

Lima, 29 de mayo de 2015

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

Atn.- Registro Público del Mercado de Valores

De nuestra consideración:

De conformidad con lo previsto en el artículo 28 del Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF y la Resolución SMV N°005-2014-SMV/01, cumplimos con adjuntar al presente el Informe emitido por la Clasificadora de Riesgo Apoyo & Asociados, asociada a Fitch Ratings, con cifras al 31 de diciembre de 2014 de Refinería La Pampilla S.A.A, manteniendo la clasificación de las acciones:

- Acciones: 2<sup>a</sup> (pe)

**Definiciones:**

2<sup>a</sup> (pe): Presentan una muy buena combinación de solvencia, estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Sin otro particular quedamos de ustedes.

Muy atentamente,

Dante Blotte Volpe  
**Representante Bursátil**

# Refinería La Pampilla S.A.A. – (Relapa)

## Informe Anual

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Cambio
Acciones	2ª(pe)	1ª(pe)	Agosto 2012

Elaborado con cifras auditadas a diciembre del 2014

### Indicadores Financieros

Indicadores Financieros (Cifras en miles de US\$)	dic-14	dic-13	dic-12
Ingresos	4,271,123	4,394,095	4,840,721
EBITDA	33,483	26,769	73,175
Flujo de Caja Operativo (CFO)	54,576	-19,300	292,639
Deuda Financiera Total	646,120	574,392	533,317
Caja y valores	25,031	14,983	64,752
Deuda Financiera / EBITDA	19.30	21.46	7.29
Deuda Financiera Neta / EBITDA	18.55	20.90	6.40
EBITDA / Gastos Financieros	1.17	0.89	2.50

Fuente: Refinería La Pampilla S.A. y subsidiaria

### Analista

Julio Loc  
(511) 444 5588  
[julio.loc@aai.com.pe](mailto:julio.loc@aai.com.pe)

### Fundamentos

Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) ratificó la clasificación de riesgo de las acciones de Relapa, sustentado en lo siguiente:

Su posición estratégica en el abastecimiento nacional de hidrocarburos líquidos, con el 51.8% de la capacidad de refinación del país y su ubicación geográfica, la cual 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, luego de la compra de una importante red de comercialización en el 2006 (estaciones de servicios y portafolio de clientes industriales), le ha permitido optimizar su capacidad de producción, asegurar más del 60% 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*.

Los cambios estructurales que ha realizado la Empresa han permitido crear eficiencias operativas y reducir su exposición a los riesgos de mercado. Tales cambios incluyeron la ejecución de diversas inversiones y la revisión de la política comercial, a lo que se sumó el replanteamiento de su estrategia de abastecimiento de crudo.

AAI espera que la inversión en la adecuación de la refinería para producir Diesel y gasolinas con menos de 50ppm de azufre, generará mejoras en los márgenes de refinación, al permitirle procesar crudos de menor costo (por ejemplo, crudos más pesados provenientes de la región), además de aumentar la carga de las unidades primarias.

Por otro lado, Repsol, su principal accionista, cuenta con una clasificación de riesgo internacional de BBB con perspectiva positiva otorgado por *FitchRatings*. AAI considera que dicho *rating* muestra la capacidad de soporte a sus subsidiarias, a pesar de que Relapa no cuenta con ningún aval o garantía explícita por parte de 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 y la velocidad de ajuste del margen de refinación, por lo que sus ratios de cobertura y apalancamiento financiero no presentan estabilidad a través del tiempo, ya que se encuentran

en función a la deuda que financia, en su mayoría, los inventarios, los cuales tienen un ciclo de aproximadamente 40 días y tienen una alta liquidez.

Lo anterior se refleja en los resultados obtenidos durante el 2014, los cuales fueron impactados por la disminución acelerada de la cotización del crudo, durante la segunda mitad del año, lo cual le generó una pérdida importante por desvalorización de inventarios, reflejándose en el ajuste de los márgenes de rentabilidad de la refinería. Sin embargo, en términos de costo de reposición, el margen de refino de Relapa en el 2014, fue superior al del 2013. AAI considera que estas volatilidades forman 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?**

Dentro de los sucesos que podrían tener un impacto negativo en la clasificación, el más importante es que los resultados reales de la puesta en operación del proyecto de adecuación de la refinería (RLP21) no sean los esperados, de manera que los flujos adicionales generados por dicho proyecto no sean suficientes para repagar su financiamiento al ritmo proyectado.

## ■ Hechos relevantes

Durante el 2014, se actualizaron las bandas de precios de los combustibles en el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles. La actualización incluyó al GLP, diesel B5 y a los combustibles utilizados en la generación eléctrica de sistemas aislados (diesel B5 y petróleo industrial).

En la última actualización a diciembre del 2014, comparada con la de octubre del mismo año, se observó una disminución en los precios de todos los combustibles, principalmente GLP envasado y diesel B5 para uso general, los cuales se redujeron en 17.2 y 17.4%, respectivamente. Asimismo, el diesel B5 y petróleo industrial para uso en la generación eléctrica, disminuyeron en 0.7 y 1.8% cada uno.

En marzo del 2014, se promulgó el DS N° 008-2014-EM mediante el cual se reglamenta la Ley N° 30130 (Ley que declara de necesidad pública y de interés nacional la ejecución del Proyecto de Modernización de la Refinería Talara). Así, el DS establece las disposiciones normativas que permitan la ejecución de dicho proyecto a través del cumplimiento de las exigencias de la preservación de la calidad del aire y salud pública. Relapa ya ha iniciado la ejecución de dicha inversión.

En el transcurso del 2014, Relapa obtuvo el Premio Perú 2021 en reconocimiento a su proyecto "Transparencia y equidad para los accionistas minoritarios". Así también, fue considerada como una de las diez empresas con mejor gobierno corporativo, por tercer año consecutivo, según la Bolsa de Valores de Lima.

