

	Nov 2020	Dic. 2020
Solvencia	A	A
Perspectivas	Estables	CW Negativo

\*Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2018	2019	Jun. 20*
Margen operacional	2,4%	2,0%	0,1%
Margen Ebitda	2,8%	2,5%	0,4%
Endeudamiento total	2,8	4,1	8,8
Endeudamiento financiero	1,4	2,2	5,2
Ebitda / Gastos Financieros	1,8	1,0	0,4
Deuda financiera / Ebitda	4,7	6,5	17,3
Deuda financiera neta / Ebitda	4,1	5,9	17,1
FCNO anual / Deuda Financiera	43%	11%	-20%

\*Cifras interinas.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactoria	Fuerte
Posición de mercado					
Industria cíclica y competitiva					
Menor nivel de inversión ante mayor participación de estaciones de servicio bajo formato RORO					
Diversificación de negocios					

Posición Financiera: Intermedia					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Indicadores de cobertura					
Liquidez					

## Fundamentos

La calificación "A" asignada a la solvencia y bonos de Gulfstream Petroleum Dominicana S. De R.L. responde a un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Intermedia".

El avance de la pandemia Covid-19 (Coronavirus) a nivel global, ha gatillado que los países tomen fuertes medidas orientadas a frenar el contagio.

El Gobierno de Republica Dominicana decretó estado de emergencia en todo el territorio nacional y toque de queda parcial.

A junio de 2020, Gulfstream presentó una fuerte caída en sus ingresos situándose en los RD \$ 10.598 millones (-42,6% en comparación a igual periodo de 2019).

Lo anterior, se encuentra asociado a los efectos de la pandemia, con medidas de confinamiento y a la disminución en el tráfico aéreo.

A igual fecha, la generación de Ebitda disminuyó hasta los RD\$ 42 millones, cifra un 91,8% menor que lo obtenido a junio de 2019.

Los pasivos financieros de la compañía se incrementaron, a junio de 2020, hasta los RD\$ 7.393 millones, 26,1% mayor que fines de 2019.

Lo anterior se debe en parte, al financiamiento del mayor nivel de inventarios, sumado al capital de trabajo y como parte de la estrategia de la entidad para generar mayor liquidez en sus principales distribuidores, estaciones de servicios administradas por terceros, entre otros factores.

El aumento en la deuda sumado a una baja en la base patrimonial generó un alza en el leverage financiero de la compañía hasta las 5,2 veces (2,2 vez a fines de 2019).

Al junio de 2020, la cobertura de deuda

financiera neta sobre Ebitda se incrementó hasta las 17,1 veces (5,9 veces a diciembre de 2019) y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 0,4 veces.

Asimismo se considera como factores fundamentales una conservadora política financiera y adecuados niveles de liquidez.

## Creditwatch Negativo

El "Creditwatch Negativo" asignado a las calificaciones de Gulfstream responde ante un escenario más desafiante y prolongado debido al avance de la pandemia en el mundo, como también considera sus principales impactos en los factores económicos. Además, incorpora el efecto de una recuperación más lenta a lo esperado del segmento de aviación debido a los rebrotes.

Lo anterior, ha implicado un debilitamiento transitorio por sobre nuestro escenario base de la posición financiera de la entidad. No obstante, un retorno hacia los valores acordes a la calificación de riesgo podría tomar un mayor periodo al estimado inicialmente dada la incertidumbre mencionada.

Para resolver la dirección definitiva del "Creditwatch", Feller Rate mantendrá un monitoreo constante de la evolución de la situación de la entidad, observando el efecto concreto de la pandemia tanto en los fundamentos del perfil de negocios, como en la posición financiera de la compañía.

Un Creditwatch señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable. La designación "Negativo" significa que la calificación puede bajar o ser confirmada.

### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

#### Factores Clave

- Destacada posición de mercado en los principales segmentos en los que participa.
- Mayor participación de estaciones de servicio bajo el formato RORO permite mantener una menor inversión de mantenimiento para los próximos periodos.
- Actual infraestructura permite generar una diversificación de fuentes de abastecimiento de combustible a través de importaciones.
- Riesgo regulatorio.
- Industria presenta un porcentaje relevante de competencia informal, lo cual puede afectar los márgenes de los competidores autorizados.

### POSICIÓN FINANCIERA: INTERMEDIA

#### Factores Clave

- Industria de distribución de combustibles altamente competitiva y dinámica. No obstante, los márgenes de distribución se encuentran regulados por el Estado.
- Volatilidades del precio del petróleo podrían afectar los resultados operacionales
- Debilitamiento de los indicadores financieros ante una mayor carga financiera asociada al financiamiento de capital de trabajo.
- Alto nivel de endeudamiento.
- Liquidez calificada como "Suficiente".
- Debilitamiento transitorio en sus indicadores de cobertura a raíz del Covid-19.

Analista: Felipe Pantoja  
felipe.pantoja@feller-rate.cl  
(56) 22757-0470  
Nicolás Martorell P.  
Nicolas.martorell@feller-rate.cl  
(56) 22757-0496

Solvencia	A
Perspectivas	CW Negativo

PERFIL DE NEGOCIOS

Satisfactorio

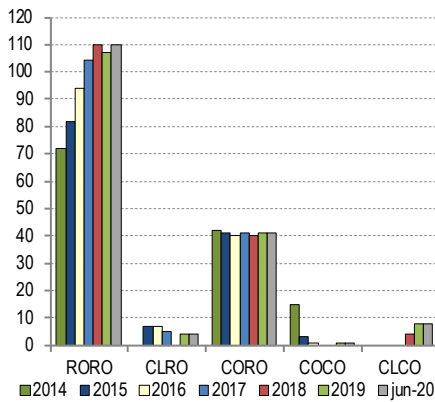
Estructura de propiedad

Gulfstream Petroleum Dominicana S. De R.L. es una sucursal establecida en la República Dominicana de la oficina principal Gulfstream Petroleum Dominicana S. De R.L. que se encuentra constituida, organizada y existente de conformidad con las leyes de República de Panamá.

