MOODY'S LOCAL | Panamá

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
16 de febrero de 2022

Actualización

CALIFICACIÓN*

Petróleos Delta, S.A.

Domicilio	Panamá
Valores Comerciales Negociables	ML 1.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

Leyla Krmelj
VP-Senior Credit Officer / Rating Manager
leyla.krmelj@moodys.com

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

Linda Tapia
Analyst
linda.tapia@moodys.com

Jesús D. Castro
Associate Analyst
jesus.castro@mooodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Petróleos Delta, S.A.

Resumen

Moody's Local sube a ML 1.pa, desde ML 2+.pa, categoría de riesgo asignada al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCN's) -SMV 121-21-, hasta por US$40.0 millones, de Petróleos Delta, S.A. (en adelante, Petróleos Delta o el Emisor). Asimismo, ratifica la calificación AA.pa a la Serie A Garantizada y la calificación BBB+.pa a la Serie C Subordinada, ambas contempladas dentro de un Programa de Bonos Corporativos de hasta US$70.0 millones. Por otro lado, se retira la calificación al Programa Rotativo de Valores Comerciales CNV-132-11, producto del vencimiento del mismo y de la redención de los instrumentos emitidos bajo dicho Programa.

La subida en la calificación del Programa Rotativo de VCNs recoge la mejora en el calce de flujos mensual proyectado para los próximos 12 meses, el cual le permitirá cubrir ampliamente el Servicio de deuda de los VCNs, aunado a la eliminación del riesgo de refinanciamiento en el corto plazo, considerando que las Series emitidas bajo el Programa CNV-128-11 (Serie B Garantizada por US$35.0 millones con vencimiento en mayo 2021, y Serie C Subordinada por US$20.0 millones con vencimiento en mayo 2023) fueron refinanciadas en mayo de 2021 mediante la emisión de las Series A y C bajo el nuevo Programa SMV-120-21 por los mismos montos y con vencimiento bullet en 7 y 12 años, respectivamente.

Las calificaciones asignadas consideran igualmente la mejora en la utilidad neta del Emisor al 30 de septiembre de 2021, ubicándose por encima de los niveles pre pandemia producto de un ajuste en los gastos operativos, aunado a una mayor utilidad en inventarios. De acuerdo con las proyecciones remitidas por Petróleos Delta, se espera que en los siguientes meses el resultado neto se mantenga por encima de los registrados previo a la pandemia, aun cuando no se espera una pronta recuperación de los volúmenes de ventas. Ponderó igualmente la mejora en la generación de EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO), así como en la cobertura que ambos brindan al Servicio de Deuda del Emisor. Las calificaciones asignadas recogen igualmente 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 (210 estaciones en Panamá y 60 estaciones en Costa Rica). También pondera favorablemente la diversificación de ingresos del Emisor que incorporan, además de la venta al detal de combustible, el negocio mayorista comercial e industrial, así como ingresos adicionales por alquiler de inmuebles e ingresos por comisiones y regalías. De igual forma, aporta favorablemente el contrato que mantiene la Compañía con IGP Trading, empresa relacionada que le provee de los principales productos que vende y distribuye: gasolinas, diésel y jet fuel. IGP Trading, a su vez, posee un contrato de suministro con Chevron Panama Fuels Limited y cumple con mantener un inventario de seguridad (reserva estratégica), de conformidad con las leyes panameñas. 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 del Programa Rotativo de VCNs y a la Serie A Garantizada, contemplada dentro del Programa de Bonos Corporativos de hasta por US$70.0 millones, la misma recoge 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. En el caso de la Serie A Garantizada de 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 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 el riesgo de refinanciamiento que registra el Emisor, considerando que gran parte de su deuda financiera mantiene un esquema de amortización bullet, además de la exposición que mantiene frente a la fluctuación de los precios internacionales del crudo. Esto último cobra relevancia considerando que, a la fecha, la pandemia COVID-19 es un evento en curso y Panamá, principal mercado del Emisor se encuentra afrontando una cuarta ola de contagios. 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 cuanto al análisis de los Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2021, los activos totales de la Compañía crecieron en 19.09% con respecto a diciembre de 2020, producto del efecto combinado de mayores saldos mantenidos en cuentas por cobrar (+86.84%), inventarios (+82.64%) y efectivo (+71.39%). Los mayores niveles de efectivo están asociados principalmente a los mejores resultados del trimestre por el mayor volumen vendido y los esfuerzos que se vienen realizando para agilizar las cobranzas. El aumento en las cuentas por cobrar está asociado principalmente a la recuperación de las ventas tras la reapertura progresiva de las actividades económicas que estuvieron restringidas por la pandemia COVID-19, así como por el nuevo contrato con el Estado para abastecer de combustible las flotas de buses de la ciudad de Panamá, considerando que el Gobierno usualmente demora en cancelar sus obligaciones. Es importante resaltar que, a pesar de las mayores cuentas por cobrar, los indicadores de rotación se redujeron en comparación con los reportados al cierre de 2020, y se encuentran más en línea con los registrados antes de la pandemia. En cuanto al análisis de antigüedad de las cuentas por cobrar, la concentración en el tramo mayor a 91 días se redujo con respecto a diciembre de 2020 y corresponden, en su mayoría, al cobro al Gobierno de Panamá. Por otro lado, en cuanto a los inventarios, si bien estos muestran un crecimiento importante, lo que recoge el efecto combinado de un mayor volumen por la recuperación de la actividad comercial y mayor precio, su rotación se agilizó en comparación con la reportada al cierre de 2020.

