Moody's Local | Panamá

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

Panamá, 15 de julio de 2021

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

Referencia: Envío de Informe PETROLEOS DELTA
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Hacemos público el informe adjunto, en vista de que hemos tomado conocimiento de que Petróleos Delta ha logrado la aprobación del prospecto, sin que a la fecha Petróleos Delta nos haya comunicado de dicha aprobación, en vista de ello procedemos con el envío y publicación correspondiente.

Muchas gracias, quedo atento a cualquier consulta sobre el particular.

Saludos Cordiales,

Juan Manuel Martans
General Manager

MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
6 de abril 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

Laura Curinaupa
Associate Analyst
laura.curinaupa@moodys.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 ML 2+.pa al Programa Rotativo de VCN's de hasta por US$40.0 millones (en proceso de inscripción), cuyos recursos serán utilizados para refinanciar la deuda existente. Asimismo, otorga la calificación de AA.pa a la Serie A Garantizada (en proceso de inscripción) y la calificación de BBB+.pa a la Serie C Subordinada (en proceso de inscripción), contempladas dentro de un Programa de Bonos Corporativos de hasta por US$70.0 millones, cuyos recursos serán utilizados para refinanciar la deuda existente y otros usos corporativos del Emisor.

Las calificaciones asignadas consideran la evolución financiera de Petróleos Delta durante el último trimestre de 2020, la cual, luego de la reapertura de la actividad comercial, ha mostrado un comportamiento favorable reflejado en las cifras financieras interinas a diciembre de 2020, principalmente en los mayores ingresos por ventas. Asimismo, si bien el Flujo de Caja Operativo (FCO) y el EBITDA se ajustaron al 31 de diciembre de 2020 respecto al ejercicio anterior (-30.60% y -35.55%, respectivamente), los indicadores de cobertura tanto de los Gastos Financieros como del Servicio de Deuda, a pesar de 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 (aproximadamente 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.

De igual manera, 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 (en proceso de inscripción), contemplada dentro del Programa de Bonos Corporativos de hasta por US$70.0 millones, las mismas recogen una 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 Garantía 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 pólizas 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 (esto último especialmente en combustible de aviación) al que atiende Petróleos Delta, niveles que, según información a diciembre de 2020, se mantienen por debajo de los observados el ejercicio previo. 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.

Si bien, a partir del último trimestre de 2020 se dio la reapertura gradual de la economía, producto del incremento en los contagios ésta debió volver a cerrarse, por lo que se espera que la recuperación sea lenta y, en un corto plazo, podría continuar expuesta a nuevas restricciones de movilidad por parte del Gobierno, a lo cual se suma el riesgo de la volatilidad en el precio del crudo internacional. Sobre esto último, cabe mencionar que 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 durante el primer semestre del año 2020, 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% en el mes de abril) e impactó en el precio de venta de la gasolina. En este sentido se debe mencionar que, en los últimos meses, se ha visto una recuperación gradual en el precio del crudo Brent ($51.80/barril en diciembre con respecto a $25.27 en 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. 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.

