

Lima, 30 de mayo de 2014

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 CONASEV No. 107-2002-EF/94-10, cumplimos con adjuntar al presente el Informe emitido por Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A., con cifras al 31 de marzo de 2014 y 31 de diciembre de 2013.

- Acciones Comunes 3ª clase.pe

Definiciones:

3ª clase.pe: Buen nivel de solvencia y cierta volatilidad en los resultados económicos del emisor.

Sin otro particular quedamos de ustedes.

Muy atentamente,

Dante Blotte Volpe
Representante Bursátil



REFINERÍA LA PAMPILLA S.A.A.

Lima, Perú

29 de mayo de 2014

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Acciones Comunes	3ª Clase.pe	Buen nivel de solvencia y cierta volatilidad en los resultados económicos del emisor.

"La clasificación que se otorga no implica recomendación para comprar, vender o mantener los instrumentos clasificados."

-----Millones de dólares-----				
	Dic.13	Mar.14	Dic.13	Mar.14
Activos:	1,233.6	1,406.9	806.9	968.6
Patrimonio:	1,461.6	1,376.1	Margen Neto: -1.2%	1%

Historia: Acc. Comunes → 1ª (20.02.04), ↓ 2ª (19.11.08), ↓ 3ª (20.12.13).

Para la presente evaluación se ha utilizado los estados financieros auditados de Refinería La Pampilla S.A.A. al 31 de diciembre de 2010, 2011, 2012 y 2013, y no auditados al 31 de marzo de 2013 y 2014. Asimismo se ha utilizado información adicional proporcionada por Refinería La Pampilla S.A.A.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la clasificación otorgada a las acciones comunes de Refinería La Pampilla S.A.A. (Relapacl) en 3ª clase.pe.

La clasificación responde principalmente a la fuerte variabilidad presentada en los resultados patrimoniales de la Empresa, así como en la variabilidad de la cotización de la acción, que ha venido disminuyendo hasta presentar un precio de S/0.24 al 31 de marzo de 2014. A esto se suma la posición patrimonial que RELAPASAA muestra al primer trimestre de 2014, con importantes pérdidas acumuladas que impactaron en sus ratios de solvencia y los elevados niveles de deuda de corto plazo, los mismos que afectaron su posición de liquidez, confirmando una vez más la alta exposición ante fluctuaciones del precio internacional del crudo, cuyas compras constituyen casi íntegramente el costo de ventas, son realizadas a través de una de sus compañías relacionadas, Repsol Trading SA, y que en los últimos meses han afectado sustancialmente el margen bruto, generando alta volatilidad en sus márgenes comerciales, ya observada en ejercicios anteriores.

Durante el año 2013 se observó una disminución en la carga de crudos en las unidades de destilación primaria -60% de capacidad utilizada- debido a factores como los menores márgenes de refino a nivel internacional y la prohibición de la comercialización y uso del Diesel B5 con un contenido de azufre mayor a 50 ppm en los departamentos de Lima, Arequipa, Cusco, Puno, Madre de Dios y en la Provincia Constitucional del Callao. Sin embargo, al cierre del primer trimestre del 2014 esta situación se ha revertido notablemente, utilizándose el 69% de la capacidad de destilación primaria en promedio. Con respecto a la carga de crudos, ésta se ha incrementado en 13.5% en el primer trimestre 2014 con respecto al mismo periodo del 2013.

No obstante lo anterior, el nivel de solvencia de la Empresa se sustenta en el respaldo de su principal accionista Repsol S.A. y en la importante participación de RELAPASAA en el mercado nacional de carburantes, aunado a la importancia de la ubicación geográfica y capacidad productiva de su refinería, así como también en la integración vertical de las operaciones que mantiene en Perú, en cuanto a la comercialización de los hidrocarburos refinados. Con relación a Repsol, su principal accionista, en el 2012 su clasificación internacional sufrió un doble *downgrade* por Moody's al pasar de Baa1 a Baa3, producto de su menor escala y diversificación de negocio como consecuencia de la expropiación de YPF en Argentina. Sin embargo, a fines de noviembre de 2013 Repsol anunció el inicio de las negociaciones para llegar a un acuerdo con el gobierno argentino en cuanto al monto de indemnización a ser pagado por la mencionada expropiación. Al respecto, es importante resaltar que en febrero de 2014, Repsol firmó el Convenio de Solución Amigable y Avenimiento de Expropiación con el gobierno argentino, convenio que fue ratificado en la Junta General de Accionistas, el 28 de marzo de 2014 y que tanto Repsol y el gobierno argentino han cumplido. En línea con ello, el 20 de mayo del 2014 Moody's anunció el alza de la calificación crediticia a largo plazo de Repsol desde Baa3 a Baa2, así como de la calificación a corto plazo desde Prime-3 a Prime-2, ambas con perspectiva estable. El 23 de mayo de 2014, Repsol S.A. informó que había finalizado el proceso de desinversión de sus activos en Argentina, obteniendo con la venta de toda la cartera de bonos argentinos ingresos de 4,997.2 millones de dólares, quedando así extinguida la deuda reconocida por Argentina. Además, Repsol S.A. obtuvo un ingreso adicional de 1,311.3 millones de dólares por la venta de la participación del 12.34% en YPF.

