

GCFI-MV-116-2022

San Isidro, 16 de diciembre de 2022

Señores
Superintendencia del Mercado de Valores
Av. Santa Cruz N° 315
Miraflores

Atención: Carta de Regularización
Referencia: Expediente N° 2022048885

Nos dirigimos a ustedes en relación con lo comunicado como Hecho de Importancia el día 6 de diciembre de 2022, con carta GCFI-MV-112-2022, en el que se adjuntó el informe de la firma clasificadora Standard & Poor's Global Ratings en idioma inglés.

Al respecto, y en adición a lo enviado, se procede a adjuntar el mismo informe de la firma clasificadora en idioma español.

Atentamente,

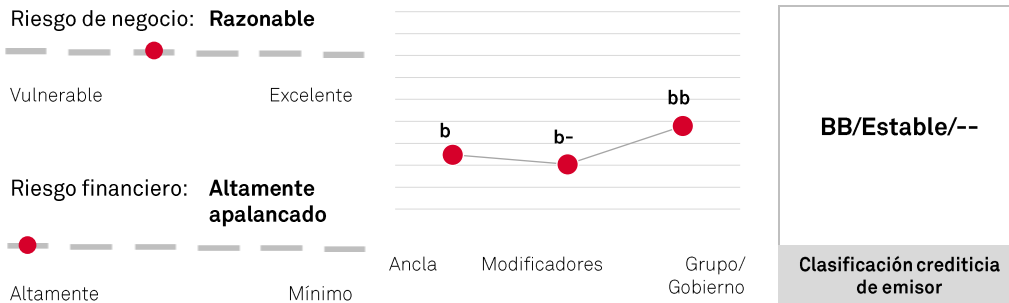
Luis Sánchez Torino
Representante Bursátil
Petróleos del Perú- PETROPERÚ S.A.

Análisis Detallado

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

6 de diciembre de 2022

Síntesis de los Factores de Clasificación



CONTACTOS ANALÍTICOS

Gaston Falcone
Buenos Aires
54 (11) 4891-2147
gaston.falcone
@spglobal.com

Veronica Amendola
Buenos Aires
54 (11) 4891-2175
veronica.amendola
@spglobal.com

Candela Macchi
Buenos Aires
54 (11) 4891-2110
candela.macchi
@spglobal.com

Factores Crediticios Clave

Resumen

Fortalezas clave

Probabilidad muy alta de respaldo extraordinario del gobierno. Vimos evidencia de este respaldo en 2022 y esperamos que continúe.

Riesgos clave

Deficiencias de administración y gobierno corporativo en 2022 que provocaron una grave crisis de reputación y liquidez, lo que interrumpió el suministro normal de combustible en el país y erosionó la participación de mercado.

La empresa representa alrededor de 50% de la capacidad de refinamiento de Perú, y, a pesar de los contratiempos de este año, sigue siendo el principal proveedor/importador de productos refinados del país.

Estructura de capital muy apalancada que se debilitó aún más en 2022, ya que la escasa liquidez perturbó el curso normal de los negocios.

Acceso de Petroperú a los mercados locales e internacionales de deuda y capital, aunque los problemas de gobierno corporativo han dificultado recientemente este acceso.

Aunque la refinería de Talara debería volver a operar en 2023, el paro de la refinería ha provocado que la empresa sólo importe productos refinados, perdiendo su margen de refinamiento.

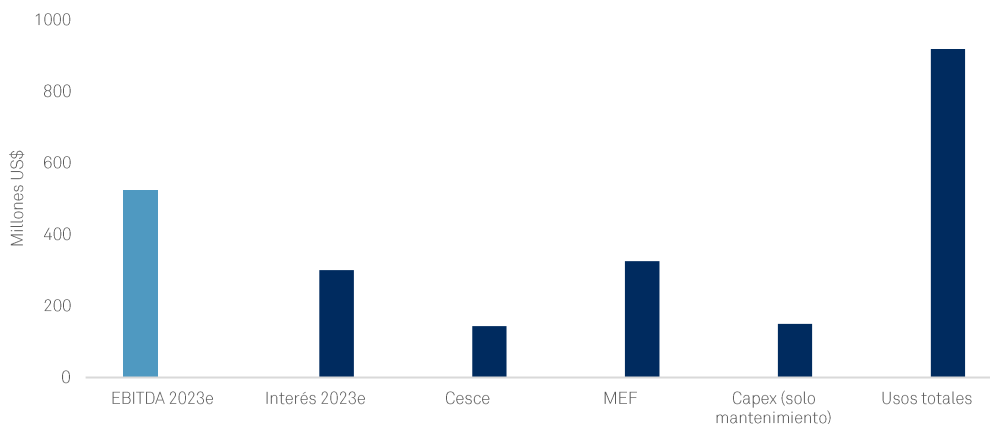
Volatilidad inherente a los márgenes de refinamiento que se derivan de factores que escapan al control de la empresa, como los diferenciales del precio del petróleo.

Las graves deficiencias de administración y gobierno corporativo de este año han desencadenado una serie de acontecimientos que han dañado la reputación y la liquidez de Petroperú, y nuevos contratiempos en el tercer trimestre han elevado el apalancamiento, debilitando su estructura de capital. Iniciando con una disputa con su auditor en febrero, Petroperú ha tenido varios eventos que han minado su reputación y liquidez, obligándolo a negociar dispensas de la comunidad financiera para evitar un evento de incumplimiento y riesgos de aceleración de deuda. Por ello, el gobierno ha intervenido en varias ocasiones a lo largo del año.

La publicación de una auditoría limpia de los estados contables de 2021 en septiembre no restableció las condiciones normales de negocio ni el acceso al crédito. Además, los resultados del tercer trimestre fueron más débiles de lo que esperábamos, debido a la puesta en marcha de Talara (que requiere mayores compras y consumo de petróleo, pero que aún no se traduce en productos vendibles), el empeoramiento del perfil crediticio de la empresa, y la menor liquidez (con condiciones deficientes o inexistentes por parte de proveedores o bancos). Esto provocó retrasos en el suministro y que el gobierno interviniera de nuevo en octubre. Por otro lado, el aumento de los costos debido a la refinería de Talara (el presupuesto aumentó a US\$5.300 millones antes de intereses desde US\$5.100 millones anteriormente) y la ayuda financiera del gobierno se traducen en un mayor apalancamiento (estimamos que la deuda nominal será de unos US\$6.400 millones en 2022 desde los US\$5.600 millones antes), al tiempo que la empresa sigue buscando nuevas fuentes de fondeo para estabilizar la liquidez.

