x en el 2018, mientras que la Palanca Contable (pasivo / patrimonio) se situó en 1.99x, desde 1.12x el ejercicio previo.

Cabe agregar que la Emisión de los VCNs calificada mantiene resguardos financieros que debe cumplir su accionista, EGP, los mismos que se detallan en la Tabla 2. Al respecto, ambos resguardos se ajustan al cierre de 2019 producto de la incorporación de la NIIF 16[3], siendo relevante señalar que los documentos de la Emisión no establecen la exclusión de dichos pasivos dentro del cómputo. De acuerdo con lo manifestado por la Gerencia, EGP se encuentra cumpliendo dichos resguardos al 31 de marzo de 2020; no obstante, Moody's Local no pudo corroborar dicho cálculo. Considerando la fuerte caída esperada en los flujos del Emisor en el 2020 producto de la disminución en la venta de combustible causada por la cuarentena decretada por el Gobierno para contener la propagación del COVID-19, se genera un riesgo de un potencial incumplimiento de los resguardos en los siguientes trimestres, situación que podría conllevar al vencimiento anticipado tanto de los VCN's como de los Bonos Corporativos.

Gráfico 3

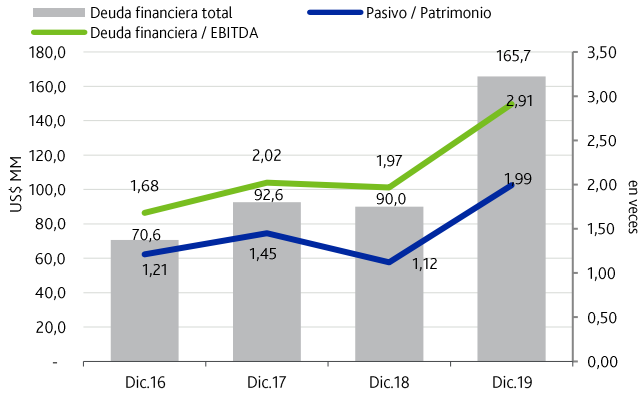
Evolución de la Estructura de Fondeo



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 4

Evolución de los Indicadores de Apalancamiento



Fuente: Petróleos Delta/ Elaboración: Moody's Local

[3] Cabe agregar que, el Emisor dentro de los cálculos de los resguardos financieros no incorpora los pasivos por arrendamiento dentro de la deuda financiera

Rentabilidad y Eficiencia

UTILIDAD NETA RETROCEDE POR MENORES INGRESOS Y POR EFECTO DE LA ADOPCION DE LA NIIF 16

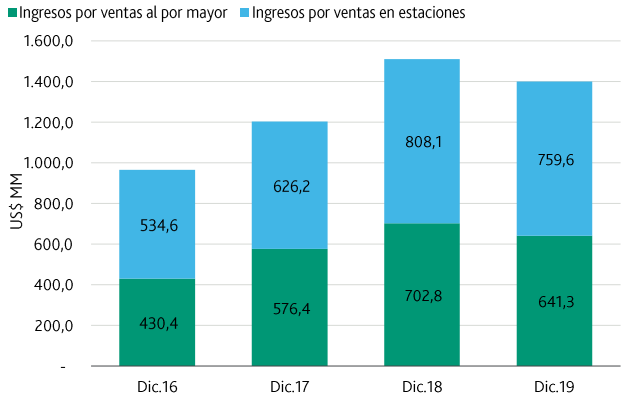
Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos por venta de derivados de petróleo disminuyeron en 7.28% respecto al 2018, lo cual se sustentó en el menor precio promedio anual asociado a una baja en el precio internacionales del crudo con respecto al 2018 ($64/barril en el 2019, desde $71/barril en el 2018). Según se observa en el Gráfico 5, las ventas al detal, a través de estaciones de servicio, representaron el 54.22% del total de ingresos, mientras que la diferencia correspondió a ventas al por mayor. En cuanto a la concentración geográfica de los ingresos de la Compañía, las operaciones de Panamá representaron el 76.30% del total de ingresos, mientras que Costa Rica sustentó el 23.70% restante.