En cuanto a los pasivos, estos se incrementaron en 19.76% con respecto a diciembre de 2020, crecimiento asociado principalmente a mayores cuentas por pagar propias de la actividad comercial para financiar el crecimiento de los inventarios, aunado a un mayor saldo de impuesto sobre la renta por pagar atribuido a los mayores resultados del período. La deuda financiera creció en 1.31% con respecto a diciembre de 2020, principalmente por un ligero incremento en los pasivos por arrendamiento, lo cual compensó las amortizaciones realizadas a los préstamos vigentes. En cuanto a los indicadores de liquidez, si bien se muestra un ajuste en el ratio de liquidez corriente al situarse en 1.74x, desde 1.81x, el capital de trabajo aumentó a US$62.8 millones, desde US$37.5 millones en diciembre de 2020, ambos situándose en niveles adecuados. Por otro lado, el patrimonio neto del Emisor creció en 17.87% con respecto a diciembre de 2020, atribuido principalmente a los resultados netos del período, los cuales compensaron las pérdidas cambiarias (por la devaluación del Colón Costarricense) y los dividendos declarados por US$2.0 millones. En cuanto a los indicadores de solvencia, la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio) registró un ligero incremento al situarse en 1.85x, desde 1.82x en diciembre de 2020, mientras que la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA LTM) mostró una disminución importante al ubicarse en 2.54x, desde 4.54x en diciembre de 2020), esto último asociado a la mejora en el EBITDA LTM.

Con respecto a los indicadores de rentabilidad, al 30 de septiembre de 2021, la utilidad neta del Emisor ascendió a US$24.0 millones, superior a los US$1.7 millones reportados en el mismo corte del año anterior e incluso por encima de las utilidades reportadas a septiembre 2019 por US$18.7 millones, lo cual recoge principalmente un importante recorte de gastos. Los ingresos por ventas, si bien aún no alcanzan niveles pre pandemia, aumentaron interanualmente en 53.89%, lo cual estuvo asociado a mayores volúmenes de venta (+29%) y a la recuperación de los precios internacionales del crudo, los cuales han venido creciendo después de haber caído fuertemente en el 2020 a raíz de la menor demanda global generada por la pandemia. Las ventas al por mayor[1] crecieron interanualmente en 69.71%, mientras que la comercialización al detal[2] se incrementó en 43.65%. Al corte evaluado, las ventas de estos segmentos se encontraban al 72.43% y 81.35% de las ventas pre pandemia (a septiembre de 2019). Es relevante comentar que, al 30 de septiembre de 2021, los