Aunque esperamos un mayor EBITDA en 2023 como resultado de las operaciones de Talara y la estabilización del capital de trabajo en un contexto de precios de petróleo más bajos, consideramos que Petroperú tiene poco margen para desapalancarse significativamente. Con la carga de deuda total de Petroperú por encima de US\$6.000 millones, consideramos que nuestro EBITDA previsto de US\$470 millones-US\$520 millones para 2023 es insuficiente para hacer frente a una carga de intereses de alrededor de US\$300 millones, al repago anual de US\$144 millones a Cesce, al repago de US\$325 millones al MEF (aprobado por el Congreso el 30 de noviembre) y a los gastos de capital (capex) de US\$150 millones-US\$200 millones (principalmente para mantenimiento). La empresa mantiene una alta dependencia de la dinámica del capital de trabajo y del crédito externo. En consecuencia, la posibilidad de una reducción estructural de la deuda en 2023, incluso con Talara plenamente operativa, parece mínima.

EBITDA frente a usos a corto plazo 2023 estimado



Sin embargo, consideramos que esto se compensa en cierta medida por el apoyo continuo y extraordinario del gobierno como único accionista de la empresa, y su voluntad y capacidad declaradas de apoyar a Petroperú para evitar un incumplimiento de pago. Además, el reciente decreto gubernamental 023-2022 establece el marco para reestructurar la empresa (lo que incluye la contratación de consultores y el establecimiento del marco para una potencial oferta pública); además de las iniciativas pendientes que se implementarán para restaurar la liquidez, la reputación y la participación de mercado en 2023.

El respaldo del gobierno se ha convertido en el factor crediticio clave para la calidad crediticia de Petroperú y fundamental para la continuidad del negocio en 2022, pero hasta ahora ha sido insuficiente para restablecer las

condiciones normales del mismo. Nuestra evaluación de la probabilidad de respaldo del gobierno a Petroperú se mantiene sin cambios y tiene un historial de brindar apoyo a la entidad. Además, consideramos que la posición de Petroperú en el sector energético nacional no es fácilmente reemplazable debido a la dificultad de construir nuevas refinerías, oleoductos e instalaciones de almacenamiento dado el monto de las inversiones necesarias, las licencias ambientales y el cronograma de construcción. Por lo tanto, esperamos que Petroperú siga recibiendo respaldo continuo y extraordinario en caso necesario.

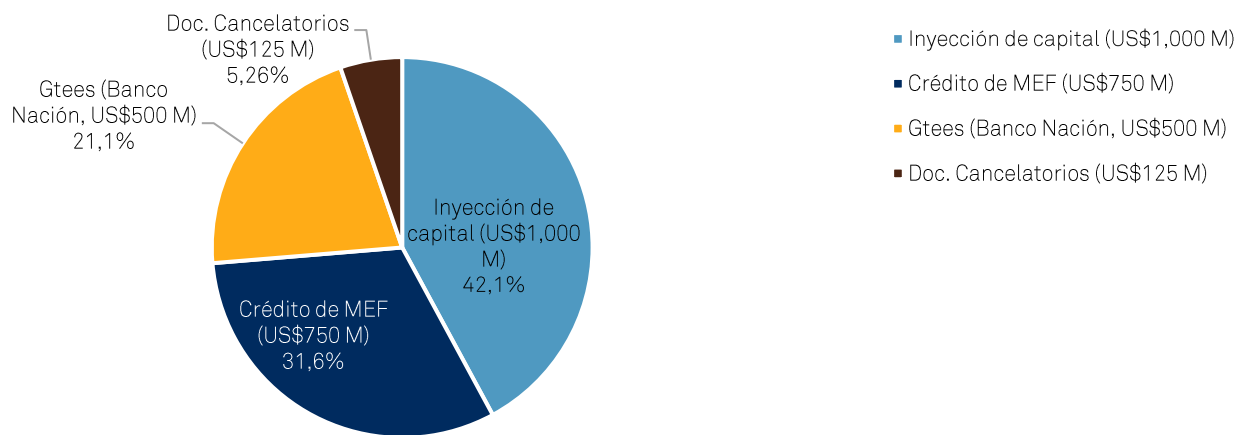
En el pasado, hemos visto la transferencia de los pasivos de pensiones de la empresa al gobierno, una inyección de capital de US\$325 millones en 2017 y una política tributaria favorable a las operaciones de la empresa en la región amazónica. En medio de la pandemia, Petroperú obtuvo el respaldo del gobierno a través del Decreto de Emergencia 33/2020 en marzo de 2020.

Más recientemente, el gobierno demostró no sólo su voluntad sino también su capacidad para intervenir en Petroperú, por ejemplo, mediante el crédito de US\$750 millones del Ministerio de Hacienda (MEF) en mayo, y, posteriormente, mediante el decreto 023-2022 en octubre. El decreto incluía una aportación de capital de US\$1.000 millones, una garantía para una nueva línea de crédito a corto plazo de US\$500 millones del Banco de la Nación y el establecimiento de un marco para la reestructuración de Petroperú, que ha sido fundamental para preservar el suministro de combustible en el país y para respaldar el aumento en el consumo de petróleo durante el periodo de puesta a punto de Talara. Esperamos que este respaldo continúe.

Sin embargo, en nuestra opinión, el respaldo aún no ha restablecido las condiciones normales de negocio para Petroperú porque todavía hay varias iniciativas en marcha que la empresa implementará. Consulte más información en la sección de Liquidez y en nuestro boletín "*Recent Approval Of Equity Injection Supports Our View Of Government Support Of Petroleos del Peru S.A.*", publicado en inglés el 27 de octubre de 2022.

Seguiremos supervisando la relación entre Petroperú y el gobierno peruano, incluidos los incentivos, la capacidad y las herramientas de este último para respaldar a la empresa, especialmente, en medio de las condiciones económicas inciertas a nivel mundial y los retos de la empresa.