En mayo del 2014, se excluyeron los valores mobiliarios de la Primera y Cuarta Emisión correspondiente al "Tercer Programa de Emisión de Valores de Refinería la Pampilla S.A. – Bonos", el cual fue inscrito hasta por un monto máximo en circulación por US\$100 millones en el 2008. Asimismo, en mayo del 2014, se deslistó la Primera Emisión correspondiente al "Quinto Programa de Emisión de Valores de Refinería la Pampilla S.A. – Bonos", el cual fue suscrito durante el 2010 hasta por un monto máximo de US\$100 millones.

## ■ Perfil

Refinería la Pampilla (Relapa), 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 51.03%, por lo que ha absorbido la política corporativa de dicho Grupo. Actualmente, Relapa mantiene el 100% de las acciones de Repsol Comercial S.A.C. (Recosac), empresa dedicada a la comercialización de su producción.

Relapa es la principal refinería y la de mayor tecnología del país. Cuenta con una capacidad de refinación de crudo de 102,000 barriles por día (BPD), equivalente al 51.8% de la capacidad total del Perú. El 45.5% lo tiene la empresa estatal Petroperú a través de cuatro refinerías y el 2.7% restante se reparte entre Pluspetrol y Maple Gas.

Capacidad Instalada

Unidades de Proceso	MBD
Destilación Primaria	102.0
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, Relapa 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. Asimismo, la empresa se encuentra en el primer cuartil en el benchmarking realizado por Marsh & Mac Lennan, empresa reaseguradora internacional, específicamente en el tramo superior de la calificación "Good".

Relapa 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 40.6% de la demanda de combustibles líquidos del país, la cual en su mayoría está concentrada en diesel B5, GLP y gasolinas.

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 40 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 Relapa, 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, diesel y petróleos industriales.
- Explotación del gas de Camisea (Lote 88 y 56), con una participación del 10%.
- Explotación de Gas Natural y Líquidos de Gas Natural del Lote 57, junto con China National Petroleum Corporation como socio (luego de que se complete la transacción de compra-venta de los activos de Petrobras).
- Exploración de crudo del Lote 103, junto con Talismán Perú y China National Petroleum Corporation (luego de que se complete la transacción de compra-venta de los activos de Petrobras).
- Exploración de crudo y gas natural del Lote 76, junto con Hunt Oil.

A fines del 2013, Repsol vendió su participación accionaria en Transportadora de Gas del Perú por 10.00%, a Enagás, principal compañía de transporte de gas natural en España. Dicha decisión fue tomada, debido a que el negocio de transporte no corresponde al negocio principal de Repsol: la compañía tomó participación al inicio del desarrollo de Camisea con el fin de garantizar la viabilidad del mismo.

De igual manera, Repsol vendió su participación accionaria de 20% en Perú LNG y su participación en el Contrato de Compra y Venta de LNG. Dichas participaciones fueron adquiridas por Shell Gas y *Shell International Trading Middle East* (SITME), ambas subsidiarias del Grupo Royal Dutch Shell.

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.

El 23 de mayo Repsol emitió un comunicado en el que informa que ha finalizado el proceso de desinversión de sus activos en Argentina, con la venta de los títulos BODEN que mantenía, como medio de pago de la compensación por la expropiación del 51% de YPF e YPF Gas.

Así, con la venta de la cartera de bonos argentinos, la compañía recibió ingresos por US\$4,997.2 millones, mientras que con la venta de su participación de 12.34% en YPF, obtuvo US\$1,311.1 millones. Dichos ingresos han

llevado a reforzar la solidez financiera y el perfil crediticio de Repsol, por lo que *FitchRatings* modificó la clasificación de riesgo de la compañía a BBB y modificó la perspectiva a Estable.

## ■ Estrategia

La estrategia de la Compañía es liderar el mercado peruano de combustibles, por lo que se ha planteado incrementar el volumen de ventas de combustibles así como la cuota de mercado, lo que va relacionado con el fortalecimiento de la logística de abastecimiento.

Asimismo, Relapa 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, Relapa ha continuado con la remodelación de las tiendas de conveniencia y una ampliación de la oferta de productos. De esta manera, a diciembre 2014, hubo un incremento de 20 estaciones de servicio comparado con el año previo, alcanzando un total de 374 EESS.

Además, 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.

Cabe destacar que Relapa ha optado por desarrollar proyectos que permitirán optimizar procesos en las actividades de refinería. De esta forma, al 2014, los proyectos operativos fueron:

- Proyecto Adaptación a Nuevas Especificaciones de Relapa (Proyecto RLP-21), el cual hace posible la reducción del contenido de azufre en los combustibles.
- Proyecto de ampliación de la capacidad de almacenamiento y flexibilización de despacho de asfaltos, el cual permite minimizar las demoras en su despacho.
- Proyecto de reducción de *slop*, que disminuirá la generación por desplazamiento con agua en las operaciones con buques del Terminal 1 y 3.
- Proyecto de Conversión de Relapa, que fortalecerá el margen de refino mediante la producción de

combustibles de mayor valor agregado. Al 2014, comprendió la ejecución de la ingeniería conceptual, que consiste en la construcción de una unidad de Hidrocrackeo de Gasóleo Pesado de Vacío (GOPV).

Asimismo, es importante mencionar que el 90% del monto total invertido en el año fue destinado al Proyecto RLP-21 (US\$123.6 millones).

Algunas de las acciones arriba mencionadas fueron aplicadas en respuesta a las adversidades a las que la compañía tuvo que hacer frente: i) la necesidad de una adecuada logística ante problemas del mal tiempo en el mar y del control de los mayores costos relacionados; ii) la limitación en el nivel de procesamiento del crudo debido a la promulgación de la Resolución Ministerial N° 139-2013-MEM, la cual amplió el mercado geográfico del diesel B5 de bajo azufre (Lima, Cusco, Arequipa, Puno, Madre de Dios y la Provincia Constitucional del Callao) y limitó la producción del diesel B5, lo que llevó a importar un mayor volumen de diesel con bajo azufre; iii) la competencia agresiva en el mercado de diesel; y, iv) la reducción de los márgenes internacionales de refino.

## ■ 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 para luego ser utilizado como materia prima para la obtención de derivados. 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 es realizada básicamente por dos empresas: Petroperú y Relapa. En conjunto son capaces de producir 71.9 millones de barriles de derivados anuales.

