



Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación

Sesión de Comité: 2 de mayo de 2018

Contacto:

(507) 234 3790

Maria Luisa Tejada

Analista Senior

mtejada@equilibrium.com.pa

Tomás Riley

Analista

triley@equilibrium.com.pa

*Para mayor información de la categoría otorgada remitirse al Anexo I.

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. En la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pa>) se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad calificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium 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. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium resolvió otorgar la categoría EQL 1+.pa al Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables (VCNs) de Petróleos Delta, S.A., el mismo que permite un monto máximo en circulación de US\$40.0 millones. La perspectiva es Estable.

Dicha decisión se sustenta en el liderazgo que ostenta la Compañía en la venta de combustibles tanto en la República de Panamá como en Costa Rica, posicionamiento que deriva de su extensa red de estaciones de servicio, la misma que ha continuado expandiéndose a lo largo de los últimos ejercicios analizados, totalizando 243 estaciones al corte de análisis. Respecto a este punto, es de indicar que en el mes de agosto de 2017 la Compañía celebró un contrato de compraventa de acciones con Total Petróleo Costa Rica, S.A., lo cual le permitió incrementar el número de estaciones de servicio en dicho país de 34 a 53. Asimismo, la transacción incorporó una nueva rama de negocio: Peddler, la misma que consiste en la distribución sin punto fijo a clientes a granel. El pago realizado por dicha adquisición fue de US\$43.0 millones, de los cuales US\$21.0 se financiaron con caja propia, mientras que la diferencia de US\$22.0 millones con un préstamo bancario tomado con Banco General. Cabe indicar que, al ser el valor razonable de los activos netos identificables menor a lo pagado, la Compañía registró una plusvalía de US\$12.0 millones. Lo antes señalado aporta a la diversificación de ingresos de la Compañía, el mismo que incorpora, además de la venta minorista de combustible antes mencionada, el negocio mayorista comercial y a industrias, así como el alquiler de

Instrumento

Valores Comerciales Negociables

Perspectiva

Calificación*

(nuevo)
EQL 1+.pa

Estable

inmuebles e ingresos por comisiones y regalías.

La calificación otorgada al Programa Rotativo de VCNs incorpora igualmente la Fianza Solidaria otorgada por su único accionista, Empresa General de Petróleos, así como por las subsidiarias Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta, las cuales garantizan el cumplimiento de repago de las obligaciones.

Aporta igualmente de manera positiva el contrato que mantiene la Compañía con IGP Trading, empresa relacionada que le provee de forma exclusiva el combustible que adquiere de la Refinería Chevron Products Antilles, Ltd., entidad que le garantiza un inventario mínimo de 14 días. Cabe indicar que la política de inventario de Petróleos Delta se encuentra alineada con la regulación actual respecto al cambio bisemanal del precio de paridad de importación del combustible, situación que es considerada adecuada, ya que logra mitigar el riesgo de variación de los precios de los combustibles, los mismos que a su vez se encuentran estrechamente relacionados al precio del petróleo.

No menos importante resulta el adecuado desempeño financiero de la Compañía. En este sentido, Petróleos Delta mantiene un capital de trabajo positivo, plasmado en los indicadores de liquidez corriente y prueba ácida que se ubican al cierre del ejercicio 2017 en 1.52 y 1.14 veces, respectivamente. Así también, la Compañía mantiene un adecuado nivel de endeudamiento, situación que se refleja en su apalancamiento contable (pasivo/patrimonio) y financiero (deuda financiera/EBITDA). Es de resaltar además el crecimiento exhibido en la generación de la

Compañía, medida mediante el EBITDA y del Flujo de Caja Operativo (FCO), mostrando una adecuada cobertura tanto del gasto financiero como del servicio de deuda (gastos financieros LTM + porción corriente de la deuda de largo plazo). Adicionalmente, suma como factor positivo el respaldo de su principal accionista, Empresa General de Petróleos, entidad de propiedad de Empresa General de Inversiones, uno de los conglomerados empresariales más importantes de Panamá con presencia y experiencia en diversos sectores económicos, así como el conocimiento y trayectoria que aportan los profesionales que conforman la Junta Directiva y la Plana Gerencial de la Compañía.

