

Panamá, 19 de julio de 2022

Señores
LATINEX
Bolsa Latinoamericana de Valores S.A.
Avenida Federico Boyd, Edificio LATINEX
Bella Vista, Panamá

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

Estimados:

Con la presente, informamos a LATINEX que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió 19 de julio de 2022 para tratar la Calificación de Instrumentos de PETROLEOS DELTA S.A.

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

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans
General Manager

INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:
19 de julio de 2022

Actualización

CALIFICACIÓN*

Petróleos Delta, S.A.

Domicilio	Panamá
Valores Comerciales Negociables	ML 1+.pa
Bonos Corporativos	AA.pa
Bonos Subordinados	A-.pa

(* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos sólo comprobables 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

María Gabriela Sedda
Analyst
maria.sedda@moodys.com

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

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Petróleos Delta, S.A.

Resumen

Moody's Local sube a ML 1+.pa, desde ML 1.pa, la calificación de riesgo al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCN's), hasta por US\$40.0 millones, de Petróleos Delta, S.A. (en adelante, Petróleos Delta o el Emisor). Asimismo, sube a A-.pa, desde BBB+.pa, la calificación de la Serie C Subordinada y ratifica la calificación AA.pa a la Serie A Garantizada, ambas contempladas dentro de un Programa de Bonos Corporativos de hasta US\$70.0 millones.

La subida en la calificación del Programa Rotativo de VCNs recoge la mejora en el flujo de caja mensual del Emisor, lo cual se mantendría para los siguientes 12 meses, según proyecciones remitidas por la Compañía. Así también, la mejora en la Serie C de Bonos Subordinados pondera el mayor EBITDA reportado por Petróleos Delta durante el 2021 y primer trimestre de 2022, permitiendo un aumento en la cobertura del Servicio de Deuda (parte corriente de la deuda de largo plazo + gastos financieros LTM), situándose por encima de lo reportado previo a la pandemia. Lo anterior también se ha visto plasmado en un mayor nivel de efectivo, sumado a una tendencia decreciente en la Palanca Financiera (deuda financiera / EBITDA LTM).

Las calificaciones consideran igualmente el crecimiento de la utilidad neta de la Compañía tanto al cierre fiscal 2021 como primer trimestre 2022, ubicándose por encima de las ganancias netas obtenidas antes de la pandemia principalmente por cambios en el mix ventas hacia productos de mayor margen, además de eficiencias operativas y un efecto de precio. De acuerdo con las proyecciones remitidas por Petróleos Delta, se espera que al cierre del 2022 el resultado neto se mantenga por encima de lo registrado previo a la pandemia, aun cuando no se espera una pronta recuperación de los volúmenes de ventas.

Resulta igualmente positivo la diversificación de ingresos del Emisor, los cuales 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. También pondera favorablemente el liderazgo del Emisor 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 (213 estaciones en Panamá y 60 estaciones en Costa Rica). De igual forma, resulta positivo el contrato que mantiene el Emisor con IGP Trading, empresa relacionada que le provee los principales productos que vende y distribuye: gasolinas, diésel y jet fuel. IGP Trading 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 panameñas¹. También se valora, el respaldo de su principal accionista, Empresa General de Petróleos (EGP, en adelante), 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 también la Fianza Solidaria otorgada por EGP, así como por las subsidiarias Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta.

¹ 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.

En el caso de la Serie A Garantizada de Bonos Corporativos, la calificación también considera 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 que cubre mínimo el 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 debe cubrir por lo menos el 80% del valor de dichas mejoras.

No obstante lo mencionado previamente, las calificaciones asignadas se mantienen limitadas por el riesgo de refinanciamiento que registra el Emisor, considerando que la mayor parte de su deuda financiera mantiene un esquema de amortización bullet. Por otro lado, el Emisor se encuentra expuesto a la fluctuación de los precios internacionales del crudo, los cuales, si bien durante el 2021 presentaron un repunte respecto a la fuerte caída del 2020 causada por los efectos de la pandemia, en lo que va del 2022 el precio del crudo internacional se ha incrementado de manera importante producto del conflicto entre Rusia y Ucrania. En ese sentido, de continuar el incremento en los precios del petróleo se podrían generar ajustes en los flujos de los principales clientes del Emisor, lo que podría ralentizar y/o conllevar a que surjan atrasos en los cobros de facturas hacia el Gobierno, mientras que, a nivel de facturas privadas, tendrían que acceder a negociaciones en los términos de cobro, así como ampliaciones en los límites de créditos.

Otra limitante observada 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 el Emisor no mantiene una política de dividendos formal, lo cual genera inestabilidad al patrimonio neto del Emisor ante posibles descapitalizaciones. 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 suma que el pago de intereses está condicionado al debido cumplimiento de las condiciones establecidas en el Prospecto del Programa², además de no contar con ningún tipo de garantía.