El controlador de la entidad es GB Group, un conglomerado de empresas que mantienen actividad en diversos rubros.

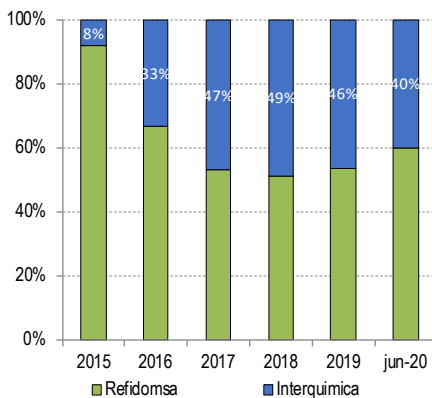
Diversificación de las estaciones de servicios bajo distintos formatos

Cifras en unidades



Evolución de las importaciones de combustibles de la compañía

Cifras en porcentaje



Gulfstream Petroleum Dominicana S. De R.L. (GPD, Gulfstream), es una sucursal establecida en la República Dominicana de su oficina principal que está constituida, organizada y existente bajo la conformidad de las leyes de la República de Panamá.

Actualmente, participa en la distribución de lubricantes y combustibles líquidos para uso automotriz, aviación, industrial y residencial, mediante gasolinas, petróleo diésel, kerosene, Jet A1, entre otros.

Grupo controlador con amplia diversificación de negocios y presencia en la región

La compañía, pertenece al sector de energía del conglomerado de empresas de Gilbert Bigio Group (GB Group, Grupo), entidad que mantiene actividades en diversos rubros como agricultura, consumo de alimentos, infraestructura, construcción, logística, entre otros.

El Grupo en 2003 comienza sus actividades en el sector de combustible tras la adquisición en 2003 de la operación de Shell en Haití, en conjunto con un inversionista local.

Posteriormente, en 2012 se adquieren por parte del Grupo las operaciones de Chevron en Haití y los activos que mantenía dicha empresa bajo la marca Texaco en República Dominicana, Jamaica y San Martín.

Así, tras varias reorganizaciones se constituye Gulfstream Petroleum Dominicana, entidad encargada del negocio de la venta y distribución de derivados de hidrocarburos y lubricantes en República Dominicana.

Impacto del avance del Coronavirus generan presiones sobre la industria

Durante 2020, el relevante avance en el brote de Covid-19 a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido República Dominicana, han tomado fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas, se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

Así, desde marzo, se han realizado cuarentenas obligatorias en distintas ciudades del país, como también diversos toques de queda. Ello, se ha traducido en la paralización de las operaciones en distintas industrias. Lo anterior, ha generado que la compañía se mantenga constantemente analizando los efectos que pueda tener la pandemia en su operación y personal.

Este escenario, ha ocasionado distintos efectos en los segmentos donde participa la compañía. En el caso de aviación se ha observado una fuerte caída en el consumo de combustible debido al cierre de fronteras al comienzo de la pandemia y posteriormente un menor tránsito en los aeropuertos donde tiene contratos.

El segmento retail registró una baja en el consumo en los meses de mayor confinamiento, que posteriormente ha presentado una mayor actividad en la medida que aumenta el desconfinamiento.

La entidad ha realizado diversas medidas para generar mayores eficiencias en sus operaciones como en la continuidad de estas. Además, de generar mayor liquidez en sus principales proveedores de estaciones de servicios (RORO), entre otros efectos.

Feller Rate continuara monitoreando las estrategias utilizadas por la entidad para enfrentar la pandemia, el cambio de gobierno y su efecto sobre los factores relevantes de la calificación de riesgo.

Manejo de la pandemia, considerando la menor actividad en su segmento de aviación, ha generado un incremento en los niveles de inventarios

La compañía como parte de su estrategia para enfrentar la pandemia se encuentra realizando manejo de inventario, cuentas por cobrar y pagar, que permitan el funcionamiento de la compañía, como también dar mayor liquidez a los propietarios de las estaciones de servicios

Solvencia  
PerspectivasA  
CW Negativo

en los periodos de mayor confinamiento. Esto último, a junio de 2020, se observa en una menor recaudación de cuentas en la generación de flujos operacionales del periodo.

- En el caso del inventario de la compañía, este se encuentra concentrado mayoritariamente en combustible, seguido por lubricantes y mercancía en tránsito. Al respecto, al cierre de 2019 los inventarios se situaron en los RD\$ 554 millones, un 38,2% menor que diciembre de 2018.

A junio de 2020, se observó un fuerte crecimiento hasta los RD\$ 2.411 millones (RD\$ 1.128 millones a junio de 2019), debido a la menor actividad en sus principales segmentos como también la opción de compra de combustible a un menor precio.

### Licenciario de la marca Texaco con una renovación constante durante el periodo analizado

- La compañía cuenta con la licencia de la marca Texaco para sus estaciones de servicios otorgada por Chevron y su respectiva exclusividad en los mercados en que participa.
- Al respecto, esta licencia se ha renovado sin problemas en los últimos años, con una relación de largo plazo entre ambas partes, además de mantener estándares acordes a los exigidos por Chevron en sus respectivas estaciones de servicios, los cuales son determinantes para la renovación de la licencia.
- La compañía, no cuenta con la representación de una marca global de lubricantes, lo cual afecta, en parte, las ventas asociadas a los segmentos de energía (Generadoras eléctricas) e industrial en comparación a otros competidores.