Entre las oportunidades de mejora que presenta Petróleos Delta se encuentra la composición del patrimonio neto, el cual a través de los años viene fortaleciéndose a través de las utilidades retenidas, manteniéndose el valor de las acciones comunes constante. A pesar de lo anterior, pondera favorablemente la política de dividendos de la Compañía, la cual ha presentado una repartición promedio simple en los últimos cinco ejercicios de US\$13.0 millones. Finalmente, Equilibrium continuará monitoreando el desempeño de las operaciones y la evolución de los principales indicadores financieros de Petróleos Delta, comunicando oportunamente al mercado cualquier evento que pudiera impactar la categoría de riesgo asignada.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación:

- Debido a que la calificación vigente es la más alta posible, no se consideran factores que puedan mejorar la calificación.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación:

- Pérdida del respaldo patrimonial.
- Ajuste sostenido en los principales indicadores de liquidez.
- Cambios en la regulación y/o en la política de inventarios que lo expongan a la volatilidad de los precios internacionales de combustible y petróleo.
- Ajuste significativo en el EBITDA y/o Flujo de Caja Operativo que impacte de manera negativa en los indicadores de cobertura del gasto financiero y del servicio de deuda de la Compañía.
- Aumento en la palanca financiera y/o contable que ajuste los indicadores de cobertura con la propia generación.
- Desviaciones materiales de las proyecciones remitidas.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos de Importancia

Petróleos Delta es una sociedad anónima organizada fundada el 18 de agosto de 1983 tras la compra de la totalidad de activos y pasivos de Gulf Petroleum. La Compañía se dedica a la compra y venta de productos de petróleo tales como gasolina, diésel, asfalto, combustible para aviones y otros similares, tanto al por mayor como al detal.

Como hechos previos, es de señalar que el 27 de diciembre de 2010 la Compañía expandió sus operaciones tras adquirir el 100% de las acciones de The Shell Company Limited Panamá, ampliando sus estaciones de servicio en el país de 124 a 183. Producto de la transacción, se constituyó la subsidiaria Propiedades Petrodelta, S.A., con la finalidad de administrar los inmuebles adquiridos en dicha operación. En la misma fecha, la Compañía compró The Shell Company Limited Costa Rica, ingresando a dicho país con 32 estaciones de servicio y constituyendo Petróleos Delta Costa Rica, S.A.

Entre hechos relevantes más recientes, el 31 de agosto de 2017 la Compañía -a través de Petróleos Delta Costa Rica- adquirió la totalidad de las acciones de Total Petróleo Costa Rica, S.A. (en adelante Total), incrementando las estaciones de servicio de 34 a 53 e incorporando una nueva rama de negocio: Peddler, el cual consiste en la distribución sin punto fijo a clientes a granel.

Grupo Económico

La Compañía 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, el que a su vez consolida con BG Investment, BG Valores, ProFuturo Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, General de Seguros, Finanzas Generales, Banco General Costa Rica y Overseas Capital Markets.

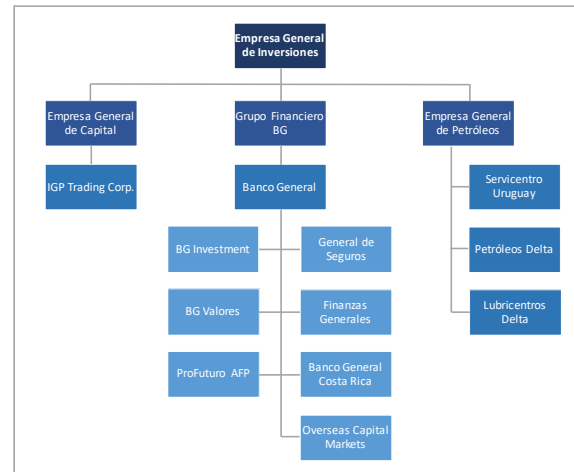
Por otra parte, dentro de los Estados Financieros de Petróleos Delta, S.A. y Subsidiarias, consolidan las siguientes empresas:

Subsidiaria	Actividad Económica	Participación
Propiedades Petrodelta, S.A.	Industria inmobiliaria	100%
Petróleos Delta Costa Rica, S.A. y Subsidiarias	Compra y venta de productos derivados del petróleo al detal.	100%

Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

Estructura Corporativa

A continuación se presenta la estructura organizacional de la Compañía:



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, el Directorio y la Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe.