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 Flujo de Caja Operativo (FCO) del Emisor y consecuente mejora de la cobertura del Servicio de Deuda, ubicándose acorde a calificaciones mayores.
- » Disminución consistente en la Palanca Financiera y/o Contable.
- » 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 del Emisor.
- » 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.

² Sección II, acápite A - 12 "Subordinación de Bonos de la Serie C a Capital e intereses.

Indicadores Clave

Tabla 1
PETRÓLEOS DELTA, S.A.

	Mar-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos (US\$/Miles)	429,510	388,614	312,385	324,298	223,950
Ingresos (US\$/Miles)	1,387,307	1,184,943	709,462	1,400,816	1,510,870
EBITDA (US\$/Miles)	76,866	71,982	36,698	56,939	45,789
Deuda Financiera / EBITDA	2.18x	2.33x	4.54x	2.91x	1.97x
EBITDA / Gastos Financieros	7.64x	7.13x	3.78x	6.54x	8.47x
FCO / Servicio de la Deuda	3.77x	4.07x	2.49x	3.57x	2.72x

Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2
Resguardos asociados al Programa de Valores Comerciales Negociables y Serie A de Bonos Corporativos

	Mar-22**	Dic-21**	Dic-20*	Dic-19*	Dic-18*
Deuda Financiera Neta / EBITDA < 3.75x	1.11x	1.11x	3.11x	2.25x	1.01x
Deuda Financiera Neta / Patrimonio < 2.0x	0.50x	0.48x	0.76x	0.88x	0.33x
Fincas Hipotecadas/Saldo Insoluto a Capital de Bonos \geq 100%	225.19%	225.19%	213.21%	213.21%	213.21%

* 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), aunque en cálculos enviados por el Emisor, los resguardos consideran los pasivos por arrendamiento

** Patrimonio incluye la Serie C de Bonos Subordinados por US\$20.0 millones y pasivos por arrendamientos financieros, aunque en cálculos enviados por el Emisor, los resguardos consideran los pasivos por arrendamiento

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. El Emisor 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, el Emisor 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, el Emisor 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 el Emisor -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 (Peddler³). El Emisor 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 2022, la red de estaciones de servicio del Emisor estuvo conformada por 273 estaciones, de las cuales 213 se encuentran en Panamá, siendo 74 estaciones propias, 90 alquiladas por Delta y los 49 restantes pertenecen a concesionarios que operan bajo la marca Delta. En Costa Rica mantiene 60 estaciones, de las cuales 40 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 150 estaciones se manejan con este modelo y 66 estaciones a través del modelo de concesionarios.

En el sector industrial, Petróleos Delta atiende a empresas de infraestructura, generadoras de energía, constructoras, aviación, ingenios azucareros, cervecerías, marinas y a entidades gubernamentales. Entre los principales servicios que brinda el Emisor 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 la dispensa de combustible (prepagado o crédito) para sus flotas vehiculares, utilizando dispositivos de control (tarjetas o chips) que permiten parametrizar volumen, tipo de producto, periodo de vigencia, entre otros.

³ El negocio Peddler es la distribución sin punto fijo a clientes a granel.

Petróleos Delta, S.A. consolida con Empresa General de Petróleos (EGP), entidad que pertenece en su totalidad a Empresa General de Inversiones (EGI), uno de los conglomerados empresariales más importantes de Panamá, que opera en diversos sectores económicos, siendo el más importante el brazo financiero. Entre las principales empresas de EGI se encuentra Banco General y Subsidiarias. Dentro de los Estados Financieros de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias, consolidan las siguientes empresas: Propiedades Petrodelta, S.A.-industria inmobiliaria; Petróleos Delta Costa Rica, S.A. y Subsidiarias – Compra y venta de productos derivados del petróleo al detal.

Desarrollos Recientes

El día 17 del mes de julio, el Gobierno anunció el congelamiento temporal del precio del combustible a vehículos con matrícula particular por un período de tres meses, estableciendo el precio de la gasolina de 91 y 95 octanos y diésel en US\$3.25 por galón, la diferencia sería asumida por el Gobierno. Según lo indicado por la Gerencia, en un escenario conservador, este anuncio no tendría un impacto en los resultados de la Compañía. Sin embargo el ciclo de conversión de efectivo podría alargarse, considerando que se tendría un mayor volumen de cuentas por cobrar al Gobierno.

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.

