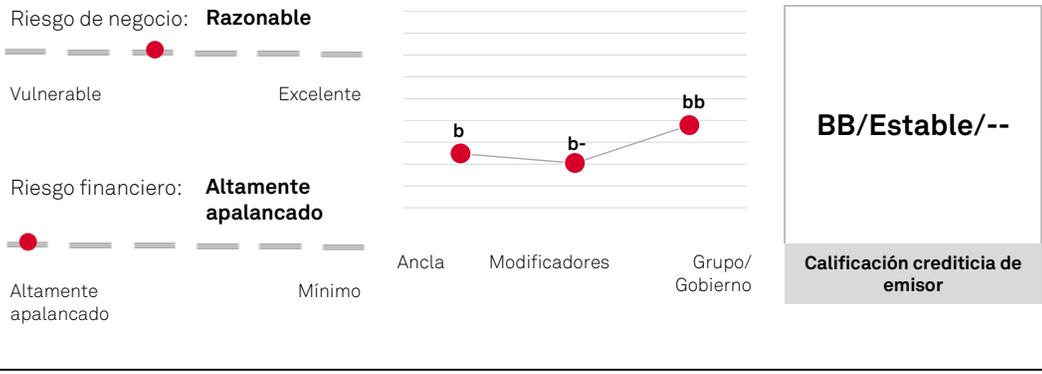


Análisis Detallado

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

28 de julio de 2023

Síntesis de los Factores de Calificación



Contactos analíticos

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

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

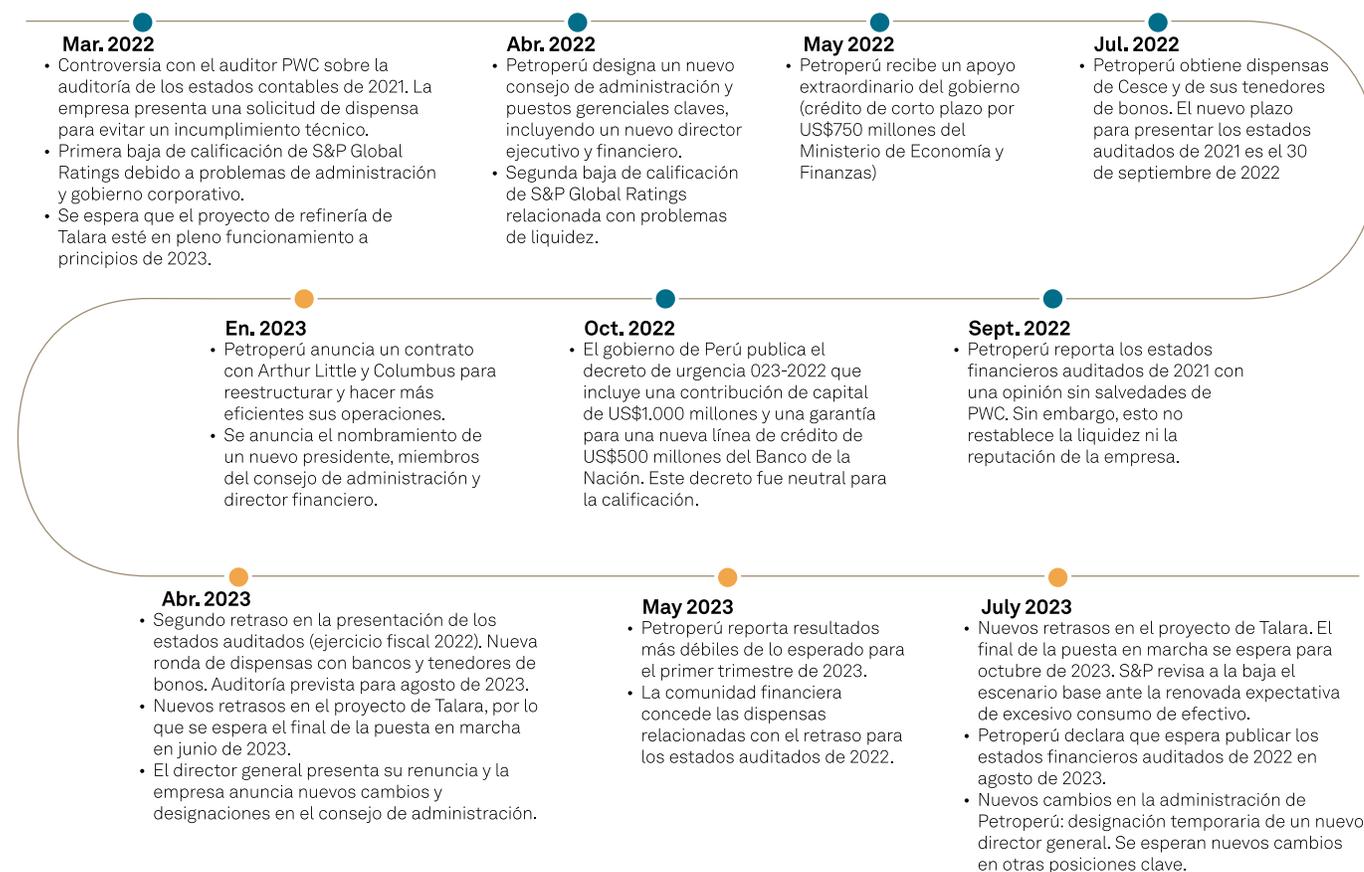
Candela Macchi
Buenos Aires
54 (11) 4891-2110
candela.macchi
@spglobal.com

Factores Crediticios Clave

Resumen

Fortalezas clave	Riesgos clave
Alta probabilidad de apoyo extraordinario del gobierno. Observamos evidencias de este respaldo en 2022, y, en nuestra opinión, esperamos que continúe ya que lo vemos cada vez más requerido en 2023.	Las deficiencias de administración y gobierno corporativo en 2022 provocaron una grave crisis de reputación y liquidez, lo que interrumpió el suministro normal de combustible en el país; erosionó la participación de mercado, y agravó la débil estructura de capital de la empresa.
La empresa representa alrededor de 50% de la capacidad de refinación de Perú y, a pesar de los contratiempos, continúa siendo un proveedor/importador relevante de productos refinados en el país.	Los nuevos retrasos en los estados financieros auditados en 2023 y en Talara han afectado la esperada recuperación de su desempeño este año. Esperamos que Petroperú continúe con sus déficits de caja en 2023.
	Volatilidad inherente a los márgenes de refinación que derivan de factores que escapan al control de la empresa, como los diferenciales del precio del petróleo.

