

Refinería La Pampilla S.A.A.

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 y se cambia la perspectiva de estable a negativa.

La clasificación se sustenta principalmente en:

Su posición estratégica en el abastecimiento de hidrocarburos líquidos, con el 54.0% de la capacidad de refino del país. La adecuación de la refinería para producir combustible con mayor margen de refino, al permitir optimizar la dieta de crudos procesados con el objetivo de incrementar el margen de refino de la Compañía. 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 estable ratificada 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 refino. 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.

Por otro lado, la Compañía ha logrado adecuarse a los requerimientos ambientales con la puesta en operación del módulo de Diésel de bajo azufre, el módulo de gasolina y la producción de Residuales de bajo azufre (IMO 2020). Sin embargo, desde que inició el Estado de Emergencia el 16 de marzo del 2020, se tuvo una menor actividad de la Refinería por la crisis sanitaria que atraviesa el Perú y el mundo.

El cambio en la perspectiva se sustenta en lo siguiente:

Durante los últimos 12 meses a setiembre 2020, la Compañía redujo sus márgenes, registrando un margen EBITDA de 1.2%, el nivel más bajo de los últimos años. Lo anterior se debió a la menor demanda de combustibles a causa del aislamiento social dictado por el Gobierno, que inició en marzo del año actual. Como consecuencia, el

Ratings	Actual	Anterior
Acciones	2a(pe)	2a(pe)
Bonos Corporativos que se emitan en virtud del Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda	AA- (pe)	AA- (pe)

Con información financiera no auditada a setiembre 2020

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 26/11/2020 y 03/07/2020

Perspectiva

Negativa

Indicadores Financieros

Indicadores Financieros (Cifras en miles de US\$)	12M Set-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos	2,272,565	3,550,201	4,082,326
EBITDA	26,581	223,401	50,226
Flujo de Caja Operativo (CFO)	65,503	220,964	-23,556
Deuda Financiera Total	868,054	803,640	1,073,619
Caja y valores	25,188	15,053	41,164
Deuda Financiera / EBITDA	32.66	3.60	21.38
Deuda Financiera Neta / EBITDA	31.71	3.53	20.56
EBITDA / Gastos Financieros	0.57	4.14	1.01

Fuente: Refinería La Pampilla S.A. y subsidiaria

Metodologías Aplicadas

Metodología Maestra de Clasificación de Empresas No Financieras (Enero 2017)

Analistas

Gustavo Campos Rivero
gustavo.campos@aai.com.pe

Julio Loc Lam
julio.loc@aai.com.pe

T. (511) 444 5588

volumen de ventas de la Compañía registró una disminución de 32.0% respecto de diciembre 2019.

A pesar del deterioro de su generación de caja e indicadores, desde la reactivación de las actividades económicas, la demanda de los combustibles y precios del crudo se han ido recuperando. De esta manera, la Clasificadora espera que, en el corto plazo, la Empresa muestre mejoras significativas en sus indicadores, sustentado en lo siguiente: i) la importancia de los combustibles en las actividades económicas del país; ii) la posición de mercado que tiene la Refinería La Pampilla (54% de la capacidad de refinado del país); y, iii) el respaldo de Repsol.

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 podría modificar las clasificaciones asignadas?

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.

Efectos negativos en la clasificación podrían generarse debido a una caída prolongada del crudo y/o un ajuste negativo en el *crack spread*, que no sean manejados con medidas oportunas y que deterioren 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.

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 mantiene las políticas y estándares del Grupo.

Actualmente, RELAPASAA mantiene el 100% de las acciones de Repsol Comercial S.A.C. (Recosac), empresa dedicada a la comercialización de su producción.

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 55.0% de la capacidad total del Perú. El 44.0% 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 de residual de bajo azufre (*Very Low Sulfur Fuel Oil - VLSFO IFO 380 Azufre Máximo 0.5%*).
- Repsol Exploración del Perú: se dedica a la 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 y 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 abril 2020, *FitchRatings* ratificó la clasificación del perfil crediticio de Repsol de BBB con perspectiva estable.