Resumen de los principales instrumentos de respaldo del gobierno **Total: US\$2.400 millones**



Fuente: S&P Global Ratings

Perspectiva

La perspectiva estable de la empresa refleja, principalmente, la del soberano y nuestra opinión de que Petroperú seguirá desempeñando un papel muy importante en la política energética y de infraestructura del país, mientras que su vínculo con el gobierno sigue siendo muy fuerte. En nuestra opinión, la estructura de capital de Petroperú sólo es sostenible gracias a la muy alta probabilidad de respaldo extraordinario del gobierno en caso de problemas financieros, como el respaldo observado durante este año. La perspectiva también refleja que, después de alcanzar un pico significativo en 2022 debido a los eventos extraordinarios, esperamos que el apalancamiento de Petroperú caiga y se mantenga alrededor de 10x-15x (veces) en 2023-2024, con Talara completamente operativa.

Escenario negativo

Podríamos bajar la clasificación de Petroperú a 'BB-' o menos si la probabilidad de respaldo del gobierno disminuye al tiempo que otros factores crediticios permanecen sin cambios. Eso podría ocurrir, por ejemplo, si, en nuestra opinión, el rol de la empresa para el gobierno se debilita o si la importancia de Petroperú para el sector energético peruano disminuye. Habiendo presenciado la materialización del respaldo este año, no esperamos que la probabilidad de apoyo disminuya en los próximos años.

Podríamos revisar la perspectiva a negativa o revisar a la baja nuestro perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) de Petroperú si consideramos que su estructura de capital es insostenible, lo que sugiere un potencial incumplimiento de pagos. Esto podría ocurrir, por ejemplo, si Petroperú incurriera en nuevos retrasos y excedentes de costos para Talara; si la empresa no es capaz de empezar a restablecer su posición en la participación de mercado con Talara plenamente operativa, o si el aumento de los volúmenes vendidos en 2023 no se materializa. También podríamos revisar a la baja el SACP si la liquidez sigue empeorando sin que haya indicios de un respaldo continuo o extraordinario por parte del gobierno.

Escenario positivo

Podríamos subir la clasificación de Petroperú si nuestra opinión sobre la probabilidad de respaldo extraordinario aumentara, por ejemplo, si el papel de la empresa para el gobierno -o su vínculo con él- se fortaleciera. También podríamos subir las clasificaciones si revisáramos nuestra evaluación de liquidez a una categoría más fuerte junto con nuestra evaluación de administración y gobierno corporativo. Para esto último sería necesaria evidencia de que la empresa ha reforzado su capacidad para identificar, prever y controlar más eficazmente riesgos críticos como la entrega puntual de los estados financieros, teniendo en cuenta que aún no se ha nombrado al auditor para las cuentas de 2022. Una evaluación más sólida de la liquidez requeriría una visión más clara de la estructura de capital de la empresa y del acceso al crédito, así como mayor claridad sobre las iniciativas pendientes, como las otras líneas de crédito actualmente en negociación. Además de los cambios en las evaluaciones de liquidez y administración y gobierno corporativo de la empresa, consideramos que una mejora basada únicamente en los índices de apalancamiento es poco probable en este momento, ya que requeriría que el índice de deuda a EBITDA se mantuviera constantemente por debajo de 5x y que los fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda superaran 12%.

Nuestro Escenario Base

Supuestos

- Incorporamos variables macroeconómicas que consideramos relevantes para el segmento de refinamiento, en particular el crecimiento del PIB que se correlaciona con la demanda de energía y la inflación que afecta a los gastos de venta, generales y de administración (SG&A, por sus siglas en inglés). Véase "[Panorama económico para América Latina en el primer trimestre de 2023: Cambio hacia un menor crecimiento](#)", publicado el 28 de noviembre de 2022. Tras una recuperación del PIB de 13.5% en 2021, preveemos que el PIB de Perú crecerá alrededor de 2.2% en 2022, 2.5% en 2023, 3.1% en 2024, y una tasa de inflación de 7.8% en 2022, 3.0% en 2023 y 2.0% a largo plazo.

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

- Consideramos que Talara operará en su totalidad a principios de 2023. Esto debería traducirse en mayores márgenes de EBITDA a medida que la empresa recupere márgenes de refinamiento y pueda procesar petróleo crudo más pesado, lo que reduciría las importaciones de productos refinados. Esperamos entre 90.000 y 95.000 barriles diarios (bpd) en 2023-2024, con un mayor porcentaje de refinamiento interno y una tasa de utilización de entre 70% y 75%. También esperamos una participación mucho mayor del petróleo crudo frente a los productos refinados en las compras totales de Petroperú en 2023 y en adelante.
- En términos de volúmenes vendidos, esperamos una recuperación más gradual en 2023 y 2024 frente a las expectativas de Petroperú. También aumentamos los gastos SG&A en 10% por encima de la inflación en 2023-2024 para captar los esfuerzos comerciales para recuperar su participación de mercado.
- Los precios de los combustibles, así como los precios de compra del petróleo y de los productos refinados, se mueven en línea ya que ambos se correlacionan con los precios del petróleo. Actualizamos nuestros supuestos sobre el precio del petróleo WTI en nuestro artículo "S&P Global Ratings Revises Its Oil And Gas Price Assumptions On Supply/Demand Fundamentals", publicado en inglés el 18 de noviembre de 2022. Proyectamos un precio del WTI de US\$95 por barril en 2022, US\$85 por barril en 2023 y US\$75 por barril en 2024.
- Los cambios en el capital de trabajo se ajustaron en 2022 para reflejar los acontecimientos excepcionalmente negativos que experimentó la empresa en relación con las condiciones de pago aplicadas en el primer trimestre de 2022, la necesidad de mayores compras de petróleo durante la puesta en marcha de Talara y la falta de liquidez en el tercer trimestre de 2022, que se cubrió, principalmente, con la inyección de capital. Consideramos que el capital de trabajo se estabilizará gradualmente en 2023 y 2024, a medida que la empresa consiga restablecer el crédito de los proveedores y los acuerdos bilaterales. Esperamos que la disminución de los precios del petróleo en 2023-2024 se traduzcan -en igualdad de condiciones- en menores inventarios.
- Actualizamos los montos de capex siguiendo los lineamientos de la administración. Incorporamos US\$900 millones en 2022, principalmente, para completar la remodelación de Talara; con una significativa disminución a US\$340 millones en 2023, y, posteriormente, otra disminución a alrededor de US\$200 millones, en su mayoría, para mantenimiento.
- Ajustamos la estructura de capital y la liquidez para incorporar la extensión y amortización del crédito del MEF en 2023 y 2024, los nuevos instrumentos otorgados por el gobierno (capital más la garantía para respaldar al Banco de la Nación), y un crédito puente con salida a un crédito a largo plazo (*take-out*) en 2023.
- No hay pago de dividendos.