Resumen de inestabilidad de Petroperú



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Consideramos que las iniciativas de Petroperú aún no han restablecido su posición en el mercado tras las graves deficiencias de administración y gobierno corporativo observadas en 2022 que dañaron su reputación y liquidez.

Tras una disputa con su auditor a principios de 2022, Petroperú sufrió varios acontecimientos que minaron su reputación y liquidez, obligándola a negociar dispensas de la comunidad financiera para evitar riesgos de aceleración de la deuda. Como resultado, el gobierno se vio obligado a intervenir en varias ocasiones para preservar las operaciones y evitar un incumplimiento. La publicación de los estados financieros auditados sin salvedades de 2021 no restableció las condiciones de negocio normales ni el acceso al crédito.

Observamos una situación similar en 2023, con un nuevo retraso en el reporte de los estados financieros auditados del año fiscal 2022. Este segundo retraso —junto con resultados más débiles de lo esperado en 2022 y a la fecha en 2023; la prolongada y accidentada puesta en marcha de la nueva refinería de Talara, y las conversaciones aún en curso para establecer nuevas fuentes de liquidez— han provocado un mayor escrutinio del mercado sobre la capacidad de la empresa para cumplir sus objetivos. El presupuesto total de Talara aumentó a US\$5.300 millones en diciembre de 2022 (antes de intereses de unos US\$1.000 millones) desde US\$5.000 millones (antes de intereses de unos US\$700 millones) en diciembre de 2021. En nuestra opinión, los retrasos en 2023 pueden dar lugar a una revisión del presupuesto.

Petroperú está llevando a cabo una serie de iniciativas para recuperar su posición en el mercado, que incluyen cambios en el consejo de administración y en el equipo directivo; un plan para

racionalizar las operaciones de AD Little / Columbus; mayor diálogo con la comunidad financiera para restablecer la liquidez, y un plan comercial para fomentar su participación de mercado. Sin embargo, en nuestra opinión, aún no se han traducido en una mejora sustancial de su reputación y liquidez.

Petroperú ha incumplido las expectativas, lo que agrava su débil estructura de capital y nos ha llevado a revisar a la baja nuestro escenario base, con lo que se ejerce presión sobre las calificaciones. La participación de mercado de Petroperú ha continuado erosionándose, además de que la plena entrada en operaciones de Talara (ya retrasada en reiteradas ocasiones) se ha pospuesto aún más durante el segundo semestre de este año. Esto continuará afectando negativamente a los márgenes y a los flujos de efectivo de la empresa. Aunque seguimos esperando un mayor EBITDA de Talara, el plazo se ha alargado, lo que nos lleva a revisar a la baja nuestro escenario base. En este momento, contemplamos en el año 2024 un posible repunte del EBITDA, suponiendo que Talara entre en pleno funcionamiento en algún momento de este año.

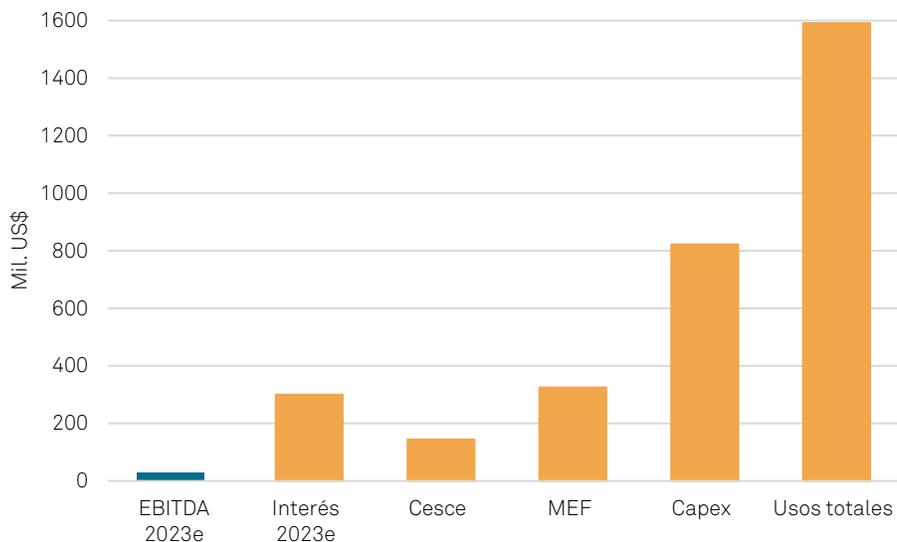
Esperamos que la empresa vuelva a tener déficit importantes de caja en 2023, lo que hará cada vez más necesario el apoyo del gobierno. En nuestra opinión, la capacidad de Petroperú para desapalancarse significativamente mediante flujos de efectivo durante los próximos 12 meses es muy limitada. La carga total de deuda era de alrededor de US\$6.000 millones al 31 de marzo de 2023 (y potencialmente se acerca a los US\$7.000 millones al cierre del año). La revisión a la baja de nuestro escenario base da como resultado una disminución del EBITDA hasta situarse en torno al punto de equilibrio este año, en comparación con los US\$470 millones- US\$520 millones del año pasado. A su vez, al depender de la puesta en marcha de Talara, la capacidad de Petroperú para hacer frente por sí sola a sus obligaciones financieras y operativas parece cada vez más limitada.

