MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
26 de julio de 2021

Actualización

CALIFICACIÓN*

Petróleos Delta, S.A.

Domicilio	Panamá
Valores Comerciales Negociables	ML 2+.pa
Bonos Corporativos	AA.pa
Bonos Subordinados	BBB+.pa

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

CONTACTOS

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

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

Cecilia González
Associate Analyst
cecilia.gonzalez@mooodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá	+507 214 3790

Petróleos Delta, S.A.

Resumen

Moody's Local ratifica la categoría ML 2+.pa al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCN's) de hasta US$40.0 millones de Petróleos Delta, S.A. (en adelante, Petróleos Delta o el Emisor), así como la calificación de ML 2+.pa al Programa Rotativo de VCN's de hasta por US$40.0 millones, emitido el pasado 22 de abril de 2021[1] . Asimismo, ratifica la calificación de AA.pa a la Serie A Garantizada y la calificación de BBB+.pa a la Serie C Subordinada, contempladas dentro de un Programa de Bonos Corporativos de hasta por US$70.0 millones.

Las calificaciones asignadas consideran la evolución financiera de Petróleos Delta, la cual, luego de la reapertura de la actividad comercial, ha mostrado un comportamiento favorable, principalmente en los mayores ingresos por ventas. Si bien el Flujo de Caja Operativo (FCO) y el EBITDA se ajustaron al 31 de diciembre de 2020 y para el primer trimestre de 2021, aún permiten una adecuada cobertura tanto de los Gastos Financieros como del Servicio de Deuda, por lo que pese a la disminución, continuaron manteniéndose en niveles adecuados y acordes con la calificación de riesgo asignada. Las calificaciones asignadas recogen igualmente de manera favorable el liderazgo de la Compañía en la venta de combustibles tanto en la República de Panamá como en Costa Rica, a través de una extensa red de estaciones de servicio lo que le permite mantener una importante cuota de mercado (207 estaciones en Panamá y 58 estaciones 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. Asimismo, aporta 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.

Con respecto a la calificación asignada a los Programas Rotativos de VCNs y a la Serie A, contemplada dentro del Programa de Bonos Corporativos de hasta por US$70.0 millones, las mismas recogen 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. Se considera igualmente el hecho que tanto los Programas de VCNs de Petróleos Delta, así como la Serie A de los Bonos Corporativos mantengan dos resguardos financieros que debe cumplir su accionista, Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias (EGP), los cuales se han venido cumpliendo a la fecha del informe, inclusive luego de incorporar los pasivos por arrendamiento dentro de la deuda financiera. En el caso de la Serie A Garantizada de los Bonos Corporativos, la calificación recoge el respaldo que le brinda su estructura al contemplar la cesión de bienes inmuebles y mejoras al Fideicomiso de Garantías manteniendo hipotecados bienes inmuebles con un valor de mercado equivalente mínimo al 100% del saldo insoluto a capital de los Bonos Garantizados, además de la cesión de las póliza

[1] Resolución SMV – 121 -21

de seguro de las mejoras sobre los bienes inmuebles que cubra al menos el 80% del valor de dichas mejoras. En lo que respecta a la Serie C Subordinada, la calificación recoge la naturaleza de subordinación frente al resto de los pasivos del Emisor, a lo cual se suma que no se garantiza el pago de intereses sobre esta deuda y no cuenta con ningún tipo de garantía.

Sin prejuicio de lo anterior, las calificaciones asignadas se mantienen limitadas por la disminución en la demanda de combustible tanto en las estaciones de servicios como en el negocio mayorista comercial (este último especialmente en combustible de aviación) al que atiende Petróleos Delta, niveles que, según información a marzo de 2021, se mantienen por debajo de los observados al mismo cierre del 2020. Lo anterior, ajustó los ingresos del Emisor y, consecuentemente, conllevó a una menor generación de flujos y EBITDA, lo que a su vez conllevó a un aumento importante en la Palanca Financiera del Emisor (deuda financiera total/EBITDA LTM). La calificación también recoge el riesgo de refinanciamiento que registra el Emisor, considerando que gran parte de su deuda financiera mantiene un esquema de amortización *bullet*. Es relevante mencionar las mejoras observadas para este primer trimestre del 2021 en línea con la reactivación económica, lo que resulto en mayores ventas de combustible, aunado a la estrategia que mantiene la Compañía en reducir los gastos operativos. En este sentido se debe mencionar que, en los últimos meses, se ha visto una recuperación gradual en el precio del crudo Brent ($43.46/barril promedio a diciembre 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. 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.

Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de Petróleos Delta, así como la evolución de sus principales indicadores financieros, comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en el nivel de riesgo de este.

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.

