

Refinería La Pampilla S.A.A. – (RELAPASAA)

Informe Semestral

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior
Acciones	2ª(pe)	2ª(pe)
Bonos Corporativos que se emitan en virtud del Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de Refinería La Pampilla S.A.A.	AA-(pe)	AA-(pe)

Elaborado con cifras no auditadas a junio 2019
 Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha 09/09/2019 y 28/05/2019.

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

Indicadores Financieros (Cifras en miles de US\$)	12M Jun-19	Dic-18	Dic-17
Ingresos	3,937,748	4,217,896	3,771,923
EBITDA	104,008	50,226	198,665
Flujo de Caja Operativo (CFO)	82,990	-23,556	5,892
Deuda Financiera Total	971,748	1,073,619	862,839
Caja y valores	7,188	41,164	23,321
Deuda Financiera / EBITDA	9.34	21.38	4.34
Deuda Financiera Neta / EBITD.	9.27	20.56	4.23
EBITDA / Gastos Financieros	1.78	1.01	5.38

Fuente: Refinería La Pampilla S.A. y subsidiaria

Metodologías Aplicadas:

Metodología de Empresas no Financieras (enero 2017).

Analistas

Gustavo Campos
 (511) 444 5588
gustavo.campos@aai.com.pe

Julio Loc
 (511) 444 5588
julio.loc@aai.com.pe

Fundamentos

Apoyo & Asociados ratificó la clasificación de riesgo de las acciones de RELAPASAA y la clasificación de riesgo de AA-(pe) a los Bonos Corporativos que se emitan en virtud del Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de Refinería La Pampilla S.A.A.

Su posición estratégica en el abastecimiento nacional de hidrocarburos líquidos con el 54.0% de la capacidad de refinación del país. La adecuación de la refinería para producir Diésel y gasolinas con menos de 50 ppm de azufre genera mejoras en los márgenes de refinación, al permitir procesar crudos de menor costo (por ejemplo, crudos más pesados provenientes de la región y crudos de mayor contenido de azufre), además de incrementar la capacidad y actividad de las unidades de la Refinería, con el objetivo de optimizar la capacidad. Asimismo, la ubicación geográfica de RELAPASAA le permite atender al mercado nacional más importante (Lima) y le da la posibilidad de embarcar sus productos a los diferentes terminales del litoral.

La integración vertical le ha permitido optimizar su capacidad de producción y asegurar más del 66% de sus ventas directas y atenuar el impacto de su principal competidor. Esta red de distribución le permite reducir parcialmente la volatilidad de los flujos, generar oportunidades de negocio adicionales (*non oil*) con mayores márgenes y la utilización de herramientas de *marketing retail*.

Por otro lado, el compromiso de Repsol, su principal accionista con el 92.42% de participación, el que cuenta con una clasificación de riesgo internacional de BBB con perspectiva positiva otorgada por *FitchRatings*. Apoyo & Asociados considera que dicha clasificación muestra la capacidad de soporte a sus subsidiarias. Cabe mencionar que, en 2015 y 2019 se realizaron dos aumentos de capital en US\$100 MM y US\$200 MM, respectivamente, mayoritariamente suscritos por Repsol.

La compañía se encuentra en una posición ventajosa relacionada a la baja probabilidad de tener competencia de parte de nuevas refinerías, ya que la industria a la que pertenece presenta altas barreras a la entrada, debido a los altos niveles de inversión que se requiere para su funcionamiento.

Por su naturaleza, la generación de caja de la Empresa se encuentra expuesta a la volatilidad del precio internacional del crudo, en tanto la compañía no pueda trasladar estas variaciones al margen de refinación. Adicionalmente sus ratios de cobertura y apalancamiento financiero no presentan, necesariamente, estabilidad a través del tiempo, ya que se encuentran en función a la deuda que financia, parcialmente, los inventarios, los cuales tienen un ciclo de aproximadamente 48 días y una alta liquidez.

Durante los primeros seis meses del 2019, la Compañía ha recuperado los márgenes, logrando así, un margen EBITDA de 5.1%, uno de los niveles más

altos de los últimos años. De esta manera, el indicador triplica al registrado durante el primer semestre del 2018. Si bien durante los últimos 12 meses a junio 2019, la Compañía registró resultados negativos, esto se debe al mal rendimiento durante el segundo semestre del 2018, debido a la volatilidad de los precios de crudo, los cuales afectaron los márgenes de producción, disminución de los márgenes internacionales, el efecto de decalaje Osinergmin y el retraso de precios en el mercado interno.

Si bien la Compañía ha logrado adecuarse a los requerimientos ambientales, con la puesta en operación del módulo de Diésel de Bajo Azufre y el módulo de gasolina, al periodo analizado se tuvo una menor actividad de la Refinería. De este modo, se registró una disminución en el volumen vendido (-8.8% vs diciembre 2018).

Lo anterior se debió a la menor exportación (-17.5%) y la menor venta nacional, la cual disminuyó en 2.1%. Respecto a las exportaciones (disminuyendo el residual) principalmente porque la Compañía busca maximizar la venta de productos con mayor margen.

La Clasificadora considera que la volatilidad de los precios tanto del crudo como de sus derivados, forma parte de los riesgos inherentes al negocio, los cuales se encuentran recogidos en el análisis y en la clasificación de riesgo.

¿Qué puede impactar la clasificación?

De manera positiva, una mejora sostenida en los márgenes, que le permita disminuir el nivel de apalancamiento (Deuda Financiera / EBITDA) a menos de 3.5x de manera sostenida.

Si bien la Clasificadora no espera modificar de manera negativa la clasificación, una caída prolongada del crudo y/o un ajuste negativo en el *crack spread*, que no sea manejada con medidas oportunas y que deteriore los ratios de apalancamiento y liquidez; así como, un incremento sustancial en el nivel de deuda, como consecuencia de un plan de crecimiento o de inversión agresivo, que lleve a elevar el nivel de apalancamiento de manera sostenida, podrían impactar negativamente la clasificación.

■ Perfil

Refinería la Pampilla (RELAPASAA), es una empresa dedicada a la refinación, almacenamiento, transporte, comercialización y distribución de hidrocarburos. Desde 1996, la empresa es controlada y operada por Repsol, accionista con el 92.42%, por lo que ha absorbido la política corporativa de dicho Grupo.

Actualmente, RELAPASAA mantiene el 100% de las acciones de Repsol Comercial S.A.C. (Recosac), empresa dedicada a la comercialización de su producción. Es importante mencionar que, durante el último trimestre del 2018, Repsol hizo efectiva la compra de Puma Energy.

RELAPASAA es la principal refinería y la de mayor tecnología del país. Luego de la culminación del proyecto RLP-21 en agosto 2016, incrementó su capacidad de refinación de crudo de 102,000 a 117,000 barriles por día (BPD), equivalente al 54.0% de la capacidad total del Perú. El 45.0% lo tiene la empresa estatal Petroperú a través de cuatro refinerías y el 1.0% restante se reparte entre Pluspetrol y Maple Gas.