Capacidad Instalada de Refinación			
Accionista principal	Refinería	Capacidad (BPD)	%
Petroperú	Talara	62,000	31.5%
	Conchán	15,500	7.9%
	Iquitos	10,500	5.3%
	El Milagro	1,700	0.9%
	Pucallpa*	3,300	1.7%
Refinerías Privadas			
Repsol	La Pampilla	102,000	51.8%
Pluspetrol	Shiviyacu	2,000	1.0%
<b>Total</b>		<b>197,000</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Relapa

\* Es arrendada a Maple Gas por Petroperú

Adicionalmente, existen dos empresas importadoras que abastecen al mercado peruano: Manu y Pure Biofuels.

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

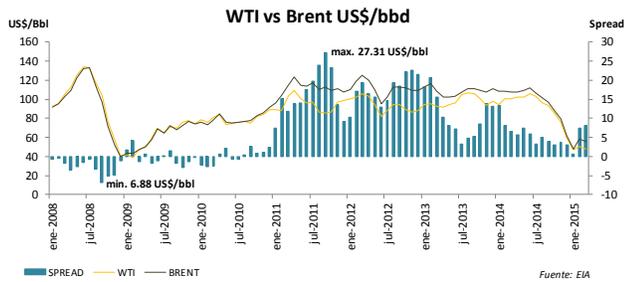
Elaboración propia

El Perú es deficitario en petróleo crudo, especialmente en liviano, por lo cual la compañía ha tenido que importar, durante el 2014, el 96.8% del crudo utilizado. Asimismo, más del 90% de las compras de derivados fueron importaciones.

En el 2014, la demanda por hidrocarburos se redujo en 0.6% con respecto a la del año anterior, y ascendió a 78.8 millones de barriles, producto de la disminución de la demanda de algunos combustibles, siendo los más importantes el del diesel y petróleo industrial en -1.2 y -38.4%, respectivamente. Lo anterior se dio como consecuencia del menor crecimiento de la economía, en particular la actividad económica en sectores como minería, pesca y construcción.

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 Relapa.

El diferencial entre las cotizaciones del crudo Brent y el WTI fue, en promedio, US\$5.8 por barril durante el 2014. Durante ese mismo año, la mínima y máxima diferencia entre marcadores fueron por US\$3.03 y 13.50 por barril, donde el WTI representó el 96.5 y 87.5% del crudo Brent, respectivamente.



En el 2014, los precios del crudo Brent han mostrado una pronunciada caída como respuesta a los aspectos económicos y de incertidumbre política. Así, los siguientes hechos tuvieron un impacto en la cotización del crudo: i. aumento de la producción estadounidense debido a la explotación del petróleo de esquisto; ii. reducción del crecimiento de China; iii. recuperación de la producción de petróleo de Libia y aminoramiento de los conflicto en Irak; y, iv. la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no reducir su producción.

Así, durante el 2014, el crudo Brent tuvo un precio promedio de US\$99.02 por barril, 8.8% inferior a la cotización del 2013. Sin embargo, la principal variación se dio entre el precio promedio por barril a diciembre de 2014 y 2013, el cual disminuyó en 43.7%. Cabe resaltar que durante el primer mes del 2014 el crudo se situó en 108.1 US\$/bbd, alcanzó su máximo en junio (111.8 US\$/bbd) y en adelante tuvo una disminución progresiva hasta alcanzar niveles de 62.3 US\$/bbd en diciembre.

El Energy Information Administration (EIA) ha estimado en abril del 2015 que el precio promedio del crudo Brent y WTI por barril alcanzarán a fines del respectivo año precios de US\$59 y US\$52, mientras que para el 2016 se espera que ambos combustibles estén en US\$75 y 70 por barril, respectivamente. Lo anterior se sustenta principalmente en un mayor crecimiento de la demanda mundial, así como también, un lento incremento de la oferta en los países no miembros de la OPEP, principalmente en Estados Unidos y Canadá, y para el caso de Europa y Euroasia, una reducción de su producción. Es importante resaltar que existen factores que pueden desviar los precios proyectados, tales como un aumento de las sanciones contra Irán o incremento de los precios por parte de los miembros de la OPEP debido a sus necesidades presupuestales.

Durante el primer mes del 2015, el Brent descendió a US\$47.7 por barril y en marzo se situó en US\$55.9. A pesar de dicho aumento, el precio es menor que lo alcanzado a finales del 2014 y se espera que se mantenga por debajo a

pesar de la volatilidad existente, tal como lo ha estimado EIA (59 US\$/bbd).

De igual manera, durante el año, se redujeron los precios de los combustibles derivados, como resultado de los altos inventarios de productos y la disminución del precio del crudo WTI. Así, los marcadores de la gasolina, diesel y residual fueron US\$107.9, 111.4 y 82.7 por barril (US\$116.5, 121.7 y 93.0 por barril, en el 2013, respectivamente). Lo anterior llevó a que en promedio, los derivados mostraran menores diferencias que en el 2013, respecto al crudo Brent.

Crack Spreads (US\$/Barril)

Tipo de Combustible	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gasolina	14.09	5.40	8.17	8.18	6.12	10.17	7.87	8.8
Diesel	12.16	18.71	6.47	8.88	11.36	14.47	13.08	12.3
Residuales	-19.18	-27.14	-5.88	-9.85	-15.68	-12.18	-15.6	-16.4

Fuente: Relapa

En cuanto a los márgenes de refino a precio de reposición, éstos se han incrementado respecto al 2013, pasando de US\$1.05 a 5.83 por barril.

El EIA estima que el precio de los combustibles seguirá la tendencia del crudo Brent. Así, el precio de la gasolina se reducirá de US\$2.62 por galón en el 2014 a US\$1.70 y US\$2.03 por galón en el 2015 y 2016, respectivamente. Por su parte, la agencia estima que el precio del diesel que ascendió a US\$2.82 por galón en el 2014, se reducirá a US\$1.88 y US\$2.29 por galón en el 2015 y 2016, respectivamente.