De acuerdo con última información publicada de la Contraloría General de la República, al cierre 2021, las ventas acumuladas de combustibles para consumo nacional crecieron en 27.45% anual, al venderse 922 millones de galones, desde 723 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 en prepandemia de diciembre 2019 por 1,129 millones de galones (-18.36% entre diciembre 2021 vs 2019). Asimismo, el sector petrolero se encuentra expuesto a la volatilidad en el precio del crudo internacional (Brent), el cual durante el año 2020 se redujo de manera importante (US\$43/barril promedio en el año 2020 vs \$64/barril en el 2019) ante los efectos del COVID-19 que conllevó a restricciones de movilidad, cierre de fronteras, entre otros, reduciéndose de manera significativa la demanda de combustibles. Para el año 2021, el precio del crudo internacional se recuperó (\$68/barril en promedio 2021), ante el levantamiento de las medidas restrictivas y aplanamiento de la curva de contagios. No obstante, para el año 2022, el sector petrolero enfrenta nuevas fluctuaciones, ocasionadas por los conflictos entre Rusia y Ucrania, lo cual ha conllevado a que los precios se impulsen a niveles históricos de los últimos 10 años, (\$110/barril en promedio primer trimestre 2022 vs \$58/barril promedio primer trimestre 2021). En ese sentido, de continuar la tendencia hacia el alza de los precios del crudo, la capacidad adquisitiva y flujos de los clientes de Petróleos Delta podrían verse afectados, lo que conllevaría para el Emisor el otorgamiento de descuentos, aumentos en límites y negociaciones con proveedores. Así también, podrían surgir una mayor rotación en los cobros de facturas.

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

Activos y Liquidez

ACTIVOS TOTALES SE IMPULSAN POR INCREMENTO EN EFECTIVO, CUENTAS POR COBRAR E INVENTARIOS.

Al 31 de diciembre de 2021, los activos totales aumentaron en 24.40% respecto al ejercicio 2020, impulsados por el mayor saldo de efectivo y equivalentes, cuentas por cobrar e inventarios. En esa línea, el incremento en los niveles de efectivo (+170.26%) responde a las mayores utilidades del periodo, así como menor pago a proveedores ante cambios en las políticas de pago. Por su lado, el comportamiento de las cuentas por cobrar (+100.68%), se atribuye al mayor volumen de ventas tras el levantamiento gradual de medidas de movilidad a lo largo del año 2021 y reapertura progresiva de los sectores económicos, entre los cuales se destaca aviación, industria y nuevos contratos con el Estado. También impulsó el mayor saldo de las facturas por cobrar, el aumento en el precio del combustible considerando la recuperación económica a nivel mundial que ha impulsado el precio del crudo internacional. De analizar la antigüedad de las cuentas por

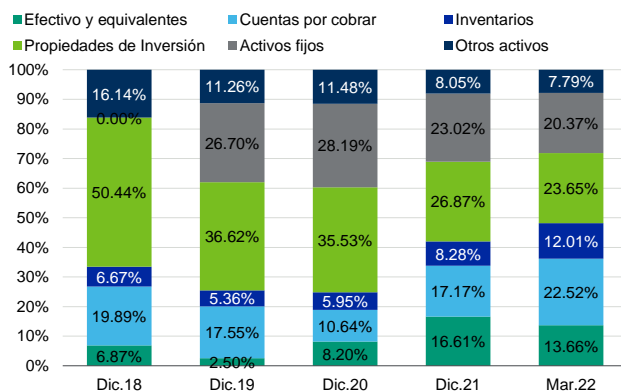
cobrar, se observa una mejora en el rango mayores a 91 días que pasó a representar el 12.87% (19.13% en diciembre 2020), evolución que responde al mayor saldo de cuentas por cobrar que absorbió el aumento en términos absolutos de las cuentas atrasadas registradas en dicho rango. Mientras que en términos absolutos, el aumento de dicho rango fue de 35.89% entre periodos de diciembre, de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia, se han presentado atrasos principalmente en las facturas asociadas al Gobierno Nacional, no obstante, el área de Gestión de Cobros se mantiene realizando el seguimiento cercano pertinente y participando de las reuniones con las distintas entidades gubernamentales involucradas. 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. Por otro lado, el crecimiento en los niveles de inventarios (+73.215) se explica por el efecto combinado de mayor volumen y precio, acorde con lo mencionado en líneas previas.

En tanto, el indicador de liquidez corriente se ajustó a 1.64x, desde 1.81x en diciembre 2020, ante el aumento en mayor proporción de los pasivos corrientes (+118.89%) – por mayores cuentas por pagar a proveedores e impuestos por pagar-, respecto a los activos corrientes (+98.54%) acorde con el aumento en efectivo, cuentas por cobrar e inventarios explicado previamente. A nivel de capital de trabajo, se observó una mejora al situarse en US\$65.1 millones, desde US\$37.5 millones en diciembre 2020, dado que en términos absolutos los activos corrientes crecieron en mayor medida que los pasivos corriente.

Al 31 de marzo de 2022, los activos de Petróleos Delta registraron un aumento de 10.52% con respecto al cierre de 2021, explicado principalmente por el incremento en las cuentas por cobrar netas (+44.99% o US\$30.0 millones) e inventarios (+60.37% o US\$19.4 millones), en ambos casos acorde con el incremento en los precios del crudo internacional ocasionado por los conflictos entre Rusia y Ucrania. Lo anterior, atenuó ligeramente por la disminución en efectivo (-7.11%) producto del pago de impuesto sobre la renta que corresponde repagar en el primer trimestre. El indicador de liquidez corriente continuó ajustándose ante el incremento de los pasivos corrientes por mayores cuentas por pagar a proveedores, mientras que el capital de trabajo se ubicó en máximos históricos ante los elevados niveles de cuentas por cobrar e inventarios, según Gráfico 2.