La empresa se enfrenta a una carga de intereses de unos US\$300 millones, US\$72 millones adeudados a la Compañía Española de Seguros de Créditos a la Exportación (CESCE) con vencimiento en diciembre; el reembolso de parte del crédito del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (en negociación para una prórroga); gastos de capital (capex) de unos US\$800 millones (según lineamientos de la administración), y una deuda de corto plazo revolviente vigente. Como resultado, Petroperú depende cada vez más del crédito exterior y del apoyo del gobierno. Por ello, vemos cada vez más necesarias nuevas demostraciones de apoyo, al menos hasta que Talara esté en pleno funcionamiento, ya que, a pesar de las conversaciones mantenidas durante los últimos trimestres, la empresa no ha podido asegurar suficientes fuentes de liquidez.

Gráfica 1

EBITDA vs usos de corto plazo

Estimaciones 2023



e—Estimado. Fuente: S&P Global Ratings.

Las calificaciones tienen en cuenta el historial de apoyo del gobierno. Consideramos que los acontecimientos comentados podrían encajar en nuestro último escenario negativo (consulte nuestro [Análisis Detallado: Petróleos del Perú Petroperú S.A.](#), publicado el 6 de diciembre de 2022). Sin embargo, indicamos que nuestro escenario negativo no incluía ninguna indicación de apoyo constante o extraordinario por parte del gobierno. Tras comprobar la materialización de dicho apoyo en 2022 y la intención declarada del gobierno de intervenir para evitar un incumplimiento en los pagos, nuestras calificaciones sobre Petroperú continúan sin cambios.

El apoyo del gobierno es el factor crediticio clave para la solvencia de Petroperú y decisivo para la continuidad del negocio. Consideramos que ahora es más factible un renovado apoyo del gobierno durante 2023-2024, así mismo, nuestra valoración de la probabilidad de que el gobierno apoye a la empresa se mantiene sin cambios. Seguimos considerando que la posición de Petroperú en el sector energético local no es sustituible fácilmente, debido a la dificultad de construir nuevas refinerías, oleoductos e instalaciones de almacenamiento dado el volumen de las inversiones necesarias, licencias ambientales y los plazos de construcción. Por lo tanto, esperamos que Petroperú continúe recibiendo apoyo extraordinario de manera continua y puntual si fuera necesario.

Ante la actual crisis de liquidez y de reputación, el gobierno demostró no sólo su voluntad sino también su capacidad para intervenir, por ejemplo, con el crédito de US\$750 millones del MEF y el decreto 023-2022 de octubre. Este último incluía una contribución de capital de US\$1.000 millones; una garantía para una nueva línea de crédito de corto plazo de US\$500 millones del Banco de la Nación, así como el establecimiento de un marco para la reestructuración del negocio de Petroperú.

Este apoyo fue decisivo para preservar el suministro de combustible en el país; respaldar el mayor consumo de petróleo durante la puesta en marcha de Talara, y evitar un incumplimiento de pago. Sin embargo, Petroperú aún no ha recuperado la confianza y la posición en el mercado. Todavía hay varias iniciativas en curso que deben materializarse, tales como el plan de Arthur Little / Columbus para hacer más eficientes las operaciones; las recomendaciones de los

auditores para mejorar el gobierno corporativo y los controles internos; las iniciativas para establecer nuevas fuentes de fondeo, y el plan para recuperar la participación de mercado perdida.

Esperamos que continúe el apoyo del gobierno. Teniendo en cuenta el desempeño más débil de lo esperado de la empresa en lo que va del 2023, consideramos cada vez más probables nuevas intervenciones del gobierno. Continuaremos observando la relación entre Petroperú y el gobierno peruano, incluidos los incentivos, la capacidad y la oportunidad de este último para respaldar a la empresa, ya que la supervisión por parte del gobierno no parece haber sido tan cercana como ameritaba la situación.

Gráfica 2

Resumen de principales instrumentos de apoyo del gobierno

Total: US\$2.400 millones



Fuente: S&P Global Ratings.

Perspectiva

La perspectiva estable sobre la empresa refleja principalmente la del soberano y nuestra opinión de que Petroperú continuará desempeñando un papel muy importante en la política energética y de infraestructura del país, al tiempo que su vínculo con el gobierno sigue siendo muy fuerte. Consideramos que la débil estructura de capital de Petroperú sólo es sostenible gracias a la muy alta probabilidad de un apoyo extraordinario del gobierno en caso de estrés financiero, como el que se vio en 2022. Nuestra perspectiva también refleja nuestra expectativa de que, una vez finalizada la fase de aceleración de Talara, y cuando la refinería esté en pleno funcionamiento, el apalancamiento de Petroperú debería caer a 10x-15x (veces) en 2024.

Escenario negativo

Podríamos bajar de calificación a Petroperú a 'BB-' o menor si disminuye la probabilidad del apoyo del gobierno mientras que otros factores crediticios permanecen sin cambios. Eso podría ocurrir, por ejemplo, si, en nuestra opinión, el papel de la empresa para el gobierno se debilita o si la importancia de Petroperú para el sector energético del país disminuye. Tras presenciar la materialización del apoyo este año, no esperamos que la probabilidad de obtenerlo caiga a durante los próximos 12 meses.

Podríamos revisar nuestra perspectiva a negativa o revisar a la baja nuestro perfil crediticio individual (SACP, por sus siglas en inglés para *stand-alone credit profile*) sobre Petroperú si consideramos que la estructura de capital de la empresa es insostenible, lo que sugeriría un posible incumplimiento de pago. Esto podría ocurrir si no percibimos ningún indicio de apoyo constante o extraordinario del gobierno dados los nuevos retrasos y excedentes de costos de Talara; la erosionada participación de mercado, y una menor liquidez.