Por otro lado, con respecto a los factores limitantes de la clasificación, aún se mantiene la influencia del Estado, a través del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), aunque en menor grado, con lo cual disminuye el riesgo de acumular deuda por el retraso de precios en el país. A pesar de la disminución de los productos incluidos en el FEPC, se han mantenido los precios de mercado en el país, que siguen la evolución de los precios internacionales. Cabe recordar que la Empresa obtuvo una sentencia a su favor en el litigio judicial contra el Estado, a través del cual quedó sin efecto la aplicación retroactiva de dicho reglamento, por el cual el Estado debe devolver a RELAPASAA US\$67.5 millones. El 23 de diciembre de 2013, el Estado efectuó un pago parcial de dicho monto por US\$30 millones.

Al 31 de diciembre de 2013, tanto las ventas como el costo de ventas disminuyeron en 9% y 8%, respectivamente, lo cual afectó considerablemente el margen bruto que pasó de 2.6% a 1.3% entre 2012 y 2013. Adicionalmente, a diciembre de 2013, RELAPASAA recibió dividendos de su subsidiaria Repsol Comercial S.A.C. (RECOSAC) por US\$12.6 millones, con lo cual si bien se pudo revertir parcialmente los menores márgenes durante el 2013, igual se registró a diciembre de 2013 una pérdida neta de US\$49.1 millones. A marzo de 2014, los dividendos de RECOSAC fueron de US\$5.9 millones, siendo la utilidad neta durante dicho periodo de US\$11.6 millones. Cabe resaltar que la devaluación de la moneda local también afectó la utilidad neta durante el periodo 2013, debido a la pérdida por diferencia de cambio de US\$9.0 millones.

Como consecuencia de lo mencionado en el párrafo anterior, el EBITDA de la Empresa a diciembre de 2013 fue negativo por US\$14.6 millones, en comparación a los US\$45.6 millones registrados en el año 2012. Es así que el ratio de cobertura EBITDA anualizado sobre gastos financieros, se deteriora al pasar de 1.87 veces a -0.6 veces. De acuerdo a lo mencionado por la Empresa, se están realizando inversiones destinadas a reducir la cantidad de azufre en los destilados medios (lo cual permitiría procesar crudos de menor costo y aumentar la carga de las unidades primarias, con mejoras en los márgenes de refinación), lo que incluye una unidad de reducción de azufre, servicios auxiliares y una planta de producción de hidrógeno. Hasta el momento se han realizado inversiones por US\$70 millones, y durante el año 2014 y hasta 2016, se planea invertir US\$370 millones aproximadamente, para lo cual están evaluando diversas fuentes de financiamiento. Dado que los recursos serían obtenidos principalmente de fuentes externas (bancarias, mercados de capitales o agencias de créditos a la exportación) y, en menor grado, con generación de caja de la sociedad, se esperaría un mayor nivel de apalancamiento que podría eventualmente afectar los ratios de cobertura mencionados, con lo cual la clasificación podría verse afectada nuevamente. La intención de reducir la cantidad de azufre en los destilados medios se debe al requerimiento del Estado, que a través de la Resolución

Ministerial N° 139 -2012 prohíbe la comercialización y uso del Diesel B5 con un contenido de azufre mayor a 50 ppm en los departamentos de Lima, Arequipa, Cusco, Puno, Madre de Dios y en la Provincia Constitucional del Callao, con lo cual RELAPASAA se encuentra actualmente importando este tipo de diesel para cumplir con tales exigencias.

En cuanto a las fuentes de fondeo, al 31 de diciembre de 2013, RELAPASAA aumentó sus obligaciones a corto plazo (+5% durante el año), especialmente sobregiros y préstamos bancarios, para poder cubrir sus necesidades de capital de trabajo, las cuales aumentaron a pesar del menor valor de los inventarios, debido al efecto del menor precio del crudo al cierre de diciembre de 2013, mientras que el pasivo no corriente disminuye en 7%, en relación a diciembre de 2012. Por el lado del patrimonio se observa una disminución de 12% respecto a diciembre de 2012, por dos motivos: la repartición de dividendos por US\$6.4 millones y los resultados negativos del ejercicio por US\$49.1 millones, con lo cual el efecto neto es una disminución de US\$55.8 millones en el patrimonio neto a diciembre de 2013. A marzo de 2014, el pasivo corriente aumentó en 46% (en línea con el aumento de las existencias), el pasivo no corriente disminuyó en 9% y el patrimonio aumentó en 3%, con respecto a diciembre de 2013. El aumento del patrimonio se debió a la utilidad neta registrada durante el primer trimestre de 2014 (US\$11.6 millones). Es de mencionar que en marzo de 2013, la Junta Obligatoria Anual de Accionistas (JOA) aprobó el aumento de capital mediante la capitalización de reservas de libre disposición por US\$135.6 millones, y la repartición de dividendos del ejercicio 2012 por US\$6.6 millones. Mientras que a marzo de 2014 no se ha anunciado ningún aumento de capital, ni repartición de dividendos.

Es importante señalar que el 26 de febrero del 2013, Repsol S.A. anunció la venta de sus activos internacionales de Gas Natural Licuado (GNL) por US\$6,653 millones, que incluyen la participación de 20% que mantenía en PERU LNG LLC, accionista de PERU LNG SRL, al grupo petrolero anglo-holandés Shell. El proceso de venta y traspaso de los activos a Shell se realizó durante el 2013, habiendo concluido a la fecha.

La Empresa anunció en mayo de 2013 que venía evaluando y manteniendo contactos con distintas compañías sobre diferentes oportunidades de negocio en torno a sus activos de *downstream* en el Perú, pero finalmente el 18 de noviembre de 2013, la Empresa comunicó que Repsol había finalizado el proceso respecto de una posible desinversión de su participación en RELAPASAA, debido a que considera que el valor fundamental de la Empresa es mucho mayor al recogido en las ofertas recibidas en dicho proceso.