Pese a la disminución en los ingresos, el margen bruto aumentó a 10.74%, desde 9.60% en el 2018, como resultado de una r disminución en el costo de ventas[4] también asociado al comportamiento de los precios internacionales. Asimismo, el Emisor suele percibir otros ingresos operativos relacionados al alquiler de ciertos inmuebles y espacios en estaciones de servicio, así como comisiones y regalías, ingresos que, en conjunto, se situaron en US$2.5 millones, desde US$3.0 millones en el 2018, debido a renegociaciones de contratos de alquiler a menores precios, producto de la desaceleración del sector inmobiliario.

Respecto al gasto operativo, el mismo se incrementó producto principalmente de la incorporación de la amortización de activos por derecho a uso por la implementación de la NIIF 16 y mayores gastos por comisiones acorde con las nuevas aperturas de estaciones de servicios bajo el modelo RBA Comisiones, en la cual el personal está bajo la estructura de Agente Comisionista, lo cual fue parcialmente mitigado por la reducción de los gastos por alquileres alineado con la nueva norma NIIF 16. En cuanto a los gastos financieros, los mismos presentaron un aumento interanual importante (+61.03%) producto de la incorporación de los gastos de intereses correspondientes a los pasivos por arrendamiento, en línea con la adopción de la NIIF 16. Todo lo anterior conllevó a que la utilidad neta del ejercicio 2019 disminuya en 2.00%, lo cual incluye también un aumento de 16.44% en el gasto de impuesto sobre la renta (US$8.8 millones) atribuido a una mayor tasa impositiva por sus operaciones en Costa Rica y a mayores gastos no deducibles, dado que el gasto de amortización por derecho de uso y el interés del pasivo por arrendamiento, no son reconocidos como deducibles por la Ley Fiscal Panameña. Lo anterior conllevó a un ajuste tanto en el retorno promedio de los activos (ROAA), como del accionista (ROAE), lo cuales se situaron en 8.18% y 20.97%, respectivamente (9.95% y 22.67%, respectivamente, en el 2018).

Gráfico 5

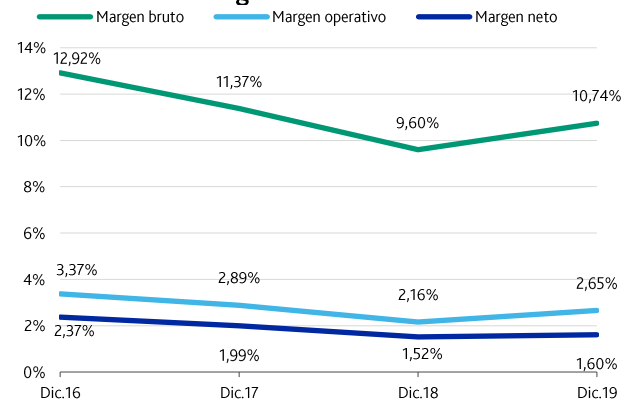
Ingresos por Rubro



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 6

Evolución de los Márgenes



Fuente: Petróleos Delta/ Elaboración: Moody's Local

Generación y Capacidad de Pago

MEJORAS EN EBITDA Y FCO A DICIEMBRE, SIN EMBARGO SE ESPERA FUERTE DISMINUCIÓN PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2020 DEBIDO A FUERTE CAIDA EN LA DEMANDA DE COMBUSTIBLE POR COVID-19 Y DISMINUCIÓN EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DEL CRUDO

Al 31 de diciembre de 2019, el EBITDA de la Compañía ascendió a US$56.9 millones, incrementándose en 24.35% con respecto al 2018 como resultado de una mayor amortización de los activos por derecho a uso y a una mayor utilidad bruta. En línea con lo anterior, el margen EBITDA aumentó a 4.06%, desde 3.03% en el 2018. Pese a la mejora en el EBITDA, los indicadores de cobertura de los gastos financieros y el Servicio de Deuda se ajustan respecto al 2018 (ver Gráfico 8) como resultado del reconocimiento corriente de parte de los pasivos por arrendamiento producto de la adopción de la NIIF 16, lo cual también genera un efecto en los gastos financieros.