La clasificación 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 herramientas digitales que le permiten impulsar las ventas directas, fidelizar a personas y mejorar las estrategias de establecimiento de precios. Cabe mencionar que se están 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 11 estaciones de servicio comparado con el cierre del 2019, alcanzando un total de 583 EESS. Además, se debe mencionar que el número de tiendas de conveniencia disminuyó, de 76 al cierre del 2019, a 74 tiendas al cierre de setiembre 2020.

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 193,778 afiliados.

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.

Capacidad Instalada de Refinación

Accionista principal	Refinería	Capacidad (BPD)	
		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: Relapasa

* Actualmente fuera de servicio

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

Principales Derivados

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

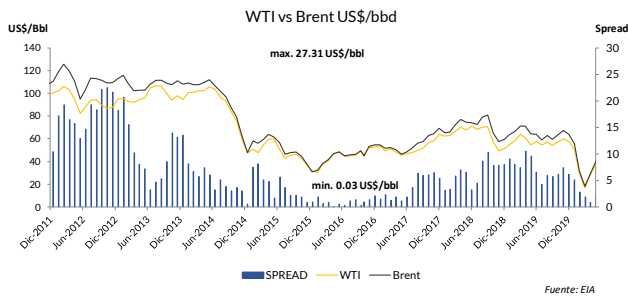
La Compañía se abastece de petróleo crudo de diversas partes del mundo, en la elección de los crudos y procedencia priman los requisitos de calidad para la producción de los productos que demanda el mercado objetivo, y el mejor rendimiento económico de cada crudo.

Asimismo, el 79.4% de las compras de crudo 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.

Durante los últimos 12 meses a setiembre 2020, la demanda nacional de combustibles líquidos ascendió a 1,955 miles de barriles por día, disminuyendo en 20.6% a la demanda registrada durante el 2019. Lo anterior se debió al aislamiento social iniciado en marzo del 2020 a causa de la propagación del COVID-19.

El elemento más importante en la estructura de costos es el crudo de la Refinería La Pampilla es el crudo Brent.

El diferencial entre la cotización del crudo Brent y del WTI disminuyó considerablemente al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020; fue en promedio US\$3.69 por barril (US\$7.37 en promedio por barril en el 2019). Durante este periodo, la mínima y máxima diferencia entre marcadores fue de US\$0.82 y US\$7.43 por barril, respectivamente.



De acuerdo a la información del EIA, al cierre de setiembre del 2020, el precio del crudo WTI ascendió a US\$39.63 por barril, nivel significativamente menor al registrado al cierre de setiembre 2019 (US\$56.95 por barril). Sin embargo, se debe mencionar que el precio promedio del WTI durante los 12M a setiembre 2020 fue menor que el del 2019 (US\$42.85 por barril vs. US\$56.98 por barril).

Por su parte, durante el periodo en análisis, el precio promedio del Brent ascendió a US\$46.54 por barril, mientras que en el 2019 el precio promedio fue de US\$64.36 por barril. Como efecto de la pandemia de COVID-19, el precio del Brent registró su nivel más bajo en abril del 2020, cerrando dicho mes con un precio de US\$18.38 por barril. A partir de ese momento, el precio se fue recuperando en los meses posteriores.

Se debe mencionar que, hacia el último trimestre del 2019, los precios del crudo mostraron una tendencia al alza, debido a los recortes de producción de petróleo de la OPEP y otros países. Sin embargo, dicho factor fue contrarrestado por un menor crecimiento global y una mayor producción de Estados Unidos.