### Destacada posición de mercado en los principales segmentos en los que participa dentro de la industria de combustibles, con una estrategia enfocada en mayores eficiencias operacionales

- GPD en los últimos años ha realizado una estrategia que contemplan un plan de inversiones enfocado en la rentabilización y fortalecimiento de su red de distribución, siendo uno de los líderes en el mercado nacional con una participación estimada por la entidad cercana al 18% en términos de estaciones de servicios (164 estaciones a junio de 2020).

A su vez, la compañía en el segmento de aviación es líder con el 60% de participación del mercado. Al respecto, se debe destacar que en 2019 se renovó la vigencia del contrato como operador exclusivo del Aeropuerto Internacional de Punta Cana por 10 años.

- La compañía, cuenta con contratos de arriendo que promedian los 15 a 20 años para algunas estaciones de servicios bajo el formato de arrendamiento. Esto, contemplando una larga relación entre ambas partes.

Además, la concesión de distribución para las estaciones vendidas bajo el formato de arriendo y éstas son evaluadas acorde a los estándares de la licitación que GPD mantiene con Chevron por la marca Texaco.

### Mayor participación de estaciones de servicio bajo el formato RORO permite mantener una menor inversión de mantenimiento para los próximos periodos

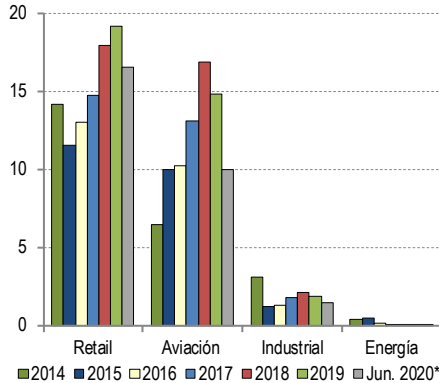
- GPD, desarrollo un plan estratégico que contemplaba potenciar estaciones de servicios en lugares estratégicos, en conjunto con la venta de estaciones menos rentables y el cambio de modalidad de algunas hacia formatos de arrendamiento, entre otros.
- Tras la fuerte disminución en el número de estaciones de servicio que mantenía la entidad hasta alcanzar las 129 en 2014, se registró un crecimiento en éstas en los últimos años situándose en las 164 a junio de 2020.

Lo anterior, se produce mayoritariamente por un crecimiento en las estaciones de servicio bajo el formato RORO (*Retail Owned Retail Operated*) alcanzando las 110 unidades en 2018. Posteriormente se observó una disminución hasta las 107 unidades en 2019, pero a junio de 2020 con la entrada en operación otras 3 estaciones bajo dicha modalidad se retornaron a las 110 unidades.

Solvencia	A
Perspectivas	CW Negativo

**Diversificación por segmento de los ingresos**

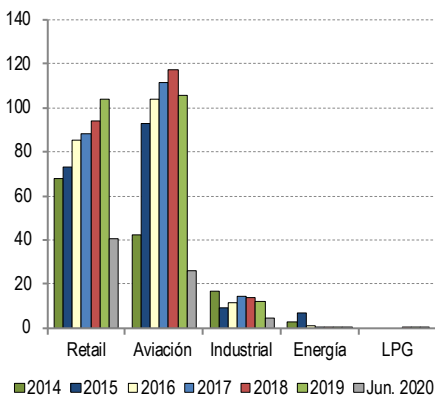
Cifras en miles de millones de pesos dominicanos



\*Cifras anualizadas.

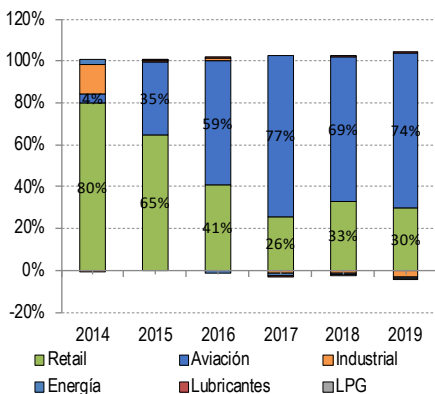
**Evolución de los volúmenes vendidos por segmento**

Cifras en millones de galones



**Composición del Ebitda por segmento**

Cifras en porcentaje



Las estaciones de servicio bajo la modalidad RORO, permiten a la entidad generar una estructura más liviana y una mayor liberación de capital de trabajo, producto que los costos asociados al mantenimiento y capex de inversión para las estaciones administradas por terceros son cubiertos por dicha contraparte.

- A junio de 2020, la composición de las estaciones de servicios, en términos de unidades, se mantienen concentradas bajo el formato RORO con el 66,9%, seguido por CORO (*Company Owned Retailer Operated*) con el 25% y en menor medida por unidades bajo los formatos CLRO, CLCO y COCO.

**Fuerte caída en la generación de ingreso y Ebitda producto de los efectos de la pandemia**

- A junio de 2020, se exhibió una fuerte caída en los ingresos de la compañía, mayoritariamente en el segmento de aviación, generando que la participación de dicho segmento disminuyera desde niveles por sobre el 40% en los últimos años hasta el 32,8%.
- A igual fecha, los ingresos de la entidad continúan concentrados en las ventas al retail mediante las estaciones de servicios, cuya participación se incrementó hasta el 62% (53,4% a fines de 2019), a pesar de su caída en la recaudación.

El porcentaje restante de la participación por segmentos corresponde a las áreas de energía y el sector industrial, cuya incidencia es acotada, pero se espera una mayor incidencia en los próximos periodos.

- En términos de volúmenes, se registró un comportamiento similar, a junio de 2020, la participación del segmento de aviación en los volúmenes comercializados disminuyó hasta el 36,8% y el segmento retail se incrementó hasta el 56,9%.