Indicadores Principales

Petroperú - Indicadores principales*

Millones de US\$	2020r	2021r	2022e	2023p	2024p
Ingresos	3122	4218	5,500-5,700	5,900-6,200	5,900-6,300
EBITDA	135	327	100-130	490-530	520-550
Margen de EBITDA (%)	4,3%	7,8%	1%-2%	8,0%-8,5%	8,5%-9,50%
Deuda	4.355	4.869	6.300-6.500	6.000-6.200	5.600-5.800
Capex	639	378	800-1000	300-350	150-200
Deuda a EBITDA (x)	32x	15x	48x-51x	11x-x13x	10x-12x
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	0,7x	1,5x	0,5x	1-5x-1,8x	1,7x-1,9x

*Todas las cifras ajustadas por S&P Global Ratings. r-Real. e--Estimado. p-Proyectado

Esperamos un EBITDA de alrededor de US\$100 millones en 2022, con una recuperación a alrededor de US\$500 millones en 2023, y de US\$520 millones a US\$560 millones en 2024. En consecuencia, desde un pico muy por encima de 20x en 2020, el apalancamiento se recuperó a 14,9x en 2021, pero luego se disparó de nuevo en 2022 debido a los eventos desafiantes que experimentó Petroperú y la necesidad de una deuda mayor para respaldar la finalización y el capital de trabajo de Talara. Esperamos que el apalancamiento sea de 10x-13x en 2023-2024 basado en la contribución de Talara y una recuperación gradual de los volúmenes vendidos. Además, esperamos que la cobertura de intereses del EBITDA se recupere hasta 1,5x-1,8x en 2023 desde por debajo de 1.0x en 2022.

Descripción de la empresa

Perú (moneda local: BBB+/Estable/A-2; moneda extranjera: BBB/Estable/A-2) posee 100% de Petroperú, del que 60% pertenece al Ministerio de Energía y Minas (MINEM) y 40% al Ministerio de Hacienda.

La empresa transporta, refina, distribuye y comercializa combustibles y otros productos derivados del petróleo en Perú. Petroperú posee y opera tres refinerías (Talara, Conchán e Iquitos) con una capacidad total de refinamiento de 92.500 barriles diarios (bpd). La refinería de Pucallpa, antes arrendada a una entidad privada, se encuentra actualmente en evaluación para continuar sus operaciones. La empresa también posee y opera el oleoducto Nor Peruano (de, aproximadamente, 1.100 kilómetros de longitud), que es el principal oleoducto de transporte de Perú y conecta todos los principales bloques petroleros del país con la refinería y el puerto más grandes del este. Petroperú distribuye combustible a través de buques, camiones y vagones de ferrocarril, y lo vende, principalmente, a través de estaciones de servicio minoristas afiliadas que trabajan exclusivamente con Petroperú.

La mayoría de los ingresos y EBITDA de la empresa provienen del refinamiento, comercialización y distribución de productos del petróleo en el país. Petroperú está haciendo una inversión sustancial para renovar Talara (US\$5.300 millones sin considerar intereses), lo que aumentará su capacidad a 95.000bpd para 2022 desde los 65.000bpd actualmente, y un total de 122.500 bpd para las tres refinerías en operación. Esta iniciativa explica la mayoría de la deuda total en circulación de Petroperú (alrededor de 70%) al 30 de septiembre de 2022. A la fecha, 98,26% de la renovación se había completado. Petroperú inauguró formalmente la planta en abril, empezando su periodo de puesta en marcha con la expectativa de que estaría operando en su totalidad en 2023.

Análisis Comparativo

Normalmente seleccionamos como pares otros activos de refinamiento que calificamos en América Latina. Todos son entidades relacionadas con el gobierno (ERG) con una probabilidad muy alta de recibir respaldo de sus respectivos gobiernos. Por lo tanto, desempeñan un papel importante desde el punto de vista económico y social en los países donde operan, y se benefician de grandes participaciones de mercado bien establecidas y de una competencia limitada, con el mandato de garantizar el suministro nacional de combustible. Además, todos dependen de las importaciones (ya sea de petróleo crudo para refinar o de productos refinados) porque ninguna es autosuficiente.

Desde el punto de vista de negocio, consideramos a la Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland (ANCAP; BB+/Estable/--) y a la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP; BB+/Estable/--) como las más comparables a Petroperú, aunque difieren en términos de capacidad (porque sirven a economías diferentes) y desarrollo (principalmente para Petroperú debido a la considerable inversión en Talara). Observamos que los recientes problemas de gobierno corporativo y liquidez de Petroperú han tenido un efecto negativo sobre las clasificaciones en 2022.

ENAP es una empresa chilena de petróleo y gas con gran presencia en el mercado local de comercialización y entrega al cliente final y algunas actividades locales y extranjeras de exploración, desarrollo y producción. Representa aproximadamente 40% del suministro de energía de Chile para el transporte y la generación de electricidad, y suministra alrededor de 60% de las necesidades de productos refinados del país. Una fortaleza crediticia de ENAP se deriva de su capacidad de refinamiento, mayor que la de sus pares, y de su mandato de centrarse en la eficiencia para ser una empresa cada vez más autosuficiente, a pesar de ser propiedad del estado. Además, la consolidada división de exploración y

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

producción de ENAP proporciona flexibilidad financiera a la empresa, especialmente cuando los precios del petróleo son altos.

ANCAP es la empresa estatal uruguaya de petróleo y gas. Tiene derechos exclusivos de refinamiento y de importación de petróleo crudo, productos refinados y gas natural en el país. La empresa también tiene una posición dominante en el mercado de distribución de combustible en Uruguay, con una participación de mercado de aproximadamente 60% a través de su red de 290 estaciones de servicio.

Petroperú tiene cierto nivel de integración porque posee y opera el único oleoducto del país. Además, el gobierno de Perú ha demostrado recientemente su respaldo a la empresa a través de diversos instrumentos. En comparación con ANCAP, Petroperú se beneficia de precios de combustible que se ajustan semanalmente, incorporando las variaciones del precio del petróleo y de las divisas, mientras que los precios de ANCAP son aprobados formalmente por el gobierno a pesar de la aplicación de un régimen de paridad de importación. Además, Petroperú tiene una mayor capacidad de refinado que ANCAP.