	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$/Miles)	323,930	312,385	324,298	223,950	236,110
Ingresos (US$/Miles)	631,359	709,462	1,400,816	1,510,870	1,202,585
EBITDA (US$/Miles)	38,989	36,698	56,939	45,789	45,754
Deuda Financiera / EBITDA	4.31x	4.54x	2.91x	1.97x	2.02x
EBITDA / Gastos Financieros	3.95x	3.78x	6.54x	8.47x	10.03x
FCO / Servicio de la Deuda	2.00x	2.49x	3.57x	2.72x	1.63x

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

Tabla 2
Resguardos Financieros asociados al Programa de Valores Comerciales Negociables y Serie A de Bonos Corporativos Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias

	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Deuda Financiera Neta / EBITDA < 3.75x	2.85x	3.01x	2.22x	1.01x	0.91x
Deuda Financiera Neta / Patrimonio < 2.0x	0.87x	0.76x	0.87x	0.33x	0.24x

** 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.

Al 31 de marzo 2021, la red de estaciones de servicio de la Compañía estuvo conformada por 265 estaciones, de la cuales 207 se encuentran en Panamá, siendo 74 estaciones propias, 84 alquiladas por Delta y los 49 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantiene 58 estaciones, de las cuales 38 son propias y 20 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 144 estaciones se manejan con este modelo y 63 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.

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

Desarrollos Recientes

El 17 de marzo de 2021, se notificó a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) la decisión de redimir anticipadamente los Bonos Serie C por US$20 millones el día 9 de mayo de 2021, por tratarse de un día no hábil se dará el 10 de mayo de 2021.

Petróleos Delta realizo el pasado mes de abril de 2021, la inscripción en el registro público de un nuevo programa de VCN por US$40 millones, el cual reemplazó el programa que mantenían de VCN´s que venció este año 2021. Adicionalmente, se realizó el registro el Prospecto Definitivo Bonos Corporativos hasta por US$70 millones - Resolución SMV-120-21, en remplazo del anterior Programa emitido en el 2011. En este sentido mediante Resolución No. SMV 71-21 de 26 de febrero de 2021 de modificación de los términos y condiciones de los bonos corporativos autorizados mediante Resolución CNV 128-11 de 25 de abril de 2011, se autorizó incluir como una obligación garantizada adicional y secundaria bajo el mismo fideicomiso, las obligaciones de pago derivadas de la nueva emisión de bonos por la suma de US$70 millones realizada para el 2021, cuyo objetivo fue refinanciar la deuda existente de la emisión de bonos 2011. La emisión de Bonos 2021 pasará a ser obligación de pago primaria bajo el Fideicomiso cuando se haya cancelado la totalidad de las obligaciones de pago bajo la emisión de Bonos 2011.

La propagación de la pandemia COVID-19 y las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis sanitaria han afectado la actividad económica en el país, lo que se ha visto reflejado en una disminución de los ingresos tanto de las personas como de los negocios considerados no esenciales, de los cuales diversos sectores se mantuvieron cerrados desde el inicio del Estado de Emergencia hasta el mes de octubre de 2020, lo cual se plasmó en una contracción del PIB de 17.9% en el año 2020 y en un aumento en la tasa de desempleo de 7% a 18.5%. Ante esta situación, el Gobierno, la SBP y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) adoptaron diversas medidas a fin de sostener la cadena de pagos y la solvencia del Sistema Bancario. A pesar de que se estima una recuperación en el 2021, al estimar un crecimiento del PIB de 4.5%, según MIS (Moody's Inverstors Service), se espera que la tasa de desempleo se mantenga en niveles elevados en 2021, producto de la falta de confianza del sector empresarial para restablecer los contratos suspendidos en un ambiente de muy poco consumo. Una de las medidas anunciadas al mercado corresponde al Acuerdo Nº 3-2020 emitido por la SMV el 20 de marzo de 2020, el mismo que fue modificado el pasado 21 de mayo a través del Acuerdo Nº 7-2020, a través del cual establecen medidas especiales y temporales para el registro abreviado de las modificaciones de ciertos términos y condiciones de valores de oferta pública. Según señala la SMV, dichos Acuerdos se tomaron ante los potenciales efectos en la economía panameña y en los emisores de valores afectados directa o indirectamente producto de la declaración del Estado de Emergencia Nacional a raíz de la propagación de la pandemia COVID-19. Las disposiciones del Acuerdo Nº 7-2020 son aplicables a las modificaciones de los términos y condiciones de oferta pública de valores registrados en la SMV de aquellos emisores que tengan obligaciones de pago que desembolsar frente a los inversionistas, o que tengan condiciones y/o razones financieras que cumplir desde el 20 de marzo de 2020 hasta el 31 de diciembre de 2020.

De acuerdo con información de la Contraloría General de la República, para el tercer trimestre 2020 el consumo nacional de combustibles se redujo un 39% interanual al venderse 527 millones de galones desde 859 millones de galones en septiembre 2019. Asimismo, el sector petrolero 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, ($43/barril a diciembre 2020 vs $25.27 a abril 2020), todavía se mantiene inferior al precio promedio de $64/barril que se mantuvo en el 2019 y continúa 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 y levantada gradualmente entre los meses de septiembre y octubre 2020, trajo como consecuencia una reducción en la demanda de combustible, tanto en las estaciones de servicios como en el negocio mayorista comercial, plasmado en la menor venta por volumen, lo cual aunado a la baja en el precio de crudo internacional, se tradujo en una disminución interanual en los ingresos por ventas de 49.35% al 31 de diciembre de 2020.