Escenario positivo

Podríamos subir la calificación de Petroperú si nuestra opinión sobre la probabilidad de un apoyo extraordinario aumentara, por ejemplo, si el papel de la empresa ante el gobierno, o su vínculo con él, se fortaleciera. También podríamos subir las calificaciones si revisáramos nuestra evaluación de liquidez a una categoría más fuerte junto con nuestra evaluación de administración y gobierno corporativo. Esto último, aunque improbable en este momento, requeriría pruebas de que la empresa ha fortalecido su capacidad para identificar, anticipar y controlar más eficazmente riesgos críticos como la entrega puntual de los estados financieros, bajo la consideración de que la auditoría sobre los estados financieros de 2022 también se ha retrasado.

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 más claridad sobre las iniciativas pendientes, como las otras líneas de crédito actualmente en negociación y la situación del crédito con el MEF. Aparte de la liquidez, y la administración y el gobierno corporativo, consideramos que un alza de la calificación basada únicamente en los indicadores de apalancamiento no es posible en este momento, ya que requeriría que el índice de deuda a EBITDA se mantuviera consistentemente por debajo de 5x y que el de fondos de operaciones (FFO, por sus siglas en inglés) a deuda superaran el 12%.

Nuestro Escenario Base

Supuestos

- Incorporamos variables macroeconómicas que consideramos relevantes para el segmento de refinería, en particular, el crecimiento del producto interno bruto (PIB) que se correlaciona con la demanda energética y la inflación que afecta a los gastos de ventas, gastos generales y administración. Consulte nuestro artículo "*Economic Outlook Emerging Markets Q3 2023: A Slowdown Ahead After Beating Expectations*", publicado en inglés el 26 de junio de 2023. Estimamos que el PIB de Perú crecerá 2,0% en 2023, 2,8% en 2024 y 2,9% en 2025, así como una tasa de inflación de 5,8% en 2023, 3,0% en 2024 y 2,0% posteriormente.
- Talara estará completamente operativa a finales de 2023 (frente a nuestra expectativa anterior del primer trimestre de 2023), por lo que ahora proyectamos un repunte del EBITDA en 2024 a medida que la empresa recupere márgenes de refinación y pueda procesar crudo más pesado, al tiempo que reduce las importaciones de productos refinados.
- Disminución del volumen de ventas de aproximadamente 20% en 2023 para captar la caída del 34% observada durante el primer trimestre; el retraso de Talara más allá de junio de 2023, y la menor participación de mercado. También proyectamos que la participación de las importaciones de productos refinados se mantendrá estable hasta el cierre de 2023, lo que perjudicará los márgenes. Esperamos que los gastos de ventas, gastos generales y administración incrementen entorno al 10% por encima de la inflación durante 2024-2025 para reflejar los esfuerzos comerciales de Petroperú por recuperar su participación de mercado.

- Los precios de combustible, así como los precios de compra de petróleo y productos refinados, se mueven en línea, ya que ambos se correlacionan con los precios del petróleo. Hemos actualizado nuestros supuestos para el precio del petróleo crudo WTI según nuestro artículo "S&P Global Ratings Revises Approach To Determining Its Hydrocarbon Price Decks; Changes Definition Of Long-Term Price", publicado en inglés el 20 de abril de 2023. Proyectamos un precio WTI de US\$85 por barril en 2023 y de US\$80 por barril en 2024-2025.
- Cambios en el capital de trabajo más estables en 2023, tras el importante impacto negativo observado en 2022 que dio lugar a la capitalización de la empresa por parte del gobierno. Asumimos un capital de trabajo en línea con las condiciones reales observadas durante el primer trimestre de 2023. Con el resto de las variables estables, los precios más estables del petróleo en nuestros supuestos deberían traducirse en una dinámica más estable de capital de trabajo.
- Actualizamos las cantidades de capex siguiendo los lineamientos de la administración. Incorporamos US\$820 millones en 2023, destinados principalmente a completar la inversión en Talara; una disminución significativa a US\$180 millones - US\$200 millones en 2024-2025, destinados principalmente a mantenimiento.
- Estructura de deuda y liquidez según los estados financieros al 31 de marzo de 2023. No hay flujos *ad hoc* procedentes de las diferentes iniciativas en discusión porque al momento de redactar este reporte no se había firmado ninguno de esos contratos.
- Sin pagos de dividendos.

Indicadores Principales

Actualmente proyectamos un EBITDA débil en 2023, en torno al punto de equilibrio o a US\$100 millones, que sigue dependiendo de la fecha incierta de la puesta en marcha final de Talara. Una vez que Talara esté en pleno funcionamiento, esperamos que el EBITDA se recupere hasta unos US\$450 millones en 2024 y 2025. En consecuencia, el apalancamiento debería disminuir a unas 15x tras dispararse en 2022, debido a los difíciles acontecimientos que experimentó Petroperú. Además, esperamos que la cobertura de intereses por EBITDA se sitúe en torno a 1,3x en 2024-2025.

Entidad- Indicadores principales

Final del periodo	31 de dic. de 2021	31 de dic. de 2022	31 de dic. de 2023	31 de dic. de 2024	31 de dic. de 2025
(Millones de US\$)	2021r	2022r	2023p	2024p	2025p
Ingresos	4.218	5.591	4.200-4500	4.500-5000	4700-5200
EBITDA	327	(110)	0-100	400-500	400-500
Deuda	4.869	4.949	6.700-7.000	6.700-7.000	6.700-7.000
Capex	586	407	700-900	100-200	200-300
Índices ajustados					
Deuda/EBITDA (x)	14,9	(45,0)	240,1	16,1	16,8
Índice de cobertura de intereses con EBITDA (x)	1,5	(0,5)	0,1	1,3	1,3
Margen de EBITDA (%)	7,8	(2,0)	0,7	8,9	8,4
EBITDA/intereses en efectivo (x)	1,5	(0,5)	0,1	1,3	1,3