Capacidad Instalada	
Unidades de Proceso	MBD
Destilación Primaria	117.0
Destilación al Vacío	60.0
FCC	13.5
Reforming	2.3
Visbreaking	27.0

Fuente: Relapa

Desde su privatización, la empresa ha realizado diversas inversiones para ampliar su capacidad de producción, así como de conversión, con el objetivo de maximizar la rentabilidad de las plantas a través de la producción de combustibles con márgenes atractivos.

Por otro lado, de acuerdo al estudio Solomon, estudio realizado a nivel mundial, RELAPASAA continúa ubicada en el primer cuartil de las refinerías de Latinoamérica, en cuanto a índices de Mantenimiento, Disponibilidad Mecánica, Costos de Operación y Eficiencia Energética, lo cual la coloca como líder del sector en la región.

RELAPASAA presenta una ubicación estratégica, ya que le permite abastecer al principal mercado del país (Lima), así como ser el proveedor natural del aeropuerto internacional Jorge Chávez y embarcar sus productos para enviarlos a los diferentes terminales en el litoral.

Adicionalmente, representa un participante importante en la industria por cuanto satisface a cerca del 40% de la demanda de combustibles líquidos del país, la cual en su mayoría está concentrada en Diésel B5, GLP y gasolinas.

Soporte

Repsol es una empresa multinacional del sector hidrocarburos que desarrolla actividades de exploración, producción, refinación, distribución, *marketing*, química y gas natural a nivel mundial.

La empresa tiene operaciones en más de 35 países y con una capacidad de refino de 0.998 MMBbl por día, distribuida en seis refinerías (cinco en España, y una en Perú).

Además de ser accionista de RELAPASAA, el Grupo Repsol participa en el Perú en los siguientes negocios:

- Repsol Marketing S.A.C.: empresa dedicada a la comercialización de Lubricantes, Asfaltos y Turbo de Aviación.
- Repsol Comercial S.A.C.: empresa que comercializa gasolinas, Diésel y petróleos industriales.
- Repsol Trading Perú S.A.C.: empresa comercializadora principalmente de Biodiesel, así como negocios o servicios complementarios conexos.
- Explotación de hidrocarburos de Camisea (Lote 88 y 56), con una participación del 10% en el Consorcio Camisea.
- Explotación de hidrocarburos del Lote 57 como socio operador, junto con CNPC Perú como socio.
- Exploración de hidrocarburos del Lote 103.
- Exploración de crudo y gas natural del Lote 76 junto con Hunt Oil Company of Peru L.L.C., Sucursal del Perú; Hunt Oil Exploration and Production Company of Peru L.L.C., Sucursal del Perú; y, Pluspetrol Perú Corporation S.A.

Entre las fortalezas del Grupo Repsol se considera su posición de liderazgo en España y Latinoamérica, la integración de los negocios en los que participa, el alto nivel de sofisticación de sus plantas, su conservadora estrategia financiera (la cual la lleva a mantener adecuados ratios de capitalización), y la implantación de programas de transferencia de eficiencias desde España hacia sus operaciones en Latinoamérica.

La adquisición de Talisman Energy permitió a Repsol incrementar su capacidad productiva, fortaleciendo la diversificación geográfica de su portafolio, ya que tiene mayor presencia en países de alta estabilidad geopolítica (OCDE) y ha mejorado la integración vertical en su proceso productivo.

Cabe mencionar que, en octubre 2018, FitchRatings ratificó la calificación del perfil crediticio de Repsol de BBB y le otorgó la perspectiva positiva.

La calificación se sustenta en la rápida implementación de los planes de reducción de gastos operativos y de inversión, junto con las sinergias originadas por la integración con Gas

Canada Inc, las cuales han permitido reducir el nivel de apalancamiento.

Al mismo tiempo, se ha incorporado la recuperación gradual de los precios de los hidrocarburos así como la capacidad de la administración para llevar a cabo una política financiera adecuada, que ayude a preservar la solidez y solvencia que Repsol ha mostrado a lo largo de su trayectoria.

Estrategia

El objetivo de la Compañía es liderar el mercado peruano de combustibles, por lo que se ha planteado incrementar el volumen de ventas de productos derivados del petróleo; así como la cuota de mercado, lo que va relacionado con el fortalecimiento de la logística de abastecimiento.

Asimismo, RELAPASAA busca obtener una mezcla de tipos de crudo tal que le permita atender los requerimientos del mercado en los valores y calidad deseados, dado el nivel de tecnología de la refinería. Así como optimizar el precio de compra al aprovechar los arbitrajes entre los distintos mercados de los cuales importa su materia prima.

Por otro lado, la compañía busca maximizar los beneficios de la expansión de la cadena de valor a través de Recosac y reforzar la integración a través del *marketing*. La subsidiaria tiene como objetivo incrementar su nivel de ventas y ampliar su red de estaciones de servicio.

Por esto, Recosac ha continuado con la remodelación de EESS y tiendas. Lo anterior obedece al plan de transformación que tiene la Compañía, atendiendo las dimensiones de expansión y optimización planteadas. Adicionalmente, la Compañía viene apoyándose en el herramientas digitales que le permiten impulsar las ventas directas, fidelizar a personas y mejorar las estrategias de pricing. Cabe mencionar que se está buscando operaciones más rentables, por lo que la marca Repshop irá paulatinamente migrando al nuevo formato Sprint.

En línea con lo anterior, hubo un incremento de 7 estaciones de servicio comparado con el cierre del 2018, alcanzando un total de 567 EESS. Además, se debe mencionar que el número de tiendas de conveniencia disminuyó de 83 al cierre del 2018 a 76 tiendas al cierre del primer semestre del 2019.

La subsidiaria se encuentra impulsando la imagen de marca de Repsol hacia otros productos (lubricantes y programas de promociones) con el fin de reconocer la marca como líder e innovadora. Asimismo, se cumplieron cinco años de lanzamiento del programa de fidelización de clientes, Repsol-Latam Pass, el cual al cierre del periodo analizado supera los 189,000 afiliados.

Cabe mencionar que, a partir de octubre del 2016, se lanzó en todo el país el diésel E+ de bajo azufre calidad Euro IV,

de esta manera Repsol busca estar a la vanguardia en lo que se refiere a calidad de productos para sus clientes.

■ Posición Competitiva

La industria de los hidrocarburos se encuentra dividida en los subsectores de exploración y explotación, refinación, comercialización y transporte.

La refinación es el proceso por el cual se separan los diversos componentes del petróleo que son utilizados como combustibles automotores y productos industriales. Debido al requerimiento de altas inversiones en activos fijos, existen barreras a la entrada en este subsector, que hacen más probable que el ingreso de un nuevo competidor se dé a través de la compra de una refinería ya existente.

En el Perú, la refinación de petróleo crudo para comercialización de productos refinados, se realiza básicamente por dos empresas: PETROPERÚ S.A. y Repsol. En conjunto, son capaces de producir alrededor de 80 millones de barriles de derivados anuales.