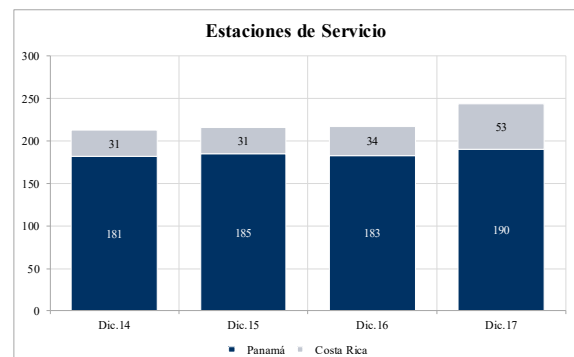
Es de indicar que, el 21 de noviembre de 2017, se nombró como Presidente del Directorio al señor Raúl Alemán Zubieta, dado el sensible fallecimiento del señor Federico Humbert Jr. a inicios de dicho mes. Asimismo, el señor Juan Raúl Humbert asumió como Vicepresidente y Secretario.

Operaciones

La Compañía desarrolla sus actividades a través de dos grandes unidades de negocio: venta *retail* o al detal, que consiste en ventas a través de estaciones de servicio, y las ventas industriales y comerciales.

» Estaciones de Servicio

Al cierre del ejercicio 2017, la red de estaciones de servicio de la Compañía está conformada por 243 estaciones, de las cuales 190 se encuentran en Panamá y 53 en Costa Rica. Las operaciones en el país incrementaron de 183 a 190 en el último ejercicio, en línea con lo proyectado, mientras que en Costa Rica pasaron de 34 a 53 producto de la adquisición de Total Petróleos Costa Rica antes mencionada.



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

A la fecha de análisis, los ingresos por ventas asociados a las estaciones de servicio representan el 52.07% del total, mientras que en términos de volúmenes representan aproximadamente el 40%.

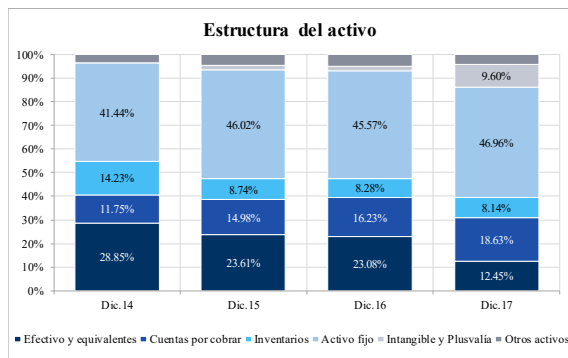
» Industrial y Comercial

Petróleos Delta atiende a empresas de infraestructura, generadoras de energía, constructoras, aviación, ingenios azucareros, cervecerías, marinas y a entidades gubernamentales. Entre los principales servicios que brinda la Compañía se encuentra el abastecimiento de combustible en puntos de entrega dentro de las plantas de sus clientes, así como la instalación de surtidores y de infraestructura. Asimismo, el área industrial incorpora el producto Maxiflota a través del cual las empresas pueden contratar para sus flotas (prepagado o a crédito) la dispensa de combustible además de parametrizar las tarjetas por número de transacciones, volúmenes, tipo de producto y periodo de vigencia.

ANÁLISIS FINANCIERO DE PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

Activos y Liquidez

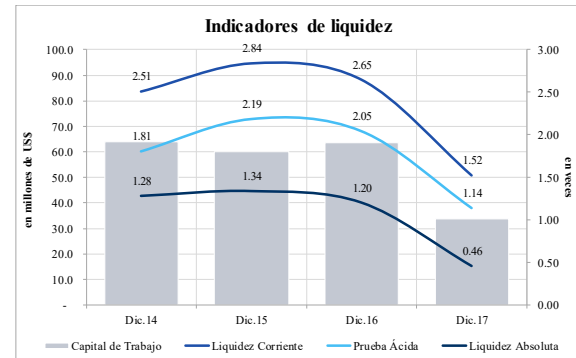
Al 31 de diciembre de 2017, los activos de la Compañía alcanzaron US\$236.1 millones, superando en 17.89% lo registrado al cierre del ejercicio 2016. Lo anterior resulta del mayor nivel de propiedades, mobiliarios, equipos y mejoras, neto, derivado de la mencionada compra de Total. De este modo, el activo fijo se mantiene como la principal partida del balance pasando su representación de 45.57% a 46.96% entre ejercicios. En esa línea, es de mencionar que el 44.07% de las propiedades, mobiliarios y equipos son de propiedad de Petróleos Delta, el 32.84% de Petróleos Delta Costa Rica y el 23.09% de Propiedades Petrodelta.