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

Descripción de la empresa

Perú (moneda local: BBB+/Negativa/A-2; moneda extranjera: BBB/Negativa/A-2) es propietario del 100% de Petroperú, del cual el 60% pertenece al Ministerio de Energía y Minas (MINEM) y el 40% al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

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 refinación de 92.500 barriles por día (bpd). La refinería Pucallpa, que solía ser arrendada a una entidad privada, se encuentra actualmente en evaluación para continuar sus operaciones. La empresa también posee y opera el oleoducto Norperuano (de aproximadamente 1.100 kilómetros de longitud), que es el principal oleoducto de transporte de Perú y conecta todos los principales bloques petrolíferos del país con la refinería y el puerto más grandes del país. Petroperú distribuye el combustible a través de barcos, camiones y vagones de ferrocarril, y lo vende, principalmente, a través de estaciones minoristas afiliadas que trabajan exclusivamente con Petroperú.

La mayor parte de los ingresos y del EBITDA de la empresa proceden de la refinación, la comercialización y la distribución de productos petrolíferos en el país. Petroperú está realizando una inversión muy significativa para la nueva Talara, lo que incrementará su capacidad de refinación a 95.000 bpd desde 65.000 bpd, y a un total de 122.500 bpd para las tres refinerías en funcionamiento. Esta iniciativa explica la gran mayoría (alrededor del 85%) de la deuda total de Petroperú al 31 de marzo de 2023. Actualmente, 98,75% de la renovación está terminada. Petroperú inauguró formalmente la planta en abril de 2022, iniciando su periodo de puesta en marcha. Tras varios retrasos, la empresa espera que el aumento de la producción se complete en el cuarto trimestre de 2023.

Análisis Comparativo

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

Desde una perspectiva empresarial, consideramos que la Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland (ANCAP; BBB-/Estable/--) y la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP; BB+/Positiva/--) son las más comparables con Petroperú, si bien difieren en términos de capacidad (al servir a economías diferentes) y desarrollo (principalmente, en el caso de Petroperú debido a la considerable inversión en Talara, que dio lugar a graves problemas de gobierno corporativo y liquidez).

ENAP es una empresa chilena de petróleo y gas con una gran presencia en el mercado de comercialización y entrega al cliente final y algunas actividades de exploración, desarrollo y producción tanto locales como extranjeras. Representa aproximadamente el 40% del suministro energético de Chile para el transporte y la generación de electricidad, y abastece cerca del 60% de las necesidades de productos refinados del país. Una de las fortalezas crediticias de ENAP radica en su capacidad de refinación, superior a la de sus pares, y en su mandato de concentrarse en la eficiencia para ser una empresa cada vez más autosuficiente, a pesar de ser

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

propiedad del Estado. Además, la consolidada división de exploración y producción de ENAP ofrece flexibilidad financiera a la empresa, especialmente cuando los precios del petróleo son altos.

ANCAP es la empresa uruguaya de petróleo y gas propiedad del gobierno. Tiene derechos exclusivos de refinación e 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, disfrutando de alrededor del 60% de participación de mercado 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 apoyo a Petroperú a través de diversos instrumentos. En comparación con ANCAP, Petroperú se beneficia de unos precios de combustible que se ajustan semanalmente, con lo que se incorporan las variaciones del precio del petróleo y del canje de 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 refinación que ANCAP.

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

Petróleos del Perú Petroperú S.A. —Tabla comparativa

Sector industrial: Refinería y comercialización de petróleo

	Petróleos del Perú Petroperú S.A.	Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland	Empresa Nacional del Petróleo
Datos al 19 de julio de 2023	BB/Estable/--	BBB-/Estable/--	BB+/Positiva/--
	--Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2022--	--Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2022--	--Año fiscal que concluye el 31 de diciembre de 2022--
(Millones de US\$)			
Ingresos	5.591	5.579	12.358
EBITDA	(110)	396	1.357
Fondos de operaciones (FFO)	(382)	314	1.135
Gasto por intereses	230	26	232
Interés pagado en efectivo	225	19	160
Flujo de efectivo de operaciones	(1.437)	302	717
Gastos de capital	231	73	531
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	(1.668)	229	186
Flujo de efectivo discrecional (DCF)	(1.668)	229	186
Efectivo e inversiones a corto plazo	89	691	450
Deuda	4.949	525	4.260
Capital	2.645	1.835	1.624
Índices ajustados			
Margen de EBITDA (%)	(2)	7	11
Retorno a capital (%)	(3)	18	19
Índice de cobertura de intereses con EBITDA (x)	(0)	15	6

Cobertura de intereses con FFO (x)	(1)	18	8
Deuda/EBITDA (x)	(45)	1	3
FFO/deuda (%)	(8)	60	27
Flujo de efectivo de operaciones/deuda (%)	(29)	57	17
FOCF/deuda (%)	(34)	44	4
DCF/deuda (%)	(34)	44	4

Fuente: S&P Global Ratings.