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

Activos y Liquidez

DISMINUCION EN LOS ACTIVOS POR LAS MENORES CUENTAS POR COBRAR A CLIENTES Y REDUCCION DE ACTIVOS FIJOS POR DEPRECIACION

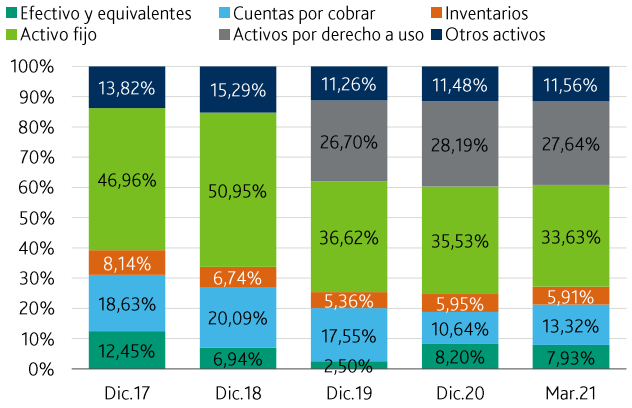
Al 31 de diciembre de 2020, los activos de Petróleos Delta disminuyeron 3.67% respecto al mismo periodo de 2019, producto tanto de las menores ventas al crédito a sus clientes industriales, como consecuencia de la paralización de obras de construcción y de los vuelos internacionales, como a la reducción en el precio y volumen de venta de combustible debido a la caída del precio del crudo en los mercados internacionales. Adicionalmente, esta disminución estuvo afecta por la reducción de los activos fijos (-6.55%), dada las menores adquisiciones de activos por inversión en comparación con 2019, ante la estrategia de la Empresa de preservar liquidez, aunado a descartes en activos por US$2.7 millones y depreciación por US$13.1 millones. Las disminuciones antes señaladas fueron parcialmente contrarrestadas por el incremento en el efectivo (+215.55% o US$17.5 millones) principalmente en los depósitos a la vista y a plazo.

De analizar la antigüedad de las cuentas por cobrar, se observa un desplazamiento hacia el rango de mayores de 91 días que pasa a representar el 19.13% (7.90% en diciembre 2019) del total de cuentas por cobrar, de acuerdo a la Gerencia, lo antes indicado obedece a negociaciones en los términos de crédito para los clientes que han sido afectados por situación económica del país, manifestando que dichas cuentas están respaldadas por fianzas y se han mantenido realizando abonos parciales por lo cual no presentan riesgo de incumplimiento. En tanto, la liquidez corriente y el capital de trabajo incrementaron en línea con la disminución de los pasivos corrientes (-24.52%) respecto de los activos de corto plazo (-5.82%), impulsado principalmente por la disminución en las cuentas por pagar de US$10.9 millones por menores compras de producto con respecto a diciembre 2019 en línea con la baja en los volúmenes de venta en el 2020.

Al 31 de marzo de 2021, los activos de Petróleos Delta registraron un aumento de 3.70% con respecto al cierre de 2020, explicado principalmente por el incremento en las cuentas por cobrar netas (+29.79% o US$9.9 millones), en línea con la recuperación de la actividad económica durante este primer trimestre, asimismo se observó un incremento en los gastos e impuestos pagados por adelantado (+38.41% o US$2.4 millones) cuyo aumento corresponde a créditos fiscales de impuesto sobre la renta. Estos incrementos fueron levemente contrarrestados por la disminución del activo fijo (-1.85% o US$2.0 millones) efecto de la reducción de las adquisiciones de activos por inversión (para marzo de 2021 representaba alrededor de US$1.0 millón) y a la depreciación de los activos existentes.

Gráfico 1

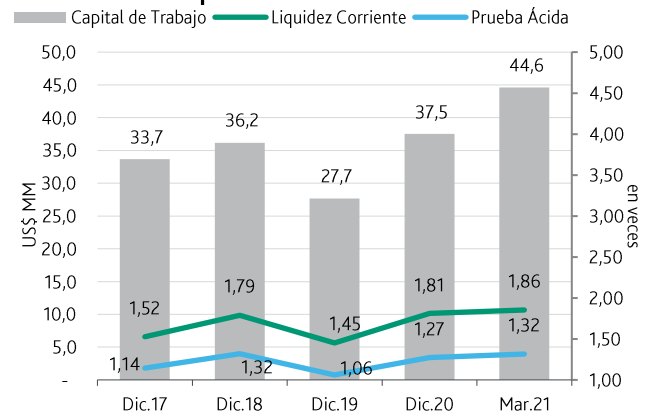
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody´s Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