[1] Incluye la comercialización, promoción y distribución de productos derivados del petróleo tales como gasolina, diésel, bunker, asfaltos y combustible para aviones.
[2] Incluye la comercialización y distribución de productos derivados del petróleo tales como gasolina y diésel a las estaciones de servicio

resultados contemplaron una ganancia en inventarios de US$1.7 millones en comparación a una pérdida de US$3.7 millones al mismo corte del año anterior, lo que correspondió al diferencial que se produce por los cambios en los precios de venta (regulados) que se fijan cada 14 días. Estos cambios de precio pueden incrementar o reducir el margen de inventario remanente al momento de su venta. Los gastos de personal crecieron en 7.22% con respecto a septiembre de 2020, explicado por el incremento de los salarios y bonificaciones pagadas al personal, mientras que los gastos de operaciones crecieron principalmente por mayores comisiones y gastos por acarreo de productos, asociados al mayor nivel de ventas; sin embargo, comparado con septiembre de 2019, los mismos disminuyeron atribuido a menores gastos de operaciones y salarios.

El aumento en la utilidad neta trajo consigo una recuperación importante en los indicadores de rentabilidad, reflejado en un ROAA y un ROAE que se ubicaron en 8.36% y 23.64%, desde 1.92% y 4.64% a septiembre de 2020. Por otro lado, al corte evaluado, y en línea con la reactivación de la demanda, tanto el EBITDA LTM como el Flujo de Caja Operativo LTM mostraron recuperaciones importantes (+52.03% y 33.35%, respectivamente) lo cual permitió una mejora en la cobertura del Servicio de Deuda.

Finalmente, Moody's Local continuará monitoreando la capacidad de pago de Petróleos Delta, así como la evolución de sus principales indicadores financieros, comunicando de manera oportuna cualquier variación en la percepción de riesgo de este último.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en el EBITDA y FCO Compañía, de la mano a una disminución gradual de la Palanca Financiera y consecuente mejora de la cobertura del Servicio de Deuda, ubicándose acorde a calificaciones mayores.
- Reforzamiento de la estructura de capital.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Ajuste significativo en el EBITDA y/o FCO 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.
- Desviaciones materiales de las proyecciones remitidas.
- Pérdida del Respaldo Patrimonial.
- 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.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1
PETRÓLEOS DELTA, S.A.

	Sep-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US$/Miles)	372,015	312,385	324,298	223,950	236,110
Ingresos (US$/Miles)	995,945	709,462	1,400,816	1,510,870	1,202,585
EBITDA (US$/Miles)	66,474	36,698	56,939	45,789	45,754
Deuda Financiera / EBITDA	2.54x	4.54x	2.91x	1.97x	2.02x
EBITDA / Gastos Financieros	6.34x	3.78x	6.54x	8.47x	10.03x
FCO / Servicio de la Deuda	2.82x	2.49x	3.57x	2.72x	1.63x

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

Tabla 2

Resguardos asociados al Programa de Valores Comerciales Negociables y Serie A de Bonos Corporativos

	Sep-21**	Dic-20*	Dic-19*	Dic-18*	Dic-17*
Deuda Financiera Neta / EBITDA < 3.75x	N.A.	3.01x	2.22x	1.01x	0.91x
Deuda Financiera Neta / Patrimonio < 2.0x	N.A.	0.76x	0.87x	0.33x	0.24x
Fincas Hipotecadas/Saldo Insoluto a Capital de Bonos ≥ 100%	225.19%	213.21%	213.21%	213.21%	149.24%