Accionista principal	Refinería	Capacidad (BPD)	%
Petroperú	Talara	65,000	30.0%
	Conchán	15,500	7.2%
	Iquitos	12,000	5.5%
	El Milagro	1,900	0.9%
	Pucallpa*	3,300	1.5%
Refinerías Privadas			
Repsol	La Pampilla	117,000	54.0%
Pluspetrol	Shiviyacu	2,000	0.9%
Total		216,700	100%

Fuente: Relapa

* Es arrendada a Maple Gas por Petroperú (Ha paralizado sus operaciones)

Entre los productos derivados más importantes producidos en el Perú se encuentran:

Derivado	Uso
Gas Licuado de Petróleo (GLP)	Uso doméstico y en menor medida, industrial
Gasolinas y gasoholes de distinto octanaje	Transporte
Diesel	Transporte, industria y generación de energía eléctrica
Turbo	Transporte aéreo
Residual	Industrial

Elaboración propia

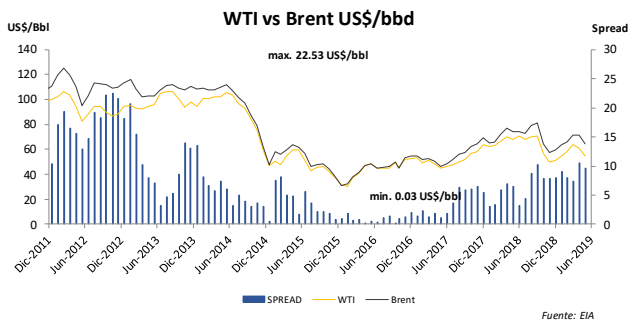
La Compañía se abastece petróleo crudo de diversas partes del mundo, en la elección de los crudo y procedencia priman los requisitos de calidad para la producción de los productos que demanda el mercado objetivo, y el mejor rendimiento económico de cada crudo.

Asimismo, el 94.3% de las compras de derivados fueron importaciones. Cabe resaltar que la participación de las importaciones en las compras de insumos es significativamente alta, debido a la entrada en vigencia del Decreto Supremo N° 009-2015-MINAM y D.S. 038-2016-EM, por lo cual se incrementó el número de departamentos en donde está prohibido comercializar Diésel con más de 50 ppm de azufre.

A junio 2019, la demanda nacional de combustibles líquidos ascendió a 199.22 miles de barriles por día, incrementándose en 3.6% con respecto al cierre del primer semestre del 2018.

El elemento más importante en la estructura de costos es el crudo. A mediados del 2011, el WTI dejó de utilizarse como marcador del precio del crudo y se comenzó a utilizar el precio del crudo Brent, debido a que se generó una diferencia entre dichos marcadores originada principalmente por la pérdida de liquidez y valor de la cotización del WTI por problemas logísticos del suministro. Por lo anterior, el crudo Brent es actualmente el principal referente de precios para RELAPASAA.

El diferencial entre la cotización del crudo Brent y del WTI aumentó considerablemente al cierre de los últimos 12 meses a junio 2019; fue en promedio US\$7.90 por barril (US\$6.12 en promedio por barril en el 2018). Durante este periodo, la mínima y máxima diferencia entre marcadores fue por US\$3.27 y US\$10.49 por barril, respectivamente.



De acuerdo a la información del EIA, al cierre del periodo analizado, el precio del crudo WTI ascendió a US\$54.66 por barril, nivel significativamente menor al registrado al cierre de junio 2018 (US\$67.87 por barril).

Hasta el octubre del 2018, el precio tuvo una tendencia al alza; sin embargo, al cierre de noviembre este empezó a disminuir hasta enero 2019, mes en el cual empezó a registrar un incremento hasta abril del mismo año. En promedio, los últimos 12 meses a junio 2019, el precio ascendió a US\$60.86 por barril, mientras que, en el 2018, el precio promedio fue de US\$64.94 por barril.

La volatilidad en los precios, durante el último trimestre del 2018 y el primer trimestre del 2019, se debió al conflicto comercial entre China y Estados Unidos, a los inventarios de crudo y la tensión entre Irán y Estados Unidos.

Al cierre de junio 2019, el precio del crudo Brent cerró en US\$64.22 por barril, por debajo del precio con el que cerró en el segundo trimestre del 2018 (US\$74.41 por barril). Cabe mencionar que, en promedio, durante los últimos 12 meses a junio 2019, el precio ascendió a US\$68.76 por barril, mientras que, en el 2018, el precio promedio fue de US\$71.1 por barril.

El *Energy Information Administration* (EIA) espera que el Brent tenga un precio promedio de US\$64 por barril durante el segundo semestre del 2019 y US\$65 por barril en el 2020, y que el WTI se mantenga US\$5.5 por barril por debajo del Brent, durante el cuarto trimestre del 2019 a principios del 2020.

Al cierre del primer semestre del 2019, los diferenciales entre los precios de la gasolina y el precio del crudo Brent, disminuyeron con respecto al 2018. Por su parte, el precio de Diésel con respecto al precio del crudo Brent ha mostrado una tendencia ascendente desde el 2015; sin embargo, a junio 2019, este disminuyó ligeramente. Finalmente, el precio del Residual mostró un comportamiento descendente con respecto al precio del crudo Brent.

		Crack Spreads (US\$/Barril)									
Tipo de Combustible	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19	
Gasolina	11.77	12.29	18.64	14.01	6.01	17.89	17.63	13.41	8.44	6.91	
Diésel	13.97	20.39	25.98	22.49	16.63	9.00	13.49	14.11	14.83	14.34	
Residuales	-5.98	1.08	2.44	-3.41	-5.94	-5.10	0.71	-7.76	-10.24	-5.01	

Fuente: Relapa

A pesar de la disminución de los diferenciales de los precios del Gasolina y Diésel respecto al Brent, el aumento en el diferencial de Residuales permitió que el margen de refino a precio de reposición de RELAPASAA incrementara respecto al primer semestre del 2018, pasando de US\$2.4 por barril a US\$6.6 por barril.

Sin embargo, la puesta en marcha del proyecto RLP-21 permite a RELAPASAA mejorar el margen de refino, debido a la mayor utilización de unidades de refinación, máxima producción de diésel de bajo azufre para el mercado interno y mayor empleo de crudos pesados para el proceso productivo.

El EIA espera que la demanda de productos derivados del crudo crezca, debido a la mejora en indicadores económicos *leading* como es el caso del PMI, tanto en economías desarrolladas como emergentes, lo cual es señal de expansión en el sector manufacturero de economías como EEUU, China, India y la Eurozona.

Cabe mencionar que los derivados son comercializados tanto a nivel mayorista como minorista. En el segmento mayorista, la venta se realiza a través de las comercializadoras. A la

fecha, existen 16 comercializadoras mayoristas habilitadas y cuatro de ellas concentran aproximadamente el 90% del volumen transado (Petroperú, Repsol, Primax y Pecsá). Cabe mencionar que Petroperú y Repsol cuentan con integración vertical a lo largo de la cadena productiva.