En cuanto a la clasificación de la acción de RELAPASAA (Relapac1), la misma refleja la disminución de los resultados económicos del emisor y la solvencia del mismo, producto de las condiciones de mercado, al igual que la variabilidad (a la baja) gradual del precio de la misma, la cual alcanzó un precio mínimo histórico de S/0.22 en febrero de 2014 y a

los menores volúmenes negociados en relación a anteriores periodos. No obstante lo anterior, cabe resaltar que la acción de Relapasa mantiene uno de los niveles más elevados de frecuencia de negociación en la BVL (100%).

Finalmente, el Comité de Clasificación de Equilibrium mantendrá bajo revisión y monitoreo la evolu-

ción de los márgenes y resultados de la Empresa para el 2014 y los próximos años, así como el desarrollo de sus proyectos y planes de inversión, además de la cobranza final al FEPC del saldo pendiente, de manera que tanto la generación como la posición de liquidez de la Empresa mejoren y, en consecuencia, su nivel de solvencia.

Fortalezas

1. Nivel de integración en la cadena productiva de hidrocarburos en Perú.
2. Capacidad y ubicación geográfica de la refinería.
3. Sólida participación en el mercado de combustibles.
4. Alto *knowhow* de Repsol en realización de proyectos.

Debilidades

1. Exposición a altas fluctuaciones de precio del crudo y productos internacionales.
2. Amplios requerimientos de capital de trabajo y CAPEX.
3. Exposición a las políticas y mecanismos de estabilización de precios estatal.

Oportunidades

1. Desarrollo de alternativas de uso de derivados del crudo.
2. Tasas de interés en mínimos históricos para la modernización de plantas.

Amenazas

1. Volatilidad del mercado de crudos.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Perfil

Las actividades económicas de Refinería La Pampilla S.A.A. (RELAPASAA) son la refinación de crudo de petróleo y la producción, almacenamiento, comercialización, transporte y distribución de productos hidrocarburos derivados del petróleo. Adicionalmente, la Empresa puede comprar, vender e importar todo tipo de hidrocarburos, así como transportar los productos antes señalados para sí o para terceros, pudiendo para tal efecto registrarse como empresa naviera nacional de conformidad con las leyes nacionales y desarrollar cualquier otra modalidad de transporte, según lo señalado por su estatuto social.

La Compañía fue constituida en noviembre de 1994 e inició operaciones el 1° de agosto de 1996, fecha a partir de la cual es subsidiaria de Repsol Perú BV, empresa holding constituida en Holanda, cuyo patrimonio pertenece a REPSOL SA.

RELAPASAA cuenta con la refinería más grande del Perú, la cual tiene una capacidad de refino de diseño de 102,000 barriles por día – BPD (Capacidad máxima de 110,000 barriles por día –BDP). Dicha refinería cuenta con una infraestructura adecuada y moderna para el abastecimiento del país, destacando la unidad de *reforming*, única en el Perú para la producción de gasolinas de alto octanaje (97 y 98 octanos). Además, cuenta con sistemas de control avanzado, que permiten garantizar la calidad de sus productos y cabe mencionar también, que toda la producción se realiza y controla de forma automática desde la Sala de Control Centralizada.

Grupo Económico

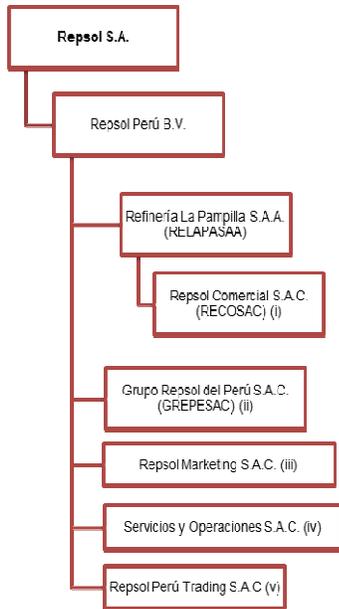
Repsol Perú BV, accionista mayoritario de RELAPASAA (51.03% de la participación), es parte del Grupo Repsol. Repsol Perú BV es subsidiaria de Repsol SA, quien mantiene el 100% de la propiedad de dicha Empresa. Repsol SA es una empresa multinacional del sector hidrocarburos cuyas acciones se cotizan en las bolsas de Madrid y Buenos Aires. Los negocios de Repsol se desarrollan en cuatro áreas: i) exploración y producción, ii) refino y marketing, iii) química y iv) gas natural y gas natural licuado.

Repsol es una empresa energética global con amplia experiencia en el sector de hidrocarburos, que desarrolla actividades de exploración, producción, refino, marketing y nuevas energías en más de 30 países. Cuenta con una capacidad total de refino de 0.9 millones de barriles diarios distribuida en seis refinerías.

En Perú, Repsol está presente en el sector de hidrocarburos, desarrollando actividades de exploración y explotación, refinación, distribución y comercialización de productos petrolíferos así como de explotación, transporte y comercialización de gas natural y gas licuado de petróleo.