En cuanto a los perfiles de riesgo financiero, las tres empresas están sujetas a la volatilidad inherente a los márgenes de refinamiento; por lo tanto, su apalancamiento ha fluctuado en los últimos cinco años en función de los ciclos de refinamiento. Aun así, Petroperú tiene, con mucho, la mayor cantidad de deuda (principalmente relacionada con la modernización de Talara), seguida de ENAP (con una carga de deuda estable de alrededor de US\$4.500 millones), mientras que ANCAP tiene el perfil de riesgo financiero más fuerte debido a su carga de deuda mucho menor.

Petróleos del Perú Petroperú S.A.--Tabla comparativa

Sector industrial: Infraestructura

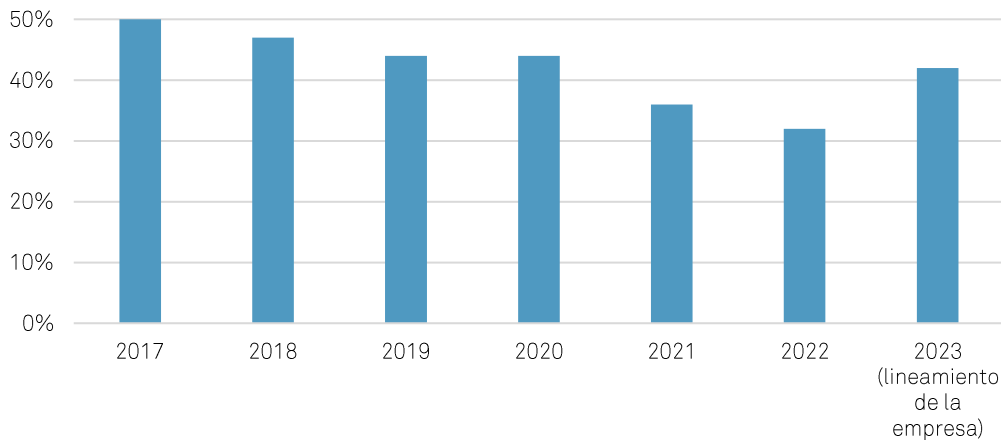
	Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland	Empresa Nacional del Petróleo	Petróleos del Perú Petroperú S.A.
Clasificaciones al 21 de septiembre de 2022	BB+/Estable/--	BB+/Estable/--	BB/Estable/--
(Millones de US\$)	--Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2021--		
Ingresos	4.155	7.689	4.218
EBITDA	371	777	327
Fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés)	313	564	99
Gastos por intereses	28	210	212
Flujo de efectivo de operaciones	377	489	155
Gastos de capital	52	370	378
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	325	119	(223)
Deuda	655	4.414	4.869
Capital	1.586	1.019	1.909
Índices ajustados			
Margen de EBITDA (%)	9	10	8
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	13	4	2
Cobertura de intereses con FFO (x)	12	5	1
Deuda/EBITDA (x)	2	6	15
FFO/deuda (%)	48	13	2
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	58	11	3
FOCF/deuda (%)	50	3	(5)

Riesgo del Negocio

Petroperú es responsable de aproximadamente la mitad de la capacidad de refinamiento de Perú y es uno de los principales proveedores de diésel y gasolina. Una subsidiaria de la española Repsol S.A. (BBB+/Estable/A-2), controla la mayor parte de la participación de mercado de refinamiento restante en Perú a través de su refinería, La Pampilla, situada cerca de Lima.

A pesar de su importante posición, la participación de Petroperú en el mercado de combustibles líquidos se ha erosionado desde 2017 hasta 32% desde cerca de 50%. La empresa está trabajando en un plan para recuperar gradualmente su posición, que implica fortalecer el reconocimiento de marca, mejorar el aprovisionamiento de suministros, enfocarse en los combustibles y el diésel (la principal participación dentro de todos los combustibles vendidos) y el servicio al cliente en su propia red. La estrategia comercial se centrará en potenciar las ventas regionales y los clientes corporativos directos, entre otras iniciativas.

Evolución de la participación de mercado

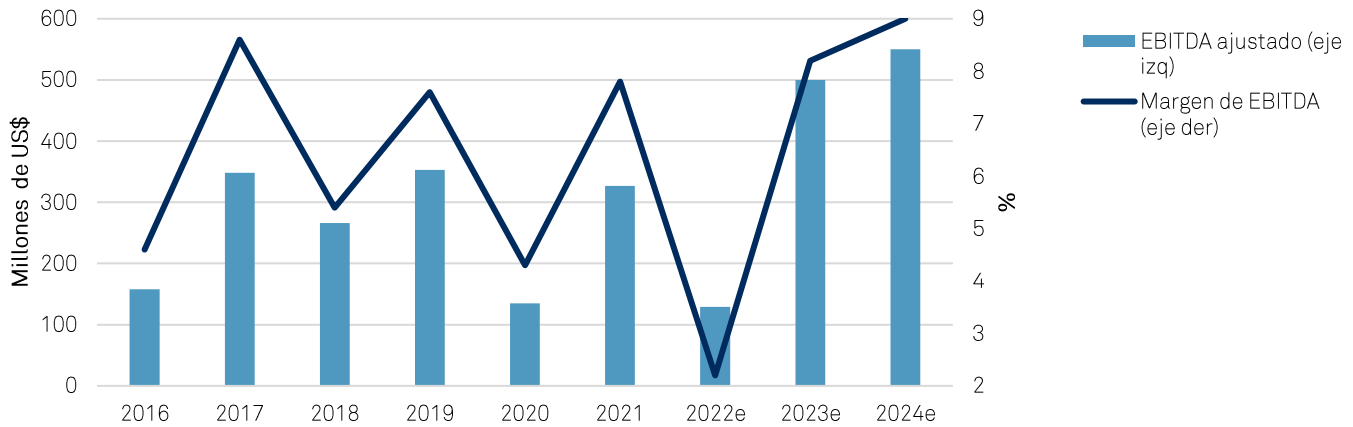


Fuente: S&P Global Ratings.

Además de su actividad principal de refinamiento, Petroperú posee y explota un oleoducto de 1.100 km (Oleoducto Nor Peruano -OLP) que conecta los principales bloques petrolíferos de Perú con la mayor refinería y puerto del país. Esto da a la empresa la oportunidad de administrar mejor sus costos de materia prima en comparación con sus pares regionales, que importan principalmente petróleo crudo. Sin embargo, el oleoducto ha estado sujeto a incidentes (65% de los cuales se deben a atentados) e interrupciones, exponiendo a la empresa a vertidos de petróleo y a los consiguientes riesgos de reputación y ambientales, como la situación en la región de Loreto y el río Marañón en 2022. El gobierno ha definido un grupo de trabajo en el que participan diversos organismos públicos para abordar esta cuestión de forma más coordinada y definitiva y mejorar la productividad de los oleoductos.