*Se miden sobre los Estados Financieros de Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias
* 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
** Se miden sobre los Estados Financieros auditados de Empresa General de Petróleos, S.A. y Subsidiarias
** Deuda Financiera Neta = (Obligaciones financieras - efectivo - inversiones líquidas - Serie C de Bonos Subordinados por US$20.0 millones – pasivos por arrendamientos financieros)
** Patrimonio incluye la Serie C de Bonos Subordinados por US$20.0 millones y pasivos por arrendamientos financieros
Elaboración: *Moody's Local*

Desarrollos Recientes

En el mes de abril de 2021, Petróleos Delta inscribió un nuevo Programa de VCNs por US$40.0 millones, el cual reemplazó el Programa de VCNs que venció en mayo de 2021. Adicionalmente, se realizó el registro del Prospecto Definitivo de Bonos Corporativos hasta por US$70.0 millones - Resolución SMV-120-21, en remplazo del anterior Programa emitido en el 2011 (Resolución CNV128-11). Producto de lo anterior, Petróleos Delta emitió, en mayo de 2021, dos nuevas Series bajo el nuevo Programa (Serie A Garantizada y Serie C Subordinada), las cuales reemplazaron las Series B Garantizada y Serie C Subordinada emitidas bajo el Programa anterior. Mientras la Serie B Garantizada por US$35.0 millones fue redimida al vencimiento y refinanciada por la Serie A del nuevo Programa a un plazo de 7 años (10 años la Serie anterior), la Serie C Subordinada por US$20.0 millones fue redimida anticipadamente (vencimiento original en mayo de 2023) y refinanciada por la Serie C del nuevo Programa a un plazo de 12 años (igual a la anterior Serie).

Mediante Resolución Nº SMV 71-21 del 26 de febrero de 2021, se autorizó la modificación a los términos y condiciones de los Bonos Corporativos emitidos bajo el Programa CNV 128-11 (Programa 2011), en la cual se solicitaba permitir la incorporación en el Fideicomiso de garantías, de manera secundaria, las obligaciones de pago adeudadas o que se lleguen a adeudar en virtud de las Series A y Subseries B emitidas bajo el nuevo Programa SMV120-21 (Programa 2021). Considerando que las emisiones bajo el Programa 2021 refinanciarán las obligaciones bajo el Programa 2011, una vez las obligaciones bajo el Programa 2011 sean canceladas, el Fideicomiso de Garantía garantizará únicamente las obligaciones garantizadas emitidas bajo el Programa 2021.

Posteriormente, en el mes de diciembre de 2021, el Emisor solicitó a la SMV la terminación del registro de los Bonos Corporativos por hasta US$70.0 millones, autorizados mediante Resolución CNV 128-11 de fecha 25 de abril de 2011 y de los Valores Comerciales Negociables Rotativos de hasta US$40.0 millones, autorizados mediante Resolución CNV 132-11 de fecha 25 de abril de 2011.

De acuerdo con información de la Contraloría General de la República, al tercer trimestre de 2021, las ventas acumuladas de combustibles para consumo nacional crecieron en 26% interanual, al venderse 664 millones de galones, desde 527 millones en el mismo periodo del año anterior, en línea con la recuperación económica y la reapertura de los distintos sectores. Sin embargo, esta cifra aún no alcanza el nivel reportado a septiembre de 2019 de 859 millones de galones. Asimismo, el sector petrolero se encuentra expuesto a la volatilidad en el precio del crudo Brent, el cual, a inicios del 2020 cayó en más del 60% respecto al cierre de 2019. A partir del primer trimestre de 2021, si bien el precio ha venido creciendo y llegó a superar los US$70.0 en septiembre, por encima del nivel de precios reportado antes de la pandemia (US$64 promedio en 2019), la demanda global de petróleo podría afectarse nuevamente por nuevas variantes de la pandemia COVID-19 que potencialmente conlleven a nuevas restricciones de movilidad a nivel global, considerando que la pandemia es un evento en curso.