Al respecto, al analizar el tipo de combustible más comercializado, se observa que el mayor porcentaje proviene de Jet A1 (36,8%), asociado al segmento de aviación, seguido por gasolina premium (24,3%) y regular (17,7%). Esto último, evidenciando la diversificación que existen en el segmento *retail*.

- GPD ha presentado en los últimos años una mayor participación del segmento de aviación en su generación de Ebitda, con mayores márgenes en comparación al segmento retail, alcanzando una incidencia del 74% en 2019 (35% en 2015).

Lo anterior, ocasionó una caída en la ponderación del segmento *retail* en la composición del Ebitda de la compañía disminuyendo desde una participación por sobre el 65% hasta alcanzar en 2019 el 30%.

Sin embargo, ante el avance de la pandemia durante 2020 y sus efectos en la operación de la compañía ha gatillado una generación de Ebitda debilitada, cuyo efecto se espera que sea de forma transitoria.

**Actual infraestructura permite generar una diversificación de fuentes de abastecimiento de combustible a través de importaciones**

- GPD, ha realizado una estrategia para mejorar la diversificación de abastecimiento median la importación de combustible de forma propia. Ello, ha generado un comportamiento creciente hasta el 2018 en su participación (49% a través de Interquímica), posteriormente disminuyó hasta el 40% a junio de 2020.

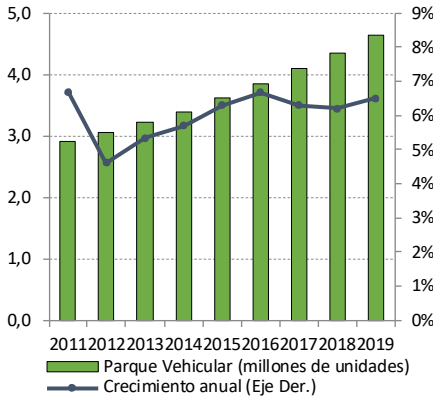
Al respecto, estos volúmenes son mayoritariamente productos blancos, que pasan por un alto proceso de destilación, y se importan a través de Interquímica con el objetivo de maximizar los márgenes operacionales.

- Dentro del almacenamiento que mantiene la entidad se encuentra Interquímica con una capacidad cercana a los 275.000 barriles y en el caso del combustible jet fuel GPD cuenta con un volumen por sobre los 35.700 barriles entre los aeropuertos de Punta Cana, Santiago y Samaná.

Solvencia  
Perspectivas

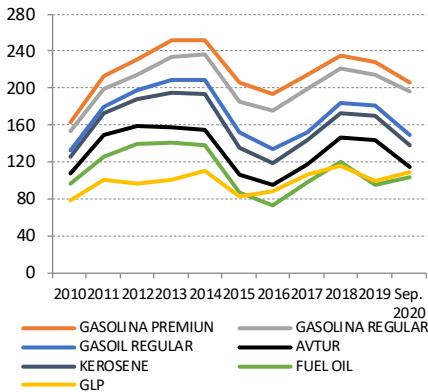
A  
CW Negativo

**Evolución del parque vehicular a nivel nacional**



**Evolución promedio anual de precios de combustibles a nivel nacional**

Cifras en pesos dominicanos.



**Industria de distribución de combustibles altamente competitiva y dinámica. No obstante, los márgenes se encuentran regulados por el Estado**

➤ La industria de distribución de combustibles, en el mercado que participa la compañía, se caracteriza por una baja diferenciación de productos, alta competencia, grandes necesidades de capital de trabajo y ser tomadores de precios del combustible (por su característica de *commodity*).

No obstante, los márgenes operativos del sector de combustibles se encuentran regulados por el Ministerio de Industria y Comercio y Mipymes (MICM) acorde a la ley 112-00.

➤ Lo anterior, debido a que la industria cuenta con márgenes fijos (comisiones) por conceptos de importación, transporte, distribución, y venta al detalle, los cuales son fijados por el Estado. Esto, permite a las compañías que cuentan con una mayor integración en la cadena de distribución mantener márgenes mejores que sus comparables.

Además, en el caso de las importaciones de combustibles, en algunos casos es posible contar con un mayor margen dependiendo de los precios de importación y las capacidades de almacenamiento que cuenta la entidad en comparación al precio de paridad.

➤ Por otra parte, debido a su condición como distribuidor no integrado en la producción implica la necesidad de satisfacer los requerimientos de capital de trabajo asociados a la adquisición del combustible que será distribuido.

➤ En los últimos años se ha observado un comportamiento dispar en los volúmenes de hidrocarburos, alcanzando a septiembre de 2020 los 976 millones de galones.

➤ Por su parte, el parque vehicular continua su tendencia creciente con tasas promedio de en el rango del 6% anual, alcanzando los 4.635 millones de vehículos a fines de 2019.

➤ La composición de la demanda de hidrocarburos en el país se encuentra entre productos blancos, gas licuado de petróleo y productos negros con una participación en el mercado del 35%, 35% y 30%, respectivamente.

➤ El MICM, conforme a lo indicado en el Art. 8 de la Ley de Hidrocarburos N° 112-00, informa cada semana los precios de ventas al público de los combustibles fósiles y derivados del petróleo.

Al respecto, el precio de venta de cada galón se determina mediante una fórmula de referencia, que contempla el precio de paridad de importación, los impuestos bajo las leyes 112-00 y 495-06, los márgenes de comercialización (distribución, detallista y comisión transporte), y ajustes por la resolución N° 201-14.

➤ Actualmente, si bien el MICM fija los precios de ventas de los combustibles, el mercado en general presenta un porcentaje relevante de competencia informal, lo cual puede afectar los márgenes de los competidores autorizados. Adicionalmente, la industria se encuentra en una reorganización del mercado debido a la creación de nuevas leyes y regulaciones.