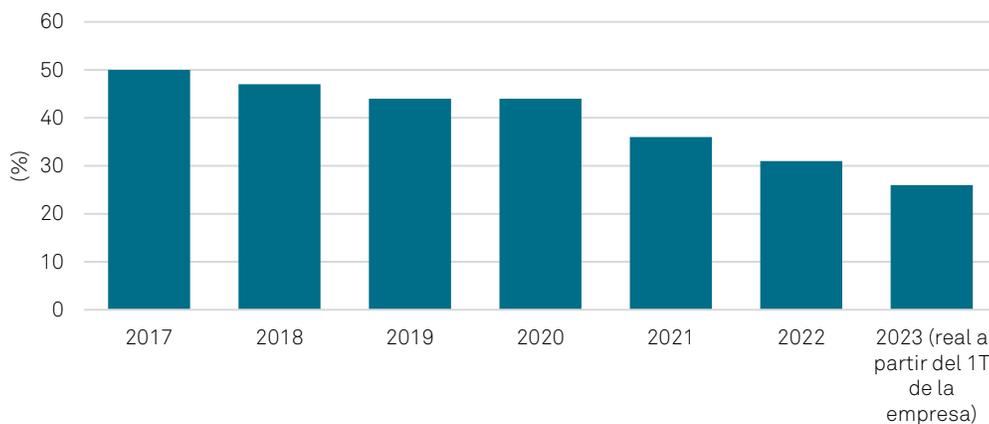
Riesgo del negocio

Petroperú es responsable de cerca de la mitad de la capacidad de refinación de Perú y es un proveedor importante de diésel y gasolina. La mayoría de la participación de mercado restante de refinación en Perú está liderada por una subsidiaria con sede en España [Repsol S.A.](#) (BBB+/Estable/A-2), a través de su refinería, La Pampilla, situada cerca de Lima.

A pesar de su posición relevante, la participación de mercado de Petroperú en el mercado de los combustibles líquidos se ha erosionado materialmente desde 2017 hasta 26% en 2023 desde cerca de 50%. La empresa tiene un plan para recuperar gradualmente su posición, que consiste en fortalecer el reconocimiento de la marca, mejorar el aprovisionamiento de suministros, concentrarse 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 concentra en impulsar las ventas regionales y los clientes corporativos directos, entre otras iniciativas.

Gráfica 4

Evolución de la participación de mercado



Fuente: S&P Global Ratings.

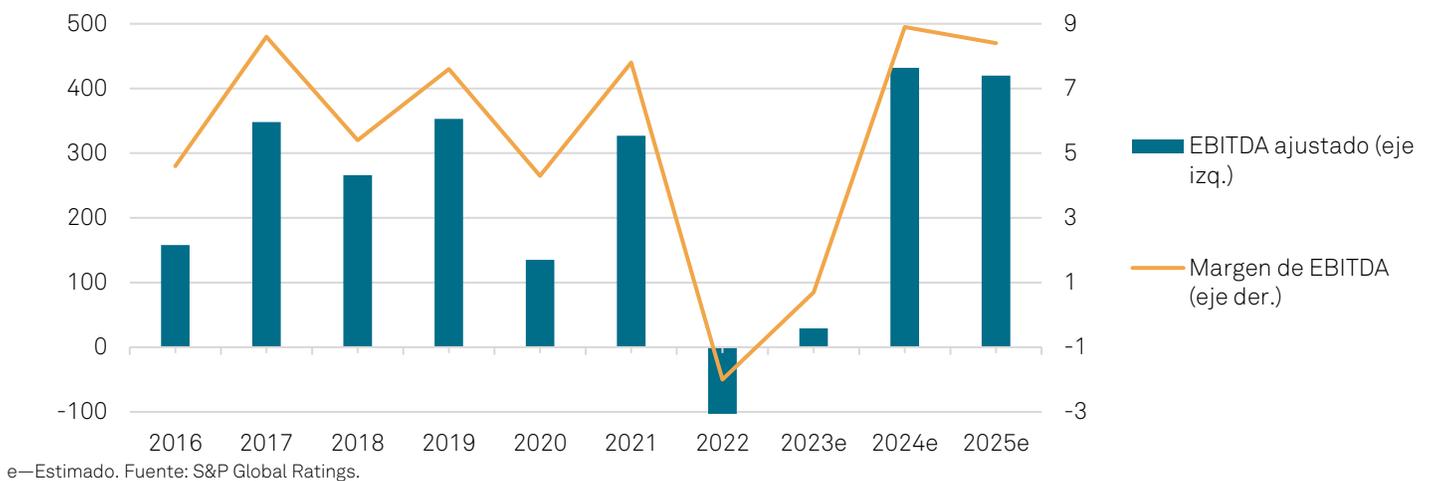
Además de su negocio principal de refinación, Petroperú también posee y opera un oleoducto de 1.100 km (Oleoducto Norperuano--OLP) que conecta todos los principales bloques petroleros de Perú con la refinería y el puerto más grandes del país. Esto da a la empresa la oportunidad de administrar mejor sus costos agregados de materia prima en comparación con sus pares regionales, que importan principalmente petróleo crudo. Sin embargo, el oleoducto ha sido objeto de incidentes (como fugas e interrupciones; el 65% de los cuales se debieron a atentados), especialmente relacionados con los disturbios sociales que se produjeron en Perú al cierre de 2022, lo que expone a la empresa a derrames de petróleo y a los consiguientes riesgos

ambientales y de reputación. Para más detalles, consulte nuestra publicación "[Inestabilidad social y política de Perú no ha debilitado la calidad crediticia de las entidades de infraestructura nacional hasta el momento](#)", publicada el 24 de abril de 2023.

Por último, consideramos una fortaleza la red de 731 gasolineras de la empresa en todo el país a marzo de 2023, que operan bajo la marca Petroperú. Por otro lado, consideramos que el tamaño de las operaciones de Petroperú es pequeño y que su diversificación geográfica y de activos es limitada. Además, consideramos como debilidades de calificación el carácter cíclico de la rentabilidad de Petroperú (típico de la industria de refinación) y la falta de economías de escala y flexibilidad operativa que se traducen en márgenes inferiores a los de pares internacionales de mayor tamaño.

Gráfica 5

EBITDA y márgenes de EBITDA de Petroperú



Riesgo financiero

La masiva inversión en la nueva refinería de Talara durante los últimos años dio 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 en pleno funcionamiento al cierre de 2023, con un EBITDA que no repuntará hasta 2024, lo que nos ha llevado a revisar a la baja nuestro escenario base. Ahora esperamos que el EBITDA en 2023 sea marginalmente positivo, si es que lo es, y en función del calendario real para la culminación de la puesta en marcha de Talara. Una vez que esté en pleno funcionamiento, esperamos que el EBITDA se recupere hasta alcanzar alrededor de US\$450 millones en 2024 y 2025. En consecuencia, el índice de deuda a EBITDA debería disminuir alrededor de 15x tras dispararse en 2022 debido a los difíciles acontecimientos que vivió Petroperú. Además, esperamos que la cobertura de intereses por EBITDA se sitúe en torno a 1,3x en 2024-2025.