En el segmento minorista la venta se realiza a través de grifos y estaciones de servicios. Dentro de las estaciones de servicio destaca la participación de: PETROPERÚ S.A., Recosac, Primax y PECSA. Cabe mencionar que, a principios del 2018, Primax compró PECSA, y durante el último trimestre del 2018, Repsol compró a Puma Energy, lo cual podría tener un impacto importante en el mercado.

■ Temas Regulatorios

Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados del Petróleo

Fue creado en setiembre 2004, con el fin de compensar a los importadores y a los refinadores la imposibilidad de trasladar al mercado interno el total de las fluctuaciones del precio internacional de los combustibles derivados del petróleo, y reducir la volatilidad de la variación del mercado internacional en el mercado interno.

OSINERGMIN calcula semanalmente un PPI para cada derivado, el cual es comparado con el rango fijado por la Dirección General de Hidrocarburos del Ministerio de Energía y Minas. Si el PPI es mayor al precio máximo establecido en la banda, el productor y/o importador recibe del Fondo una compensación por la diferencia entre ambos precios, pero si está por debajo del precio mínimo de la banda, el productor debe aportar la diferencia.

Una de las críticas al Fondo es que carece de un establecimiento de fechas de pago para hacer los respectivos desembolsos a las refinerías e importadores, y no contempla el pago de intereses por el tiempo en que se retiene los desembolsos.

Luego de la promulgación de diversos decretos supremos destinados a definir claramente los objetivos del FEPC, se eliminaron varios de los productos, quedando actualmente los siguientes: el GLP envasado, el Diésel (alto y bajo azufre) para uso vehicular, y el Diésel B5 y petróleo industrial 6 destinados a la generación eléctrica de sistemas aislados.

Lo anterior ha permitido que el endeudamiento de RELAPASAA relacionado con el financiamiento de las cuentas por cobrar pendientes al FEPC se reduzca, por lo que sus necesidades de capital de trabajo son menores.

Al cierre del primer semestre del 2019, RELAPASAA mantenía una cuenta por cobrar al FEPC de US\$3.8 millones (cuenta por cobrar de US\$50.7 millones a diciembre 2018),

dado que el PPI se situó por encima del límite superior de las bandas, principalmente en el segundo semestre del ejercicio.

Al cierre del primer semestre del 2019 los productos que se encuentran dentro del FEPC son: el GLP envasado y Diésel B5S50 UV, en franja de Compensación y el Diésel B5 UV, en franja de Aportación.

El 19 de septiembre del 2018 se publicó la Ley N° 30847, mediante la cual se autorizaron las modificaciones presupuestarias con el objeto de efectuar el pago de las obligaciones que el Estado mantiene con los productores o importadores respecto del saldo del FEPC al 31 de diciembre del 2017.

El pago se efectuó mediante la emisión de Documentos Cancelatorios – Tesoro Público, los mismos que fueron utilizados para la cancelación del Impuesto General a las Ventas e Impuesto a la Renta a partir del ejercicio fiscal 2019.

Posteriormente, el 25 de noviembre del 2018 se publicó el Decreto Supremo N° 268-2018-EF, mediante el cual se dispuso la transferencia de partidas presupuestarias para el cumplimiento de la Ley N° 30847, así como la emisión y destino de los Documentos Cancelatorios – Tesoro Público. A la fecha se encuentra pendiente definir los alcances operativos para la efectiva aplicación de la devolución.

El 30 de marzo del 2019 se publicó el DS N°109-2019-EF con disposiciones reglamentarias que contempla el fraccionamiento y caducidad de los Documentos Cancelatorios. En abril del 2019 RELAPASAA cobró parte de la deuda del FEPC vía impuestos mediante el uso de “Documentos Cancelatorios del Tesoro Público” por US\$24.3 MM.

Regulación ambiental

A la fecha, solo Refinería La Pampilla ha iniciado la producción de Diésel B5 con bajo contenido de azufre, debido a que la modernización de la Refinería (RLP21) fue concluida en agosto 2016. Sin embargo, PETROPERÚ S.A. aún debe importar la totalidad de este Diésel, debido a que aún no posee la tecnología para reducir el nivel de azufre del crudo que se procesa; se prevé que el PMRT será concluido en el 2020.

Cabe mencionar que el Reglamento de Comercialización de Biocombustibles estableció el porcentaje en volumen de biodiésel (5%) en mezcla con el diésel a nivel nacional; y de alcohol carburante (7.8%) en la mezcla de gasolina con alcohol carburante -Gasohol-, que se está comercializando en los distintos departamentos del país, cuya comercialización se inició entre el 1ro. de abril del 2010 y el 1ro. de diciembre del 2011. En el caso de Lima y Callao, la comercialización se inició el 15 de julio del 2011.

Finalmente, a partir del 1ro. de enero del 2018, el contenido de azufre en las Gasolinas y Gasholes de alto octanaje (95, 97 y 98 octanos) no debe ser mayor a 50 ppm. Los importadores y distribuidores mayoristas tuvieron hasta el 31 de diciembre del 2017 para adecuarse a ello, mientras que el resto de agentes de la cadena de comercialización de dichos combustibles tuvo hasta el 31 de marzo del 2018.

■ Operaciones

La Compañía importó el 96% del crudo que procesó, así se importaron 34.7 MMbbls de crudo durante los últimos 12 meses a junio 2019 (34.9 MMbbls al cierre del 2018). Cabe mencionar que el 60.2% del crudo fue importado de países miembros de la Comunidad Andina, específicamente de Colombia y Ecuador, el 33.8% se importó de otros países de América (Brasil, EE.UU y Trinidad y Tobago), el 5.5% de África y el 0.5% de Arabia.

Las compras de crudo se realizan a través de Repsol Trading S.A. (RTSA), empresa que opera todas las compras del Grupo Repsol a nivel mundial, por lo que RELAPASAA obtiene ventajas comerciales. La Compañía contrata las compras de crudo de acuerdo con la programación de su producción y minimiza el *stock* de inventarios.

Asimismo, establece las condiciones para el cálculo de precios, fechas de embarque y formas de pago más favorables. De esta manera, busca atenuar en lo posible la volatilidad del precio internacional del crudo. RTSA se encuentra en capacidad de ofrecer a RELAPASAA una valorización especial del crudo, debido a las operaciones de cobertura y papeles que realiza en el mercado de futuros.

Al cierre del primer semestre del 2019, el saldo de las cuentas por pagar a Repsol Trading S.A. disminuyó de US\$182.1 millones, en el 2018, a US\$121.6 millones. Cabe mencionar que, durante el 2016, las cuentas por pagar a RTSA habían incrementado ya que la Compañía reemplazó deuda financiera, debido a los mejores plazos que RTSA ofrecía.

Adicionalmente al crudo, deben considerarse las importaciones de Diésel 2 y gasolina (con un máximo de 50 ppm de azufre) y biocombustibles, estos entran como insumo y no como productos finales.