Gráfico 1

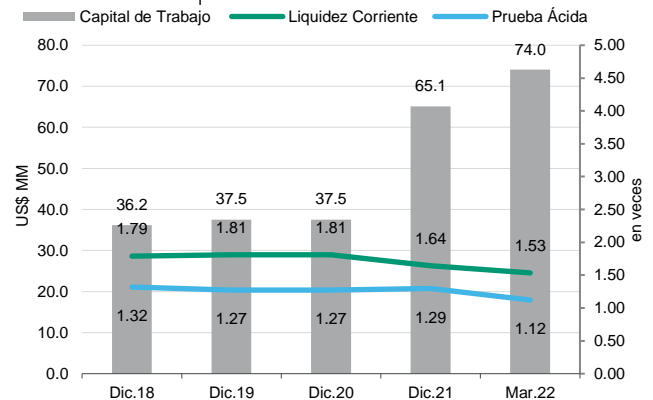
Evolución de la Estructura de Activos



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Gráfico 2

Indicadores de Liquidez



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Moody's Local

Estructura Financiera y Solvencia

PALANCA FINANCIERA MEJORA FRENTE A LA MAYOR GENERACIÓN EBITDA TANTO AL CIERRE 2021 COMO PRIMER TRIMESTRE 2022.

Los pasivos totales registraron un aumento de 27.76% respecto a diciembre 2020, asociado al mayor saldo en cuentas por pagar comerciales (+146.00%), propio de la actividad comercial para financiar el crecimiento de los inventarios, así como nueva política de pago a IGP (empresa relacionada y proveedor del combustible), extendiéndose el pago de facturas de compras a 22 días aproximado (14 días previamente). Así también, se registró un aumento en impuestos sobre la renta por pagar (+US\$8.1 millones), lo cual está relacionado directamente con el repunte de las utilidades del Emisor en comparación con diciembre 2020. Adicionalmente, se observó un aumento en la deuda financiera total (+0.72%) explicado por mayor saldo en pasivos por arrendamientos ante aperturas de estaciones alquiladas, que en parte se compensó por la amortización de los préstamos bancarios según lo establecido en los respectivos cronograma de pagos. Al respecto, la deuda financiera se encuentra conformada principalmente por los pasivos por arrendamiento (58.44%), Bonos Corporativos y Subordinados con vencimiento en 2028 y 2033 adquiridos en su totalidad por una compañía relacionada (32.76%), por préstamos bancarios otorgados por Banco General a Petróleos Delta Costa Rica para financiar parcialmente la compra de Total Petróleo (5.82%) y Valores Comerciales Negociables (2.98%) que incluye la Serie A por US\$5.0 millones cuya fecha de vencimiento fue el pasado mes de abril de 2022 y fue refinanciada mediante la emisión de la Serie B por el mismo monto. Al 31 de diciembre de 2021, el patrimonio del Emisor se incrementó en 18.30% sustentado en las utilidades del periodo y la retención parcial de utilidades. Lo anterior, fue en parte atenuado por el ajuste (pérdida) por valuación de moneda extranjera -ante devaluación del colón costarricense (CRC) frente al dólar-,

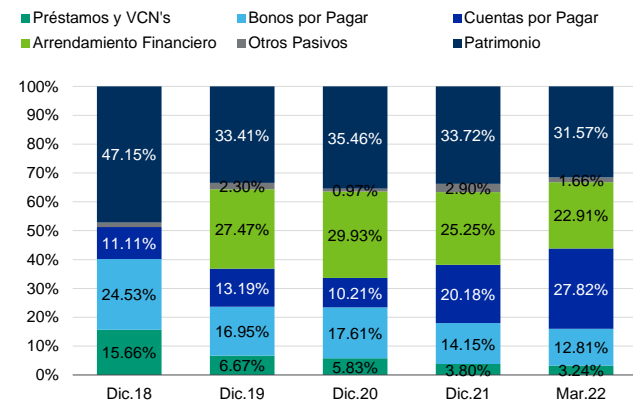
así como la repartición de US\$8.1 millones de dividendos al cierre 2021 (US\$7.0 millones de dividendos netos de impuestos). Cabe resaltar que las utilidades acumuladas del Emisor mantienen una participación de 104.77% sobre el total del patrimonio y, al no contar con una política de dividendos establecida, queda a discreción de la Junta Directiva del Grupo la repartición de las mismas, lo que genera inestabilidad sobre el patrimonio. Al respecto, se señala que el Emisor, en promedio de los últimos 5 años, ha repartido el 70% de las utilidades de periodos previos.