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 (Repsol, Primax, Pecsca y Petroperú). Cabe mencionar que Repsol y Petroperú 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: Recosac, Primax, PECSA y Petroperú.

## ■ 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 fomentar el criterio de fijación de precios en relación al precio de paridad de importación (PPI) calculados por OSINERGMIN.

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, 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 subsidiados, quedando actualmente los siguientes: el GLP envasado, el diesel B5, y el diesel B5 y petróleo industrial 6 destinados a la generación eléctrica de sistemas aislados.

Lo anterior ha permitido que el endeudamiento de Relapa 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.

A pesar de la intención del Gobierno por eliminar el riesgo de interrupción del equilibrio del mercado con la creación del Fondo, poco más del 50% del mercado de combustibles es abastecido por refinerías estatales, cuyos criterios de fijación de precios no son necesariamente técnicos, por lo que mientras que el rezago de precios y la banda se amplíen el equilibrio de mercado será interrumpido.

Al cierre del 2014, Relapa mantenía una cuenta por pagar al FEPC de US\$0.4 millones (cuenta por cobrar de US\$33.7 millones a diciembre 2013), luego de recibir pagos por US\$11.5 millones, durante el 4 de noviembre y 2 de diciembre, y realizar aportes por US\$7.6 millones en diciembre.

### **Regulación ambiental**

El 5 de setiembre del 2009, el Minem publicó un decreto supremo mediante el cual estableció la zona geográfica en donde se autoriza la comercialización de diesel 1 y 2 con contenido de azufre de un máximo de 50 partes por millón (ppm) - 0.005%-.

Por otro lado, en abril del 2007, el Reglamento de Comercialización de Biocombustibles estableció la obligatoriedad a partir del 1ero. de enero del 2009 de mezclar el Diesel B2 con 2.0% de biodiesel y, a partir del 1ero de enero del 2011, Diesel B5 con 5.0% de biodiesel. La empresa viene cumpliendo con esta normativa.

El 31 de diciembre del 2010, OSINERGMIN publicó la Resolución de Consejo Directivo N° 290-2010, para que las empresas comercializadoras de hidrocarburos puedan mezclar progresivamente las existencias de Diesel B2 con Diesel B5 hasta alcanzar los porcentajes exigidos en el Reglamento de Comercialización de Biocombustibles. Dichos productos deben tener un contenido no mayor de 50 ppm. Cabe señalar que Relapa aplica el 5% del biocombustible al diesel desde enero del 2011.

% Vol Biodiesel B100	% Vol Diesel N° 2	Denominación
2	98	Diesel B2
5	95	Diesel B5
20	80	Diesel B20

Como ya se mencionó, en marzo del 2012, el Minem publicó la Resolución Ministerial N°139-2012, mediante la cual se prohíbe el uso y la comercialización de diesel B5 con un contenido de azufre mayor a los 50ppm en Lima, Arequipa, Cusco, Puno, Madre de Dios y el Callao.

Cabe mencionar que es necesario importar la totalidad de este diésel bajo en azufre, debido a que localmente aún no existe la tecnología para reducir el nivel de azufre del crudo que se procesa.

Finalmente, el Reglamento de Comercialización de Biocombustibles estableció el porcentaje en volumen 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 1ero. de abril del 2010 y el 1ero. de diciembre del 2011. En el caso de Lima y Callao, la comercialización se inició el 15 de julio del 2011.

### **Operaciones**

Debido a la escasez y baja calidad del crudo en el país, la Empresa importa la mayor parte de dicho insumo. Así, en el 2014, la empresa importó el 97.1% del crudo que procesó.

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 obtiene ventajas comerciales. Relapa 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 Relapa una valorización especial del crudo, debido a las operaciones de cobertura y papeles que realiza en el mercado de futuros.

En el 2012, se incrementaron las cuentas por pagar a RTSA, puesto que la compañía reemplazó deuda financiera, debido a los mejores plazos ofrecidos por RTSA. Desde el 2013 se ha revertido parcialmente tal situación, por el vencimiento de los plazos de las cuentas por pagar. Así, a diciembre del 2014 las cuentas por pagar comerciales ascendieron a US\$97.8 millones (US\$138.8 millones en el 2013 y US\$184.7 millones en el 2012).

Adicionalmente al crudo, deben considerarse las importaciones de diesel 2 (con un máximo de 50 ppm de azufre) y biodiesel en la producción de destilados a partir de 2010, ya que entran como insumos y no como productos finales. Los anteriores, junto con los destilados MDBS, fueron los componentes de mayor participación en la importación de otras materias primas (87.9%), las cuales totalizaron 8.4 millones de barriles en el 2014. (8.1 millones de barriles en el 2013).

Durante el 2014, se procesaron 23.9 millones de barriles de crudo, volumen 7.4% superior al del 2013, como consecuencia del aumento en las ventas, a pesar de la inevitable importación de la totalidad de diésel de bajo azufre comercializado en una parte del país, motivado por la regulación vigente, a través de la Resolución Ministerial N° 139-2012-MEM/DM.

Adicionalmente, durante el 2014, se incrementó el procesamiento de crudo Galeota, procedente de Trinidad y Tobago, lo cual disminuyó las compras de crudos africanos. Esto se vio reflejado en la participación de importaciones del continente africano, la cual disminuyó de 47.2 a 24.8% del 2013 al 2014, mientras que en el mismo periodo el crudo procedente de Trinidad y Tobago aumentó de 3.4% a 30.6%.

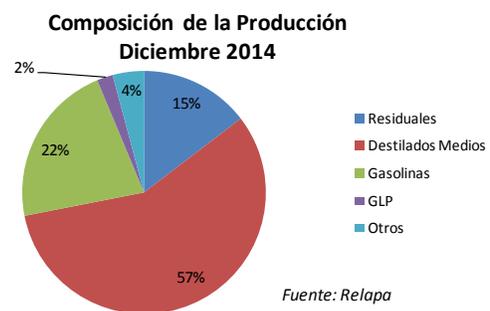
Ante este escenario, Relapa ejecutó una serie de acciones que permitieron alcanzar mejores resultados económicos: i) consolidación del proyecto de gas natural en la refinería, que ha permitido desplazar residuales para exportación; ii) ampliación de la Planta de Asfaltos; y, iii) reducción de slop en operaciones portuarias en refinería.