Las siguientes empresas conforman el grupo económico en Perú:

- Repsol Perú BV.- Constituida en Ámsterdam, Holanda. Repsol SA posee el 100% de participación y es el mayor accionista de RELAPASAA con una participación del 51.03% de su capital social.
- Repsol SA.- Multinacional del sector hidrocarburos que desarrolla actividades de exploración, producción, refino, distribución, marketing, química, gas licuado de petróleo y gas natural a nivel mundial.
- Repsol Comercial SAC.- Dedicada a realizar todo tipo de actividades económicas relacionadas con el almacenamiento, transporte, distribución y comercialización de hidrocarburos y sus derivados, así como negocios o servicios complementarios y conexos.
- Grupo Repsol del Perú SAC.- Su objeto social es la prestación de servicios de representación y de apoyo a la gestión y a la administración de las sociedades del Grupo Repsol en el Perú.
- Repsol Marketing SAC.- Es una sociedad dedicada a la realización de actividades de industrialización, producción, almacenamiento, comercialización, transporte y distribución de hidrocarburos y sus derivados.
- Servicios y Operaciones Perú SAC.- La sociedad tiene por objeto la prestación de toda clase de servicios y operaciones relacionadas con el desarrollo de las actividades de investigación, exploración, explotación, procesamiento, transporte, almacenamiento, comercialización y distribución de hidrocarburos y sus derivados; así como toda clase de servicios de gestión y operaciones afines relacionados con cualesquiera otros contratos o convenios vinculados con la actividad de hidrocarburos.
- Repsol Trading Perú S.A.C.- Su objeto social es dedicarse a la realización de actividades de industrialización, producción, almacenamiento, comercialización, procesamiento, transporte, distribución, importación y exportación de hidrocarburos y cualquiera de sus derivados, incluyendo –mas no limitándose– al biodiesel, así como negocios o servicios complementarios y conexos.



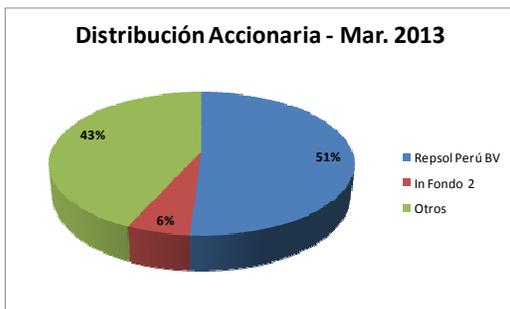
- (i) Repsol Gas de la Amazonía S.A.C es titular de 1 acción.
(ii) Servicios y Operaciones S.A.C. es titular de 2 acciones.
(iii) Repsol Gas de la Amazonía S.A.C es titular de 1 acción.
(iv) Grupo Repsol del Perú S.A.C es titular de 1 acción.
(v) Grupo Repsol del Perú S.A.C es titular de 1 acción.

Fuente y Elaboración: RELAPASAA.

Con relación a la expropiación del 51% de las acciones del grupo español Repsol en la petrolera YPF y en YPF gas, en noviembre de 2013, el grupo español anunció que se reunirán con representantes del gobierno argentino para llegar a un acuerdo sobre el monto de indemnización por la mencionada expropiación. El 25 de febrero de 2014, Repsol anunció el monto acordado con el gobierno argentino en US\$5 mil millones. El gobierno argentino entregó a Repsol títulos de deuda pública argentina (bonos), por un importe nominal total de 5.317.361.184 dólares, los que fueron colocados exitosamente en el mercado y que ha derivado en la reducción de la deuda y una alta capacidad de liquidez de la matriz.

Accionistas

El accionista mayoritario y que mantiene el control de la Empresa es Repsol Perú BV. En el siguiente cuadro se detalla la participación de los principales accionistas al 31 de marzo de 2014:



Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium

Directorio

El Directorio de Refinería La Pampilla SAA está constituido por las siguientes personas:

Directorio	
Victor Peón Sánchez	Presidente
Manuel Pérez Jurado	Vice-Presidente
Miguel Gutierrez Serra	Director
José Luis Iturrizaga Gamonet	Director
Gustavo Ceriani Lenzi	Director
Elmer Cuba Bustinza	Director
Richard Webb Duarte	Director
Jaime Alberto Pinto Tabini	Director
Cecilia Ysabel Rivera Mendoza	Director
José Antonio Andrade Cereghino	Director

Administración

La plana gerencial de RELAPASAA está conformada por los siguientes funcionarios:

Nombre	Cargo
Grupo Repsol del Perú SAC	Gerente General
Gómez Redondo, Sergio	Gte. Abastec. y Distribuc.
Cabrera Ortega, Daniel	Gte. Control de Gestión
Vásquez Madueño, Luis	Gerente General Recosac
Ojeda Urday, William	Gte. de Medios
Blotte Volpe, Dante	Chief Financial Officer - CFO
Ibarra Bellido, José Luis	Gte. Comunic. y Relac. Externas
Iturrizaga Gamonet, José Luis	Gte. Proyecto Refinería
Ceriani Lenzi, Gustavo	Gte. Personas y Organización
Macchiavello Casabonne, Gianna	Gte. Servicios Jurídicos
Canaval Bechet, Victor	Gte. Sistemas de Información
Gutiérrez Serra, Miguel	Gte. Refino
Aleixandre Llopis, Manuel	Gte. Seguridad Corporativa

Marco Regulatorio

La actividad de RELAPASAA se rige, entre otros, por el Artículo 76 de la Ley Orgánica de Hidrocarburos, Ley N° 26221, promulgada en agosto de 1993, la cual establece que el transporte, distribución y comercialización de los productos derivados de los hidrocarburos se regirán por las normas que apruebe el Ministerio de Energía y Minas. En tal sentido, mediante el Decreto Supremo 30-1998-EM, el 3 de agosto de 1998 se aprobó el Reglamento para la comercialización de combustibles líquidos y otros productos derivados de los hidrocarburos.