INCREMENTO EN LA PALANCA FINANCIERA ASOCIADA A UNA MENOR GENERACIÓN DE EBITDA

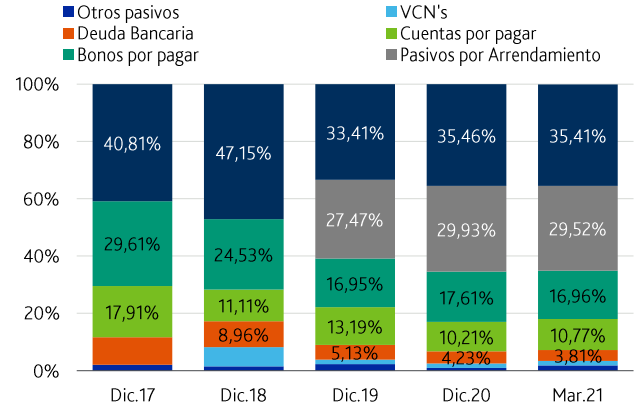
Al cierre del 2020, los pasivos registraron un retroceso de 6.64% respecto a diciembre 2019, asociado al menor saldo en cuentas por pagar comerciales (-25.48% respecto a diciembre de 2019), dado las menores compras de producto por reducción en la demanda para el 2020. Así también se registró una disminución de 26.03% en préstamos por pagar, asociado al repago de la deuda bancaria y a la disminución en los impuestos sobre la renta por pagar (-96.23%) lo cual está relacionado directamente con el comportamiento de la utilidad neta que reflejo una disminución antes de impuestos sobre la renta de US$21.9 millones en comparación con diciembre 2019. Reflejando una disminución de US$5.3M de impuesto sobre la renta en comparación con el 2019. Lo anterior fue contrarrestado por el incremento de los pasivos por arrendamiento, asociados a nuevos contratos y renovaciones de los terrenos alquilados por Petróleos Delta. Lo antes mencionado, conllevó a que la deuda financiera de la Compañía incrementara levemente (+0.60%) respecto a diciembre 2019, y la cual se encuentra conformada principalmente por los pasivos por arrendamiento (56.08%), Bonos Corporativos y Subordinados con vencimiento en 2021 y 2023 adquiridos en su totalidad por una compañía relacionada (32.99%), por préstamos bancarios otorgados por Banco General a Petróleos Delta Costa Rica para financiar parcialmente la compra de Total Petróleo (7.93%) y Valores Comerciales Negociables (3.00%) que incluye la Serie E por US5.0 millones cuya fecha de vencimiento fue el pasado mes de abril de 2021.

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, 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.

Al 31 de diciembre de 2020, el patrimonio de la Compañía se incrementó en 2.23% sustentado en la retención de utilidades, lo cual fue parcialmente contrarrestado por el ajuste (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 99.08% 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. Con respecto a la Palanca Contable, la misma disminuye ligeramente al situarse en 1.82x al 31 de diciembre de 2020, desde 1.99x a diciembre 2019, asociado a la disminución de las cuentas por pagar comerciales, mientras que la Palanca Financiera aumentó de manera importante a 4.54x, desde 2.91x en diciembre 2019, asociado a la menor generación de EBITDA e incremento en los pasivos por arrendamiento.

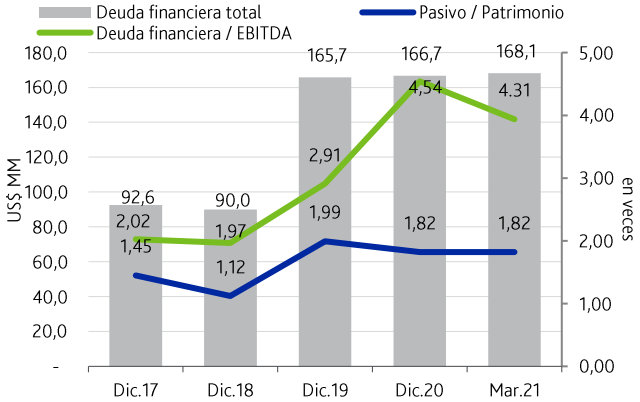
Al primer trimestre del 2021, los pasivos de la compañía incrementaron 3.71% respecto a diciembre 2020, explicado por el aumento en las cuentas por pagar (+9.56% o 3.0 millones), los cuales corresponde a dividendos declarados por US$1.8M por pagar a Empresa General de Petróleos los mismos que serán pagados en diciembre de 2021 y al incremento en cuentas por pagar proveedores de US$1.7 millones. Adicionalmente se observa un aumento en el Impuesto sobre la renta por pagar de US$2.7 millones explicado por los impuestos de las empresas del Grupo, aunado a un incremento en los pasivos por arrendamientos asociado a los nuevos contratos y renovaciones de contrato de alquiler. Al 31 de marzo de 2021, la Palanca Financiera se redujo al ubicarse en 4.31x producto de la evolución favorable en la generación de EBITDA a pesar de la tendencia creciente de la deuda financiera (+0.83%) con respecto a diciembre de 2020. En cuanto al patrimonio, el mismo totalizó US$114.8 millones al cierre del primer trimestre de 2021, presentando un incremento de 3.67% respecto a diciembre 2020, producto de la retención de las utilidades del periodo. De acuerdo a las proyecciones recibidas por el emisor se estiman que dicha Palanca Financiera al cierre del ejercicio 2021, estaría ubicándose en mejores niveles a lo reportado al cierre 2020 debido a la mayor generación esperada y la disminución de la deuda. Adicionalmente, de acuerdo a lo indicado por el emisor para el próximo cálculo de covenants, la deuda financiera no considerara los pasivos por arrendamiento, por lo cual dicho indicadores se verán beneficiados.