La producción continuó concentrándose en destilados medios, principalmente diesel B5 y turbo, seguidos por gasolinas y residuales (IFO's marinos y petróleo industrial 6

y 500), productos que explican el 93.7% del total producido (92.5% en el 2013).

En el 2014, la producción ascendió a 32.6 millones de barriles, 6.7% superior a la del 2013, debido principalmente al mayor volumen producido de gasolinas y destilados medios en 18.8 y 11.0%, respectivamente.

La capacidad promedio de utilización de la refinería en el 2014 fue 64.3%, superior al promedio alcanzado en el 2013 (59.4%). Cabe resaltar que la capacidad promedio de utilización se mide considerando las unidades de destilación primaria sobre la capacidad total de refino.



En el 2014, Relapa exportó el 22.8% del volumen de sus ventas (22.4% en el 2013). Las ventas totales de productos petrolíferos aumentaron en 2.5% respecto al 2013 (y ascendieron a 32.0 millones de barriles) lo cual tuvo como resultado un aumento de la cuota de mercado en 2% respecto al año previo, permitiendo alcanzar un 41.1% de participación.

Por su parte, las ventas al mercado local en términos de volumen, se incrementaron en 1.9%, y estuvieron compuestas principalmente por diesel, turbo y gasolinas (56.7, 17.8 y 17.9%, respectivamente), los cuales tuvieron el mayor incremento durante el 2014 en términos absolutos. Este aumento compensó la disminución de volúmenes comercializados de residuales, los cuales tienen un menor nivel de rentabilidad.

Con la compra de Recosac y los activos de Mobil, en noviembre 2006, Relapa ingresó al subsector de comercialización de combustibles. A diciembre del 2014, Recosac tenía 374 estaciones (354 al cierre del 2012), entre las de gestión propia, gestión cedida y abanderada, y una cartera de clientes industriales, principalmente del sector minero, pesquero y de construcción, además de comerciantes mayoristas de combustible. Recosac es actualmente la comercializadora de combustibles líquidos más importante del país.

Con esta compra, la empresa vio aumentada su demanda, fortaleció su presencia en la cadena de producción y logró reducir parcialmente la volatilidad y exposición de sus ingresos. Asimismo, la compra 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, Relapa cuenta con contratos de alquiler con tres buques y una flota de camiones, lo cual le permite adaptarse a la variabilidad de la demanda y asegurar el abastecimiento a sus clientes.

### ■ Desempeño financiero

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.

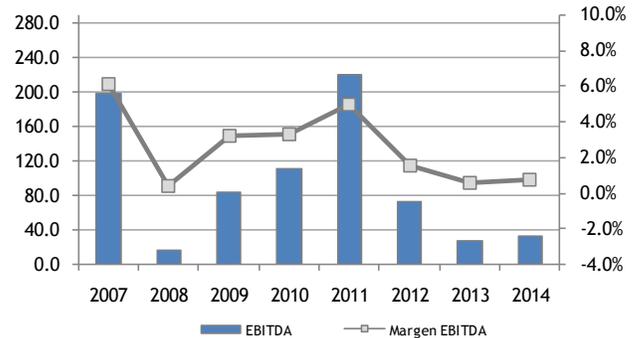
Asimismo, en un mercado con intervención estatal, como el peruano, la velocidad de ajuste de los precios internos no es igual a la de los precios internacionales, por lo que se generan retrasos. Sin embargo, esta situación ha sido atenuada con las modificaciones realizadas al Fondo de Estabilización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

Durante el 2014, tal como se explicó, aconteció una notoria volatilidad en los precios del crudo y sus derivados, principalmente una acelerada caída en los precios durante la segunda mitad del año, lo que produjo el deterioro en los resultados financieros de la compañía en dicho periodo.

Esta depreciación de los precios afectó directamente al margen bruto, debido al menor valor de venta y la desvalorización de inventarios; sin embargo, este efecto fue compensado parcialmente por una mejora estructural del margen refino a nivel de costos de reposición - Current Cost of Supply (CCS)-, así como también por un ligero aumento en el volumen de ventas nacional e internacional. Explicado lo anterior, en el 2014, las ventas consolidadas de Relapa ascendieron a US\$4,271.1 millones, 2.8% inferiores a las del 2013.

El margen EBITDA consolidado del periodo se incrementó de 0.6 a 0.8%, respecto al 2013, mientras que su valor ascendió a US\$33.5 millones, 25.1% superior al del 2013.

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



Fuente: Relapa

Lo anterior, junto con los menores gastos financieros en 4.8%, llevaron a que el ratio de cobertura de gastos financieros (EBITDA/Gastos financieros) pasara de 0.89x a 1.17x, del 2013 al 2014, respectivamente.

De esta manera, al considerar la estimación por desvalorización de existencias durante el 2014 (US\$51.8 millones en el 2014 vs. US\$3.6 millones en el 2013), la compañía generó pérdidas por US\$68.8 millones (pérdida neta de US\$54.7 millones en el 2013). Lo anterior llevó a registrar un ROE negativo de -16.5% (-11.3% en el 2013).

Los resultados mostrados por la empresa en el 2014, se encuentran en los niveles mostrados en el 2013, mencionado previamente, y 2008, periodo en el que se redujeron fuertemente los márgenes de refino, se registró un importante monto de desvalorización de existencias (último semestre) y se tuvo un importante saldo de cuentas por cobrar al FEPC sin fecha cierta de pago. Así, en dicho año, el EBITDA, margen EBITDA y resultado neto ascendieron a US\$15.8 millones, 0.4% y -US\$79.2 millones, respectivamente.