La compra de Total resulta además en un mayor nivel de intangibles (+US\$7.2 millones), toda vez que al incorporarse a la operación el negocio Peddler la Compañía se evita un trámite que oscila entre 24 y 30 meses. Del mismo modo, la transacción genera una plusvalía de US\$12.0 millones tras haber pagado por las acciones un precio superior al valor razonable de los activos netos identificables.

La compra de Total fue financiada parcialmente por fondos propios, motivo por el cual el efectivo y equivalentes retrocede de US\$46.2 millones en el 2016 a US\$29.4 millones a la fecha de corte. En esa línea, los indicadores de liquidez de la Compañía disminuyen respecto a lo históricamente registrado, aunque los mismos aún se mantienen en rangos adecuados. Tal es así que, al 31 de diciembre de 2017, la liquidez corriente retrocede de 2.65 a 1.52 veces, mientras que la prueba ácida lo hace de 2.05 a 1.14 veces. En tanto, el capital de trabajo desciende

interanualmente de US\$63.4 millones a US\$33.7 millones, según se muestra en el gráfico siguiente:

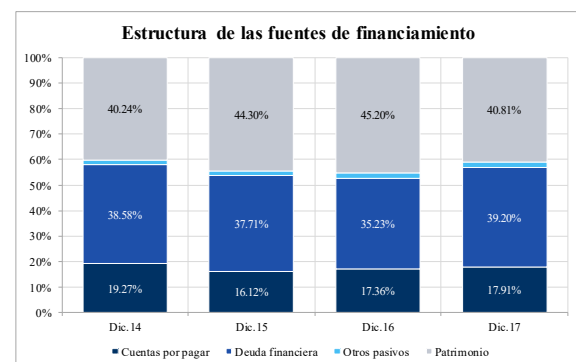


A lo largo de los periodos analizados, se observa que el ciclo de conversión de efectivo se mantiene constante en cuatro días. Esto responde a la estabilidad registrada en los días promedio de cuentas por cobrar, por pagar e inventarios. Respecto a este último, se destaca el manejo que se da al mismo, el cual se encuentra alineado con la regulación y con la frecuencia que hay en el cambio del precio de paridad de importación, situación que permite mitigar las volatilidades que a través del tiempo ha exhibido el precio internacional del combustible y su principal insumo, el petróleo.

Estructura Financiera y Solvencia

Al cierre del ejercicio 2017, los pasivos de Petróleos Delta y Subsidiarias exhiben un incremento interanual de 27.35% hasta alcanzar US\$139.8 millones. El aumento indicado responde a un mayor nivel de deuda financiera, la cual crece en US\$22.0 millones en el último año derivado del préstamo otorgado a Petróleos Delta Costa Rica para la compra de Total. Asimismo, se aprecia un mayor volumen de cuentas por pagar (+21.60% en los últimos 12 meses) principalmente relacionado a productos, considerando el mayor volumen requerido por las nuevas estaciones de servicio y nuevos clientes industriales.

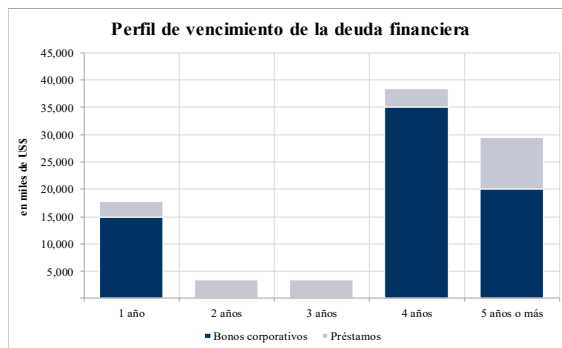
De lo detallado, la deuda financiera incrementa su participación como fuente de financiamiento del activo de 35.23% a 39.20% entre el 2016 y 2017, mientras que las cuentas por pagar lo hacen en menor cuantía tras pasar de 17.36% a 17.91%. En tanto, la contribución del patrimonio neto como fondeo retrocede entre ejercicios de 45.20% a 40.81%.



Respecto a la composición del balance por empresa, se observa que el 81.81% de los pasivos y el 69.72% del patrimonio corresponden a Petróleos Delta, mientras que Petróleos Delta Costa Rica aporta el 18.19% y 50.84% de los pasivos y el patrimonio, respectivamente.