Cabe mencionar que, desde hace unos años, se ha comenzado a importar alcohol anhidro, a partir del cual se puede obtener alcohol carburante y se pueden generar ahorros en el proceso productivo de los combustibles, ya que es más económico que importar el alcohol carburante.

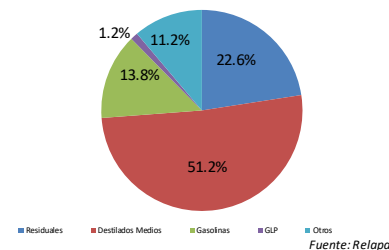
Como se mencionó anteriormente, al cierre del año, se procesaron 34.9 millones de barriles de crudo, volumen 4.1% inferior a lo importado en el 2018. Lo anterior como

consecuencia de la entrada en funcionamiento de las unidades de producción de gasolinas de bajo azufre en setiembre 2018.

Lo anterior permitió a la refinería orientar su operación a maximizar la producción de diésel de bajo azufre, debido a la mayor carga que a la refinería se le puede hacer. De este modo, se alcanzó a procesar un promedio de 105 mil barriles por día, gracias a la puesta en marcha de las nuevas unidades de desulfuración de diésel del Proyecto RLP-21.

Asimismo, la producción continuó concentrándose en destilados medios, principalmente Diésel B5 y Turbo, seguidos por gasolinas y residuales (IFO's Marinos y Petróleo Industrial 500), productos que explican el 87.6% de la producción total a 12M a junio 2019.

**Composición de la Producción
12M Junio 2019**



Las ventas totales de productos petrolíferos, al cierre de los últimos 12 meses a junio 2019, ascendieron a 40.4 MMbbls (-8.8% con respecto a diciembre 2018). Así, la participación de mercado de la Compañía disminuyó ligeramente con respecto al periodo anterior, de 37.0% a 35.3%.

Esta disminución en las ventas se debió principalmente a la menor exportación, la cual disminuyó de 14.5 MMbbls al cierre del 2018 a 12.0 MMbbls a los 12M a junio 2019. De esta manera, la participación de las exportaciones fue de 29.7% (32.8% a diciembre 2018).

Por su parte, las ventas al mercado nacional en términos de ingresos disminuyeron en 2.1% respecto del 2018. Éstas estuvieron compuestas principalmente por Destilados Medios, Residuales y Diésel. Por el lado de Destilados Medios, las ventas aumentaron en 6.0% y el Diésel, en 5.3%.

A junio 2019, Recosac registró 567 estaciones de servicio (560 a diciembre 2018 y 490 a diciembre 2017), entre las de gestión propias, gestión cedida y abanderada (20.3%, 5.6% y 74.1 %, respectivamente).

Cabe mencionar que, en el número de estaciones de servicio, se están incluyendo las estaciones de Puma Energy, cadena adquirida durante el 2018. Adicionalmente, posee una cartera de clientes industriales, principalmente del sector

minero, pesquero y de construcción, además de comerciantes mayoristas de combustible.

Gracias a su red propia, la empresa pudo incrementar su oferta, fortaleció su presencia en la cadena de producción y logró reducir parcialmente la volatilidad y exposición de sus ingresos. Asimismo, la red benefició a los flujos de la compañía, al aportar un flujo constante y sostenido que no depende solo de las ventas de combustible del país, sino también de los flujos que genera el negocio *non oil*.

Para la distribución de combustibles en los diferentes terminales del litoral, RELAPASAA cuenta con contratos de alquiler con tres buques y un contrato con Recosac para el 100% del transporte terrestre.

■ Desempeño financiero

Para el análisis del desempeño financiero de la Empresa, se han utilizado los estados financieros consolidados.

Los márgenes de las refinerías se encuentran altamente expuestos a la volatilidad del precio del crudo, ya que se genera un desfase entre la cotización que se utiliza para fijar el precio de venta de los productos terminados y el precio al cual se adquirió el crudo.

Asimismo, en un mercado con participación estatal, como el peruano, la velocidad de ajuste de los precios internos no es igual a la de los precios internacionales, por lo que se generan retrasos. Sin embargo, esta situación ha sido atenuada con las modificaciones realizadas al Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles (FEPC).

Actualmente, se ha reducido el efecto que el FEPC tiene sobre los márgenes, las necesidades de capital de trabajo y la generación de flujos de caja de las refinerías del país.

Es importante mencionar que el precio del crudo Brent cerró en junio 2019 en US\$64.22 por barril, inferior al promedio de los últimos 12 meses a junio 2019, el cual ascendió a US\$68.76 por barril (US\$57.36 por barril y US\$71.06 por barril, respectivamente, al cierre del 2018).

Debido a la aplicación de una estrategia que redujo la utilización de la planta mejorando su mezcla de productos, el volumen de ventas de la Compañía disminuyó, así como el nivel de ingresos. De este modo, al cierre de los últimos 12 meses a junio 2019, los ingresos totales de la Compañía ascendieron a US\$3,937.7 millones, 6.6% inferior al cierre del 2018. Cabe señalar que la disminución en los ingresos se debió al menor volumen vendido y no al precio unitario de los productos.

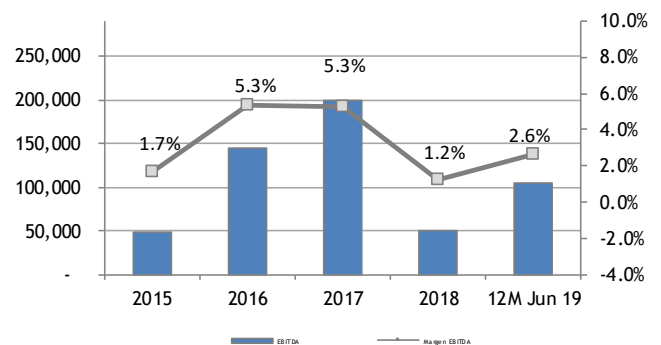
Por su parte, el costo de ventas registró una contracción de 8.0% respecto al cierre del 2018. Lo anterior se encontró en línea con la disminución del precio del crudo durante los

primeros meses del 2019. Como consecuencia, la utilidad bruta al cierre del periodo analizado ascendió a US\$241.2 millones (US\$198.1 millones al cierre del 2018).

De este modo, el EBITDA consolidado, al cierre de los últimos 12 meses a junio 2019, ascendió a US\$104.0 millones (US\$50.2 millones al cierre del 2018) y registró un margen EBITDA de 2.6% (1.2% al cierre del 2018).

Es importante mencionar que estos indicadores habían mostrado una recuperación pronunciada en relación a años anteriores, debido a la generación de eficiencias en el proceso productivo, así como una adecuada política de ventas, la cual se adaptó al cambio regulatorio y buscó maximizar la rentabilidad obtenida al asignar la producción a distintos mercados.