Finalmente, vemos como una fortaleza la red de 716 gasolineras de la empresa en todo el país (a noviembre de 2022), que operan bajo la marca Petroperú. Por otro lado, consideramos que la escala de operaciones de la empresa es pequeña y su diversificación geográfica y de activos es limitada. Además, consideramos como debilidades para la clasificación el comportamiento cíclico de la rentabilidad de Petroperú (típico de la industria de refinamiento) y la falta de economías de escala y flexibilidad operativa que se traducen en márgenes inferiores a los de pares internacionales de mayor tamaño.

EBITDA y márgenes de EBITDA de Petroperú



e—Estimado. Fuente: S&P Global Ratings

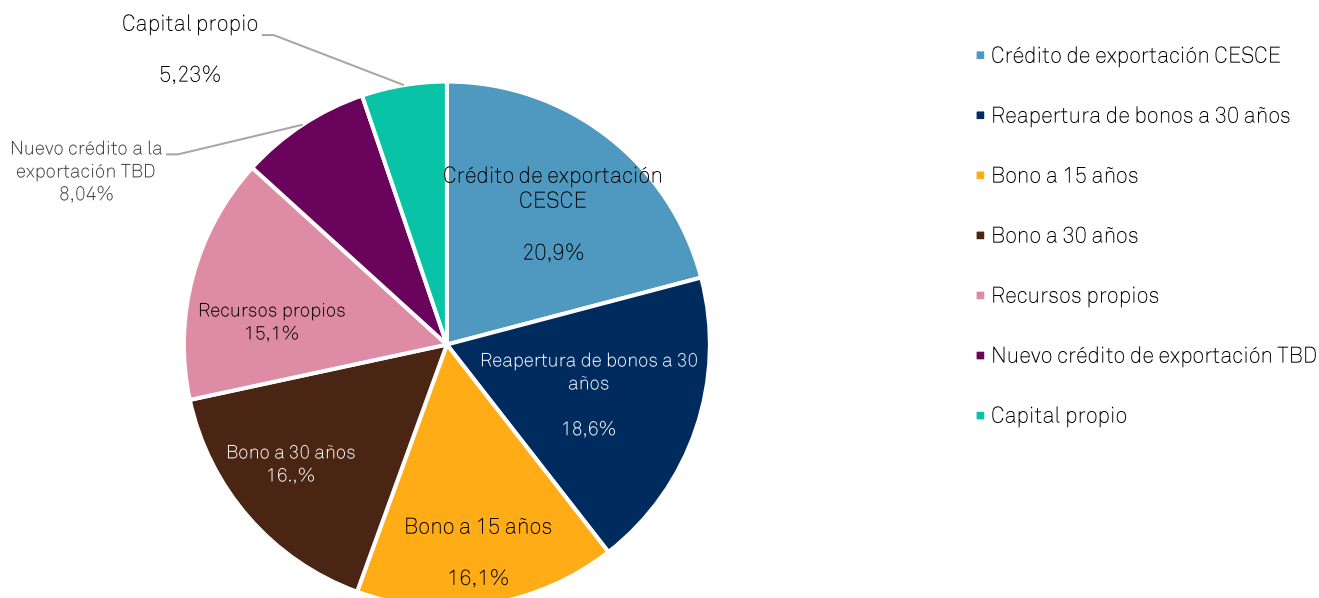
Riesgo Financiero

La inversión masiva en Talara durante los últimos años ha dado lugar a una débil estructura de capital de Petroperú y a un apalancamiento muy elevado. Tras los retrasos y los excedentes de costos (algunos inducidos por la pandemia), esperamos que la refinería esté opere en su totalidad en 2023, ya que la fase de puesta en marcha está casi terminada y ya está generando producción vendible. Aun así, esperamos que el apalancamiento ajustado de Petroperú se mantenga muy alto después de alcanzar un máximo por encima de 20x en 2020 y de nuevo en 2022. En nuestro escenario base, esperamos que la deuda a EBITDA disminuya a partir de 2023 y se sitúe en 10x-13x en 2023-2024. Además, esperamos que el índice de cobertura de intereses con EBITDA se recupere a 1.5x-1.8x en 2023 desde por debajo de 1.0x en 2022.

La recuperación se debe principalmente al aumento de los volúmenes vendidos, ya que los precios de venta deberían disminuir gradualmente en paralelo a nuestras expectativas de menores de los precios del petróleo. La empresa debería volver a ganar márgenes de refinamiento, reduciendo el número de productos refinados comprados. También tenemos en cuenta el plan comercial que la empresa ha puesto en marcha para recuperar gradualmente su participación de mercado, misma que se ha ido erosionando desde 2017.

Mantenemos nuestra opinión de que la estructura de capital excesivamente endeudada de Petroperú solo es sostenible gracias al respaldo continuo y extraordinario del gobierno. En 2017, Petroperú emitió dos bonos internacionales no garantizados con vencimientos en 2032 y 2047 por un monto agregado de US\$2.000 millones. Además, en 2018 captó un crédito ECA de US\$1.300 millones con vencimiento en 2031 (garantizado en un 99% por Cesce). Finalmente, en febrero de 2021, Petroperú captó otros US\$1.000 millones en notas senior no garantizadas, con lo que casi completó el financiamiento necesario para Talara. Aunque esta última emisión alivió las necesidades financieras de la empresa y había liberado algo de espacio bajo las líneas de crédito bilaterales a corto plazo, la liquidez volvió a escasear en 2022 debido a los problemas mencionados anteriormente. También consideramos que la línea de crédito con FIEM (Ministerio de Industria y Comercio-- España) no se ha implementado y Petroperú todavía está negociando el establecimiento de una nueva línea de crédito a la exportación a largo plazo para completar la estructura de financiamiento de Talara.