Solvencia **A**  
Perspectivas **CW Negativo**

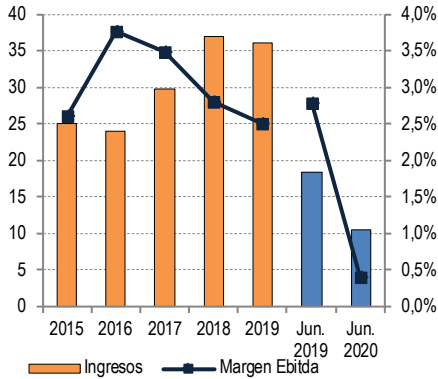
**POSICION FINANCIERA** *Intermedia*

**Resultados y márgenes:**

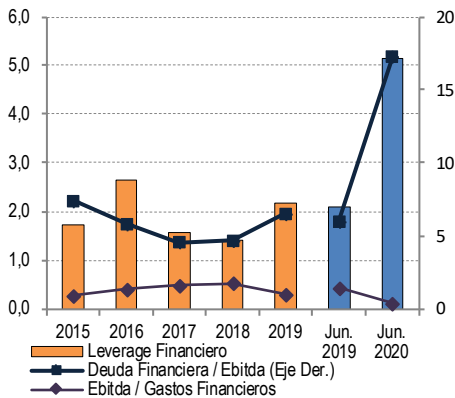
*Fuerte presión tanto en los ingresos como en la generación Ebitda debido a los efectos de la pandemia en la compañía*

**Ingresos y Márgenes**

Cifras en miles de millones de RD\$

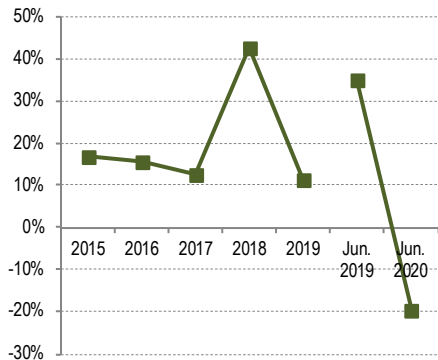


**Indicadores de Solvencia**



**Indicador de cobertura**

FCNOA / Deuda Financiera (%)



➤ Gulfstream Petroleum Dominicana, presenta márgenes de operación estrechos inherentes a la industria de distribución de combustibles en la que participa. Asimismo, estos márgenes son relativamente estables, debido a ser considerados como comisiones establecidas por el Ministerio de Industria y Comercio.

Sin embargo, ante escenarios de alta volatilidad en el precio del petróleo, los márgenes operativos recogen parte de esta variabilidad, reflejando el efecto sobre los inventarios de exportaciones propias.

➤ Además, los ingresos varían acorde a las fluctuaciones del precio de paridad de importación, según los parámetros utilizados por el Estado para fijar el precio al público.

➤ Los ingresos consolidados de GPD presentaron en 2019 una caída anual del 2,6% situándose en los RD\$ 36.070 millones. Lo anterior, debido a menores ingresos en el segmento de aviación y lubricantes que no lograron ser compensados con el alza registrada en el segmento retail. A su vez, se registró una menor caída en los volúmenes comercializados durante 2019.

➤ A igual fecha, la generación de Ebitda presentó una disminución anual del 13,4% alcanzando los RD\$ 900 millones. Lo anterior, se encuentra asociado a una mayor incidencia del segmento retail, que presenta márgenes menores en comparación al segmento de aviación, sumado a mayores gastos de administración.

➤ Así, el margen Ebitda de la compañía a diciembre de 2019 alcanzó el 2,5% (2,8% en 2018), cifra por debajo lo registrado desde 2015.

➤ Por otro lado, si bien la capacidad de generación Flujo de Caja Neto Operacional Ajustado (FCNOA) históricamente permanece presionado en los periodos de mayores necesidades de capital de trabajo, estos han permitido mantener una cobertura de FCNOA sobre la deuda financiera superior al 10% al cierre de cada año.

➤ A diciembre de 2019, la generación de FCNOA alcanzó los RD\$ 658 millones cifra por debajo lo registrado en 2018 (RD\$ 2.087 millones), debido a una menor recaudación de cuentas por cobras sumado a otros gastos operacionales. Esto, en conjunto con incremento en los niveles de deuda financiera, generó que el indicador de FCNOA/deuda financiera disminuyera hasta el 11,2% (42,8% en 2018).

➤ A junio de 2020, Gulfstream presentó una fuerte caída en sus ingresos situándose en los RD \$ 10.598 millones (-42,6% en comparación a igual periodo de 2019). Lo anterior, se encuentra asociado a una baja en los volúmenes comercializados durante el segundo trimestre en todos los segmentos donde participa la entidad debido a los efectos de la pandemia, considerando las medidas de confinamiento efectuadas y una disminución en el tráfico aéreo.

➤ A igual fecha, la generación de Ebitda disminuyó hasta los RD\$ 42 millones, cifra un 91,8% menor que lo obtenido a junio de 2019. La mayor baja en registrada en el Ebitda en comparación a los ingresos se debe a un aumento en los gastos administrativos durante el periodo, que no logro ser compensado con los menores costos operacionales, asociados a gastos de transporte, costos de venta por la reducción del precio del petróleo, entre otros efectos.

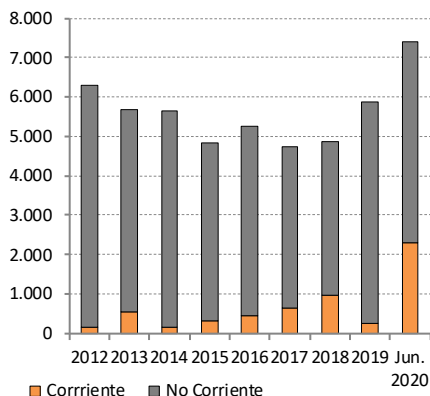
➤ Así, el margen Ebitda disminuyó desde el 2,8% obtenido en el primer semestre de 2019 hasta el 0,1%.