El peor desempeño esperado en 2023 refleja los volúmenes más bajos registrados en el primer trimestre, una erosión continua de la participación de mercado y el impacto negativo en los márgenes de la prolongada y accidentada puesta en marcha de Talara. El aumento de la producción impide a la empresa obtener márgenes de refinación, y obtiene márgenes subóptimos durante el aumento de producción. La recuperación en 2024 se debe, principalmente, a la recuperación gradual de los volúmenes vendidos, ya que los precios de venta

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

deberían mantenerse estables según los supuestos de precios estables del petróleo. La empresa debería volver a obtener márgenes de refinación, lo que reduciría la participación de los productos refinados importados adquiridos. Consideramos que una vez que Talara esté en pleno funcionamiento, Petroperú se concentrará también en sus iniciativas comerciales para recuperar gradualmente su participación de mercado.

Mantenemos nuestra opinión de que la estructura de capital con una excesiva carga de deuda de Petroperú sólo es sostenible gracias al apoyo continuo y extraordinario del gobierno. En 2017, Petroperú emitió dos bonos internacionales no garantizados con vencimientos en 2032 y 2047 por un importe total de US\$2.000 millones. Además, en 2018, obtuvo recursos un crédito de capital económico disponible (CED) por US\$1.300 millones con vencimiento en 2031 (garantizado en un 99% por CESCE). Por último, en febrero de 2021, Petroperú recaudó otros US\$1.000 millones en notas senior no garantizadas, casi completando el financiamiento requerido para Talara.

Aunque esta última emisión alivió las necesidades financieras de la empresa, la liquidez volvió a escasear en 2022 debido a los problemas comentados anteriormente. Además, como Talara se ha retrasado aún más y las negociaciones en torno a nuevas alternativas de financiación a largo plazo han sido hasta ahora infructuosas (nos referimos al Fondo para la Internacionalización de la Empresa, FIEM, o a facilidades de tipo crédito a la exportación), la estructura de fondeo de este proyecto sigue estando incompleta.

Gráfica 6

Estructura de fondeo de TALARA



Fuente: S&P Global Ratings.

Nota: El resumen financiero que figura a continuación incluye cifras preliminares no auditadas para el año fiscal 2022.

Petróleos del Perú Petroperú S.A. – Resumen financiero

Final del periodo	31 de dic. de 2017	31 de dic. de 2018	31 de dic. de 2019	31 de dic. de 2020	31 de dic. de 2021	31 de dic. de 2022
Periodo del reporte	2017r	2018r	2019r	2020r	2021r	2022r
Despliegue moneda (millones)	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$	US\$
Ingresos	4.052	4.965	4.668	3.122	4.218	5.591

Petróleos del Perú Petroperú S.A.

Final del periodo	31 de dic. de 2017	31 de dic. de 2018	31 de dic. de 2019	31 de dic. de 2020	31 de dic. de 2021	31 de dic. de 2022
EBITDA	348	266	353	135	327	(110)
Fondos de operaciones (FFO)	120	27	141	(54)	99	(382)
Gasto por intereses	117	139	181	182	212	230
Interés pagado en efectivo	121	131	189	182	213	225
Flujo de efectivo operativo (OCF)	79	(242)	495	295	155	(1.437)
Gastos de capital	632	497	768	639	378	231
Flujo de efectivo operativo libre (FOCF)	(552)	(739)	(273)	(344)	(223)	(1.668)
Flujo de efectivo discrecional (DCF)	(552)	(739)	(273)	(344)	(223)	(1.668)
Efectivo e inversiones a corto plazo	666	1.566	381	85	240	89
Efectivo disponible bruto	666	1.566	381	85	240	89
Deuda	2.676	3.282	3.826	4.355	4.869	4.949
Capital común	1.618	1.737	1.908	1.841	1.909	2.645
Índices ajustados						
Margen de EBITDA (%)	8,6	5,4	7,6	4,3	7,8	(2,0)
Retorno a capital (%)	8,2	5,0	5,3	0,3	4,2	(2,7)
Índice de cobertura de intereses con EBITDA (x)	3,0	1,9	1,9	0,7	1,5	(0,5)
Cobertura de intereses con FFO (x)	2,0	1,2	1,7	0,7	1,5	(0,7)
Deuda/EBITDA (x)	7,7	12,3	10,8	32,3	14,9	(45,0)
FFO/deuda (%)	4,5	0,8	3,7	(1,2)	2,0	(7,7)
OCF/deuda (%)	3,0	(7,4)	12,9	6,8	3,2	(29,0)
FOCF/deuda (%)	(20,6)	(22,5)	(7,1)	(7,9)	(4,6)	(33,7)
DCF/deuda (%)	(20,6)	(22,5)	(7,1)	(7,9)	(4,6)	(33,7)

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

	Deuda	Capital de accionistas	Ingresos	EBITDA	Utilidad operativa	Gasto por intereses	EBITDA ajustado por S&PGR	Flujo de efectivo operativo	Dividendos	Gastos de capital
Año financiero	31 de dic. de 2022									
Montos reportados por la empresa	4.967	2.645	5.591	(110)	(214)	54	(110)	(1.261)	-	407
Impuestos pagados en efectivo	-	-	-	-	-	-	(46)	-	-	-
Interés pagado en efectivo	-	-	-	-	-	-	(49)	-	-	-
Pasivos por arrendamiento	29	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones líquidas y efectivo accesible	(89)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intereses capitalizados	-	-	-	-	-	176	(176)	(176)	-	(176)
Obligaciones de retiro de activos	41	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso no operativo (gasto)	-	-	-	-	20	-	-	-	-	-
Ajustes totales	(18)	-	-	-	20	176	(271)	(176)	-	(176)
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
	4.949	2.645	5.591	(110)	(194)	230	(382)	(1.437)	-	231

Liquidez

En nuestra opinión, la liquidez de Petroperú es cada vez más débil, ya que las medidas de la empresa para restablecerla están tomando más tiempo del que esperábamos y no proyectamos que el EBITDA se recupere hasta 2024. Consideramos que las fuentes a los usos del efectivo indican un déficit material durante los próximos 12 meses. Además, al igual que el año pasado, el retraso en la presentación de la auditoría de 2022 ha incrementado el escrutinio del mercado. Esperamos que la liquidez siga bajo presión durante los próximos 12 meses y en consonancia con nuestra débil valoración.