Tal como se detalla en párrafos previos, la deuda financiera de la Compañía aumenta de US\$70.6 millones en el 2016 a US\$92.6 millones a la fecha de análisis, en línea con el préstamo obtenido con Banco General para la compra de Total. Igualmente, la Compañía mantiene un préstamo menor con Banco General (Costa Rica) cuyo saldo asciende a US\$653.5 mil e instrumentos en el mercado de capitales por US\$70.0 millones.

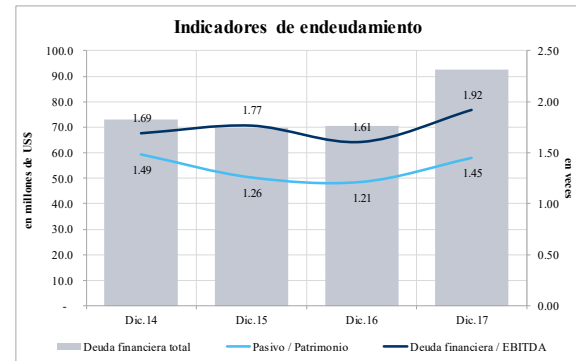
Respecto a esto último, es de recordar que vía oferta pública la Compañía colocó Bonos Corporativos a través de tres Series con distintos montos y vencimientos el 9 de mayo de 2011. La Serie A por US\$15.0 millones fue colocada a siete años, la Serie B por US\$35.0 millones a 10 años y la Serie C por US\$20.0 millones a 12 años.



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

En relación al patrimonio neto de la Compañía, este mantuvo la tendencia creciente exhibida a lo largo de los ejercicios evaluados, alcanzando US\$96.4 millones (+6.43% interanual). El aumento indicado recoge la acumulación de utilidades no distribuidas, las mismas que entre ejercicios pasaron de US\$61.4 millones a US\$66.1 millones. Es de mencionar que las utilidades de cada ejercicio se vienen acumulando dada la política de dividendos de la Compañía, la misma que promedia US\$13.0 millones de repartición en los últimos cinco ejercicios.

Por lo antes expuesto, los indicadores de endeudamiento de la Compañía se incrementan, aunque los mismos se mantienen en niveles acotados. Tal es así que la palanca contable (medida como pasivo en relación al patrimonio) pasa de 1.21 a 1.45 veces entre ejercicios. En tanto, el indicador de apalancamiento financiero (deuda financiera total respecto a EBITDA) pasa de 1.61 a 1.92 veces.

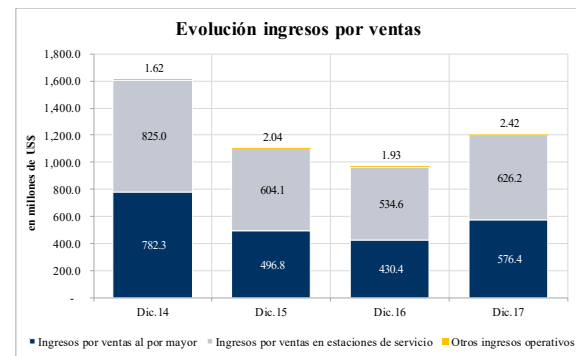


Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2017, los ingresos por venta de derivados de petróleo alcanzaron los US\$1,202.6 millones, cifra 24.62% superior a la registrada en similar periodo del ejercicio previo. Dicho incremento responde a dos factores: el primero de ellos al mayor volumen de ventas (de 529 a 556 millones de galones) y el segundo al mayor precio promedio FOB de la gasolina de la Costa del Golfo de los Estados Unidos (USGC) que pasó de US\$1.332/galón en el 2016 a US\$1.604/galón a la fecha de corte.

Por su parte, el costo de venta ascendió a US\$1,065.8 millones, incrementándose interanualmente en 26.82%, conllevando a que la ganancia bruta en ventas ascienda a US\$136.8 millones (+9.72%). Es de indicar que, al incrementarse los costos de ventas en mayor proporción que los ingresos, el margen bruto se ajusta entre ejercicios al pasar de 12.92% a 11.37%.

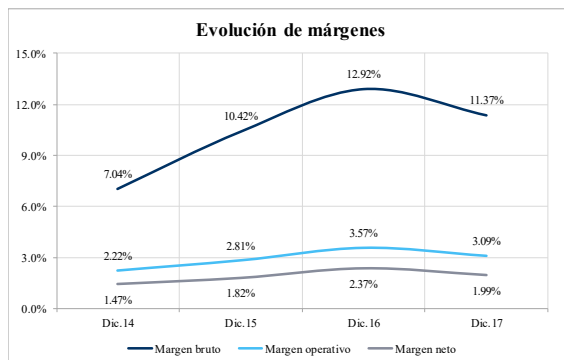


Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

Resulta importante mencionar que la Compañía percibe otros ingresos operativos relacionados al alquiler de ciertos inmuebles y espacios en estaciones de servicio, así como por comisiones y regalías, ingresos que en conjunto se incrementan de US\$1.93 millones a US\$2.42 millones entre ejercicios.