En vista de que aún no se cuenta con información financiera auditada al 31 de diciembre de 2020, la presente evaluación considera la información financiera interina al 30 de septiembre de 2020, en donde los activos de Petróleos Delta disminuyeron 7.11% respecto a diciembre 2019, producto del efecto combinado de reducciones en las cuentas por cobrar (-45.32% respecto diciembre 2019), inventarios (-39.49%) y activos fijos (-5.94%), las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por un aumento de 142.28% en los niveles de efectivo. La reducción en cuentas por cobrar está asociada, tanto a 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 de venta de combustible, producto de la caída del precio del crudo en los mercados internacionales. 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 25.38% (7.90% en diciembre 2019) del total de cuentas por cobrar, lo cual, de acuerdo a la Gerencia, 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. Mientras los menores niveles de inventarios son atribuidos, tanto al menor volumen manejado debido a la disminución en la demanda, como al menor costo promedio de combustibles, dada la caída de los precios internacionales del crudo, la disminución en activos fijos es producto de la depreciación propia de cada activo y a la menor inversión en proyectos ante la estrategia de la Empresa de preservar liquidez (reducción de CAPEX de aproximadamente 55% para el año 2020 vs 2019), lo que a su vez trajo como resultado un importante aumento en los niveles de efectivo. Así también, se registró un incremento en los activos por derecho a uso (+6.57% respecto a diciembre 2019), correspondiente a nuevos contratos y renovaciones de alquiler. Los pasivos registraron un retroceso de 10.22% respecto a diciembre 2019, asociado al menor saldo en cuentas por pagar comerciales (-57.74% en los últimos nueve meses), dada la estrategia de la Compañía de brindar apoyo a los proveedores mediante el pago anticipado de facturas. Así también se registró una disminución de 19.52% en préstamos por pagar, asociado al repago trimestral de la deuda bancaria. Lo anterior fue ligeramente contrarrestado ante el incremento de los pasivos por arrendamiento, asociados a nuevos contratos y renovaciones de los terrenos alquilados por Petróleos Delta. Esto último, conllevó a que la deuda financiera de la Compañía incrementara 3.16% respecto a diciembre 2019. Pese al menor saldo en activos corrientes, asociado a la disminución en cuentas por cobrar e inventarios, los indicadores de liquidez mejoran (razón corriente aumenta a 1.82x desde 1.39x a diciembre 2019, y el capital de trabajo a US$30.5 millones vs US$24.9 millones a diciembre 2019) producto de la importante disminución en cuentas por pagar comerciales.

El patrimonio de la Compañía disminuyó 0.91% respecto a diciembre de 2019, producto principalmente de la devaluación del colón costarricense (CRC). Cabe resaltar que las utilidades acumuladas del Emisor mantienen una participación de 98.53% sobre el total del

patrimonio, lo que genera inestabilidad sobre este último. A lo largo de los últimos cuatro ejercicios el reparto de dividendos ha representado aproximadamente el 69.70% de las utilidades del Emisor. En este sentido, Petróleos Delta está a la espera de la decisión de la Junta Directiva acerca de la repartición de dividendos correspondientes al período fiscal 2020. Con respecto a la Palanca Contable, la misma disminuye ligeramente al situarse en 1.81x al 30 de septiembre 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 3.91x, desde 2.91x en diciembre 2019, asociado a la menor generación de EBITDA e incremento en los pasivos por arrendamiento. Cabe agregar que la Emisión de los VCN's calificada mantiene resguardos financieros que debe cumplir su accionista, EGP. Al respecto, ambos resguardos se cumplen al 30 de septiembre de 2020, aunque se ajustan producto de la incorporación de la NIIF 16[1].

Al tercer trimestre de 2020, los ingresos por la venta de derivados de petróleo disminuyeron en 49.81% 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 anual asociado a la baja en el precio internacionales del crudo ($40/barril promedio en el 2020, desde $64/barril promedio en el 2019). Pese a lo anterior, el margen bruto mejoró a 13.72%, desde 10.62% en septiembre 2019, como resultado de una mayor disminución en el costo de ventas[2] 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$1.7 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 (-24.59% interanual) producto a menores gastos de comisiones por menores ventas en las estaciones de servicio bajo el modelo RBA Comisiones. Así también, se registró una disminución en los gastos de personal (-17.70% interanual) asociado a salidas de personal. En cuanto a los gastos financieros, los mismos presentaron un aumento interanual importante (+78.06%) 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, al 30 de septiembre de 2020, disminuya en 91.13% 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 1.92% y 4.64%, respectivamente (8.76% y 19.39%, respectivamente, a septiembre de 2019).

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.

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

[2] 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.

Indicadores Clave

Tabla 1
PETRÓLEOS DELTA, S.A.