La empresa continúa negociando la reapertura de las líneas de crédito no comprometidas, lo que ha tomado más tiempo del previsto. Para respaldar aún más la liquidez, Petroperú está negociando nuevas líneas de crédito de corto y largo plazo, mientras que la línea de crédito de US\$500 millones respaldada por una agencia de crédito a la exportación que esperábamos para principios de 2023 no se ha materializado.

Podríamos revisar nuestra evaluación de la liquidez una vez que Talara esté en pleno funcionamiento y tengamos más visibilidad sobre la estructura de capital de la empresa. Esto incluye, entre otras cosas, la situación de la línea de crédito de US\$750 millones del Tesoro; el resultado de las negociaciones en torno a las líneas de crédito bilaterales; el establecimiento de nuevas fuentes de fondeo que se están discutiendo, y el posible apoyo del gobierno, que en esta etapa vemos cada vez más probable porque levantar deuda incremental aumentaría la tensión de una estructura de capital ya ajustada.

A la fecha, la liquidez de la empresa sigue siendo frágil hasta que se restablezcan las condiciones de negocio normales y su acceso al crédito. Al 30 de junio de 2023, se mantenían en negociación

unos US\$1.000 millones en líneas bilaterales, de un total de unos US\$3.300 millones (este último incluye la línea de 500 millones concedida por el Banco de la Nación, a raíz del decreto 032-2022).

Principales fuentes de liquidez	Principales usos de liquidez
<ul style="list-style-type: none"> Efectivo y equivalentes a efectivo por US\$111 millones a marzo de 2023; Los fondos de operaciones (FFO) no son significativos, si es que lo son, durante los próximos 12 meses porque esperamos que la empresa queme efectivo, y No hay flujos <i>ad hoc</i> en esta fase porque no se ha concretado ninguna de las fuentes de fondeo alternativas. 	<ul style="list-style-type: none"> Vencimientos de deuda de corto plazo por valor de US\$1.400 millones a marzo de 2023, que incluyen alrededor de US\$400 millones del gobierno, US\$1.000 millones de giros bajo las facilidades bancarias a corto plazo y la amortización del crédito Cesce; Salidas de capital de trabajo de entre US\$10 millones y US\$30 millones para los 12 meses, y Capex de US\$650 millones-US\$700 millones, incluyendo 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 calificación crediticia, lo que afecta a más de uno o a un componente analítico severamente.

Al igual que en otras refinerías, Los factores ambientales son una consideración negativa en nuestro análisis de calificación crediticia de Petroperú. En nuestra opinión, los riesgos ambientales en el sector de refinería y comercialización están muy por encima del promedio porque el proceso de refinería es una fuente importante de emisiones de dióxido de carbono y produce combustibles basados en el 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 las regulaciones sobre emisiones y a los impuestos sobre el carbono, así como a riesgos de contaminación, vertidos en el transporte que pueden provocar daños financieros y de reputación.

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

Influencia del gobierno

Seguimos considerando que la probabilidad de recibir el apoyo del gobierno es muy alta, con base en el papel relevante que desempeña la empresa en la matriz energética de Perú. En 2022, la materialización del apoyo sostenido del gobierno fue esencial para la continuidad del negocio de Petroperú, aunque insuficiente para restablecer las condiciones normales de negocio porque aún debe implementar varias iniciativas en curso. Además del crédito de US\$750 millones del MEF, el gobierno inyectó US\$1.000 millones en capital a raíz del decreto 023-2022, junto con otras medidas. Esto fue decisivo para preservar el suministro de combustible en el país y para apoyar el mayor consumo de petróleo durante la fase de puesta en marcha de Talara.

También consideramos que Petroperú tiene un vínculo muy fuerte con el gobierno. Los accionistas gubernamentales de Petroperú han reafirmado su intención de respaldar a la empresa, destacando el papel estratégico que desempeña en el suministro de combustible del país y afirmando que no pueden permitirse un incumplimiento por parte de Petroperú. Dado que el apoyo del gobierno ha sido crucial para sostener el negocio, continuaremos supervisando la relación entre Petroperú y el gobierno peruano, incluidos los incentivos, la capacidad, las herramientas y la oportunidad de este último para respaldar a la empresa, especialmente en medio de las inciertas condiciones económicas mundiales y las dificultades actuales de la empresa.

Clasificaciones de los componentes de las calificaciones

Calificación crediticia de emisor moneda extranjera	BB/Estable/--
Calificación crediticia de emisor en moneda local	BB/Estable/--
Riesgo del 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	Razonable (-1 nivel [notch])
Administración y gobierno corporativo	Razonable (-1 nivel [notch])
Análisis comparativo de calificación:	Neutral (sin impacto)
Perfil crediticio individual	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.
- [Criterios 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 calificaciones (al 28 de julio de 2023)*

Petróleos del Perú Petroperú S.A.	
Calificación crediticia de emisor	BB/Estable/--
Calificación de deuda senior no garantizada	BB
Historial de calificaciones crediticias de emisor	
6 de julio de 2022	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 © 2023 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.