Con respecto a los niveles de apalancamiento, se destaca que la Palanca Contable (Pasivo/Patrimonio Neto) presentó un ligero aumento al situarse en 1.97x, desde 1.82x en diciembre 2020, atribuido al crecimiento de las cuentas por pagar comerciales, mientras que la Palanca Financiera (Deuda Financiera/EBITDA) se redujo de manera importante a 2.33x, desde 4.54x en diciembre 2020, lo cual recoge la recuperación en la generación EBITDA, considerando que el año 2020 las operaciones del Emisor se vieron afectadas por los efectos del COVID-19. Cabe agregar que los instrumentos calificados mantienen resguardos financieros que debe cumplir su accionista, EGP, los mismos que se detallan en la Tabla 2. Al respecto, ambos resguardos mejoran de manera importante respecto a lo reportado durante el año 2020 y niveles prepandemia, producto del impulso observado en el EBITDA y el patrimonio ante mayores resultados.

Al primer trimestre del 2022, los pasivos del Emisor incrementaron 14.10% respecto a diciembre 2021, explicado por el aumento importante que registran las cuentas por pagar (+54.33% o US\$41.0 millones), dado las mayores compras de inventario a mayores precios y extensión de las políticas de pago a proveedores mencionada previamente. Adicionalmente, se observa una disminución en el impuesto sobre la renta por pagar de US\$4.8 millones explicado por el pago del impuesto realizado durante el primer trimestre 2022, mientras que la deuda financiera total se reduce ligeramente en 0.34% acorde con la amortización de los préstamos bancarios. En cuanto al patrimonio, el mismo presentó un incremento de 3.49% respecto a diciembre 2021, producto de las utilidades del trimestre y la retención de las de las mismas, situación que en parte fue contrarrestada por el efecto acumulado negativo de la conversión de moneda, que continúa presionando de manera importante al patrimonio en US\$14.9 millones (+35.66% respecto al cierre 2021). Producto de lo anterior, la Palanca Contable aumentó a 2.17x, mientras que la Palanca Financiera se redujo al ubicarse en 2.18x producto de la evolución favorable en la generación de EBITDA y, en menor medida, la tendencia decreciente de la deuda financiera.

Gráfico 3

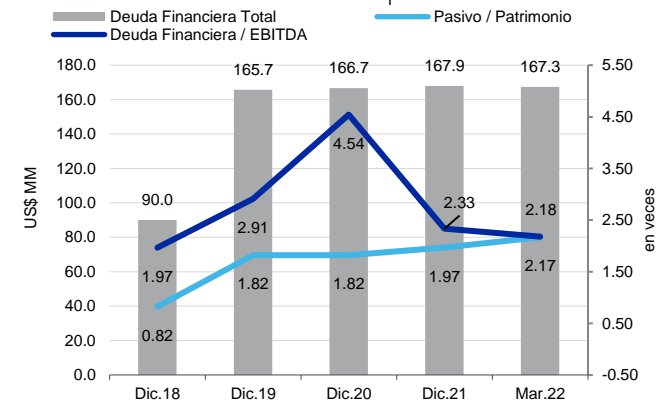
Evolución de la Estructura de Fondo



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

LA UTILIDAD NETA SE RECUPERA Y SE SITÚA EN NIVELES HISTÓRICOS ANTE LOS ALTOS PRECIOS DEL CRUDO INTERNACIONAL Y LA RECUPERACIÓN PARCIAL DE LA DEMANDA DE COMBUSTIBLES

Al término del ejercicio 2021, la utilidad neta generada totalizó US\$32.1 millones, superior en 452.66% respecto al año 2020, explicado por el crecimiento importante en las ventas de combustibles, lo que a su vez considera la baja base comparativa del año 2020 impactada por los efectos del COVID-19, situación que para el año 2021 se revirtió ante el levantamiento gradual de las medidas de restricción (restricciones de movilidad, cierre de fronteras y paralización de obras). En esa línea, los ingresos incrementaron en 66.88% respecto a diciembre 2020, explicado tanto por mayores volúmenes de venta ante la recuperación de la demanda de combustible, así como el repunte significativo en el precio. Por otro lado, los costos de ventas⁴ (+70.19%) incrementaron en mayor proporción, situación que también responde al alza de precios internacional del crudo (\$68/barril en promedio 2021 vs \$43/barril promedio en el 2020) situándose en niveles por encima de prepandemia (\$64/barril promedio en el 2019). El comportamiento anterior, si bien ajustó el margen bruto a 12.87%, desde 14.57% en diciembre 2020, en términos absolutos, la utilidad bruta incrementó en 47.45% respecto al año 2020,

⁴ La política de inventarios de Petróleos Delta está alineada con la regulación actual respecto del cambio bisemanal del precio de paridad de importación del combustible: por lo que realiza sus compras a IGP Trading cada 14 días. De conformidad con las leyes panameñas, IGP Trading cumple con un inventario de seguridad (Reserva Estratégica) que representa 7 días del promedio de ventas.