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

Rentabilidad y Eficiencia

UTILIDAD NETA RETROCEDE POR MENORES INGRESOS Y MAYORES GASTOS FINANCIEROS PRINCIPALMENTE RELACIONADOS CON EL PASIVO EN ARRENDAMIENTO

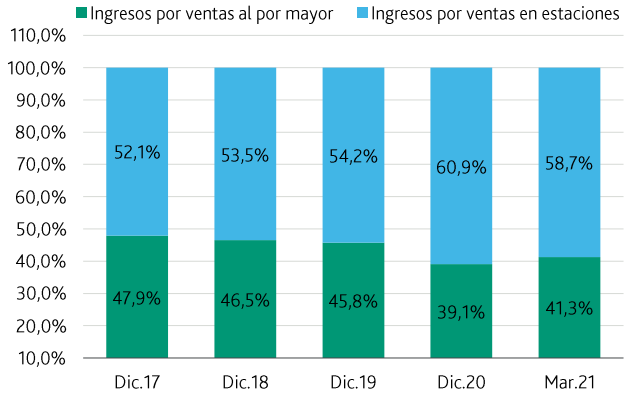
Al 31 de diciembre de 2020, los ingresos por la venta de derivados de petróleo disminuyeron en 49.35% de manera interanual, debido al efecto combinado de una caída en los volúmenes de venta ante la menor demanda de combustible por las restricciones de movilidad, cierre de fronteras y paralización de obras, y el menor precio promedio asociado a la baja en el precio internacionales del crudo ($43/barril promedio en el 2020, desde $64/barril promedio en el 2019). El margen bruto mejoró a 14.57%, desde 10.74% en diciembre 2020, como resultado de la mayor reducción en el costo de ventas[3] que en los ingresos. 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$2.4 millones, retrocediendo ligeramente de manera interanual, debido a renegociaciones de contratos de alquiler a menores precios producto de la desaceleración del sector inmobiliario. Respecto a los gastos de personal, operativos y generales y administrativos, los mismos se redujeron de manera importante (-23.42% interanual) producto a menores gastos de comisiones por menores ventas en las estaciones de servicio. Así también, se registró una disminución en los gastos de personal (-17.72% interanual) asociado a salidas de personal. En cuanto a los gastos financieros, los mismos presentaron un aumento interanual (+11.52%) producto

[3] 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.

mayores gastos de intereses correspondientes a los pasivos por arrendamiento. Todo lo anterior conllevó a que la utilidad neta, al 31 de diciembre de 2020, disminuya en 74.08% respecto al mismo periodo de 2019, lo que resultó a su vez en un ajuste tanto en el retorno promedio de los activos (ROAA), como del accionista (ROAE), indicadores que se situaron en 1.83% y 5.31%, respectivamente (8.18% y 20.97%, respectivamente, a diciembre de 2019).

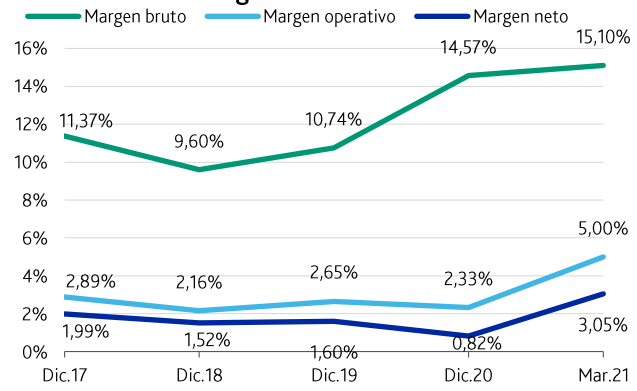
Al 31 de marzo de 2021, se observa una mejora en sus resultados (+40.37%) con respecto al mismo periodo del año anterior, producto del aumento en sus ingresos de 25.96%, aunado a menores gastos generales y administrativos y operativos (-19.84%), permitiendo una mejora en el margen operativo al situarse en 5.00%, desde 2.81% a marzo de 2020. De acuerdo con información reciente proporcionada por el Emisor, los ingresos proyectan presentar un incremento interanual de 60.56% (nivel consolidado), asociado a las mayores ventas de derivados de petróleo y menores gastos financieros; lo que lograría contrarrestar el mayor costo en ventas proyectado por la Compañía, resultando en una utilidad mayor en 21.60% respecto a diciembre de 2020.

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

DESMEJORAS EN EBITDA Y FCO AL 2021, 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 2020, el EBITDA de la Compañía descendió a US$36.7 millones, disminuyendo en 35.55% con respecto al 2019 como resultado de la menor utilidad operativa percibida para este cierre fiscal. A pesar de lo anterior, el margen EBITDA aumentó a 5.17%, desde 4.06% en el 2019 producto a que el EBITDA cae en mayor proporción que los ingresos explicado previamente. En ese sentido, los indicadores de cobertura de los gastos financieros y el Servicio de Deuda se ajustan respecto al 2019 (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. Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo se redujo 30.60% al situarse en US$33.0 millones producto de la disminución de las cuentas por pagar comerciales, así como por el menor gasto de depreciación asociado a los activos por derecho a uso, incorporados en el 2019, aunado a la baja en la utilidad neta impactando directamente los volúmenes de venta. En línea con lo anterior, los indicadores de cobertura de gastos financieros y Servicio de Deuda desmejoran al situarse en 4.40x y 2.49x, respectivamente (6.46x y3.57x, respectivamente, en el 2019).