Durante el 2020, el precio registró una disminución significativa hacia el cierre del primer trimestre e inicios del segundo. De esta manera, registró su nivel más bajo debido a los efectos de la pandemia del COVID-19. Así, al cierre de abril 2020, el precio del crudo WTI fue de US\$16.55 por barril. Al cierre del tercer trimestre del 2020, los precios fueron recuperándose; sin embargo, aún se encuentran por debajo de su similar periodo del año anterior.

Según la información del Energy Information Administration (EIA), se espera que a fines del 2020 y 2021 los precios registren una recuperación gradual. De esta manera, se proyecta que, para el cierre de dichos años, los precios del WTI asciendan a US\$38.24 por barril y US\$44.24 por barril y para el Brent sean de US\$40.61 por barril y US\$46.59 por barril, respectivamente.

Al cierre del tercer trimestre del 2020, los diferenciales entre los precios de la gasolina y el precio del crudo Brent, disminuyeron con respecto al cierre del 2019. De esta manera, el diferencial ascendió a US\$4.6 por barril. De la misma manera, el precio de diésel con respecto al crudo Brent mostró una disminución, pasando de US\$15.3 por barril a US\$7.3 por barril. Finalmente, el precio del Residual

de Alto Azufre registró una ligera mejora mientras que el Residual de Bajo Azufre disminuyó con respecto del 2019.

Tipo de Combustible	Crack Spreads (US\$/Barril)					
	2015	2016	2017	2018	2019	Set-20
Gasolina	17.9	17.6	13.4	8.4	8.0	4.6
Diésel	9.0	13.5	14.1	14.8	15.3	7.3
Residual de Alto Azufre (HSFO)	-5.1	0.7	-7.8	-10.2	-10.6	-9.2
Residual de Bajo Azufre (VLSFO)	-	-	-	-	6.9	4.6

Fuente: Relapaa

A pesar de la disminución de los diferenciales de los precios de gasolina y residuales respecto al Brent, el aumento en el diferencial de diésel permitió que el margen de refino a precio de reposición de RELAPASAA incrementara respecto al 2019, pasando de US\$7.96 por barril a US\$13.43 por barril.

Cabe señalar que tras la adecuación a la normativa IMO 2020, la Refinería empezó a incrementar el procesamiento de crudos ligeros. Dicho lo anterior, a setiembre 2020, el diferencial del residual de bajo azufre (VLSFO) ascendió a US\$4.6 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.

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 Pecsa). 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 o estaciones de servicios. Dentro de las estaciones de servicio destaca la participación de: PETROPERÚ S.A., Recosac y Primax-PECSA.

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.

Luego de la promulgación de diversos decretos supremos destinados a definir claramente los objetivos del FEPC, se eliminaron varios de los productos. Al cierre del tercer trimestre del 2020, se mantuvieron 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.

El 21 de abril del 2020, se publicó el DS N°007-2020-EM modificando los productos de la lista contenida en el Fondo para la Estabilización de Precio de los Combustibles Derivados del Petróleo (FEPC). De esta manera, se excluyen de la lista al Gas Licuado de Petróleo (GLP) y al Diésel BX.

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. De esta manera, PETROPERÚ S.A. 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 durante el segundo semestre del 2021 (según las últimas publicaciones de Petroperú).

Cabe mencionar que el Reglamento de Comercialización de Biocombustibles estableció el porcentaje en volumen de biodiesel (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 79.4% del crudo que procesó. Así, se importaron 18.5 MMbbls de crudo durante los últimos 12 meses a setiembre 2020 (30.6 MMbbls durante el 2019). La menor importación se debió a la menor carga de producción registrada durante el periodo en análisis.

Cabe señalar que el 4.0% fue importado de países miembros de la Comunidad Andina, específicamente Colombia y Ecuador; el 60.6% se importó de otros países de América (Brasil, EEUU, México y Trinidad y Tobago) y el 35.4% de África (Angola, El Congo y Nigeria).

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.