De considerar el país de origen de los ingresos, se aprecia que las operaciones de Panamá representan el 79.85% del total y las de Costa Rica el 20.15% restante. Por su parte, los ingresos por venta al por mayor de combustible representan el 47.83% de los ingresos totales al cierre del ejercicio 2017, siendo las ventas al detal el 51.97% y los otros ingresos detallados en el párrafo previo el 0.20%.

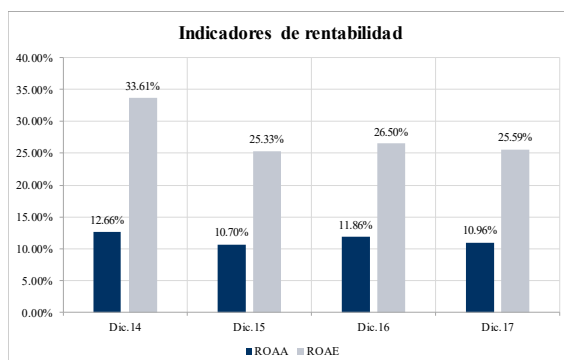
En relación a la carga operativa, esta se compone de los gastos de personal, generales y administrativos, y de operación, siendo este último el más importante en términos absolutos (US\$10.6 millones, US\$2.8 millones y US\$88.7 millones, respectivamente). Cabe indicar que dichos rubros presentan incrementos anuales de 16.66%, 8.83% y 10.23%, respectivamente, derivado de las operaciones adquiridas de Total, toda vez que el personal se incrementa entre ejercicios de 191 a 411, además de haberse incorporado 26 estaciones de servicio a la red a lo largo del 2017. De este modo, el resultado de las actividades de operación incrementa anualmente en 7.67%, totalizando US\$37.1 millones, mientras que el margen operativo presenta un ligero retroceso de 3.57% a 3.09%.



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

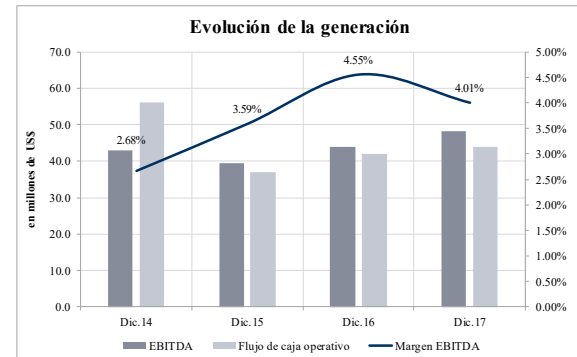
En cuanto a los gastos financieros, estos presentan un crecimiento de 12.81% entre el 2016 y 2017 como resultado de la mayor deuda financiera antes mencionada. De este modo, y luego de considerar el gasto por impuesto a la renta (US\$9.0 millones), la utilidad neta de la Compañía alcanza US\$23.9 millones, superando en 4.60% lo registrado 12 meses atrás. A pesar de lo anterior, el margen neto disminuye de 2.37% a 1.99%.

El resultado neto actual permite a la Compañía registrar un rendimiento promedio de sus activos (ROAA) y para sus accionistas (ROAE) de 10.96% y 25.59%, respectivamente.



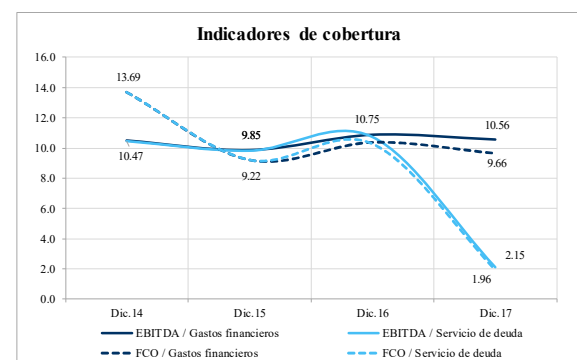
Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

De analizar la generación de la Compañía, a través del EBITDA, se observa una tendencia creciente en los últimos ejercicios analizados, tal como se aprecia en la siguiente gráfica. De esta manera, el EBITDA alcanza US\$48.2 millones al 31 de diciembre de 2017 (+9.68% anual), exhibiendo un margen de 4.01%. Petróleos Delta aporta el 77.81% del EBITDA y las operaciones de Costa Rica el 22.47%, mientras que Propiedades Petrodelta aún registra un nivel negativo. Respecto al flujo de caja operativo, este totaliza US\$44.1 millones a la fecha de corte, ubicándose por encima de los US\$42.0 millones registrados al cierre de 2016.