Las operaciones de la Compañía en el país se encuentran reguladas por el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería (OSINERGMIN), de acuerdo con la Ley 26734. La misión del OSINERGMIN es regular, supervisar y fiscalizar, en el

ámbito nacional, el cumplimiento de las disposiciones legales y técnicas relacionadas con las actividades de los subsectores de electricidad, hidrocarburos y minería, así como el cumplimiento de las normas legales y técnicas referidas a la conservación y protección del medio ambiente en el desarrollo de dichas actividades.

Fondo para la Estabilización de los Precios de los Combustibles

El mecanismo del Fondo para la Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) fue implementado en el año 2004¹ con la finalidad de mitigar en el mercado local los efectos de la volatilidad de los precios internacionales del crudo dentro de una banda de mínimos y máximos fijada por el Estado.

Así, la compensación que se otorga a las refinerías por mantener el precio ex planta dentro de la banda de precios prefijada para cada combustible se determina sobre la base de los Precios de Paridad Importación (PPI) de cada uno de los combustibles, estimados sobre la base de los marcadores internacionales equivalentes establecidos por las normas correspondientes.

Inicialmente tuvo una vigencia de 180 días calendarios a partir de octubre de 2004, y el Gobierno aprobó la asignación de recursos del Estado hasta por la suma de S/.60.0 millones como monto contingente en caso de que al término de la vigencia del Fondo, éste no contara con los recursos para pagar a los productores o importadores que tienen derecho a cobrar del mismo. Con fecha 22 de diciembre de 2011, se publicó el DU N° 060-2011, el cual amplió la vigencia del Decreto de Urgencia N°010-2004, hasta el 31 de diciembre de 2012 y también aprobó una transferencia extraordinaria de S/.610.0 millones con cargo al nivel de recursos ordinarios considerando las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual 2012-2014 Revisado.

Asimismo en el DU N° 005-2012 de febrero de 2012, se establece que los productos incorporados en el mecanismo del Fondo son los siguientes: petróleos industriales utilizados en actividades de generación eléctrica en sistemas aislados, gas licuado de petróleo (GLP), gasolinas de 84 y 90 octanos, gasoholes de 84 y 90 octanos, y Diesel BX. Quedan excluidos de esta lista el GLP, gasolinas de 84 y 90 octanos, gasoholes de 84 y 90 octanos, y Diesel BX utilizados en las actividades de exploración y explotación de hidrocarburos y recursos minerales, el procesamiento de recursos hidrobiológicos y la fabricación de cemento. Estos productos seguían bajo la banda de precios aprobada por el Osingermin mediante GART N° 039-2011. El 25 de abril de 2012, a través de GART N° 039-2012 se publicaron las nuevas bandas de precios para todos los productos vigentes hasta fines de junio de 2012.

¹ Decreto Urgencia N° 010-2004.

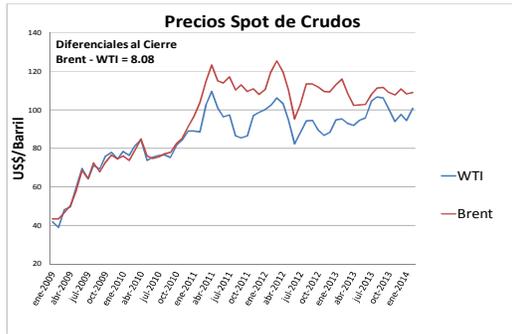
Cabe precisar que en el mismo DU N° 005-2012 se estableció que en el mes de agosto del 2012, se excluirían del FEPC las gasolinas de 84 y 90 octanos, los gasoholes de 84 y 90 octanos y el GLP a granel para consumidores directos y uso vehicular en los casos en que el PPI o PPE, según corresponda, sea igual o menor a 5% por encima del Límite Superior de la Banda de Precios Objetivo. En el caso de RELAPASAA, las ventas que estarían afectas al FEPC serían las de diesel destinado al uso vehicular, las cuales representan aproximadamente el 35% de las ventas de dicho producto, con lo cual la Compañía estaría menos expuesta al FEPC. Por último, por medio de la Resolución Ministerial N° 139 -2012, se prohíbe la comercialización y uso del Diesel B5 con un contenido de azufre mayor a 50 ppm en los departamentos de Lima, Arequipa, Cusco, Puno, Madre de Dios y en la Provincia Constitucional del Callao, en un plazo máximo de 120 días calendario. Cabe indicar que, a pesar que el resto de los combustibles están fuera del FEPC, los precios internos se vienen manejando adecuadamente y siguiendo los estándares internacionales.

Es importante mencionar que la Empresa interpuso en mayo de 2010 una Acción de Amparo para que no se le aplique la Resolución Directoral N° 075-2010, que dispuso la corrección de los factores de cálculo del FEPC desde agosto de 2008. Para la Empresa, se trataba de una norma que pretendía una aplicación retroactiva que vulneraba el derecho a la propiedad. La cifra inicial máxima de la pretendida rectificación era de US\$65.0 millones aproximadamente. Con fecha 10 de octubre de 2011, la Resolución del Octavo Juzgado Constitucional de Lima declaró válida en parte la demanda de amparo interpuesta por RELAPASAA. El 09 de abril de 2013, RELAPASAA fue notificada que la acción de amparo interpuesta se resolvió a su favor y se declaró fundada en todos sus extremos y, en consecuencia, se declaró inaplicable el Reglamento N° 075-2010-EM/DGH. Con dicho fallo se confirmó el derecho de Refinería La Pampilla SAA de cobrar del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles, el monto adicional necesario para restablecer la situación patrimonial que corresponde a la sociedad, cantidad que se estimó en aproximadamente US\$67.5 millones. Cabe resaltar que como la Empresa no realizó provisión alguna en sus Estados Financieros durante el tiempo que duró el proceso, el resultado de la acción de amparo no afectó a los Estados Financieros presentados al cierre del ejercicio 2012 ni al Estado de Resultados del ejercicio 2013. Por otro lado, el 23 de diciembre de 2013, el Estado efectuó un pago parcial de dicho monto de US\$30 millones, y continúan las gestiones para procurar el pronto pago del resto de dicha deuda con el FEPC.