A setiembre 2020, el saldo de las cuentas por pagar a Repsol Trading S.S. disminuyó de US\$93.8 MM; en el 2019, a US\$46.7 MM.

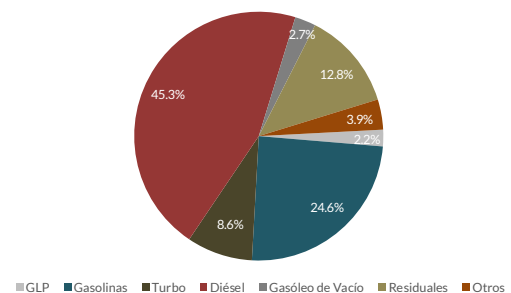
Adicionalmente al crudo, deben considerarse las importaciones de Diésel 2 y gasolina (con un máximo de 50 ppm de azufre) y biocombustibles, estos entran como insumo y no como productos finales.

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.

Durante el año anterior, la Compañía realizó cambio de estrategia que redujo la utilización de la planta mejorando su mezcla de productos. Lo anterior permitió incrementar los márgenes de refino, debido a la capacidad de la refinería de producir combustibles de mayor valor. 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 desulfurización 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 91.2% de la producción total a al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020.

Composición de Producción
12M Setiembre 2020



Fuente: Relapa

El volumen de venta total de productos petrolíferos, a los 12M setiembre 2020, ascendió a 25.8 MMbbls (-32.0% con respecto al 2019). Lo anterior, como consecuencia de la contracción del mercado local e internacional por el impacto de la pandemia de COVID-19. La participación de la Compañía en el mercado de refino disminuyó respecto al 2019, de 36.5% a 31.1% a setiembre 2020.

Esta disminución en el volumen de ventas se debió principalmente al menor volumen vendido en el mercado local, el cual disminuyó de 28.4 MMbbls al cierre del 2019 a 21.2 MMbbls al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020. Sin embargo, las exportaciones registraron una contracción proporcionalmente mayor, de esta manera, la participación de las ventas nacionales aumentó a 82.4% (74.9% a diciembre 2019).

Por su parte, las ventas al mercado nacional en términos de ingresos disminuyeron en 35.4% respecto al 2019. Éstas estuvieron compuestas principalmente por Destilados Medios y Gasolinas (59.9% y 22.4%, respectivamente, del total de ingresos).

A setiembre 2020, Recosac registró 583 estaciones de servicio (572 a diciembre 2019), entre las de gestión propias, gestión cedida a terceros y abanderada (19.4%, 5.8% y 74.8%, respectivamente).

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.

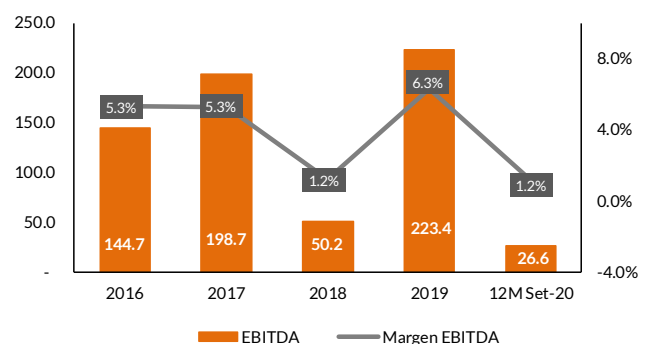
Es importante mencionar que el precio del crudo Brent cerró en setiembre 2020 en US\$40.91 por barril, inferior al promedio de los últimos 12 meses, el cual ascendió a US\$46.54 por barril (en el 2019 cerró con US\$67.31 por barril y tuvo un precio promedio de US\$64.36 por barril).

Al cierre del tercer trimestre del 2020, se registró una menor utilización de la refinería, debido principalmente a la menor demanda nacional de combustibles. Adicionalmente, la reducción del precio internacional del crudo mejoró los márgenes de refino CCS, el cual pasó de US\$7.96 por barril al cierre del 2019 a US\$12.47 por barril a setiembre 2020; sin embargo, conforme vaya recuperándose la cotización del crudo, dicho margen regresaría a sus niveles normales.