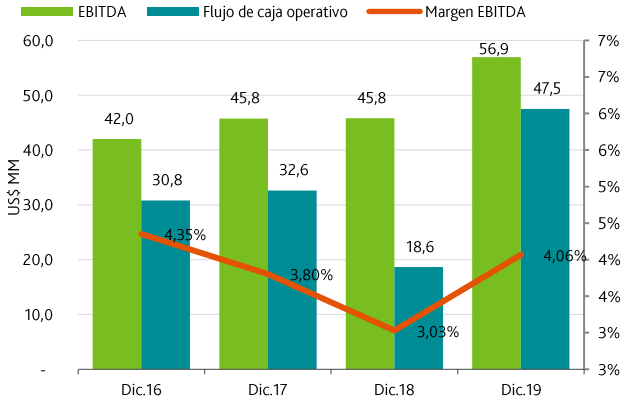
[4] Petróleos Delta mantiene políticas de almacenamiento de combustible de 14 días con su relacionada IGP Trading, cumpliendo con la regulación la cual exige tener 7 días de inventario almacenado.

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo se incrementó en 155% al situarse en US$47.5 millones producto del aumento de las cuentas por pagar comerciales y su política de pago, considerando que solicitaron una ampliación de dos semanas en los términos de crédito para el pago de facturas del producto jet fuel, así como por el mayor gasto de depreciación asociado a los activos por derecho a uso, incorporados en el 2019. En línea con lo anterior, los indicadores de cobertura de gastos financieros y Servicio de Deuda mejoran al situarse en 6.46x y 4.63x, respectivamente (4.45x y 2.72x, respectivamente, en el 2018). De sensibilizar la cobertura del Servicio de Deuda incorporando el próximo vencimiento de los VCNs, el EBITDA lograría una cobertura de 3.32x, mientras que el FCO lo haría en 3.28x.

Resulta relevante señalar que, a partir de la segunda quincena del mes de marzo, hasta la fecha, los ingresos por venta de combustible de Petróleos Delta se han visto fuertemente afectados ante el desplome de los precios del petróleo internacional, aunado a la pronunciada caída en la demanda de productos de petróleo y sus derivados, como resultado de las medidas restrictivas tomadas por el Gobierno para contener la rápida propagación del COVID-19. Lo anterior ha impactado en los flujos del Emisor al reducirlos hasta en 70% y 65% en los meses de abril y mayo, respectivamente. Si bien a la fecha se ha dado la reapertura de algunos sectores económicos, lo que le ha permitido generar aproximadamente el 50% de los flujos históricos para el mes de junio, todavía no es posible determinar el período de recuperación, considerando que se trata de un evento en curso.