➤ Feller Rate continuará observando los efectos de la pandemia en la compañía, considerando la implicancia en su operación tanto en el segmento retail como de aviación. Ello, sumado a la evolución de sus márgenes y generación en los próximos periodos, considerando un efecto transitorio producto de la pandemia.

Solvencia **A**  
Perspectivas **CW Negativo**

**Evolución de los pasivos financieros**

Cifras en millones de pesos



**Endeudamiento y flexibilidad financiera:**

*Mayores presiones en los principales indicadores financieros producto del de la pandemia. A su vez, la entidad mantiene un alto endeudamiento financiero en comparación a su base patrimonial*

➤ Las necesidades de financiamiento de capital de trabajo o del plan de inversiones durante el periodo evaluado, han generado un comportamiento dispar en los niveles de deuda, alcanzando su mayor peak en 2012 (RD\$ 6.294 millones).

➤ A diciembre de 2019, el stock de pasivos financieros se incrementó hasta los RD\$ 5.861 millones, con un alza anual del 20,3%. Esto, se encuentra asociado en parte a la incorporación de la IFRS 16, arrendamiento, que asignó pasivos por arrendamiento por RD\$ 598 millones.

Al descontar dicho efecto la deuda financiera presentó un aumento anual del 8%, lo cual se encuentra principalmente asociado a mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo.

➤ Adicionalmente, la entidad realizó durante 2019 la colocación de su primera emisión de bonos en el mercado local, por RD\$ 5.025 millones, en dos tramos. El primero fue en mayo por RD\$ 1.515 millones y el segundo fue emitido en junio por un monto de RD\$ 3.510 millones.

➤ A junio de 2020, los pasivos financieros alcanzaron los RD\$ 7.393 millones, evidenciando un crecimiento del 26,1% con respecto a fines de 2019. Ello, se encuentra asociado a mayor financiamiento de capital de trabajo, debido a los efectos de la pandemia en conjunto con las medidas realizada por la entidad, y de un mayor stock de inventario (combustible).

Al respecto, se debe considerar la incorporación de RD\$ 1.154 millones asociados a la facilidad de descuento de facturas sin garantía "Bill Of Exchange" pagadero máximo en 120 días, con un propósito específico de pagos a suplidores de combustible. Esta operación no implica gastos de intereses para GPD, ya que el proveedor asume con el banco un 4%.

Además, se incorporó un préstamo por RD\$ 880 millones pagadero como máximo en 360 días con un propósito específico de pagos a suplidores de combustibles a una tasa de 8,95% anual.

➤ Gulfstream ha mantenido un endeudamiento financiero alto, con disminuciones en algunos periodos debido al incremento en la base patrimonio o disminución de los pasivos financieros, Sin embargo, a diciembre de 2019, se exhibieron bajas en la base patrimonial y alzas en los niveles de deuda de la entidad, que gatillaron en un relevante aumento en el leverage financiero hasta las 2,2 veces (1,4 veces en 2018).

Al cierre del primer semestre de 2020, debido a la mayor carga financiera registrada durante el periodo producto de la pandemia y una menor base patrimonial el indicador leverage financiero se incrementó hasta las 5,1 veces. Al respecto, se espera que dicho efecto sea transitorio retomando valores acordes a su categoría en el corto plazo.

➤ En 2019, el indicador de deuda financiera neta sobre el Ebitda se incrementó hasta las 5,9 veces, debido a la mayor carga financiera, principalmente por la incorporación de la IFRS16, sumado a una caída en la generación de Ebitda y menores niveles de caja. A su vez, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta la 1,0 vez, cifra por debajo lo registrado en los últimos tres años.

➤ Ante el avance de la pandemia los indicadores de cobertura de la compañía han presentado mayores presiones transitorias. Así, al cierre del primer semestre de 2020, la cobertura de deuda financiera neta sobre Ebitda se incrementó hasta las 17,1 veces (5,9 veces a diciembre de 2019) y la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 0,4 veces.

➤ Feller Rate, continuará monitoreando los efectos del avance de la pandemia sobre los principales factores económicos que influyen sobre la actividad en la industria a la que pertenece la compañía. Ello, considerando un efecto transitorio en la posición financiera de la entidad.

A su vez, se observará el avance en la reactivación del tráfico aéreo en los principales aeropuertos donde participa la entidad y su efecto en los resultados de la compañía.

Solvencia  
PerspectivasA  
CW Negativo

### Liquidez: Suficiente

- La liquidez proyectada por Feller Rate, considerando los usos y fuentes de fondos de los flujos de la entidad para determinar su flexibilidad financiera, calificada como "Suficiente". Lo anterior, además contempla la estrategia utilizada por la compañía para afrontar la pandemia, resguardando su funcionamiento, como se mencionó anteriormente, y los niveles de liquidez.
- Así, a junio de 2019, la flexibilidad financiera de la entidad considera una caja por RD\$ 86 millones y una generación de Ebitda, anualizada, por RD\$ 428 millones. Lo anterior, en comparación con vencimientos de corto plazo por RD\$ 2.289 millones, de los cuales RD\$ 2.034 millones corresponden a facilidades para el pago de suplidores de combustibles como se mencionó anteriormente.
- Además, la compañía cuenta con líneas de créditos que puede utilizar para el refinanciamiento de pasivos, y un acotado plan de inversiones en conjunto con una adecuada política de dividendos para los próximos periodos.