	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US$/Miles)	301,237	324,298	223,950	236,110	200,275
Ingresos (US$/Miles)	873,143	1,400,816	1,510,870	1,202,585	965,035
EBITDA (US$/Miles)	43,726	56,939	45,789	45,754	41,992
Deuda Financiera / EBITDA	3.91x	2.91x	1.97x	2.02x	1.68x
EBITDA / Gastos Financieros	3.74x	6.54x	8.47x	10.03x	10.38x
FCO / Servicio de la Deuda	1.94x	3.04x	2.72x	1.63x	8.39x

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

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

	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Deuda Financiera Neta / EBITDA < 3.75x	2.84x	2.22x	1.01x	0.91x	NA
Deuda Financiera Neta / Patrimonio < 2.0x	0.86x	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*

Desarrollos Recientes

El 17 de marzo de 2021, se notificó a la SMV de 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.

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 para 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 a realizar en el año 2021, principalmente para 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.

Petróleos Delta se encuentra en proceso de inscripción en el registro público de un nuevo programa de VCN por US$40 millones, el cual reemplazará el programa actual que vence este año 2021. Adicionalmente, se encuentra en proceso de registro de un nuevo programa de Bonos Corporativos por hasta US$70 millones.

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, todo lo que se plasma en un aumento en la tasa de desempleo, la misma que al 30 de septiembre de 2020 se ubica en 18.5% y podría ubicarse entre 20-25% al cierre de 2020, según el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral. En línea con lo anterior, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) anunció una contracción en el PIB de 23.59% para el tercer trimestre de 2020 y 20.44% acumulada de enero a septiembre de 2020 y, se estima que para el cierre del ano la contracción sea de hasta un 15% o 16%. 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, ($51.80/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, reduciendo un 44% a 244 millones de

galones a septiembre 2020 desde 433 millones de galones a septiembre 2019, lo cual aunado a la baja en el precio de crudo internacional, se tradujo en una disminución interanual en los ingresos por ventas de 49.81% al 30 de septiembre de 2020.

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-20	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	**301,237**	**324,298**	**260,572**	**223,950**	**236,110**	**200,275**
Efectivo y Depósitos en Bancos	19,675	8,121	22,826	15,531	29,404	46,228
Cuentas por Cobrar, Netas	31,131	56,928	58,111	44,988	43,991	32,495
Inventario	10,522	17,387	22,548	15,098	19,226	16,574
Activo Corriente	**67,813**	**89,018**	**113,705**	**82,053**	**97,915**	**101,854**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	111,710	118,763	118,294	114,098	110,869	91,256
Activos por derecho a uso, neto	92,279	86,592	0	0	0	0
Activos intangibles	10,493	10,971	11,070	10,838	10,672	3,460
Plusvalía	12,585	12,585	12,691	12,691	11,992	0
Activo No Corriente	**233,423**	**235,280**	**146,867**	**141,897**	**138,195**	**98,420**
TOTAL PASIVO	**193,871**	**215,949**	**136,007**	**118,360**	**139,759**	**109,741**
Valores Comerciales Negociables	5,000	5,000	5,000	15,000	0	0
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	3,437	3,434	3,433	3,431	2,863	40
Porción Corriente de pasivo por arrendamiento	6,908	6,368	0	0	0	0
Cuentas por pagar	18,083	42,790	47,391	24,877	42,282	34,772
Pasivo Corriente	**37,273**	**57,735**	**66,043**	**45,877**	**64,219**	**38,450**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	10,633	13,211	14,069	16,641	19,790	650
Bonos por pagar	55,000	54,980	54,972	54,946	54,912	69,874
Pasivos por arrendamiento	89,963	89,072	0	0	0	0
Pasivo No Corriente	**156,598**	**158,214**	**69,964**	**72,483**	**75,540**	**71,291**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**107,365**	**108,349**	**124,565**	**105,590**	**96,351**	**90,534**
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	105,788	104,129	118,544	99,836	89,984	84,305