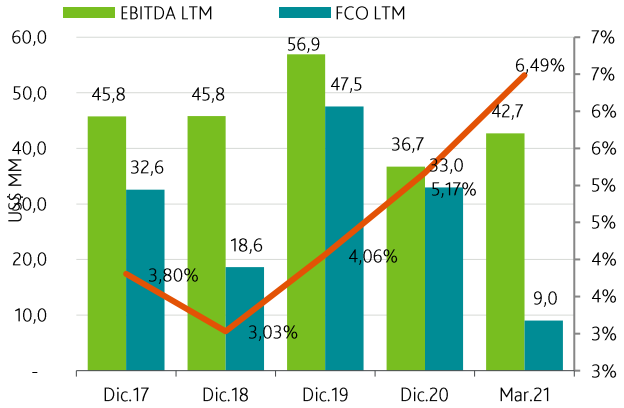
Al 31 de marzo de 2021, el EBITDA registro un mejora al totalizar US$14.4 millones, incrementándose en 18.84% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, en línea con el control de los gastos operativos. De tomar el EBITDA LTM, el mismo se situó en US$39.0 millones disminuyendo en 30.71% respecto a marzo de 2020, conllevando a un ajuste en la cobertura de los gastos financieros y del Servicio de Deuda de 3.95x y 2.29x, respectivamente. Al 31 de marzo de 2021, FCO se ubicó en US$3.5 millones, disminuyendo en 71.29% respecto al mismo periodo del 2020, lo cual recoge los mayores pagos a proveedores, aunado a los dividendos declarados por US$1.8 millones por pagar a Empresa General de Petróleos los mismos que serán pagados en el 2021. De tomar el FCO LTM, el mismo logra cubrir los gastos financieros y servicio de deuda en 3.46x y 2.00x, respectivamente, no obstante se ajustan significativamente respecto a los reportado a marzo de 2020.

De acuerdo con las últimas proyecciones remitidas por Petróleos Delta para el 2021, se estima un incremento en el EBITDA de 71.74% (US$63.0 millones) lo cual se sustenta principalmente en mayores ingresos por la venta de derivados de petróleo esperados para el presente año, lo que conllevaría a que el EBITDA del Emisor siga permitiendo cubrir el Servicio de Deuda. Asimismo, se proyecta una

mejora en el FCO, bajo las premisas de una mejora o estabilidad en los resultados para el 2021. No obstante, aún estás proyección se mantiene en incertidumbre considerando que la propagación del COVID-19 es un evento en curso.

Gráfico 7

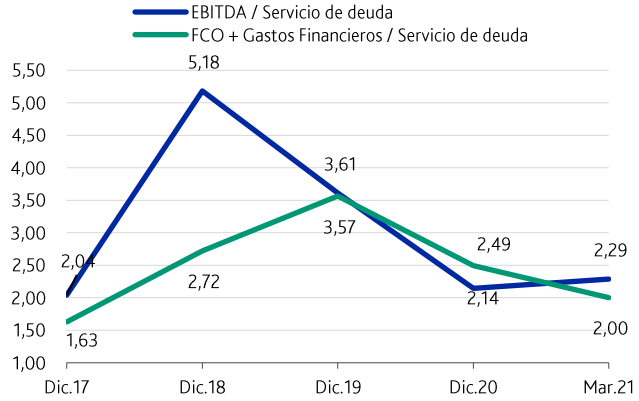
Evolución del EBITDA y FCO



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)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVO	**323,930**	**312,385**	**329,963**	**324,298**	**223,950**	**236,110**
Efectivo y Depósitos en Bancos	25,702	25,625	16,788	8,121	15,531	29,404
Cuentas por Cobrar, Netas	43,153	33,248	40,463	56,928	44,988	43,991
Inventario	19,157	18,576	24,547	17,387	15,098	19,226
Activo Corriente	**96,856**	**83,840**	**86,971**	**89,018**	**82,053**	**97,915**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	108,942	110,990	117,378	118,763	114,098	110,869
Activos por derecho a uso, neto	89,541	88,074	95,556	86,592	0	0
Activos intangibles	10,163	10,350	11,162	10,971	10,838	10,672
Plusvalía	11,769	12,585	12,585	12,585	12,691	11,992
Activo No Corriente	**227,074**	**228,545**	**242,992**	**235,280**	**141,897**	**138,195**
TOTAL PASIVO	**209,100**	**201,619**	**118,908**	**215,949**	**118,360**	**139,759**
Valores Comerciales Negociables	5,000	5,000	5,000	5,000	15,000	0
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	3,439	3,438	3,435	3,434	3,431	2,863
Porción Corriente de pasivo por arrendamiento	3,850	3,979	0	3,631	0	0
Cuentas por pagar	34,936	31,887	37,462	42,790	24,877	42,282
Pasivo Corriente	**52,260**	**46,319**	**50,583**	**57,735**	**45,877**	**64,219**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	8,912	9,773	12,352	13,211	16,641	19,790
Bonos por pagar	55,000	55,000	54,989	54,980	54,946	54,912
Pasivos por arrendamiento	91,879	89,504	98,733	85,441	0	0
Pasivo No Corriente	**156,839**	**155,300**	**167,057**	**158,214**	**72,483**	**75,540**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**114,830**	**110,765**	**112,323**	**108,349**	**105,590**	**96,351**
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	114,572	109,750	108,965	104,129	99,836	89,984