Evolución del EBITDA (MM US\$) y Mg. EBITDA (%)



Fuente: Relapa

Los gastos financieros aumentaron en 17.2% respecto a diciembre 2018. De este modo, ascendieron a US\$58.3 millones, debido principalmente al arrendamiento financiero por la aplicación de la NIIF 16; menores intercalarios asociados a los proyectos de inversión culminados en 2018; al incremento de la tasa de interés de referencia (LIBOR) y a los mayores gastos amortizables.

El incremento mencionado impactaría negativamente en los índices de cobertura; no obstante, el EBITDA incrementó significativamente respecto al cierre del 2018. De este modo, el ratio de cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) ascendió a 1.78x (1.01x al cierre del 2018).

Al cierre de los 12 meses a junio 2019, la Compañía generó pérdidas por US\$24.7 millones (pérdida de US\$57.5 millones al cierre del 2018). Lo anterior se debe principalmente a los altos niveles del precio del crudo entre enero y noviembre del 2018. Debido a lo anterior, se registró un ROE de -3.5% a 12M a junio 2019 (-9.4% a diciembre 2018). Es importante mencionar que, si solo consideramos el primer semestre del 2019, la utilidad neta ascendió a US\$22.9 MM (pérdida de US\$10.0 MM a junio 2018).

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo fue US\$83.0 millones (negativo por US\$23.6 millones al cierre del 2018). Este incremento en el flujo se debió principalmente a la mayor cobranza a clientes a causa del incremento en el precio del crudo durante la primera parte del año, y en menor medida por el pago de remuneraciones.

Al incluirle las inversiones que la Compañía viene realizando relacionadas al proyecto RLP-21, el Flujo de Caja Libre fue negativo en US\$76.3 millones (negativo por US\$181.8 millones durante el 2018).

Es importante mencionar que, en el 2016, se reestructuró la posición de financiamiento del RLP-21, buscando alargar el *duration* de las obligaciones.

Cabe señalar que el negocio de refinación de combustibles está expuesto a una fuerte volatilidad, tanto por el lado de la cotización de su principal materia prima, como por el lado de los precios a los cuales se venden los combustibles. Es por ello que no se debe proyectar resultados futuros a partir del desempeño de un período en particular.

Apoyo & Asociados resalta los cambios estructurales y las acciones mitigantes implementadas en años anteriores, como respuesta a las condiciones internacionales y locales, los cuales permitieron tener resultados positivos en un escenario retador.

Lo anterior muestra el compromiso que la gerencia mantiene para con la empresa, reflejado en la constante evaluación del desempeño y en el diseño de soluciones que no solo generarán impacto en el corto plazo, sino también en el mediano y largo plazo.

Cabe mencionar que, gracias al proyecto de adecuación de la refinería a las especificaciones ambientales para destilados medios, los resultados se han visto favorecidos con respecto a los resultados registrados en el periodo anterior.

Por otro lado, es importante mencionar que la compañía y su subsidiaria realizan operaciones de compra y venta principalmente en soles. Respecto a lo anterior, RELAPASAA calza sus activos y pasivos mediante préstamos en moneda local, lo que permite mitigar el riesgo por diferencia en cambio.

■ Estructura de capital

Tras el constante incremento del nivel de endeudamiento de la Compañía durante los últimos años y la disminución de generación de EBITDA, los índices de apalancamiento se han visto impactados de manera negativa; sin embargo, al cierre de los últimos 12 meses a junio 2019, este ratio ha mostrado una mejora con respecto al cierre del 2018.

De esta manera, RELAPASAA ha disminuido el nivel de deuda financiera de US\$1,073.6 millones a US\$971.7 millones a los 12M a junio 2019. Esta disminución fue principalmente por el último aumento de capital, el cual fue destinado a cancelar la deuda de largo plazo.

La deuda financiera al cierre del periodo analizado, tuvo como objetivo principal asegurar el financiamiento del proyecto RLP-21 (Bloque Diésel, Bloque Gasolinas y Servicio Comunes). Es importante mencionar que, al cierre del 2018, se tenía un saldo de US\$189.3 millones del préstamo CESCE el cual tiene una línea de hasta US\$252.5 millones con garantía de CESCE para la primera fase (Bloque Diésel), y un saldo de US\$189.8 millones del préstamo para el Bloque de Gasolinas con una línea de hasta US\$199.8 millones.

Si bien la Compañía ha cambiado el perfil de la deuda hacia más largo plazo en los últimos años, al cierre del primer semestre del 2019, la parte corriente de la deuda financiera ha aumentado en menor proporción que la parte no corriente. Así, la deuda financiera total estuvo compuesta por 42.6% de corto plazo (30.1% a diciembre 2018).

Cabe mencionar que los pasivos corrientes han incrementado ligeramente con respecto al cierre del 2017. Así, estos ascendieron a US\$776.9 millones mientras que al cierre del año anterior ascendieron a US\$755.4 millones. Lo anterior, debido principalmente al aumento de pasivos financieros.

Estructura de la Deuda Financiera a Junio 2019

(En millones de US\$)

Instrumento	Vencimiento	Saldo
Sobregiros y Préstamos Bancarios	Corriente (entre 30 y 90 días)	414
Préstamos bancarios	Hasta 2028	558

Fuente: Relapasa

Durante el periodo analizado, la generación de EBITDA incrementó significativamente, por lo que, al cierre del periodo, el indicador de apalancamiento, medido por Deuda Financiera / EBITDA ascendió a 9.34x (21.38x en el 2018). Es importante mencionar que dicho ratio se encuentra distorsionado debido al mal resultado del segundo semestre del 2018. Si consideramos solo el primer semestre del 2019, el indicador de apalancamiento asciende a 5.27x (14.29x a junio 2018). Cabe mencionar que el EBITDA generado a junio 2019 ascendió a US\$92.2 MM.

Al deducir la caja de la deuda financiera, el ratio de apalancamiento para el mismo periodo fue de 9.34x. Es importante mencionar que la Compañía nunca había mostrado niveles tan altos de apalancamiento. Del mismo modo, si consideramos lo generado durante el primer semestre, el indicador asciende a 5.23x.

Por su parte, la liquidez corriente de RELAPASAA mantuvo los mismos niveles en el periodo con respecto al 2018. Así, la cifra ascendió a 1.12x.

La Compañía no cuenta con instrumentos de cobertura; sin embargo, realiza monitoreo continuo de la evolución de las tasas para que los cambios no afecten significativamente sus resultados.

Finalmente, la Compañía ha otorgado cartas fianzas por US\$49.1 millones (US\$31.5 millones en el 2018) para garantizar el cumplimiento de las obligaciones como despachador de Aduanas y Contratos de Suministro, entre otros.

■ Proyecciones

La Clasificadora ha analizado el impacto de la nueva deuda (Bonos) sobre la solvencia de la Empresa. De esta manera, se sensibilizó el margen de producción CCS (*Current Cost of Supply*, cálculo que aísla el efecto de la apreciación/depreciación de los inventarios).

Se decidió no estresar el volumen de venta por considerar que la demanda tiene un crecimiento vegetativo por la naturaleza de bien necesario de los combustibles.