En el caso de Petróleos Delta, la cuarentena total decretada por el Gobierno el 25 de marzo de 2020 y levantada gradualmente entre los meses de septiembre y de octubre 2020, trajo como consecuencia una reducción en la demanda de combustible, tanto en las estaciones de servicios como en el negocio mayorista comercial, 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. Posteriormente, en los últimos meses del 2021, se dio la total reapertura de los negocios, así como una recuperación económica en el país, acompañada por un creciente nivel de vacunación, resaltando que, al 23 de enero de 2022, el 74% de la población ya contaba por lo menos con una dosis de la vacuna según datos del Ministerio de Salud, por lo que no se esperan mayores cierres por parte del Gobierno de Panamá (de acuerdo con lo declarado por este último), a pesar de la nueva ola de contagios que actualmente vive el país.

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
TOTAL ACTIVO	**372,015**	**312,385**	**301,237**	**324,298**	**223,950**	**236,110**
Efectivo y Depósitos en Bancos	43,918	25,625	19,675	8,121	15,531	29,404
Cuentas por Cobrar, Netas	62,120	33,248	31,131	56,928	44,988	43,991
Inventario	33,927	18,576	10,522	17,387	15,098	19,226
Activo Corriente	**147,169**	**83,840**	**67,813**	**89,018**	**82,053**	**97,915**
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	105,936	110,990	111,710	118,763	114,098	110,869
Activos por derecho a uso, neto	90,377	88,074	92,279	86,592	0	0
Activos intangibles	9,650	10,350	10,493	10,971	10,838	10,672
Plusvalía	12,165	12,585	12,585	12,585	12,691	11,992
Activo No Corriente	**224,846**	**228,545**	**233,423**	**235,280**	**141,897**	**138,195**
TOTAL PASIVO	**241,452**	**201,619**	**193,871**	**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	3,441	3,438	3,437	3,434	3,431	2,863
Porción Corriente de pasivo por arrendamiento	4,427	3,979	6,908	3,631	0	0
Cuentas por pagar	59,154	31,887	18,083	42,790	24,877	42,282
Pasivo Corriente	**84,354**	**46,319**	**37,273**	**57,735**	**45,877**	**64,219**
Porción No Corriente de la Deuda a Largo Plazo	7,195	9,773	10,633	13,211	16,641	19,790
Bonos por pagar	55,000	55,000	55,000	54,980	54,946	54,912
Pasivos por arrendamiento	93,819	89,504	89,963	85,441	0	0
Pasivo No Corriente	**157,098**	**155,300**	**156,598**	**158,214**	**72,483**	**75,540**
TOTAL PATRIMONIO NETO	**130,563**	**110,765**	**107,365**	**108,349**	**105,590**	**96,351**
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	131,755	109,750	105,788	104,129	99,836	89,984

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	818,131	709,462	531,648	1,400,816	1,510,870	1,202,585
Costos Operativos	(706,486)	(606,123)	(458,700)	(1,250,310)	(1,365,838)	(1,065,816)
Utilidad Bruta	**111,644**	**103,339**	**72,948**	**150,506**	**145,032**	**136,769**
Gastos de personales	(6,972)	(8,858)	(6,502)	(10,766)	(11,553)	(10,589)
Gastos generales, administrativos y operativos	(65,882)	(77,961)	(58,151)	(102,598)	(100,888)	(91,476)
Utilidad Operativa	**38,791**	**16,520**	**8,295**	**37,141**	**32,591**	**34,704**
Otros ingresos	1,277	1,282	869	1,615	2,008	1,450
Gastos Financieros	(7,566)	(9,706)	(6,784)	(8,704)	(5,405)	(4,563)
Utilidad Neta	**23,971**	**5,816**	**1,659**	**22,435**	**22,892**	**23,916**