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	222,721	709,462	300,823	1,400,816	1,510,870	1,202,585
Costos Operativos	(189,085)	(606,123)	(264,299)	(1,250,310)	(1,365,838)	(1,065,816)
Utilidad Bruta	**33,636**	**103,339**	**36,525**	**150,506**	**145,032**	**136,769**
Gastos de personales	(2,253)	(8,858)	(2,565)	(10,766)	(11,553)	(10,589)
Gastos generales, administrativos y operativos	(20,253)	(77,961)	(25,510)	(102,598)	(100,888)	(91,476)
Utilidad Operativa	**11,130**	**16,520**	**8,449**	**37,141**	**32,591**	**34,704**
Otros ingresos	476	1,282	363	1,615	2,008	1,450
Gastos Financieros	(2,419)	(9,706)	(2,257)	(8,704)	(5,405)	(4,563)
Utilidad Neta	**6,788**	**5,816**	**4,836**	**22,435**	**22,892**	**23,916**

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / Patrimonio	1.82x	1.82x	1.94x	1.99x	1.12x	1.45x
Deuda Financiera / Pasivo	0.80x	0.83x	0.80x	0.77x	0.76x	0.66x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.46x	1.50x	1.55x	1.53x	0.85x	0.96x
Pasivo / Activo	0.65x	0.65x	0.66x	0.67x	0.53x	0.59x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.25x	0.23x	0.23x	0.30x	0.39x	0.46x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.75x	0.77x	0.77x	0.70x	0.61x	0.54x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	4.31x	4.54x	3.10x	2.91x	1.97x	2.02x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.86x	1.81x	1.72x	1.39x	1.79x	1.52x
Prueba Ácida[1]	1.32x	1.27x	1.13x	1.01x	1.32x	1.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.49x	0.55x	0.33x	0.14x	0.34x	0.46x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	44,693	37,520	36,389	24.915	36.176	33.697
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	10.11%	12.24%	9.33%	8.09%	7.44%	8.49%
Gastos Financieros / Ingresos	0.48%	0.00%	0.37%	0.36%	0.36%	0.38%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	17	23	13	13	11	11
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	18	22	14	10	9	13
Rotación de Inventario (días)	10	11	8	5	5	6
Ciclo de Conversión	10	11	7	8	6	5
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	15.10%	14.57%	12.14%	10.74%	9.60%	11.37%
Margen Operativo	5.00%	2.33%	2.81%	2.65%	2.16%	2.89%
Margen Neto	3.05%	0.82%	1.61%	1.60%	1.52%	1.99%
ROAA (*)	2.38%	1.83%	7.10%	8.18%	9.95%	10.96%
ROAE (*)	6.84%	5.31%	18.55%	20.97%	22.67%	25.59%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	3,488	32,982	12,148	47.525	18.639	32.592
FCO anualizado (US$ Miles)	24,322	32,982	21,807	47.525	18.639	32.592
EBITDA (US$ Miles)	14,451	36,698	12,160	56.939	45.789	45.754
EBITDA LTM (US$ Miles)	38,989	36,698	56,271	56.939	45.789	45.754
Margen EBITDA	6.49%	5.17%	4.04%	4.06%	3.03%	3.80%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.95x	3.78x	5.80x	6.54x	8.47x	10.03x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	2.29x	2.14x	4.28x	3.08x	5.18x	2.04x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	1.77x	1.66x	3.10x	2.42x	1.92x	2.04x
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros (*)	3.46x	4.40x	4.46x	6.46x	4.45x	8.00x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda (*)	2.00x	2.49x	2.15x	3.04x	2.72x	1.63x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda + VCN's (*)	1.55x	1.93x	1.20x	2.39x	1.01x	1.63x

*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 (al 30.09.20) *	Calificación Actual (al 31.12.20 y 31.03.21)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (Resolución CNV 132-11) hasta por US$40.0 millones	ML 2+.pa	ML 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena calidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (Resolución SMV 121-21) hasta por US$40.0 millones	ML 2+.pa	ML 2+.pa	Buena calidad. Refleja buena calidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Bonos Corporativos por hasta US$70.0 millones **Series A (Garantizada)** (hasta por US$70.0 millones)	AA.pa	AA.pa	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre esta calificación y la inmediata superior son mínimas.
Bonos Corporativos por hasta US$70.0 millones **Series C (Subordinada)** (hasta por US$70.0 millones)	BBB+.pa	BBB+.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

**Sesión de Comité del 6 de abril de 2021.*

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones - Resolución CNV 132-11

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 31.03.21:	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
Obligaciones Financieras	1. Mantener una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados) / EBITDA que no exceda 3.75 veces. 2. Mantener una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados) / Patrimonio (incluyendo Bonos Subordinados) que no exceda 2.0 veces.