En un primer escenario (Base), se estableció un Margen de Producción CCS de US\$5.0/bbl para el 2018 y con una tasa de crecimiento de 0.6% para el primer año y 0.5% para los siguientes cinco años. Esta se calculó a partir de los márgenes históricos en el periodo 2013-2017.

Los ratios más relevantes en este escenario se pueden apreciar en la siguiente tabla:

Escenario Base	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Margen EBITDA	5.5%	6.6%	6.0%	5.9%	5.7%	5.3%	5.1%	4.9%
Deuda Fin. / EBITDA (x)	5.8	4.3	3.8	3.0	2.4	1.9	1.3	0.7
EBITDA / Gastos Fin. (x)	5.2	7.9	9.5	11.3	14.6	17.8	23.1	34.0
FCF/SD (x)	4.2	1.1	1.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, en un segundo escenario (estrés), el margen de producción CCS utilizado en el primer año fue de US\$4.5/bbl. Cabe mencionar que en ambos escenarios se consideró la misma tasa de crecimiento para los márgenes. Los indicadores de dicho escenario se pueden ver en la siguiente tabla:

Escenario Estrés	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Margen EBITDA	4.9%	6.0%	5.5%	5.5%	5.3%	4.9%	4.7%	4.6%
Deuda Fin. / EBITDA (x)	6.6	4.7	4.1	3.3	2.6	2.0	1.4	0.8
EBITDA / Gastos Fin. (x)	4.6	7.2	8.7	10.4	13.5	16.4	21.4	31.5
FCF/SD (x)	3.7	1.0	1.7	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2

Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que la Empresa no tiene ninguna inversión de similar envergadura al RLP-21 o al Terminal

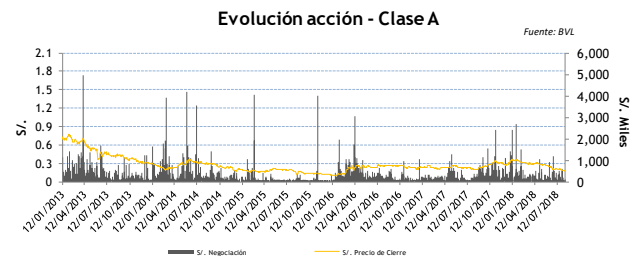
Monoboya, por lo que no espera incrementar el nivel de endeudamiento en los próximos años.

■ Características de los instrumentos

Acciones

Al cierre del primer semestre del 2019, el capital social de la Compañía ascendió a S/ 2,329.4 millones, representado por 8,319'175,714 acciones con derecho a voto de un valor nominal de S/ 0.28 cada una; de las cuales 8,319'175,713 acciones son de Clase A y 1 acción es de Clase C. Es importante mencionar que las acciones de Clase A tienen un valor de mercado de S/ 0.120 por acción (S/ 0.126 por acción al cierre del 2018).

La diferencia entre las acciones tipo A y C, es que las primeras se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), las cuales no tienen restricciones de transferencia; mientras que la acción clase C le confiere a su titular derechos especiales. Esta última pertenece al Estado y no es susceptible a embargo, remate, prenda ni



transferencia a particulares.

La política de dividendos consiste en la distribución de por lo menos el 20.0% y un máximo del 100.0% de las utilidades distribuíbles de cada ejercicio anual. El porcentaje es definido en función a la situación financiera y los requerimientos de inversión.

El 5 de diciembre del 2018, la Junta General de Accionistas aprobó un aumento de capital por nuevos aportes dinerarios hasta por el monto nominal de S/ 2,200'771,428, mediante la creación de hasta 4,784'285,714 acciones Clase A, de un valor nominal de S/ 0.46 cada una, para efectos de la suscripción en el proceso de aumento de capital; dejándose constancia de que los derechos y obligaciones de la acción Clase C no se verán afectados.

En JOA de marzo de 2019 se aprobó la reducción del capital social por compensación de la pérdida de colocación mediante la reducción del valor nominal de las acciones de 0.46 a 0.28 soles, sin modificar el número de acciones de la compañía.

Dividendos Entregados (US\$ MM)

Año	Utilid. Neta	Dividendos*	D / U
2001	42.0	37.8	90.0%
2002	20.8	9.2	44.0%
2003	5.8	0.2	3.6%
2004	0.1	0.0	3.5%
2005	89.6	38.3	42.8%
2006	23.6	11.8	50.0%
2007	80.7	40.3	50.0%
2008	-79.2	NA	NA
2009	46.3	11.6	25.0%
2010	37.0	9.3	25.0%
2011	97.9	22.0	22.5%
2012	29.5	6.6	22.5%
2013	-49.1	NA	NA
2014	-64.6	NA	NA
2015	30.8	NA	NA
2016	44.5	NA	NA
2017	81.0	NA	NA
2018	-57.6	NA	NA
12M. Jun 2019	-24.3	NA	NA

* Entregados en el ejercicio posterior.

Fuente: Relapa

Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de Refinería La Pampilla S.A.A.

El 31 de octubre de 2018, se aprobó en Directorio el “Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de Refinería la Pampilla S.A.A.”. El 28 de diciembre del 2018, Refinería La Pampilla solicitó a la SMV la inscripción del Programa hasta por un monto total de circulación ascendente a US\$500.0 millones o su equivalente en soles.

Tipo de Instrumento	Instrumentos Representativo de Deuda
Emissiones y Series	Una o más Emisiones, cada una de las cuales podrá contar con una o más Series
Vigencia del Programa	6 años de vigencia
Clase	Nominativos, indivisibles y libremente transferible, y estarán representados por anotaciones en cuenta en el registro contable de CAVALI S.A.
Moneda	Dólares Americanos (o su equivalente en soles)
Vencimiento	A ser definido en los respectivos documentos complementarios de cada Emisión
Opción de Rescate	A ser definido en los respectivos documentos complementarios de cada Emisión
Garantías	Sin Garantías
Covenants Financieros	Sin Covenants Financieros

Fuente: RELAPASAA

Resumen Financiero - Refinería la Pampilla S.A.A. y subs.
(Cifras en miles de dólares)