De este modo, durante los últimos 12 meses a setiembre 2020, la Compañía generó ingresos por US\$2,272.6 MM, 36.0% inferior al cierre del 2019. Esta disminución se debió a la menor demanda de combustibles, como consecuencia del Estado de Emergencia iniciado el 16 de marzo del 2020, a causa de la pandemia de COVID-19. De esta manera, el volumen de ventas disminuyó en 32.0% respecto del 2019.

Por su parte, el EBITDA consolidado, al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020, ascendió a US\$26.6 MM (US\$223.4 MM al cierre del 2019) y registró un margen EBITDA de 1.2% (6.3% al cierre del 2019). Se debe mencionar que al EBITDA se le reconoce la pérdida por desvalorización de inventarios, como consecuencia de la caída de precios del crudo Brent. Si se considera el EBITDA ajustado a *Current Cost Supply* a los 12M a setiembre 2020 ascendió a US\$184.9 MM (US\$215.9 MM a diciembre 2019).

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



Fuente: Relapa

Los gastos financieros disminuyeron en 14.0% respecto a diciembre 2019. De este modo, ascendieron a US\$46.5 MM, debido principalmente a la reducción de las tasas de interés registradas durante el 2020 y en menor medida por menores comisiones de estructuración.

De este modo, el ratio de cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) ascendió a 0.6x (4.14x al cierre del 2019). Lo anterior, debido a la menor generación de EBITDA registrada durante el periodo analizado a causa del inicio del Estado de Emergencia.

Al cierre de los últimos 12 meses a setiembre 2020, la Compañía registró pérdidas por US\$299.2 MM (pérdida de US\$168.0 MM al cierre del 2019). Los factores que explican estas pérdidas están relacionadas al impacto de la reducción del volumen de ventas y menores precios, así como el efecto del recupero de provisión por desvalorización de inventarios versus el mayor gasto por provisión de desvalorización de inventarios durante el periodo de análisis.

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo fue US\$65.5 MM (US\$221.0 MM a diciembre 2019). Esta disminución en el flujo se debió principalmente a la menor cobranza a los clientes.

Al incluirle las inversiones que la Compañía viene realizando relacionadas principalmente al proyecto RLP-21 y Monoboya, el Flujo de Caja Libre fue de US\$8.6 MM (US\$85.7 MM durante el 2019).

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 periodos anteriores.

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 a causa de la menor demanda de combustibles, debido a la crisis sanitaria que atraviesa el país y el mundo, los índices de apalancamiento se han visto impactados de manera negativa.

De esta manera, RELAPASAA ha incrementado el nivel de deuda financiera, de US\$803.6 MM al cierre del 2019, a US\$868.1 MM a setiembre 2020. Con el fin de atender las necesidades de capital de trabajo, la Compañía tomó deudas de corto plazo, durante el tercer trimestre del 2020, por aproximadamente US\$200 MM.

Entre las deudas que tiene la Compañía, se encuentra el préstamo CESCE. Al cierre de setiembre 2020, se tenía un saldo de US\$156.6 MM con garantía CESCE para la primera fase (Bloque Diésel) y un saldo de US\$159.6 MM para el Bloque de Gasolinas. Se debe mencionar que el monto original de ambos préstamos fue de US\$252.5 MM y US\$198.9 MM, respectivamente.

Cabe mencionar que los pasivos corrientes han disminuido con respecto al cierre del 2019. Así, estos ascendieron a US\$451.0 MM mientras que al cierre del año anterior ascendieron a US\$613.2 MM. Lo anterior, debido principalmente a la disminución de las cuentas por pagar a entidades relacionadas, principalmente a Repsol Trading S.A. y a proveedores de bienes y servicios.