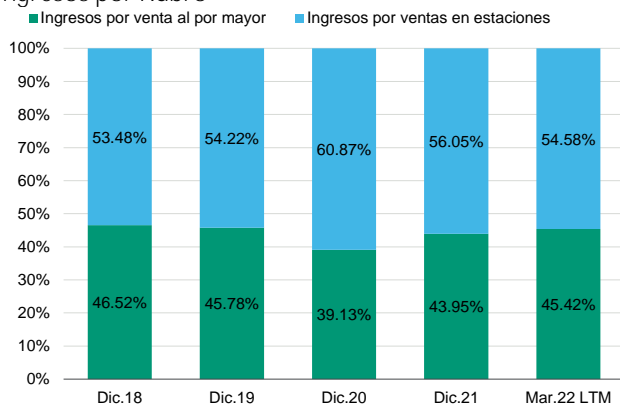
totalizando US\$152.4 millones. Respecto a los gastos de personal, operativos y generales y administrativos, los mismos aumentaron (-23.42% anual) producto a menores gastos de comisiones acorde con las mayores ventas en las estaciones de servicio, así como mayores acarreo. Asimismo, el Emisor suele percibir 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\$2.8 millones, aumentando respecto a los US\$2.4 millones, lo cual considera que en el año 2020 se mantuvieron renegociaciones de contratos de alquiler a menores precios producto de la desaceleración del sector inmobiliario.

En cuanto a los gastos financieros, los mismos presentaron un aumento anual (+4.06%) producto mayores gastos de intereses correspondientes a los pasivos por arrendamiento. El conjunto de todo lo anterior, se plasmó en una recuperación significativa en los niveles de rentabilidad medidos en el retorno promedio de los activos (ROAA), como del accionista (ROAE), indicadores que se situaron en niveles históricos de 9.17% y 26.58%, respectivamente, desde 1.83% y 5.31%, respectivamente en diciembre 2020. Resulta oportuno añadir que, las ganancias obtenidas se ubican un 43.26% por encima de prepandemia (diciembre 2019), debido a los menores gastos operativos que están asociado a los volúmenes vendidos que todavía no recuperan niveles del año 2019, sumado a los mayores ingresos ante el aumento importante en los precios del petróleo.

Al 31 de marzo de 2022, los resultados netos crecieron en 32.58% con respecto al mismo periodo del año anterior, producto del aumento interanual en sus ingresos de 91.31%, en parte contrarrestado por mayores costos de ventas (+103.40%), en ambos casos asociado al incremento significativo en el precio del crudo internacional (\$110/barril en promedio primer trimestre 2022 vs \$58/barril promedio primer trimestre 2021). Así también, los gastos de personal, administrativos y operativos crecieron (+20.86%), producto de mayores comisiones y acarreo, entre otros. La situación anterior, se ha plasmado en un ajuste en los márgenes (ver Gráfico 6), aunque en términos de rentabilidad, el ROAA y ROAE se situaron en 9.12% y 27.43%, respectivamente (2.38% y 6.84% en marzo 2021).

Gráfico 5

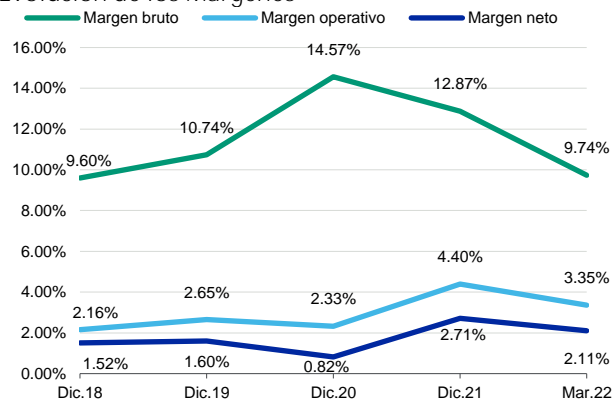
Ingresos por Rubro



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

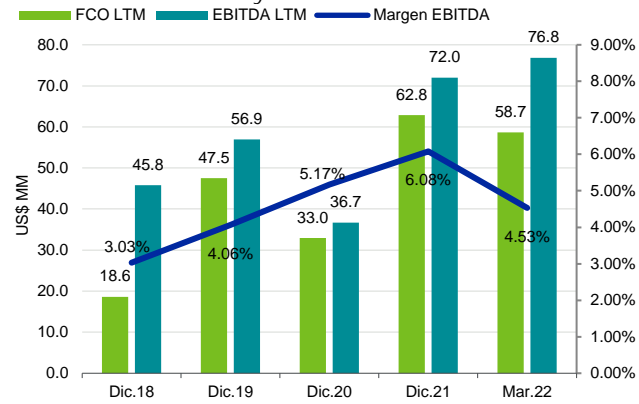
EL EBITDA Y EL FLUJO DE CAJA OPERATIVA CUBREN ADECUADAMENTE EL SERVICIO DE DEUDA