Solvencia	Julio 2019	Octubre 2019	Noviembre 2019	Enero 2020	Mayo 2020	Julio 2020	Noviembre 2020	Diciembre 2020
Perspectivas	A	A	A	A	A	A	A	A
Bonos Corp. SIVEM-124	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	CW Negativo
	A	A	A	A	A	A	A	A

### Resumen Financiero

(Millones de Pesos de República Dominicana)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Jun. 2019*	Jun. 2020*
Ingresos Ordinarios <sup>(1)</sup>	23.746	26.917	25.098	23.927	29.789	37.036	36.070	18.465	10.598
Ebitda <sup>(2)</sup>	395	469	654	902	1.038	1.039	900	515,1	42,4
Resultado Operacional	-804	88	481	717	904	903	715	449	10
Ingresos Financieros	4	10	10			63	141		72
Gastos Financieros	-778	-826	-721	-674	-639	-588	-878	-326	-460
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	-1.327	-811	172	201	120	416	-36	42	-395
Flujo Caja Neto de la Operación	-343	895	146	171	33	1.588	227	-310	-2.413
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) <sup>(2)</sup>	-343	1.659	808	824	597	2.087	658	-310	-2.413
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados <sup>(3)</sup>	-343	895	146	171	33	1.588	227	-310	-2.413
Inversiones en Activos fijos Netas <sup>(7)</sup>	336	-162	786	4	-165	62	-245	-166	-51
Inversiones en Acciones									
Flujo de Caja Libre Operacional	-7	733	931	175	-131	1.650	-18	-475	-2.464
Dividendos pagados							-722	-722	
Flujo de Caja Disponible	-7	733	931	175	-131	1.650	-740	-1.197	-2.464
Movimiento en Empresas Relacionadas						-1.349	-28		
Otros movimientos de inversiones									-84
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-7	733	931	175	-131	301	-768	-1.197	-2.548
Variación de capital patrimonial									
Variación de deudas financieras	-70	-908	-906	445	-361	-86	716	849	2.137
Otros movimientos de financiamiento			2	12	8	15	-80		
Financiamiento con EERR									
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-77	-175	27	632	-485	231	-132	-347	-411
Caja Inicial	717	464	289	248	911	426	657	657	497
Caja Final	640	289	316	880	426	657	526	310	86
Caja y equivalentes	640	289	316	880	426	657	526	310	86
Cuentas por Cobrar Clientes	917	1.178	1.216	376	1.232	508	454	458	395
Inventario	120	139	424	510	635	896	554	1.128	2.411
Deuda Financiera <sup>(4)</sup>	5.681	5.634	4.838	5.253	4.744	4.873	5.861	5.734	7.393
Activos para la venta			249						
Activos Totales	10.294	11.209	10.973	10.963	11.523	13.159	13.645	13.235	14.083
Pasivos Totales	7.598	8.578	8.171	8.969	8.479	9.700	10.944	10.505	12.651
Patrimonio + Interés Minoritario	2.696	2.630	2.802	1.994	3.044	3.459	2.702	2.730	1.432

\*Cifras interinas.

n.d.: no disponible.

(1) Ingresos Ordinarios: Ingresos de la operación+ parte de otros ingresos correspondientes a servicios regionales y seguros.

(2) Ebitda = Resultado Operacional +depreciación y amortizaciones+ parte de otros ingresos.

(3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

**Principales Indicadores Financieros**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Jun. 2019*	Jun. 2020*
Margen Bruto	7,9%	6,8%	10,1%	11,6%	10,9%	8,8%	8,9%	8,4%	11,9%
Margen Operacional (%)	-3,4%	0,3%	1,9%	3,0%	3,0%	2,4%	2,0%	2,4%	0,1%
Margen Ebitda <sup>(1)</sup> (%)	1,7%	1,7%	2,6%	3,8%	3,5%	2,8%	2,5%	2,8%	0,4%
Rentabilidad Patrimonial <sup>(3)</sup> (%)	-49,2%	-30,8%	6,1%	10,1%	4,0%	12,0%	-1,3%	11,6%	-33,0%
Costo/Ventas	92,1%	93,2%	89,9%	88,4%	89,1%	91,2%	91,1%	91,6%	88,1%
Gav/Ventas	11,3%	6,5%	8,2%	8,6%	7,9%	6,4%	6,9%	6,0%	11,8%
Días de Cobro <sup>(3)</sup>	13,9	15,8	17,4	5,7	14,9	4,9	4,5	4,5	5,0
Días de Pago <sup>(3)</sup>	26,8	36,2	49,1	39,1	38,1	30,5	45,7	39,5	66,3
Días de Inventario <sup>(3)</sup>	2,0	2,0	6,8	8,7	8,6	9,6	6,1	12,1	34,3
Endeudamiento total	2,8	3,3	2,9	4,5	2,8	2,8	4,1	3,8	8,8
Endeudamiento financiero	2,1	2,1	1,7	2,6	1,6	1,4	2,2	2,1	5,2
Endeudamiento Financiero Neto	1,9	2,0	1,6	2,2	1,4	1,2	2,0	2,0	5,1
Deuda Financiera / Ebitda <sup>(1)(3)</sup> (vc)	14,4	12,0	7,4	5,8	4,6	4,7	6,5	6,0	17,3
Deuda Financiera Neta / Ebitda <sup>(1)(3)</sup> (vc)	12,8	11,4	6,9	4,8	4,2	4,1	5,9	5,7	17,1
Ebitda <sup>(1)(3)</sup> / Gastos Financieros <sup>(3)</sup> (vc)	0,5	0,6	0,9	1,3	1,6	1,8	1,0	1,5	0,4
FCNOA <sup>(2)(3)</sup> / Deuda Financiera (%)	-6,0%	29,5%	16,7%	15,7%	12,6%	42,8%	11,2%	35,0%	-19,5%
FCNOA <sup>(2)(3)</sup> / Deuda Financiera Neta (%)	-6,8%	31,0%	17,9%	18,9%	13,8%	49,5%	12,3%	37,0%	-19,8%
Liquidez Corriente (vc)	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5	0,8	0,7

\*Cifras interinas.

n.d.: no disponible.