Estructura de la Deuda Financiera a Setiembre 2020
 (En millones de US\$)

Instrumento	Vencimiento	Saldo
Sobregiros y Préstamos Bancarios	Corriente (entre 30 y 90 días)	263
Préstamos bancarios	Hasta 2028	605

Fuente: Relapasa

Durante los últimos 12 meses a setiembre 2020, la generación de EBITDA registró una caída significativa a causa de la menor demanda. De esta manera, el indicador de apalancamiento, medido por Deuda Financiera / EBITDA fue de 32.7x (3.6x a diciembre 2019). Es importante mencionar que los resultados del 2020 estuvieron afectados por dos principales factores: la menor demanda debido al aislamiento social y el sobre *stock* de crudo a nivel mundial, por lo que los precios internacionales disminuyeron significativamente. Al deducir la caja de la deuda financiera, el ratio de apalancamiento para el mismo periodo fue de 31.7x.

Por su parte, la liquidez corriente de RELAPASAA mostró un ligero incremento al cierre del tercer trimestre del 2020. Así, la cifra ascendió a 1.19x (1.16x al cierre del 2019).

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.

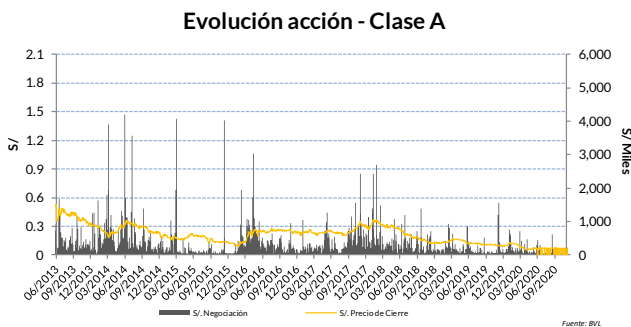
Finalmente, la Compañía ha otorgado cartas fianzas por US\$154.2 MM (US\$153.2 MM al cierre del 2019) para garantizar el cumplimiento de las obligaciones como despachador de Aduanas y Contratos de Suministro, entre otros.

Características de los instrumentos

Acciones

Al cierre del tercer trimestre del 2020, el capital social de la Compañía ascendió a S/ 2,329.4 MM, 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 tuvieron un valor de mercado de S/ 0.06 por acción al cierre de setiembre 2020 (S/ 0.123 por acción al cierre del 2019).

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 distribuibles de cada ejercicio anual. El porcentaje es definido en función a la situación financiera y los requerimientos de inversión.

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
2019	-167.4	NA	NA
12M Set-20	-290.6	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
Emisiones 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)