Por otra parte, las variaciones positivas en el capital de trabajo han tenido un impacto favorable en el flujo de caja de la compañía. En el 2014, Relapa tuvo un Flujo de Caja Operativo por US\$54.6 millones (-US\$19.3 millones al final del 2013); sin embargo, el Flujo de Caja Libre resultó negativo (-US\$61.7 millones) por las continuas inversiones durante el periodo, principalmente por las inversiones del proyecto RLP-21, por lo que se suscribió nueva deuda por US\$71.7 millones. Como resultado, el nivel de caja ascendió a US\$25.0 millones al cierre del 2014 (US\$15.0 millones en el 2013).

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.

A pesar de lo anterior, AAI rescata los cambios estructurales y las acciones mitigantes implementadas durante el año, como respuesta a las condiciones internacionales y locales. 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.

Así, AAI resalta los mejores resultados e indicadores registrados a costo de reposición (CCS) durante el 2014. A dicha fecha, tal como se mencionó anteriormente, el margen de producción CCS alcanzó un valor de US\$5.83 por barril (US\$1.05 por barril al 2013), lo cual resultó en un resultado neto CCS de US\$64.0 millones, superior al obtenido en el 2013 (-US\$29.5 millones).

Adicionalmente, AAI espera que lo anterior se vea reforzado con la culminación del proyecto de adecuación de la refinería a las especificaciones de 50ppm de azufre para destilados medios, proyectado para mediados del 2015.

Por otro lado, es importante mencionar que la compañía y su subsidiaria realizan operaciones de compra y venta principalmente en dólares. Sin embargo, tienen cuentas por cobrar (entre ellas, al FEPC) y cuentas por pagar en nuevos soles, por lo que existe un riesgo por tipo de cambio. Respecto a lo anterior, Relapa calza sus activos y pasivos mediante préstamos en moneda local, lo que permite mitigar el riesgo por diferencia en cambio.

Finalmente, al cierre del 2014, la compañía tiene pendientes de resolución distintos procesos judiciales laborales y legales cuyas contingencias son de carácter posible y ascienden a US\$1.4 millones y US\$300 miles, respectivamente.

## ■ Estructura de capital

En línea con el deterioro en el resultado neto de la compañía y la capacidad de generación de caja, y el mayor nivel de endeudamiento alcanzado por la compañía, los indicadores relacionados a la estructura de capital se han visto afectados.

Relapa ha incrementado el nivel de deuda por US\$71.7 millones, siendo la deuda consolidada a diciembre del 2014 de US\$646.1 millones. La mayor deuda financiera se explica por los mayores sobregiros bancarios (destinados a financiar capital de trabajo) y préstamos bancarios a corto

plazo, los cuales representan el 22.8 y 33.1% del total de la deuda financiera consolidada, respectivamente.

El incremento en la deuda de corto plazo está explicado, en parte, por el financiamiento del proyecto de adecuación de la refinería para reducir el nivel de azufre del Diesel y las gasolinas. Cabe mencionar que estos préstamos funcionan como “préstamos puente”, mientras Relapa define la estructura de financiamiento de largo plazo del proyecto mencionado.

Es importante destacar que los préstamos bancarios de largo plazo tienen diversos acreedores, tanto locales como extranjeros.

**Estructura de la Deuda Financiera a Diciembre 2014**  
(En millones de US\$)

Instrumento	Vencimiento	Saldo
Sobregiros y Préstamos Bancarios	Corriente (entre 30 y 90 días)	147.0
Préstamos bancarios	Hasta 2017	499.1

Fuente: Relapasa

A pesar de la mejora en el EBITDA en el 2014 respecto al 2013, el aumento de la deuda de corto plazo ha llevado a que el apalancamiento consolidado de Relapa (deuda financiera/EBITDA) disminuya levemente de 21.43x durante el 2013 a 19.30x en el 2014.

Si se deduce de la deuda financiera y la caja, el ratio de apalancamiento para el mismo periodo fue de 18.55x, un nivel bastante alto y que limita su nivel de flexibilidad financiera (5.47x en el 2012). Cabe mencionar que durante el periodo analizado no se registró un saldo de cuentas por cobrar al FEPC.

Por su parte, la liquidez corriente de Relapa se vio afectada en el periodo resultando en un nivel inferior de 1.0x. Dicho deterioro se dio principalmente por nueva deuda de corto plazo, llevando a que el ratio corriente pasara de 1.67x a 0.91x del 2012 al 2014. Por su parte, la generación propia de caja del 2013 y del 2014, más sus respectivos saldos de caja, no fueron suficientes para cubrir los servicios de deuda correspondientes a cada año.

Dicho riesgo es mitigado parcialmente por las líneas de crédito de corto plazo aprobadas (sin garantías) e inutilizadas que mantenía la compañía al cierre de diciembre de 2014 por US\$305.0 millones.

Es importante mencionar que el 53% del total de su deuda financiera cuenta con tasas variables (76% en el 2013). La compañía no cuenta con instrumentos de cobertura; sin embargo, realiza un 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\$7.4 millones y S/. 3.8 millones (US\$10.0 millones en el 2013) para garantizar el cumplimiento de obligaciones como despachador de Aduanas y Contratos de Suministro, entre otros.

Por su parte, la subsidiaria ha entregado cartas fianzas bancarias por US\$360 miles y S/. 430 miles a empresas públicas y privadas para garantizar contratos de suministro de producto y cumplimiento de obligaciones (US\$223 miles y S/. 634 miles en el 2013).

- **Inversión Ambiental**

Relapa y Petroperú cuentan con la obligación de desarrollar el proyecto de adecuación de sus refinerías con el fin de producir combustibles con un máximo de 50 ppm de azufre, tal como lo establece la regulación. Petroperú ha manifestado que a finales de mayo debe iniciar la modernización de la Refinería Talara.

En el 2014, la principal inversión la lideró el Proyecto Adaptación a Nuevas Especificaciones de Refinería La Pampilla (Proyecto RLP-21), el cual representó el 89.5% del total de inversiones en dicho periodo.

De esta forma, el proyecto RLP-21 ascendió a US\$123.6 millones y consiste en la reducción del nivel de azufre en los combustibles, lo cual contribuye con la mejora de la calidad del aire al reducir el impacto ambiente de sus emisiones; esto acorde con lo explicado en el párrafo anterior. Durante el primer trimestre del 2015, se han invertido US\$21.2 millones en el proyecto, inferior en 9.2% a lo invertido en el mismo periodo del 2014.