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Sep-21	Dic-20	Sep-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / Patrimonio	1.85x	1.82x	1.81x	1.99x	1.12x	1.45x
Deuda Financiera / Pasivo	0.70x	0.83x	0.88x	0.77x	0.76x	0.66x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.29x	1.50x	1.59x	1.53x	0.85x	0.96x
Pasivo / Activo	0.65x	0.65x	0.64x	0.67x	0.53x	0.59x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.35x	0.23x	0.19x	0.30x	0.39x	0.46x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.65x	0.77x	0.81x	0.70x	0.61x	0.54x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	2.54x	4.54x	3.91x	2.91x	1.97x	2.02x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.74x	1.81x	1.82x	1.39x	1.79x	1.52x
Prueba Ácida[1]	1.26x	1.27x	1.36x	1.01x	1.32x	1.14x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.52x	0.55x	0.53x	0.14x	0.34x	0.46x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US$ Miles)	62,815	37,520	30,540	24,915	36,176	33,697
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	8.90%	12.24%	12.16%	8.09%	7.44%	8.49%
Gastos Financieros / Ingresos	0.40%	0.63%	0.63%	0.36%	0.36%	0.38%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	15	23	23	13	11	11
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	14	22	20	10	9	13
Rotación de Inventario (días)	8	11	10	5	5	6
Ciclo de Conversión	9	11	13	8	6	5
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	13.65%	14.57%	13.72%	10.74%	9.60%	11.37%
Margen Operativo	4.74%	2.33%	1.56%	2.65%	2.16%	2.89%
Margen Neto	2.93%	0.82%	0.31%	1.60%	1.52%	1.99%
ROAA (*)	8.36%	1.83%	1.92%	8.18%	9.95%	10.96%
ROAE (*)	23.64%	5.31%	4.64%	20.97%	22.67%	25.59%
GENERACIÓN						
FCO (US$ Miles)	26,046	32,982	17,702	47,525	18,639	32,592
FCO anualizado (US$ Miles)	41,327	32,982	30,991	47,525	18,639	32,592
EBITDA (US$ Miles)	53,778	36,698	24,002	56,939	45,789	45,754
EBITDA LTM (US$ Miles)	66,474	36,698	43,726	56,939	45,789	45,754
Margen EBITDA	6.57%	5.17%	4.51%	4.06%	3.03%	3.80%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	6.34x	3.78x	3.74x	6.54x	8.47x	10.03x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	3.62x	2.14x	1.99x	3.08x	5.18x	2.04x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	2.85x	1.66x	1.62x	2.42x	1.92x	2.04x
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros (*)	4.94x	4.40x	3.65x	6.46x	4.45x	8.00x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda (*)	2.82x	2.49x	1.94x	3.04x	2.72x	1.63x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda + VCN's (*)	2.22x	1.93x	1.58x	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 31.12.20 y 31.03.21) *	Calificación Actual (al 30.09.21)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (Resolución CNV 132-11) hasta por US$40.0 millones	ML 2+.pa	RET	-
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (Resolución SMV 121-21) hasta por US$40.0 millones	ML 2+.pa	(modificada) ML 1.pa	Grado más alto de calidad. Existe certeza 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$35.0 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$20.0 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 26 de julio de 2021.

Anexo II

Detalle de los Instrumentos Calificados

Programa de Valores Comerciales Negociables hasta por US$40.0 millones – Resolución SMV 121-21 del 31 de marzo de 2021

Programa	
Emisor:	Petróleos Delta. S.A.
Monto Máximo por Emisión:	US$40.0 MM
Monto Colocado al 30.09.21:	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
Fiadores Solidarios:	Empresa General de Petróleos. Lubricantes Delta. Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta
Obligaciones Financieras	1. 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. 2. 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 – Resolución SMV 120-21 del 31 de marzo de 2021

	Serie A	Serie C
Monto Máximo:	US$35 millones	US$20 millones
Monto Colocado al 30.09.21:	US$35 millones	US$20 millones
Plazo del Programa:	7 años	12 años
Fecha de Emisión:	10 de mayo de 2021	10 de mayo de 2021
Fecha de Vencimiento	10 de mayo de 2028	10 de mayo de 2033
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	

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 30 de septiembre 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.

© 2022 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 JPY100.000 y los JPY250.000.000. aproximadamente.
Asimismo. MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.