	LTM Set-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Rentabilidad (%)					
EBITDA	26,581	223,401	50,226	198,665	144,660
Mg. EBITDA	1.2%	6.3%	1.2%	5.3%	5.3%
FCF / Ingresos	0.4%	2.4%	-3.9%	-6.0%	-2.5%
ROE	-46.1%	-28.4%	-9.4%	13.4%	11.1%
Cobertura (x)					
EBITDA / Gastos financieros	0.57	4.14	1.01	5.38	7.40
EBITDA / Servicio de deuda	0.09	0.66	0.13	0.54	0.69
FCF / Servicio de deuda	0.18	0.42	-0.29	-0.52	-0.22
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.26	0.46	-0.18	-0.45	0.03
(EBITDA+Caja) / Servicio de deuda	0.17	0.71	0.25	0.61	0.95
Estructura de capital y endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / Capitalización	63.5%	57.1%	65.0%	57.4%	54.5%
Deuda financiera total / EBITDA	32.66	3.60	21.38	4.34	4.64
Deuda financiera neta / EBITDA	31.71	3.53	20.56	4.23	4.26
Deuda financiera neta de caja y FEPC* / EBITDA	31.71	3.53	20.56	4.23	4.19
Costo de financiamiento estimado	5.5%	5.8%	5.1%	4.8%	3.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	30.3%	35.1%	30.1%	38.2%	28.5%
Balance					
Activos totales	1,778,483	1,971,045	2,252,320	2,058,009	1,685,231
Caja e inversiones corrientes	25,188	15,053	41,164	23,321	54,574
Deuda financiera Corto Plazo	262,998	282,069	323,162	329,470	191,219
Deuda financiera Largo Plazo	605,056	521,571	750,457	533,369	479,728
Deuda financiera total	868,054	803,640	1,073,619	862,839	670,947
Patrimonio Total	499,382	604,734	579,158	639,183	559,029
Capitalización ajustada	1,367,436	1,408,374	1,652,777	1,502,022	1,229,976
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	65,503	220,964	-23,556	5,892	143,466
Inversiones en Activos Fijos	-56,901	-135,230	-135,266	-231,797	-210,251
Dividendos comunes	-1	0	47	0	0
Flujo de caja libre (FCF)	8,601	85,734	-158,775	-225,905	-66,785
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-4,430	-4,390	-3,703	10	132
Otras inversiones, neto	0	345	-572	0	0
Variación neta de deuda	17,949	-307,568	181,947	194,270	96,678
Variación neta de capital	0	200,291	0	0	0
Otros financiamientos, netos	0	0	0	0	0
Variación de caja	22,120	-25,588	18,897	-31,625	30,025
Resultados					
Ingresos	2,272,565	3,550,201	4,082,326	3,771,923	2,706,972
Variación de Ventas	-36.0%	-13.0%	8.2%	39.3%	-6.3%
Utilidad operativa (EBIT)	-43,711	138,245	-19,019	149,064	115,930
Gastos financieros	46,484	54,026	49,754	36,930	19,541
Resultado neto	-299,227	-167,974	-57,543	80,154	58,724
Información y ratios sectoriales					
Rotación de inventarios	62.3	36.0	35.5	43.3	47.5
Rotación de cuentas por cobrar	17.0	28.6	23.8	28.1	25.7
Rotación de cuentas por pagar	19.7	22.2	30.9	35.3	41.7

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:	20259829597
Teléfono:	(511) 215-6225

Relación de directores*

Jaime Fernández-Cuesta Luca de Tena	Presidente del Directorio
Carlos Paiva Venero	Director
Jose Luis Ibarra Bellido	Director
José Luis Iturrizaga Gamonet	Director
Caridad De La Puente Wiese	Director
José Antonio Andrade Cereghino	Director
Gianna Macchiavello Casabonne	Director
Elena Conterno Martinelli	Director
David De Cáceres Núñez	Director

Relación de ejecutivos*

Grupo Repsol del Perú S.A.C.	Gerente General
Dante Blotte Volpe	Chief Financial Office - CFO
Orlando Carbo Conte	Gerente General de Recosac
Carlos Paiva Venero	Gerente Refino Perú
Ricardo Peña Baquerizo	Gerente de Personas y Organización
Jorge 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 Machiavello Casabonne	Gerente de Servicios Jurídicos
Jorge Luis Castro Zapata	Gerente de Seguridad Corporativa
Lorenzo Palazetti Grench	Gerente de Planificación y Medios
Luis Vásquez Madueño	Gerente de Abastecimiento y Distribución
Luis De La Torre Vivar	Gerente de Seg., Calidad y Medio Ambiente
José Manual Marin	Gerente de Producción

Relación de accionistas

Repsol Perú B.V	92.42%
Accionistas Minoritarios	7.58%

(*) Nota: Información a setiembre 2020

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 las siguientes clasificaciones de riesgo para los siguientes instrumentos:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
Acciones	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)
Perspectiva	Negativa

Definiciones

CATEGORÍA 2a (pe): Acciones que presentan un 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 0.3% de sus ingresos totales del último año.

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.