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

El nivel de EBITDA mencionado logra cubrir en 2.15 veces el servicio de deuda y en 10.56 veces los gastos financieros. En ese sentido, resulta importante mencionar que la cobertura del servicio de deuda se ajusta entre ejercicios (10.75 veces al 2016) dado el futuro vencimiento de la Serie A de los Bonos Corporativos en circulación por US\$15.0 millones. Mismo escenario presenta la cobertura que el flujo de caja operativo brinda al servicio de deuda, el cual retrocede de 10.28 a 1.96 veces entre ejercicios analizados.



Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: Equilibrium

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En miles de Dólares Americanos

ACTIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Efectivo y equivalentes de efectivo	54,459	43,725	46,228	29,404
Cuentas por cobrar	22,178	27,742	32,495	43,991
Inventarios	26,859	16,187	16,574	19,226
Gastos e impuestos pagados por adelantado	2,915	5,072	6,558	5,294
Total Activo Corriente	106,411	92,726	101,854	97,915
Préstamos por cobrar	798	879	966	870
Propiedad, mobiliarios, equipos y mejoras, neto	78,221	85,233	91,256	110,869
Fondo de cesantía	1,613	1,699	1,805	1,908
Activos intangibles, netos	551	3,604	3,460	10,672
Plusvalía	-	-	-	11,992
Otros activos	626	574	350	802
Impuesto sobre la renta diferido	522	500	583	1,082
Total Activo No Corriente	82,332	92,490	98,420	138,195
TOTAL ACTIVOS	188,742	185,216	200,275	236,110
Cuentas por pagar	36,363	29,864	34,772	42,282
Valores comerciales negociables	3,000	-	-	-
Porción corriente de la deuda de largo plazo	-	-	40	17,863
Impuesto sobre la renta por pagar	857	639	1,328	1,478
Gastos acumulados por pagar	2,163	2,118	2,310	2,596
Total Pasivo Corriente	42,383	32,622	38,450	64,219
Prima de antigüedad	603	698	767	839
Préstamos por pagar	-	-	650	19,790
Bonos por pagar	69,809	69,843	69,874	54,912
Total Pasivo No Corriente	70,412	70,541	71,291	75,540
TOTAL PASIVO	112,795	103,163	109,741	139,759
Acciones comunes	7,376	7,376	7,376	7,376
Reserva legal	707	978	1,271	1,730
Efecto acumulado por traducción en moneda extranjera	-1,154	-1,061	-1,446	-1,766
Impuesto complementario	-972	-972	-972	-972
Utilidades no distribuidas	46,424	55,720	61,441	66,068
Utilidad del ejercicio	23,567	20,013	22,864	23,916
TOTAL PATRIMONIO NETO	75,947	82,053	90,534	96,351
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	188,742	185,216	200,275	236,110

ESTADO CONSOLIDADO DE UTILIDADES INTEGRALES

En miles de Dólares Americanos

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Ingresos	1,607,319	1,100,938	965,035	1,202,585
Costo de ventas	-1,494,208	-986,267	-840,387	-1,065,816
Ganancia bruta en ventas	113,111	114,671	124,648	136,769
Ingresos de alquileres	696	929	922	968
Otros ingresos	924	1,108	1,007	1,450
Gastos de personal	-7,655	-8,570	-9,077	-10,589
Gastos generales y administrativos	-2,828	-2,554	-2,582	-2,810
Gastos de operaciones	-68,573	-74,612	-80,441	-88,666
Resultado de las actividades de operación	35,676	30,972	34,477	37,122
Ingresos financieros	471	515	729	356
Gastos financieros	-4,110	-4,015	-4,045	-4,563
Utilidad antes de impuesto a la renta	32,037	27,471	31,161	32,915
Impuesto sobre la renta	-8,470	-7,458	-8,297	-8,999
Utilidad neta	23,567	20,013	22,864	23,916