(1) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones + parte de otros ingresos.

(2) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

**Características de los instrumentos**
**Emisión de Bonos Corporativos**
**Primera**

Número de Registro	SIVEM-124
Valor total del Programa de Emisión	RD\$ 5.025.310.000
Valor de cada Emisión	Primera emisión por RD\$ 1.515.000.000
Fecha de colocación / emisión	07/01/2019
Covenants	No considera
Emisiones inscritas al amparo del Programa	1 y 2
Conversión	No Considera
Resguardos	Suficientes
Garantía	Quirográfica

**EMISIONES DE BONOS VIGENTES**
**1**
**2**

Al amparo del Programa	SIVEM-124	SIVEM-124
Monto de la emisión	RD\$ 1.515.000.000	RD\$ 3.510.310.000
Amortizaciones	Al vencimiento	Al vencimiento
Fecha de vencimiento	28/05/2029	24/06/2029
Pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
Tasa de Interés	11,25%	11,15%
Conversión	No Considera	No Considera
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirográfica	Quirográfica

## Nomenclatura de Calificación

### Calificación de Solvencia

- Categoría AAA: Corresponde a aquellas entidades con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellas entidades con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellas entidades con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellas entidades con una suficiente capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellas entidades con capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellas entidades con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de obligaciones.
- Categoría C: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con capacidad suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida.
- Categoría D: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de obligaciones, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellas entidades sin información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

### Calificación Títulos de Deuda de Mediano y Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

### Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Categoría 1 (C-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 2 (C-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 3 (C-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 4 (C-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles C-1, C-2 o C-3.
- Categoría 5 (C-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Categoría 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Feller Rate distingue los instrumentos entre aquellos que se consideran “grado inversión” y aquellos considerados como “no grado inversión” o “grado especulativo”. Para la deuda de largo plazo, son “grado inversión” todos los títulos que tengan una calificación igual o superior a “BBB-”. En el caso de deuda de corto plazo, son “grado inversión” los que posean calificación igual o superior a “Categoría 3”.

## Perspectivas

Feller Rate asigna «Perspectivas de la Calificación» como opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- POSITIVAS: La calificación puede subir.
- ESTABLES: La calificación probablemente no cambie.
- A LA BAJA: La calificación puede bajar.
- EN DESARROLLO: La calificación puede subir o bajar.

## Creditwatch

Por otra parte, «Creditwatch» señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en «Creditwatch» cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en «Creditwatch» no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en «Creditwatch» pueden tener una calificación «positiva», «negativa» o «en desarrollo».

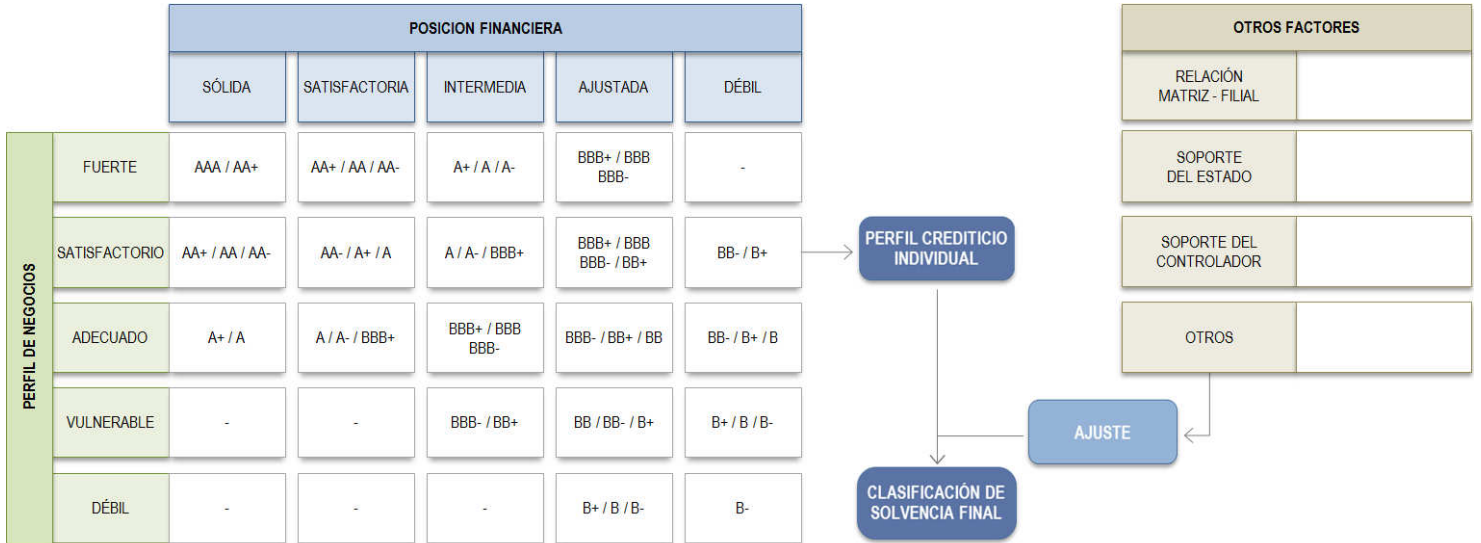
- CW POSITIVO: La calificación puede subir.
- CW NEGATIVO: La calificación puede bajar.
- CW EN DESARROLLO: La calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

## Descriptor de Liquidez

- Robusta La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

### Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Calificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que pueden implicar desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.



Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.