**Dicho Programa fue remplazo a partir de abril de 2021 por el Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones – Resolución SMV 121-21*

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones – Resolución SMV 121-21

Programa*	
Fecha del Programa:	Pendiente
Emisor:	Petróleos Delta. S.A.
Monto Máximo por Emisión:	US$40.0 MM
Monto Colocado al 31.03.21:	-
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
Fiadores Solidarios:	Empresa General de Petróleos. Lubricantes Delta. Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta
Obligaciones Financieras	3. Mantener. de conformidad con los Estados Financieros Consolidados auditados. una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) / EBITDA que no exceda 3.75 veces. 4. Mantener. de conformidad con los Estados Financieros Consolidados auditados. una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) / Patrimonio (incluyendo Bonos Subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) que no exceda 2.0 veces.

**Programa emitido en el mes de abril de 2021*

Programa de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones

	Serie A*	Serie C
Monto Máximo:	US$35 millones	US$20 millones
Monto Colocado al 31.03.21:	-	-
Plazo del Programa:	7 años	12 años
Tasa:	L 3M + 3.25% / mínima de 4.5% anual (revisable trimestralmente)	L 3M +3.0% / mínima de 6.5% anual (revisable trimestralmente)
Pago de Interés:	Trimestralmente	Trimestralmente
Pago de Capital:	Al vencimiento	Al vencimiento
Redención Anticipada:	El Emisor podrá redimir anticipadamente parcial o totalmente los Bonos de la Serie A al 100% de su valor nominal y las Subseries de los Bonos que integran la Serie B al 100% de su valor nominal. siempre y cuando Hayan transcurrido 3 años contados a partir de la Fecha de Liquidación de la respectiva Serie o Subserie.	Podrán ser redimidos anticipadamente una vez los Bonos Serie A y la totalidad de las Subseries de los Bonos que integran Serie B (de haberse emitido) sean cancelados.
Garantía:	Fideicomiso de Garantía: i) Primera hipoteca y anticresis sobre bienes inmuebles y mejoras propiedad (Fincas) del Emisor o de sociedades afiliadas o subsidiarias de éste. y cualesquiera otros inmuebles que estas sociedades adquieran en el futuro para su operación. Mantener hipotecado a favor del Fideicomiso bienes inmuebles con un valor de mercado equivalente mínimo de 100% del Saldo Insoluto a Capital de los Bonos Serie A y de las Subseries de los Bonos que integran la Serie B de los Bonos. ii) Cesión de las Pólizas de seguro de incendio y terremoto. sobre los bienes dados en primera hipoteca que cubra al menos el 80% del valor de dichas mejoras. iii) Los dineros provenientes de la ejecución de las garantías hipotecarias y anticréticas constituidas a favor del Fiduciario sobre las Fincas. en caso de que ello haya sido necesario para cumplir con los fines de este Fideicomiso. iv) Aportes en efectivo que de tiempo en tiempo deba realizar el Emisor. a solicitud del Fiduciario. en caso de que el producto de ejecución de las Fincas hipotecadas no cubra el pago del saldo adeudado mientras se encuentre vigente el 100% del capital de los Bonos de la Serie A y de las Subseries de los Bonos que integran la Serie B de la Emisión 2011 o. mientras se encuentre vigente el 100% del capital de los Bonos de la Serie A y de las Subseries de los Bonos que integran la Serie B de la Emisión 2021	No aplica
Fiadores Solidarios:	Empresa General de Petróleos. S.A. Lubricantes Delta. S.A. Servicentro Uruguay. S.A. y Propiedades PetroDelta. S.A.	No aplica
Obligaciones Financieras	• Mantener. de conformidad con los Estados Financieros Consolidados auditados. una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) / EBITDA que no exceda 3.75 veces. • Mantener. de conformidad con los Estados Financieros Consolidados auditados. una relación de Deuda Financiera Neta (excluyendo Bonos subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) / Patrimonio (incluyendo Bonos Subordinados y los pasivos por arrendamientos financieros) que no exceda 2.0 veces.	No aplica
Uso de fondos	Refinanciar la Serie B saldo US$35 millones con tasa L3M + 2.75% mínimo de 5.00% y venc. May.21.	Serie C saldo US$20 millones con tasa de interés de L 3M + 3.00% mínimo de 6.50% y venc. May.23.
Fiduciario	BG TRUST	

**La Serie A y C fueron emitidas el 10 de mayo de 2021 por US$35 y US$20 millones, respectivamente.*

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 Moody´s Local PA https://www.moodyslocal.com/country/pa donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta. las metodologías de calificación aplicadas por Moody´s Local PA. las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente. la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Bonos y Acciones Preferenciales y Metodología de Papeles Comerciales vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados a 31 de diciembre de 2017. 2018. 2019 y 2020. así como Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2020 y 2021. 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.

© 2021 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.