Gráfico 7

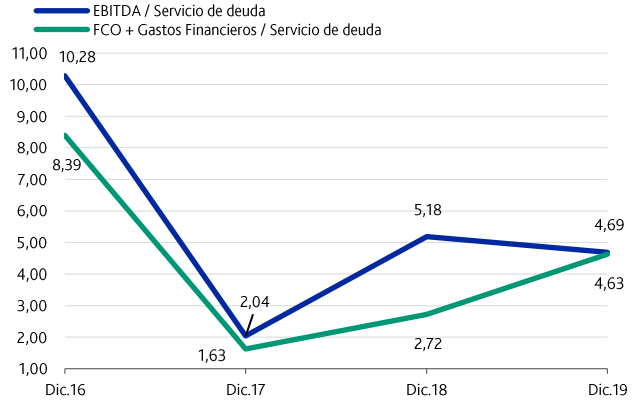
Evolución del EBITDA y FCO



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	**324,298**	**223,950**	**236,110**	**200,275**
Efectivo y Depósitos en Bancos	8,121	15,531	29,404	46,228
Cuentas por Cobrar, Netas	56,928	44,988	43,991	32,495
Inventario	17,387	15,098	19,226	16,574
Activo Corriente	**89,018**	**82,053**	**97,915**	**101,854**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	118,763	114,098	110,869	91,256
Activos por derecho a uso, neto	86,592	0	0	0
Activos intangibles	10,971	10,838	10,672	3,460
Plusvalía	12,585	12,691	11,992	0
Activo No Corriente	**235,280**	**141,897**	**138,195**	**98,420**
TOTAL PASIVO	**215,949**	**118,360**	**139,759**	**109,741**
Valores Comerciales Negociables	5,000	15,000	0	0
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	3,434	3,431	2,863	40
Cuentas por pagar	42,790	24,877	42,282	34,772
Pasivo Corriente	**57,735**	**45,877**	**64,219**	**38,450**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	13,211	16,641	19,790	650
Bonos por pagar	54,980	54,946	54,912	69,874
Pasivos por arrendamiento	89,072	0	0	0
Pasivo No Corriente	**158,214**	**72,483**	**75,540**	**71,291**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**108,349**	**105,590**	**96,351**	**90,534**
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	104,129	99,836	89,984	84,305

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos	1,400,816	1,510,870	1,202,585	965,035
Costos Operativos	(1,250,310)	(1,365,838)	(1,065,816)	(840,387)
Utilidad Bruta	**150,506**	**145,032**	**136,769**	**124,648**
Gastos de personales	(10,766)	(11,553)	(10,589)	(9,077)
Gastos generales, administrativos y operativos	(102,598)	(100,888)	(91,476)	(83,023)
Utilidad Operativa	**37,141**	**32,591**	**34,704**	**32,548**
Otros ingresos	1,615	2,008	1,450	1,007
Gastos Financieros	(8,704)	(5,405)	(4,563)	(4,045)
Utilidad Neta	**22,435**	**22,892**	**23,916**	**22,864**

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA				
Pasivos Totales / Patrimonio	1.99x	1.12x	1.45x	1.21x
Deuda Financiera / Pasivo	0.77x	0.76x	0.66x	0.64x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.53x	0.85x	0.96x	0.78x
Pasivo / Activo	0.67x	0.53x	0.59x	0.55x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.27x	0.39x	0.46x	0.35x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.73x	0.61x	0.54x	0.65x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	2.91x	1.97x	2.02x	1.68x
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.54x	1.79x	1.52x	2.65x
Prueba Ácida[1]	1.13x	1.32x	1.14x	2.05x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.14x	0.34x	0.46x	1.20x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	31,283	36,176	33,697	63,404
GESTIÓN				
Gastos Operativos / Ingresos	8.09%	7.44%	8.49%	9.54%
Gastos Financieros / Ingresos	0.36%	0.36%	0.38%	0.42%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	13	11	11	11
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	10	9	13	14
Rotación de Inventario (días)	5	5	6	7
Ciclo de Conversión	8	6	5	4
RENTABILIDAD				
Margen Bruto	10.74%	9.60%	11.37%	12.92%
Margen Operativo	2.65%	2.16%	2.89%	3.37%
Margen Neto	1.60%	1.52%	1.99%	2.37%
ROAA (*)	8.18%	9.95%	10.96%	11.86%
ROAE (*)	20.97%	22.67%	25.59%	26.50%
GENERACIÓN				
FCO (US$ Miles)	47,525	18,639	32,592	30,789
FCO anualizado (US$ Miles)	47,525	18,639	32,592	30,789
EBITDA (US$ Miles)	56,939	45,789	45,754	41,992
EBITDA LTM (US$ Miles)	56,939	45,789	45,754	41,992
Margen EBITDA	4.06%	3.03%	3.80%	4.35%
COBERTURAS				
EBITDA / Gastos Financieros (*)	6.54x	8.47x	10.03x	10.38x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	4.69x	5.18x	2.04x	10.28x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	3,32x	1.92x	2.04x	10.28x
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros (*)	6,46x	4.45x	8.00x	8.48x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda (*)	4,63x	2.72x	1.63x	8.39x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda + VCN's (*)	3,28x	1.01x	1.63x	8.39x

*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 30.09.19)*	Calificación Actual (con información al 31.12.19)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US$40.0 millones)	EQL 1+.pa	*(modificada)* EQL 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena calidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

**Sesión de Comité del 28 de enero de 2020*

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 31.12.19:	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 2016, 2017, 2018 y 2019. 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.