Al 31 de diciembre de 2021, el EBITDA del Emisor ascendió a US\$72.0 millones, aumentando significativamente en 96.15% respecto al año 2020, como resultado de la mayor utilidad operativa percibida por mayores ingresos explicado previamente. Consecuentemente, el margen EBITDA aumentó a 6.08%, desde 5.17% en el 2020. De esta manera, los indicadores de cobertura de los gastos financieros y el servicio de deuda mejoran a 7.13x y 4.02x, respectivamente (3.78x y 2.14x, respectivamente en diciembre 2020). En esa misma línea, el Flujo de Caja Operativo aumentó en 90.55% al situarse en US\$62.8 millones producto de la recuperación en las ventas. En línea con lo anterior y, luego de realizar el ejercicio de devolverle al FCO los intereses pagados, los indicadores de cobertura de gastos financieros y Servicio de Deuda mejoran al situarse en 7.22x y 4.07x, respectivamente (4.40x y 2.49x, respectivamente al cierre 2020). De considerar los Valores Comerciales Negociables dentro del servicio de deuda, las coberturas con EBTIDA y FCO continuarían en niveles cómodos y adecuados al situarse en 3.14x y 3.18x, respectivamente.

Al 31 de marzo de 2022, el EBITDA registró una mejora al totalizar US\$19.3 millones, incrementándose en 33.57% respecto al mismo periodo del ejercicio previo, en línea con las mayores ventas. De tomar el EBITDA LTM, las coberturas de los gastos financieros y del servicio de deuda se ubican en 7.64x y 4.21x, respectivamente. No obstante a lo anterior, el Flujo de Caja Operativo se ubicó en terreno negativo de US\$682.0 mil, situándose en mínimos históricos y disminuyendo en 119.56% respecto al primer trimestre 2021, lo cual se atribuye al incremento en las cuentas por cobrar y compra de inventarios, así como al pago de impuestos sobre la renta.

Gráfico 7

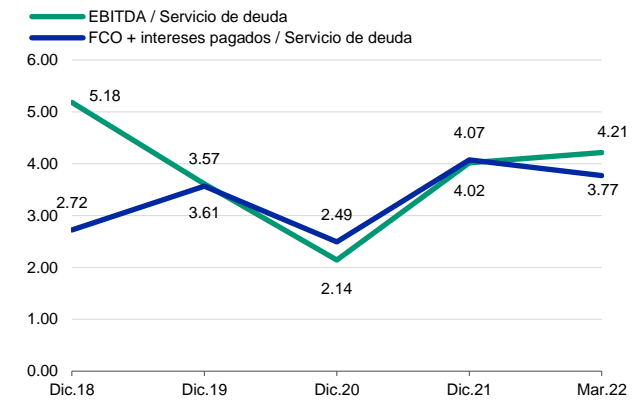
Evolución del EBITDA y FCO



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-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
TOTAL ACTIVO	429,510	388,614	323,930	312,385	324,298	223,950
Efectivo y Depósitos en Bancos	58,658	64,550	25,702	25,625	8,121	15,531
Cuentas por Cobrar, Netas	96,743	66,724	43,153	33,248	56,928	44,988
Inventario	51,603	32,177	19,157	18,576	17,387	15,098
Activo Corriente	212,684	166,455	96,856	83,840	89,018	82,053
Inmuebles, Planta y Equipo, neto	101,581	104,427	108,942	110,990	118,763	114,098
Activos por derecho a uso, neto	87,480	89,462	89,541	88,074	86,592	0
Activos intangibles	9,620	9,607	10,163	10,350	10,971	10,838
Plusvalía	11,479	11,864	11,769	12,585	12,585	12,691
Activo No Corriente	216,826	222,159	227,074	228,545	235,280	141,897
TOTAL PASIVO	293,910	257,582	209,100	201,619	215,949	118,360
Valores Comerciales Negociables	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	15,000
Porción Corriente Deuda a Largo Plazo	3,443	3,442	3,439	3,438	3,434	3,431
Porción Corriente de pasivo por arrendamiento	4,734	4,363	3,753	3,979	3,631	0
Cuentas por pagar	119,486	78,441	34,936	31,887	42,790	24,877
Pasivo Corriente	138,644	101,386	52,163	46,319	57,735	45,877
Deuda a Largo Plazo	5,468	6,330	8,912	9,773	13,211	16,641
Bonos por pagar	55,000	55,000	55,000	55,000	54,980	54,946
Pasivos por arrendamiento	93,664	93,753	91,976	89,504	85,441	0
Pasivo No Corriente	155,266	156,196	156,937	155,300	158,214	72,483
TOTAL PATRIMONIO NETO	135,600	131,032	114,830	110,765	108,349	105,590
Capital Social	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376	7,376
Utilidades retenidas	142,072	133,025	114,572	109,750	104,129	99,836