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-20	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos	531,648	1,400,816	1,059,320	1,510,870	1,202,585	965,035
Costos Operativos	(458,700)	(1,250,310)	(946,795)	(1,365,838)	(1,065,816)	(840,387)
Utilidad Bruta	**72,948**	**150,506**	**112,525**	**145,032**	**136,769**	**124,648**
Gastos de personales	(6,502)	(10,766)	(7,900)	(11,553)	(10,589)	(9,077)
Gastos generales, administrativos y operativos	(58,151)	(102,598)	(77,833)	(100,888)	(91,476)	(83,023)
Utilidad Operativa	**8,295**	**37,141**	**26,792**	**32,591**	**34,704**	**32,548**
Otros ingresos	869	1,615	1,216	2,008	1,450	1,007
Gastos Financieros	(6,784)	(8,704)	(3,810)	(5,405)	(4,563)	(4,045)
Utilidad Neta	**1,659**	**22,435**	**18,709**	**22,892**	**23,916**	**22,864**

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-20	Dic-19	Sep-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / Patrimonio	1.81x	1.99x	1.09x	1.12x	1.45x	1.21x
Deuda Financiera / Pasivo	0.88x	0.77x	0.57x	0.76x	0.66x	0.64x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.59x	1.53x	0.62x	0.85x	0.96x	0.78x
Pasivo / Activo	0.64x	0.67x	0.52x	0.53x	0.59x	0.55x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.19x	0.30x	0.49x	0.39x	0.46x	0.35x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.81x	0.70x	0.51x	0.61x	0.54x	0.65x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	3.91x	2.91x	1.66x	1.97x	2.02x	1.68x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.82	1.39x	1.72	1.79x	1.52x	2.65x
Prueba Ácida[1]	1.36	1.01x	1.23	1.32x	1.14x	2.05x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.53	0.14x	0.35	0.34x	0.46x	1.20x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	30,540	24,915	47,662	36,176	33,697	63,404
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	12.16%	8.09%	8.09%	7.44%	8.49%	9.54%
Gastos Financieros / Ingresos	0.63%	0.36%	0.36%	0.36%	0.38%	0.42%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	23	13	14	11	11	11
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	20	10	14	9	13	14
Rotación de Inventario (días)	10	5	7	5	6	7
Ciclo de Conversión	13	8	7	6	5	4
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	13.72%	10.74%	10.62%	9.60%	11.37%	12.92%
Margen Operativo	1.56%	2.65%	2.53%	2.16%	2.89%	3.37%
Margen Neto	0.31%	1.60%	1.77%	1.52%	1.99%	2.37%
ROAA (*)	1.92%	8.18%	8.76%	9.95%	10.96%	11.86%
ROAE (*)	4.64%	20.97%	19.39%	22.67%	25.59%	26.50%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	17,702	47,525	34,236	18,639	32,592	30,789
FCO anualizado (US$ Miles)	30,991	47,525	28,007	18,639	32,592	30,789
EBITDA (US$ Miles)	24,002	56,939	37,215	45,789	45,754	41,992
EBITDA LTM (US$ Miles)	43,726	56,939	46,703	45,789	45,754	41,992
Margen EBITDA	4.51%	4.06%	3.51%	3.03%	3.80%	4.35%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	3.74x	6.54x	9.03x	8.47x	10.03x	10.38x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	1.99x	3.08x	5.43x	5.18x	2.04x	10.28x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	1.62x	2.42x	3.43x	1.92x	2.04x	10.28x
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros (*)	3.65x	6.46x	6.41x	4.45x	8.00x	8.48x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda (*)	1.94x	3.04x	3.86x	2.72x	1.63x	8.39x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda + VCN's (*)	1.58x	2.39x	2.44x	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 (al 30.09.20)*	Calificación Actual (al 30.09.20)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (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 – Nuevo Programa (hasta por US$40.0 millones)	(nuevo) 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)		(nuevo) 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)		(nuevo) 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 29 de marzo 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 30.09.20:	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.

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones (Proceso de Inscripción)

Programa	
Fecha del Programa:	Pendiente
Emisor:	Petróleos Delta. S.A.
Monto Máximo por Emisión:	US$40.0 MM
Monto Colocado:	Pendiente
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 de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones (Proceso de Inscripción)

	Serie A (proceso de inscripción)	Serie C (proceso de inscripción)
Monto Máximo:	US$35 millones	US$20 millones
Monto Colocado:	Pendiente	Pendiente
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 cubran 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	

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, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, así como Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2019 y 2020. 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.