PETRÓLEOS DELTA, S.A. Y SUBSIDIARIAS

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
SOLVENCIA				
Pasivo / Patrimonio	1.49	1.26	1.21	1.45
Deuda financiera / Pasivo	0.65	0.68	0.64	0.66
Deuda financiera / Patrimonio	0.96	0.85	0.78	0.96
Pasivo / Activo	0.60	0.56	0.55	0.59
Pasivo corriente / Pasivo total	0.38	0.32	0.35	0.46
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.62	0.68	0.65	0.54
Deuda financiera / EBITDA	1.69	1.77	1.61	1.92
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente	2.51	2.84	2.65	1.52
Prueba Ácida	1.81	2.19	2.05	1.14
Liquidez Absoluta	1.28	1.34	1.20	0.46
Capital de Trabajo	64,027	60,104	63,404	33,697
GESTIÓN				
Gastos operativos / Ingresos	4.27%	6.78%	8.34%	7.37%
Gastos financieros / Ingresos	0.26%	0.36%	0.42%	0.38%
Días promedio de cuentas por cobrar	7	8	11	11
Días promedio de cuentas por pagar	8	12	14	13
Días promedio de inventarios	5	8	7	6
Ciclo de conversión de efectivo	4	4	4	4
RENTABILIDAD				
Margen bruto	7.04%	10.42%	12.92%	11.37%
Margen operativo	2.22%	2.81%	3.57%	3.09%
Margen neto	1.47%	1.82%	2.37%	1.99%
ROAA	12.66%	10.70%	11.86%	10.96%
ROAE	33.61%	25.33%	26.50%	25.59%
GENERACIÓN				
Flujo de caja operativo	56,240	37,006	41,982	44,060
Flujo de caja operativo anualizado	56,240	37,006	41,982	44,060
EBITDA	43,046	39,535	43,920	48,172
EBITDA anualizado	43,046	39,535	43,920	48,172
Margen EBITDA	2.68%	3.59%	4.55%	4.01%
GENERACIÓN				
EBITDA / Gastos financieros	10.47	9.85	10.86	10.56
EBITDA / Servicio de deuda	10.47	9.85	10.75	2.15
FCO / Gastos financieros	13.69	9.22	10.38	9.66
FCO / Servicio de deuda	13.69	9.22	10.28	1.96

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual	Definición de Categoría Actual
Programa de Valores Comerciales Negociables Rotativos (hasta por US\$40.0 millones)	-	<i>(nuevo)</i> EQL 1+.pa	Grado más alto de calidad. Existe certeza de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

ANEXO II

Accionistas al 31.12.2017

Accionistas	Participación
Empresa General de Petróleos, S.A.	100.00%

Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: *Equilibrium*

Directorio al 31.12.2017

Directorio	
Raúl Alemán Zubieta	Presidente
Felipe Motta Jr.	Vicepresidente
Fernando Cardoze Fábrega	Director
Juan Raúl Humbert Arias	Director
Emanuel González-Revilla Jurado	Director
Emanuel González-Revilla Lince	Director
Guillermo O. Chapman III	Director

Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: *Equilibrium*

Plana Gerencial al 31.12.2017

Nombre	Cargo
Augusto Gerbaud	Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General
Alberto Crespo	Vicepresidente de Finanzas
Pedro Valdés	Vicepresidente Regional de Ventas Estaciones
Alberto Domínguez	Vicepresidente de Suministro, Distribución y Operaciones
Rolando Troitño	Vicepresidente de Ventas Estaciones Panamá
Juan Ansin	Vicepresidente de Ventas – Sector Industrial

Fuente: Petróleos Delta / Elaboración: *Equilibrium*

ANEXO III
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS – PETRÓLEOS DELTA, S.A.

Programa Rotativo de Valores Comerciales Negociables hasta por US\$40.0 millones	
Fecha del programa:	9 de mayo de 2011
Monto máximo en circulación:	US\$40.0 millones
Plazo del programa:	10 años
Vencimiento:	Entre 30 y 360 días (en múltiplos de 30)
Tasa de interés:	Fija
Pago de intereses:	Mensual
Redención anticipada:	No hay opción
Respaldo:	Crédito general del Emisor
Fiadores Solidarios:	Empresa General de Petróleos, Lubricantes Delta, Servicentro Uruguay y Propiedades Petrodelta.

Fuente: Petróleos Delta / *Elaboración: Equilibrium*

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.