Respecto a Relapa, durante el 2014, se culminó la verificación del Inventario de Gases de Efecto Invernadero 2013, bajo la responsabilidad de la auditora Lloyd's Register Quality Assurance, que permitió una disminución de 37.4 miles de toneladas métricas equivalentes de CO<sub>2</sub>. Este proyecto forma parte del Plan de Reducción del Consumo Energético y de las Emisiones CO<sub>2</sub>, el cual genera una contribución con el medio ambiente y eficiencias para la compañía.

Asimismo, se recertificó los Sistema de Gestión de la Seguridad, Salud y de la Protección del Ambiente bajo los estándares internacionales Oshas 18001, ISO 14001 e ISO 14064. A su vez, también se mantuvo la certificación del Sistema de Gestión Energética ISO 50001, que reconoce a

La Pampilla como la primera refinería en Latinoamérica y primera empresa en Perú en tenerla.

Adicionalmente, en diciembre del 2014, entró en servicio el proyecto de reducción de *slop* (mezcla de hidrocarburos, agua y sólidos originados en diversas operaciones de la refinería). Lo anterior genera ahorros de energía por menor reprocesamiento y menor nivel de inventario.

Por otro lado, se iniciaron las obras de ampliación de la Planta de Asfaltos, con el fin de incrementar la producción al mercado nacional y extranjero y minimizar las demoras en su despacho, para lo cual se construyó dos nuevos tanques para asfaltos líquidos de 13 mil barriles de capacidad y se optimizó el uso de los seis tanques existentes, que fueron destinados para asfaltos sólidos. Producto de la ampliación, se incrementó en 4.7% el volumen vendido de asfalto durante el 2014 respecto al año previo.

Para el 2015, se ha presupuestado que las inversiones ascenderán a US\$264.2 millones, lo cual representa un incremento de 91.3% respecto a lo invertido en el 2014 (US\$138.1 millones). Entre los principales proyectos se encuentran el Proyecto RLP-21, la mejora del esquema de conversión de Relapa mediante transformación del GOPV en productos de mayor valor añadido, mejoras operativas y otros proyectos de menor envergadura.

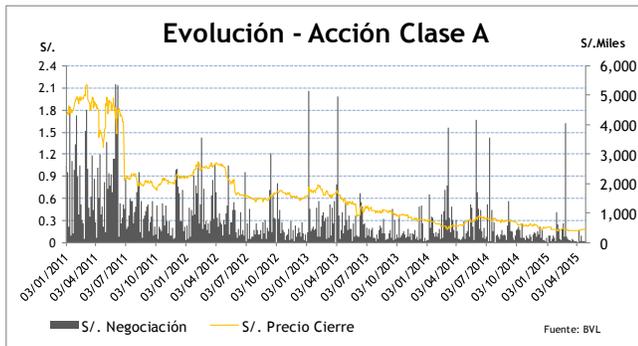
## Características de los instrumentos

### Acciones

A diciembre del 2014, el capital de Relapa estuvo constituido por 1,244'680,000 acciones nominativas con derecho a voto, a un valor nominal de S/. 1.00. La Empresa cuenta dos clases de acciones: clase A (1,244'679,999 acciones) y la acción clase C (una única acción).

La diferencia entre ambas es que las primeras se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), las cuales no tienen restricciones de transferencia, y 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.

Al cierre del 2014, el valor de mercado de las acciones clase A fue de S/. 0.21 por acción (S/. 0.30 por acción a diciembre 2013) y mostró una capitalización bursátil de S/. 261.4 millones. Cabe señalar que la cotización, al 31 de diciembre del 2014, incorpora el efecto del ajuste por dividendos en efectivo y acciones liberadas.



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

\* Entregados en el ejercicio posterior.