	12M Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15	Dic-14	Dic-13
Rentabilidad (%)							
EBITDA	104,008	50,226	198,665	144,660	48,885	33,483	26,769
Mg. EBITDA	2.6%	1.2%	5.3%	5.3%	1.7%	0.8%	0.6%
FCF / Ingresos	-1.9%	-4.3%	-6.0%	-2.5%	-0.8%	-1.4%	-2.1%
ROE	-3.5%	-9.4%	13.4%	11.1%	4.6%	-16.5%	-11.3%
Cobertura (x)							
EBITDA / Gastos financieros	1.78	1.01	5.38	7.40	2.32	1.17	0.89
EBITDA / Servicio de deuda	0.22	0.13	0.54	0.69	0.12	0.07	0.11
FCF / Servicio de deuda	-0.04	-0.35	-0.52	-0.22	-0.01	-0.07	-0.24
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	-0.02	-0.24	-0.45	0.03	0.05	-0.02	-0.18
CFO / Inversión en Activo Fijo	0.52	-0.15	0.03	0.68	0.90	0.47	-0.29
(EBITDA+Caja) / Servicio de deuda	0.24	0.25	0.61	0.95	0.18	0.12	0.16
Estructura de capital y endeudamiento (x)							
Deuda Financiera / Capitalización	55.0%	65.0%	57.4%	54.5%	53.3%	62.8%	55.9%
Deuda financiera total / EBITDA	9.34	21.38	4.34	4.64	11.70	19.30	21.46
Deuda financiera neta / EBITDA	9.27	20.56	4.23	4.26	11.20	18.55	20.90
Deuda financiera neta de caja y FEPC* / EBITDA	9.27	20.56	4.23	4.19	11.22	18.56	19.64
Costo de financiamiento estimado	5.7%	5.1%	4.8%	3.1%	3.4%	4.7%	5.4%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	42.6%	30.1%	38.2%	28.5%	68.9%	74.0%	39.1%
Balance							
Activos totales	2,425,344	2,252,320	2,058,009	1,685,231	1,378,886	1,312,495	1,342,714
Caja e inversiones corrientes	7,188	41,164	23,321	54,574	24,549	25,031	14,983
Deuda financiera Corto Plazo	413,523	323,162	329,470	191,219	394,092	478,207	224,462
Deuda financiera Largo Plazo	558,225	750,457	533,369	479,728	177,799	167,913	349,930
Deuda financiera total	971,748	1,073,619	862,839	670,947	571,891	646,120	574,392
Patrimonio Total	795,622	579,158	639,183	559,029	500,305	383,522	452,323
Capitalización ajustada	1,767,370	1,652,777	1,502,022	1,229,976	1,072,196	1,029,642	1,026,714
Flujo de caja							
Flujo de caja operativo (CFO)	82,990	-23,556	5,892	143,466	206,689	54,576	-19,300
Inversiones en Activos Fijos	-159,301	-158,247	-231,797	-210,251	-230,232	-116,269	-66,045
Dividendos comunes	-4	47	0	0	0	0	-6,635
Flujo de caja libre (FCF)	-76,315	-181,756	-225,905	-66,785	-23,543	-61,693	-91,980
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	125	38	10	132	777	13	1,136
Otras inversiones, neto	-940	-1,285	0	0	0	0	0
Variación neta de deuda	-153,259	201,187	194,270	96,678	-74,229	71,728	41,075
Variación neta de capital	200,291	0	0	0	96,506	0	0
Otros financiamientos, netos	0	0	0	0	7	0	0
Variación de caja	-30,098	18,184	-31,625	30,025	-482	10,048	-49,769
Resultados							
Ingresos	3,937,748	4,217,896	3,771,923	2,706,972	2,888,683	4,271,123	4,394,095
Variación de Ventas	-6.6%	11.8%	39.3%	-6.3%	-32.4%	-2.8%	-9.2%
Utilidad operativa (EBIT)	24,467	-19,019	149,064	115,930	66,939	-55,786	-13,654
Gastos financieros	58,293	49,754	36,930	19,541	21,099	28,696	30,151
Resultado neto	-24,672	-57,543	80,154	58,724	20,277	-68,801	-54,682
Información y ratios sectoriales							
Rotación de inventarios	48.4	34.3	43.3	47.5	35.6	35.0	43.7
Rotación de cuentas por cobrar	24.9	23.0	28.1	25.7	17.7	15.0	15.9
Rotación de cuentas por pagar	25.4	29.9	35.3	41.7	21.4	17.6	16.7

EBITDA: Ut. operativa + Deprec.+ Amort.+provisión/-recupero de provisión por desvalorización de inventarios. FFO: Rstdo. Neto + Deprec.+ Amort. + Rstdo. en Venta de Activos + Castigos y Prov. + Otros ajustes al Rstdo. Neto + Var. en Otros Activos activos + Castigos y Provisiones +Var. en otros pasivos - Dividendos preferentes. Variación de capital de trabajo: Cambio en cuentas por pagar comerciales + cambio en existencias - cambio en cuentas por cobrar comerciales. CFO: FFO + Variación de capital de trabajo. FCF= CFO + Inversión en activo fijo + pago de dividendos comunes. Cargos fijos= Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos. Deuda fuera de balance: Incluye fianzas, avales y arriendos anuales multiplicados por el factor 6.8. Servicio de deuda:Gastos financieros + deuda de corto plazo. *FEPC= Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles.

ANTECEDENTES

Emisor:	Refinería La Pampilla S.A.A.
Domicilio legal:	Km 25 Carretera a Ventanilla, Callao - Perú
RUC:	20259829594
Teléfono:	(511) 215 6225
Fax:	(511) 441 9766

DIRECTORIO

Jaime Fernández-Cuesta Luca de Tena	Presidente
Luis Felipe Llamas Gómez	Vice – Presidente
Jose Luis Ibarra Bellido	Director
José Luis Iturrizaga Gamonet	Director
Susana Meseguer Calas	Director
José Antonio Andrade Cereghino	Director
Gianna Macchiavello Casabonne	Director
Elmer Cuba Bustinza	Director
Elena Conterno Martinelli	Director
Sergio Gómez Redondo	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

Grupo Repsol del Perú S.A.C.	Gerencia General
Dante Blotte Volpe	Gerente de Finanzas
Orlando Carbo Conte	Gerente General de Recosac
Luis Felipe Llamas Gómez	Gerente Refino Perú
Ricardo Peña Baquerizo	Gerente de Personas y Organización
José Luis Ibarra Bellido	Gerente de Comunicación y Relaciones Externas
Daniel Cabrera Ortega	Gerente de Control y Gestión
Maritza Zavala Hernández	Gerente de Sistemas de Información
Gianna Macchiavello Casabonne	Gerente de Servicios Jurídicos
William Ojeda Urday	Gerente de Proyectos Inmobiliarios
Jorge Luis Castro Zapata	Gerente de Seguridad Corporativa
Lorenzo Palazetti Grench	Gerente de Medios
María Salvador Durantez	Gerente de Innovación y Mejora
Luis Vásquez Madueño	Gerente de Abastecimiento y Distribución
Luis De La Torre Vivar	Gerente de Seguridad, Calidad y Medio Ambiente
Julián De La Calle	Gerente de Producción
Carlos Paiva Venero	Gerente de Fiabilidad y Mantenimiento
María Jesús Arribas Antón	Gerente de Seguridad, Calidad y Medio Ambientes

RELACION DE SOCIOS

Repsol Perú BV	92.42%
Otros	7.58%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución SMV N°032-2015-SMV/01 y sus modificatorias, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los siguientes instrumentos que emita **Refinería La Pampilla S.A.A.**:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Acciones	Categoría 2ª. (pe)
Bonos Corporativos que se emitan en virtud del Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de Refinería La Pampilla S.A.A.	Categoría AA-(pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORÍA 2ª (pe): Acciones que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del Emisor.

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.8% de sus ingresos totales.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.