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos	426,085	1,183,943	222,721	709,462	1,400,816	1,510,870
Costos Operativos	(384,598)	(1,031,570)	(189,085)	(606,123)	(1,250,310)	(1,365,838)
Utilidad Bruta	41,486	152,373	33,636	103,339	150,506	145,032
Gastos de personales	(2,397)	(9,620)	(2,253)	(8,858)	(10,766)	(11,553)
Gastos generales, administrativos y operativos	(24,804)	(90,716)	(20,253)	(77,961)	(102,598)	(100,888)
Utilidad Operativa	14,285	52,037	11,130	16,520	37,141	32,591
Otros Ingresos	326	1,628	476	1,282	1,615	2,008
Gastos Financieros	(2,380)	(10,100)	(2,419)	(9,706)	(8,704)	(5,405)
Utilidad Neta	9,000	32,140	6,788	5,816	22,435	22,892

Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Mar-22	Dic-21	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
SOLVENCIA						
Pasivos Totales / Patrimonio	2.17x	1.97x	1.82x	1.82x	1.99x	1.12x
Deuda Financiera / Pasivo	0.57x	0.65x	0.80x	0.83x	0.77x	0.76x
Deuda Financiera / Patrimonio	1.23x	1.28x	1.46x	1.50x	1.53x	0.85x
Pasivo / Activo	0.68x	0.66x	0.65x	0.65x	0.67x	0.53x
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0.47x	0.39x	0.25x	0.23x	0.30x	0.39x
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0.53x	0.61x	0.75x	0.77x	0.70x	0.61x
Deuda Financiera / EBITDA (*)	2.18x	2.33x	4.31x	4.54x	2.91x	1.97x
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1.53x	1.64x	1.86x	1.81x	1.39x	1.79x
Prueba Ácida ¹	1.12x	1.29x	1.32x	1.27x	1.01x	1.32x
Liquidez Absoluta (Efectivo / Pasivo Corriente)	0.40x	0.58x	0.38x	0.55x	0.14x	0.34x
Capital de Trabajo (Activo Corriente - Pasivo Corriente) (US\$ Miles)	74,040	65,069	44,693	37,520	24,915	36,176
GESTIÓN						
Gastos Operativos / Ingresos	6.38%	8.47%	10.11%	12.24%	8.09%	7.44%
Gastos Financieros / Ingresos	0.23%	0.36%	0.48%	0.63%	0.36%	0.36%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	15	15	17	23	13	11
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	17	19	18	22	10	9
Rotación de Inventario (días)	8	9	10	11	5	5
Ciclo de Conversión	6	5	10	11	8	6
RENTABILIDAD						
Margen Bruto	9.74%	12.87%	15.10%	14.57%	10.74%	9.60%
Margen Operativo	3.35%	4.40%	5.00%	2.33%	2.65%	2.16%
Margen Neto	2.11%	2.71%	3.05%	0.82%	1.60%	1.52%
ROAA (*)	9.12%	9.17%	2.38%	1.83%	8.18%	9.95%
ROAE (*)	27.43%	26.58%	6.84%	5.31%	20.97%	22.67%
GENERACIÓN						
FCO (US\$ Miles)	(682)	62,848	3,488	32,982	47,525	18,639
FCO anualizado (US\$ Miles)	58,677	62,848	24,322	32,982	47,525	18,639
EBITDA (US\$ Miles)	19,302	71,982	14,451	36,698	56,939	45,789
EBITDA LTM (US\$ Miles)	76,833	71,982	38,989	36,698	56,939	45,789
Margen EBITDA	4.53%	6.08%	6.49%	5.17%	4.06%	3.03%
COBERTURAS						
EBITDA / Gastos Financieros (*)	7.64x	7.13x	3.95x	3.78x	6.54x	8.47x
EBITDA / Servicio de Deuda (*)	4.21x	4.02x	2.29x	2.14x	3.08x	5.18x
EBITDA / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	3.31x	3.14x	1.77x	1.66x	2.42x	1.92x
FCO + Gastos Financieros / Gastos Financieros (*)	6.84x	7.22x	3.46x	4.40x	6.46x	4.45x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda (*)	3.77x	4.07x	2.00x	2.49x	3.04x	2.72x
FCO + Gastos Financieros / Servicio de Deuda + VCN'S (*)	2.96x	3.18x	1.55x	1.93x	2.39x	1.01x

*Indicadores anualizados

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

Anexo I

Historia de Calificación

Petróleos Delta. S.A.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.21)*	Calificación Actual (al 31.12.21 Y 31.03.22)	Definición de la Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (Resolución SMV 121-21) hasta por US\$40.0 millones	(modificada) ML 1.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	(modificada) A-.pa	Refleja alta 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 16 de febrero de 2022.

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 31.03.22:	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	<ol style="list-style-type: none"> 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.

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 31.03.22:	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:	<p>Fideicomiso de Garantía:</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>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</p>	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	<ul style="list-style-type: none"> 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 <https://www.moodylocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local, 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 2018, 2019, 2020 y 2021, así como Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2021 y 2022 de Petróleos Delta S.A.C. 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS 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, COMERCIALIZACIÓN 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.moody's.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK 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, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.