Fuente: Relapa

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

	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11	dic-10	dic-09	dic-08
<b>Rentabilidad (%)</b>							
EBITDA	33,483	26,769	73,175	220,957	111,197	83,915	15,820
Mg. EBITDA	0.8%	0.6%	1.5%	4.9%	3.3%	3.2%	0.4%
FCF / Ingresos	-1.4%	-2.1%	4.8%	-2.8%	-2.6%	1.9%	-1.0%
ROE	-16.5%	-11.3%	3.7%	23.0%	12.8%	20.0%	-28.2%
<b>Cobertura (x)</b>							
EBITDA / Gastos financieros	1.17	0.89	2.50	7.66	6.22	5.10	0.43
EBITDA / Servicio de deuda	0.07	0.11	0.37	0.78	0.49	0.33	0.03
FCF / Servicio de deuda	-0.12	-0.36	1.17	-0.44	-0.38	0.19	-0.08
(FCF + Caja + Valores Líquidos) / Servicio de de	-0.07	-0.30	1.50	-0.37	-0.32	0.25	-0.03
CFO / Inversión en Activo Fijo	0.47	-0.29	7.54	-1.81	-1.11	3.77	0.95
(EBITDA+Caja) / Servicio de deuda	0.12	0.16	0.70	0.85	0.54	0.39	0.08
<b>Estructura de capital y endeudamiento (x)</b>							
Deuda Financiera / Capitalización	62.8%	55.9%	50.9%	58.2%	58.5%	64.8%	71.9%
Deuda financiera total / EBITDA	19.30	21.46	7.29	3.26	5.31	5.94	35.85
Deuda financiera neta / EBITDA	18.55	20.90	6.40	3.17	5.20	5.75	34.30
Deuda financiera neta de caja y FEPC* / EBITD.	18.56	19.64	5.47	2.73	4.45	5.18	25.77
Costo de financiamiento estimado	4.7%	5.4%	4.7%	4.4%	3.3%	3.1%	6.8%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	74.0%	39.1%	31.5%	35.5%	35.7%	48.3%	84.8%
<b>Balance</b>							
Activos totales	1,312,495	1,342,714	1,447,758	1,440,004	1,206,147	895,462	883,742
Caja e inversiones corrientes	25,031	14,983	64,752	20,140	12,157	16,260	24,484
Deuda financiera Corto Plazo	478,207	224,462	168,124	255,777	210,553	240,756	481,151
Deuda financiera Largo Plazo	167,913	349,930	365,193	464,817	379,351	257,780	85,963
Deuda financiera total	646,120	574,392	533,317	720,594	589,904	498,536	567,114
Patrimonio Total	383,522	452,323	513,643	516,828	418,412	270,315	221,225
Capitalización ajustada	1,029,642	1,026,714	1,046,959	1,237,422	1,008,316	768,851	788,339
<b>Flujo de caja</b>							
Flujo de caja operativo (CFO)	54,576	-19,300	292,639	-74,655	-39,338	66,792	16,888
Inversiones en Activos Fijos	-116,269	-66,045	-38,792	-41,187	-35,442	-17,724	-17,738
Dividendos comunes	0	-6,635	-22,021	-9,258	-11,573	0	-40,338
Flujo de caja libre (FCF)	-61,693	-91,980	231,826	-125,100	-86,353	49,068	-41,188
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	13	1,136	63	1,466	1,882	286	2,543
Otras inversiones, neto	0	0	0	927	0	0	0
Variación neta de deuda	71,728	41,075	-187,277	130,690	80,368	-57,578	43,069
Variación neta de capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros financiamientos, netos	0	0	0	0	0	0	0
Variación de caja	10,048	-49,769	44,612	7,983	-4,103	-8,224	4,424
<b>Resultados</b>							
Ingresos	4,271,123	4,394,095	4,840,721	4,465,457	3,348,985	2,607,886	4,038,432
Variación de Ventas	-2.8%	-9.2%	8.4%	33.3%	28.4%	-35.4%	25.4%
Utilidad operativa (EBIT)	-55,786	-13,654	40,361	173,852	75,262	90,101	-67,824
Gastos financieros	28,696	30,151	29,213	28,842	17,877	16,466	37,180
Resultado neto	-68,801	-54,682	18,836	107,674	43,981	49,090	-79,178
<b>Información y ratios sectoriales</b>							
Rotación de inventarios	32.2	39.0	39.9	44.1	38.5	43.9	14.4
Rotación de cuentas por cobrar	15.7	18.9	16.6	13.1	16.9	23.3	10.2
Rotación de cuentas por pagar	16.4	15.6	18.6	5.3	4.1	9.2	5.2
<b>Vencimientos de Deuda de Largo Plazo (Dic14)</b>							
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>				
Miles de US Dólares	0	109,883	58,030				

EBITDA: Ut. operativa + Deprec. + Amort. + provisión/- recuperado 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 arrendos 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.

\* A partir de 2010, la compañía decidió aplicar la NIC 19 en sus EEFF del 2010 y 2009, por lo que la participación de trabajadores en las utilidades se incluye como gasto de personal, de manera que está considerado en el cálculo del EBITDA. De este modo dichos montos no son comparables con los de los ejercicios anteriores.

\*\*\* A partir del 2011, la compañía adopta las NIIF para registrar sus EEFF, según en cumplimiento de la regulación de la SMV. Los EEFF al 2010 se han reexpresado para fines comparativos. Los ejercicios anteriores no son comparables

**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**

José Manuel Gallego López	Presidente
José Luis Iturrizaga Gamonet	Vice – Presidente
José Antonio Andrade Cereghino	Director
Richard Webb Duarte	Director
Cecilia Rivera Mendoza	Director
Gustavo Ceriani Lenzi	Director
Elmer Cuba Bustinza	Director
Miguel Gutierrez Serra	Director
Jaime Pinto Tabini	Director
Guillermo Llopis García	Director

**RELACIÓN DE EJECUTIVOS**

Grupo Repsol del Perú S.A.C.	Gerencia General
Luis Alberto Vásquez Madueño	Gerente General de Recosac
Miguel Gutiérrez Serra	Gerente Refino Perú
Sergio Gómez Redondo	Gerente de Abastecimiento y Distribución
Dante Blotte Volpe	Chief Financial Officer - CFO
Gustavo Ceriani Lenzi	Gerente de Personas y Organización
José Luis Ibarra Bellido	Gerente de Comunicación y Relaciones Externas
Daniel Cabrera Ortega	Gerente de Control y Gestión
Pavel Lineros Trenard	Gerente de Sistemas de Información
Gianna Macchiavello Casabonne	Gerente de Servicios Jurídicos
William Ojeda Urday	Gerente de Medios Refino y Marketing
Manuel Alexandre Llopis	Gerente de Seguridad Corporativa
Arsedio Carbajal González	Gerente de Operaciones de Refino
Carlos Paiva Venero	Gerente de Ingeniería y Mantenimiento
Luis E. Iribarren Caballero	Gerente de Planificación y Control
Luis De La Torre Vivar	Gerente de Seguridad, Calidad y Medio Ambiente
José Reyes Ruiz	Gerente de Producción de Refino
José Luis Iturrizaga Gamonet	Gerente de Proyecto Pampilla
Janett Campos Cruz	Administración Comercial
Victor Castillo Oviedo	Operación Marketing
Enrique Tello Santa Cruz	Red de Estaciones de Servicios
Enrique Tola Santa Cruz	Ventas Directas

**RELACION DE SOCIOS**

Repsol Perú BV	51.03%
IN – Fondo 2	5.74%
Otros	43.23%

## 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 CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los siguientes instrumentos que emita **Refinería La Pampilla S.A.A.**:

<u>Instrumento</u>	<u>Clasificación*</u>
<b>Acciones</b>	<b>Categoría 2a. (pe)</b>

### Definiciones

**CATEGORÍA 2ª (pe)**: Acciones que presentan una muy buena combinación de solvencia, estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) Clasificadora de Riesgo, constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni 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 AAI considera confiables. AAI 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 AAI 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.

Limitaciones- En su análisis crediticio, AAI se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como AAI siempre ha dejado en claro, AAI 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 AAI, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI. 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.