Estructura de fondeo de Talara



Fuente: S&P Global Ratings

Petróleos del Perú Petroperú S.A. – Resumen financiero

Final del periodo	31 de diciembre de 2016	31 de diciembre de 2017	31 de diciembre de 2018	31 de diciembre de 2019	31 de diciembre de 2020	31 de diciembre de 2021
Periodo del reporte	2016r	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r
Visualización de la moneda (millones)	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$
Ingresos	3,408	4,052	4,965	4,668	3,122	4,218
EBITDA	158	348	266	353	135	327
Fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés)	(134)	120	27	141	(54)	99
Gastos por intereses	68	117	139	181	182	212
Intereses pagados en efectivo	68	121	131	189	182	213
Flujo de efectivo operativo (OCF)	104	79	(242)	495	295	155
Gastos de capital	836	632	497	768	639	378
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	(732)	(552)	(739)	(273)	(344)	(223)
Flujo de efectivo discrecional (DCF, por sus siglas en inglés)	(732)	(552)	(739)	(273)	(344)	(223)
Efectivo e inversiones a corto plazo	74	666	1,566	381	85	240
Efectivo bruto disponible	74	666	1,566	381	85	240
Deuda	1,956	2,676	3,282	3,826	4,355	4,869
Capital común	1,117	1,618	1,737	1,908	1,841	1,909
Índices ajustados						
Margen de EBITDA (%)	4.6	8.6	5.4	7.6	4.3	7.8
Retorno sobre capital (%)	4.8	8.2	5.0	5.3	0.3	4.2
Cobertura de intereses con EBITDA (x)	2.3	3.0	1.9	1.9	0.7	1.5

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

Cobertura de intereses con FFO (x)	(1.0)	2.0	1.2	1.7	0.7	1.5
Deuda/EBITDA (x)	12.4	7.7	12.3	10.8	32.3	14.9
FFO/deuda (%)	(6.8)	4.5	0.8	3.7	(1.2)	2.0
OCF/deuda (%)	5.3	3.0	(7.4)	12.9	6.8	3.2
FOCF/deuda (%)	(37.4)	(20.6)	(22.5)	(7.1)	(7.9)	(4.6)
DCF/deuda (%)	(37.4)	(20.6)	(22.5)	(7.1)	(7.9)	(4.6)

Conciliación de los montos reportados por Petróleos del Perú Petroperú S.A. con los montos ajustados por S&P Global Ratings (millones de US\$)

	Ajustado por S&P Global Ratings	Capital de accionistas	Ingresos	EBITDA	Ingresos operativos	Gastos operativos	EBITDA ajustado por S&PGR	Flujo de efectivo operativo	Dividendos	Gasto de capital
Año financiero	31 de dic. de 2021									
Montos reportados por la empresa	5,065	1,909	4,218	327	260	3	327	363	-	586
Impuestos pagados en efectivo	-	-	-	-	-	-	(14)	-	-	-
Interés pagado en efectivo	-	-	-	-	-	-	(5)	-	-	-
Pasivos por arrendamiento	26	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Efectivo accesible y inversiones líquidas	(240)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses capitalizados	-	-	-	-	-	208	(208)	(208)	-	(208)
Obligaciones de retiro de activos	17	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso no operativo (gasto)	-	-	-	-	14	-	-	-	-	-
Ajustes totales	(196)	-	-	-	14	208	(228)	(208)	-	(208)
Ajustado por S&P Global Ratings	Deuda	Deuda	Ingresos	EBITDA	EBIT	Gasto por intereses	Fondos de operaciones	Flujo de efectivo operativo	Dividendos	Gasto de capital
	4,869	1,909	4,218	327	275	212	99	155	-	378

Liquidez

Mantenemos nuestra evaluación de la liquidez de Petroperú como débil porque las medidas de la empresa para restablecerla están tardando más de lo que esperábamos. Consideramos que la relación fuentes a usos de efectivo aún indican un déficit significativo en los próximos 12 meses. Como se mencionó, consideramos que la auditoría limpia 2021 no ha restablecido la liquidez ni la reputación de la empresa en el mercado, por lo que esperamos que la liquidez se mantenga bajo presión en los próximos 12 meses y en línea con nuestra evaluación como débil.

La empresa sigue negociando la reapertura de las líneas de crédito no comprometidas, lo que ha llevado más tiempo del previsto. Para respaldar aún más la liquidez, Petroperú sigue negociando un nuevo crédito puente de US\$400 millones que será reemplazado por una línea de crédito a largo plazo de hasta US\$500 millones respaldada por una agencia de crédito a la exportación, que es probable que se implemente en el primer trimestre de 2023. Podríamos revisar nuestra evaluación de la liquidez una vez que la empresa ponga en marcha todas las medidas (por ejemplo, la aprobación formal de la ampliación de la línea de crédito de US\$750 millones por parte del Tesoro y el nombramiento de un auditor para las cuentas de 2022), que están llevando más tiempo del que esperábamos inicialmente. Esperamos tener una visión más completa de la estructura de capital de Petroperú y del acceso al crédito hasta bien entrado 2023, una vez que la contribución de Talara a los márgenes y a los flujos de efectivo empiece a materializarse.

Nuestra evaluación de la liquidez también incorpora factores cualitativos. Por ahora, la liquidez de la empresa sigue siendo frágil y depende del respaldo del gobierno hasta que se restablezcan las condiciones normales de negocio y su acceso al crédito. La liquidez siguió debilitándose en el tercer trimestre, como reflejó la necesidad de una inyección de capital y el prolongado proceso de renegociación de los bilaterales a medida que se degradaba la calidad crediticia, junto con los débiles resultados reportados en el tercer trimestre de 2022.

Principales fuentes de liquidez	Principales usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none"> Efectivo y equivalentes de US\$15 millones a septiembre de 2022, 	<ul style="list-style-type: none"> Vencimientos de deuda a corto plazo por US\$1.800 millones, que incluyen el repago de US\$375 millones de los US\$750 millones del crédito de MEF, US\$826 millones en disposiciones en virtud de las líneas bancarias a corto plazo a septiembre de 2022, el pago de US\$144 millones que vencen en virtud de la línea de crédito de Cesce y la cancelación del crédito puente.
<ul style="list-style-type: none"> Fondos de operaciones (FFO) de US\$100 millones a US\$120 millones en los próximos 12 meses, y 	<ul style="list-style-type: none"> Salidas de flujo de capital de trabajo de unos US\$100 millones para el período de 12 meses que comienza en septiembre de 2022, que captura el consumo significativo en 2022 y la recuperación gradual en 2023, y
<ul style="list-style-type: none"> Entradas de flujos <i>ad-hoc</i> de US\$1.500 millones, incluida la aportación de capital de US\$1.000 millones y los US\$400 millones del crédito puente que se reemplazará en el primer trimestre de 2023, cuando Petroperú espera recibir US\$100 millones adicionales. Consideramos el supuesto de que tanto el crédito puente como el crédito <i>take-out</i> se firmarán conjuntamente antes de fin de año. 	<ul style="list-style-type: none"> Capex de US\$400 millones a US\$500 millones, incluida la finalización de Talara.

Factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo

Indicadores Crediticios ESG



Los indicadores crediticios ESG proveen información y transparencia adicionales a nivel de entidad y reflejan la opinión de S&P Global Ratings sobre la influencia que los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo/gobernabilidad tienen en nuestro análisis de calificación crediticia. No son una calificación de sostenibilidad ni una Evaluación ESG de S&P Global Ratings. El alcance de la influencia de estos factores se refleja en una escala alfanumérica de 1 a 5, donde 1 = positivo, 2 = neutral, 3 = moderadamente negativo, 4 = negativo y 5 = muy negativo. Para obtener más información, consulte nuestro artículo "Definiciones y aplicación de los indicadores crediticios ESG", publicado el 13 de octubre de 2021.

Los factores de gobierno corporativo son una consideración muy negativa en nuestro análisis de clasificación crediticia y afecta a más de un componente analítico o a uno severamente.

Al igual que otras refinerías, los factores ambientales son una consideración negativa en nuestro análisis de la clasificación crediticia de Petroperú. Consideramos que los riesgos ambientales en el sector de refinamiento y comercialización están muy por encima del promedio porque el proceso de refinamiento es una fuente importante de emisiones de dióxido de carbono y produce combustibles a base de carbono, cuya demanda se verá afectada por la transición energética. En este frente, reconocemos que la inversión en Talara está destinada a reducir el impacto ambiental, y lo vigilaremos en consecuencia. El sector también está muy expuesto a la normativa sobre emisiones y a los impuestos a las emisiones de carbono, así como a los riesgos de contaminación, vertidos en el transporte y contaminación, que pueden ocasionar daños financieros y de reputación.

Los factores sociales tienen una influencia global neutra en nuestro análisis de clasificación.

Influencia de Gobierno

Seguimos considerando que la probabilidad de respaldo del gobierno es muy alta. De hecho, en 2022 la materialización del respaldo del gobierno sostenido fue esencial para la continuidad del negocio de Petroperú, aunque insuficiente para restablecer las condiciones normales del mismo. Además del crédito de US\$750 millones que otorgó el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en mayo, más recientemente hemos sido testigos de un mayor respaldo del gobierno, principalmente, a través del decreto 023-2022. Esto ha sido fundamental para preservar el suministro de combustible en el país y apoyar el mayor consumo de petróleo durante la fase de puesta en marcha de Talara. Sin embargo, en nuestra opinión, este apoyo no ha restablecido las condiciones normales de negocio para Petroperú porque aún necesita implementar varias iniciativas en curso. Mantenemos nuestra opinión de que es muy probable que el gobierno le brinde a la empresa un respaldo extraordinario. Basamos esta evaluación en el papel tan importante de la empresa en la matriz energética del país. También consideramos que Petroperú tiene un vínculo muy fuerte con el gobierno. Este tiene un historial de brindar respaldo a la empresa y fue evidenciado durante 2022. Los accionistas gubernamentales de Petroperú han reafirmado su intención de apoyar a la empresa, resaltando el rol estratégico que juega en el abastecimiento de combustibles del país y que respalda las intervenciones vistas en lo que va del año.

Dado que el respaldo del gobierno ha sido crucial para sostener el negocio, seguiremos vigilando la relación entre Petroperú y el gobierno peruano, incluidos los incentivos, la capacidad y las herramientas de este último para apoyar a la empresa, especialmente en medio de las inciertas condiciones económicas a nivel mundial y las dificultades actuales de esta.

Categorías de los componentes de las clasificaciones

Clasificación crediticia de emisor en moneda extranjera	BB/Estable/--
Clasificación crediticia de emisor en moneda local	BB/Estable/--
Riesgo de negocio	Razonable
Riesgo país	Moderadamente alto
Riesgo de la industria	Moderadamente alto
Posición competitiva	Razonable
Riesgo financiero	Altamente apalancado
Flujo de efectivo/apalancamiento	Altamente apalancado
Ancla	b
Efecto de diversificación/cartera	Neutral (sin impacto)
Estructura de capital	Neutral (sin impacto)
Política financiera	Neutral (sin impacto)
Liquidez	Débil (-1 nivel [notch])
Administración y gobierno corporativo	Débil (-1 nivel [notch])
Análisis comparativo de clasificación	Neutral (sin impacto)
Perfil crediticio individual (SACP)	b-

Crterios

- Principios ambientales, sociales y de gobierno corporativo en las calificaciones crediticias, 10 de octubre de 2021.
- Metodología de calificaciones de grupo, 1 de julio de 2019.
- Metodología para calificar empresas: Índices y Ajustes, 1 de abril de 2019.
- Calificación de Entidades Relacionadas con el Gobierno (ERGs): Metodología y supuestos, 25 de marzo de 2015
- Metodología y Supuestos: Descriptores de liquidez para emisores corporativos, 16 de diciembre de 2014.
- Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry, 27 de marzo de 2014.
- Metodología para calificar empresas, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Riesgo de la industria, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología y supuestos para la evaluación de riesgo país, 19 de noviembre de 2013.
- Metodología: Factores crediticios de la administración y gobierno corporativo para empresas, 13 de noviembre de 2012.
- Crterios para la asignación de calificaciones 'CCC+', 'CCC', 'CCC-' y 'CC', 1 de octubre de 2012
- Principios de las Calificaciones Crediticias, 16 de febrero de 2011.

Detalle de las clasificaciones (al 6 de diciembre de 2022)*

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

Clasificación crediticia de emisor	BB/Estable/--
Clasificación de deuda senior no garantizada	BB

Historial de las Clasificaciones Crediticias de Emisor

6 de julio de 2020	BB/Estable/--
27 de abril de 2022	BB/Rev. Esp. Negativa/--
15 de marzo de 2022	BB+/Rev. Esp. Negativa/--

*A menos que se especifique lo contrario, todas las calificaciones en este reporte corresponden a la escala global de calificaciones. Las calificaciones crediticias de S&P Global Ratings en escala global son comparables entre países. Las calificaciones en escala nacional se refieren a emisores y emisiones dentro de un país específico. Las calificaciones de emisión y deuda podrían incluir deuda garantizada por otra entidad, y la deuda calificada que garantiza una entidad.

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento, así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.