Precios del Crudo.

Tradicionalmente el precio del petróleo en el mercado global era medido por el West Texas Intermediate (WTI), cuyo marcador era \$1 por encima del crudo Brent debido principalmente a una mejor calidad (más dulce). Sin embargo, a partir de mediados del 2010 la diferencia entre estos dos marcadores se incrementó,

llegando a una diferencia máxima de 27.31 US\$/barril en septiembre del 2011, siendo el precio del Brent superior al del WTI.



Fuente: EIA / Elaboración: Equilibrium

La mencionada diferencia se generaría, de un lado, por el incremento del precio Brent por los conflictos en los países árabes, y de otro por los altos inventarios en Cushing (Oklahoma) –zona en la que se fundamenta la cotización del WTI– que saturó la infraestructura de oleoductos dificultando el paso del crudo al sistema de refinерías de EE.UU. Dado este contexto es que el Brent pasó a ser el marcador de referencia, ubicándose el precio spot en 108.9 US\$/barril en febrero de 2014.

ANÁLISIS FINANCIERO

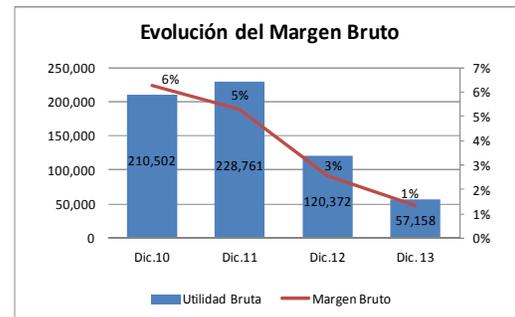
Rentabilidad y Activos.

Al 31 de diciembre de 2014, las ventas de la Empresa disminuyeron en 9.3% con respecto a diciembre de 2013, principalmente por menor volumen de exportación, al igual que el volumen de crudo de petróleo procesado en dicho período (-6.8%). De la misma manera, los costos de venta se han reducido en 8.2%, con un impacto negativo en la utilidad bruta, al pasar de US\$120.4 millones a US\$57.2 millones, durante el mismo periodo. En tal sentido, el margen bruto se ubicó en 1.3% (2.6% a diciembre de 2012). Al 31 de marzo de 2014, se registró una mejora en el margen bruto, debido principalmente a la disminución del costo de ventas, en comparación a marzo de 2013 (3.9% vs. 2.2%).

Esta disminución de la capacidad de generación bruta de la Empresa se debe tanto a los factores explicados, como a la alta exposición ante fluctuaciones del precio internacional de crudos y productos, y la disminución en la carga de crudo en las unidades de destilación primaria, debido a factores como la prohibición de la comercialización y uso del Diesel B5 con un contenido de azufre mayor a 50 ppm en algunas zonas del país.

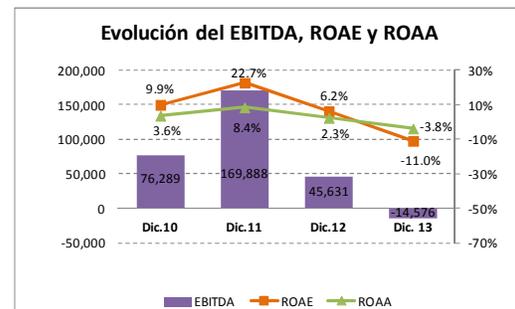
Es de mencionar que la gestión de inventarios de RELAPASAA está respaldada por Repsol, a través de Repsol Trading SA, que actúa como intermediario en la compra del crudo y que pueden otorgarle de manera indirecta coberturas financieras sobre el precio del

mismo, las cuales sin embargo no han sido suficientes para reducir la pérdida por la fluctuación del precio del crudo. A continuación se muestra la disminución del margen bruto y neto, entre 2010 y 2013:



Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, si bien los gastos de administración, ventas y diversos no han tenido mayor variación entre 2012 y 2013, el resultado operativo pasó de una utilidad de US\$27.7 millones a diciembre de 2012 a una pérdida de US\$41.1 millones a diciembre de 2013, derivado fundamentalmente por la significativa disminución en la utilidad bruta. El mismo comportamiento se observa en el cálculo de la capacidad de generación de RELAPASAA, que resultó en un EBITDA negativo de US\$14.5 millones a diciembre de 2013 (US\$45.6 millones a diciembre de 2012). Al 31 de marzo de 2014, el EBITDA tuvo un crecimiento de 80.0% en comparación al mismo período de 2013 (US\$22.5 millones vs. US\$12.3 millones). Lo mencionado anteriormente refleja la alta volatilidad en los resultados de la industria. Cabe mencionar que la utilidad antes de la diferencia en cambio incluye dividendos de las subsidiarias, los cuales han sido menores en el 2013 en comparación a 2012 (US\$12.7 millones vs. US\$19.9 millones).



Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium

La pérdida neta al 31 de diciembre de 2013 de la Empresa totalizó US\$49.1 millones, resultando en un margen neto de -1.2%, a diferencia de los resultados de 2012, los cuales totalizaron US\$29.5 millones como utilidad neta y un margen neto de 0.6%. Asimismo, como se puede observar en el cuadro anterior, la rentabilidad anualizada sobre patrimonio y activos se vio impactada. A marzo de 2014, la utilidad neta creció en 146.9% en comparación a marzo de 2013 (US\$11.6 millones vs. US\$4.7 millones).

Pasivos y Solvencia.

En marzo de 2013 la Empresa aprobó el aumento de capital mediante la capitalización de reservas de libre disposición por US\$ 132.3 millones, y la repartición de dividendos del ejercicio 2012 por US\$ 6.6 millones. A la fecha, RELAPASAA no ha anunciado nuevos aportes de capital en los próximos 5 años por lo que futuros incrementos de capital estarían sustentados en la capitalización de resultados acumulados, registrando a diciembre de 2013 pérdidas acumuladas. En cuanto a los pasivos, éstos se encuentran sujetos a las variaciones del precio del petróleo toda vez que el incremento del mismo puede inflar en el corto plazo sus necesidades de capital de trabajo (dado que se incrementa el valor del inventario a adquirir), por lo que necesita mantener un buen acceso a líneas de financiamiento, tanto internas como externas, con un manejo diversificado.

De esta manera, al 31 de diciembre de 2013, los pasivos totalizaron US\$806.9 millones, con un aumento de sus obligaciones a corto plazo (+5% durante el año), especialmente sobregiros y préstamos bancarios, para poder cubrir sus necesidades de capital de trabajo, las cuales aumentaron a pesar del menor valor de los inventarios, debido al efecto del menor precio del crudo al cierre de diciembre de 2013, mientras que el pasivo no corriente disminuye en 7% en relación a diciembre de 2012. Por el lado del patrimonio se observa una disminución de 12% respecto a diciembre de 2012, por dos motivos: la repartición de dividendos por US\$6.4 millones y las pérdidas del ejercicio por US\$49.1 millones, con lo cual el efecto neto es una disminución de US\$55.8 millones en el patrimonio neto a diciembre de 2013. A marzo de 2014, el pasivo corriente aumentó en 46% (en línea con el aumento de las existencias), el pasivo no corriente disminuyó en 9% y el patrimonio aumentó en 3%, con respecto a diciembre de 2013, lo cual se debió a la utilidad neta registrada durante el primer trimestre de 2014 (US\$11.6 millones).

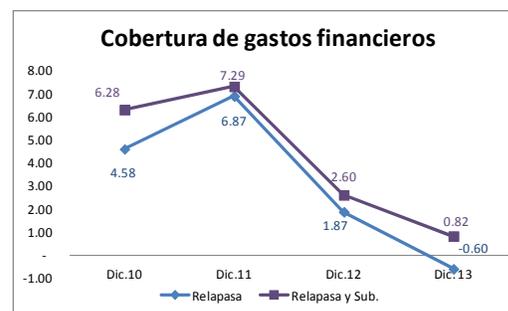
Es de mencionar que en marzo de 2013, la Junta General de Accionistas (JGA) aprobó el aumento de capital mediante la capitalización de reservas de libre disposición por US\$132.3 millones, y la repartición de dividendos del ejercicio 2012 por US\$6.6 millones. A marzo de 2014 no se ha anunciado ningún aumento de capital ni repartición de dividendos. De acuerdo a lo explicado por la Empresa, las capitalizaciones realizadas en los últimos años tienen como objetivo el fortalecer el patrimonio ante las futuras inversiones que permitirán a la refinería adecuarse a los estándares establecidos para el combustible² (diesel). La gerencia de la Empresa estima que las inversiones futuras superarán los US\$370 millones y serán realizadas hasta el 2016 de manera progresiva.

²Diesel con contenido máximo de azufre de 50 ppm.

RELAPASAA	2009	2010	2011	2012	2013
Pasivo / Patrimonio	1.71	1.76	1.63	1.69	1.89
Activo Fijo Neto / Patrimonio	1.06	0.98	0.81	0.79	0.98

Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium

Es importante resaltar la incorporación de la generación de caja de RECO SAC, su subsidiaria, como elemento de refuerzo hacia sus niveles de cobertura de servicio de deuda ya que con esto se logra estabilizar y mejorar el mismo. Debido a esto, durante el 2013, la Subsidiaria incorporó 21 nuevas estaciones de servicio con respecto a 2012, cerrando el año con 354 estaciones. Asimismo, se continuó con la remodelación de las tiendas (*Repshop*), y se diversificó la oferta de productos. Como se puede observar en el cuadro siguiente, al 31 de diciembre de 2013 la cobertura de gastos financieros (medido como EBITDA anualizado sobre gastos financieros anualizados) se ha visto estresada significativamente debido a los menores márgenes y la baja generación que tuvo la Empresa en 2012 y 2013, en comparación a periodos anteriores:



Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium

Liquidez

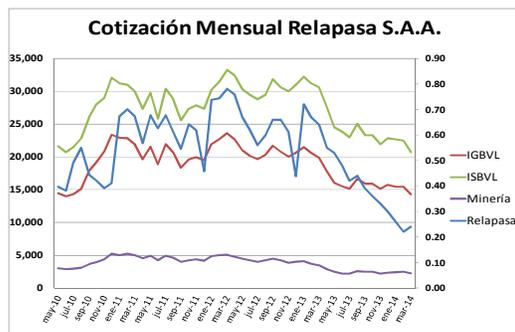
Al 31 de diciembre de 2013, los indicadores de liquidez se han deteriorado. El ratio de liquidez corriente se ubicó en 1.72 veces (2.05 a diciembre de 2012) y la prueba ácida se contrajo considerablemente de 0.82 a 0.67 veces. Esto se explica debido al menor valor de las existencias, dados los menores precios durante el 2013 en comparación al 2012. Además, la mayor necesidad de endeudamiento de corto plazo (sobregiros y préstamos bancarios) para financiar capital de trabajo y las existencias, originó que el pasivo corriente aumente en mayor medida que el activo corriente, lo que llevó a la disminución de los ratios de liquidez y el capital de trabajo, el cual pasó de US\$426.5 millones a diciembre de 2012 a US\$ 306.5 millones a diciembre de 2013. A marzo de 2014, los indicadores de liquidez siguieron deteriorándose, debido al mayor aumento del endeudamiento de corto plazo para financiar las existencias. En cuanto a la devolución de las cuentas por cobrar del FEPC, se espera que el importe restante calculado en US\$37.5 millones sea cobrado y, por consiguiente, mejore la liquidez ácida de la Empresa.

RELAPASA	2009	2010	2011	2012	2013
Razón Corriente	1.63	2.48	3.02	2.05	1.72
Prueba ácida	0.72	1.12	1.10	0.82	0.67

Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium.

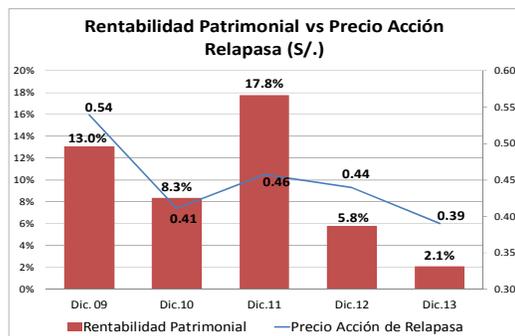
Clasificación de las acciones Relapac1

La clasificación de la acción de RELAPASAA (Relapac1) refleja la variabilidad en los resultados económicos del emisor y la solvencia del mismo, producto de las condiciones de mercado y los fundamentos de la misma. La volatilidad de precios que se espera se mantenga en el sector en el mediano plazo se traduciría en una menor estabilidad en los resultados económicos de la Empresa. Sin embargo, cabe indicar que la acción mantiene uno de los niveles más elevados de frecuencia de negociación en la BVL (100%), así como un alto número de operaciones transadas, lo cual es considerado como favorable por Equilibrium para la clasificación de la misma.



Fuente: BVL y Economática.

En el siguiente cuadro se puede observar la rentabilidad patrimonial de la Empresa (medida en términos del EBITDA sobre los activos promedio), en conjunto con la cotización de la acción de RELAPASAA, las cuales se han visto afectadas durante el 2013, debido a los acontecimientos mencionados en el fundamento del presente informe.



Fuente: RELAPASAA / Elaboración: Equilibrium.

Las acciones de RELAPASAA han venido enfrentando escenarios de alta variabilidad tanto en la rentabilidad patrimonial como en la rentabilidad bursátil (precio de la acción), pese a tener altos índices de frecuencia de negociación, los mismos cuya perspectiva mantendrá altas volatilidades.

Cabe mencionar que en Junta de Accionistas del 25 de marzo de 2011, se aprobó aumentar el valor nominal de las acciones por aumento de capital emitido de US\$84.3 millones. En consecuencia, el valor nominal de cada acción pasó de S/.1.35 a S/.2.00. Asimismo, en julio del 2011 se realizó la reducción del valor nominal de todas las acciones comunes de S/.2.00 a S/.1.00, sin afectar el capital, pero aumentando el número de acciones de 360,640,00 a 721,280,000.

A partir de los acuerdos de Junta de Accionistas del 26 de marzo del 2012 se aumentó el capital de S/. 721'280,000 a S/. 901'600,000 y el número de acciones de 721'280,000 a 901'600,000 a un valor nominal de S/. 1 (un nuevo sol) cada una. Asimismo, se entregó a los accionistas la cantidad de 180'320,000 acciones. La relación de acciones liberadas a entregarse respecto de las acciones emitidas se estableció en 0.25 por cada una.

En Junta de Accionistas del 18 de marzo del 2013, se aprobó el aumento de capital mediante la capitalización de reservas de libre disposición por US\$ 132.3 millones, pasando el capital social de S/.901'600,000.00 a S/. 1,244'680,000.00. En consecuencia, el número de acciones pasó de 901'600,000 a 1,244'680,000. Se entregaron 343'080,000 acciones liberadas, siendo la relación de acciones liberadas a entregarse respecto de las acciones emitidas de 0.38 por cada una. Asimismo, se repartieron dividendos del ejercicio 2012 por US\$ 6.6 millones. A marzo del 2014 no se han anunciado aumentos de capital por el momento.

Características de las Acciones

La Empresa cuenta con dos clases de acciones: Acciones Clase A (1,244,679,999 acciones) que se encuentra listada en la Bolsa de Valores (Relapac1) y Acciones Clase C (1 acción).

La acción Clase C es de propiedad del Estado representado por FONAFE y confiere a su titular derechos especiales de carácter permanente previstos en el Estatuto. La acción Clase C no es susceptible de transferencia a particulares, ni de embargo, remate o prenda. La transferencia de la titularidad de la acción clase C de una entidad estatal a otra o su redención definitiva deberá realizarse de conformidad con lo dispuesto en la ley de la materia.

REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A.
Estado de Situación Financiera
(Miles de Dólares Americanos)

	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS						
ACTIVOS	Dic.10	%	Dic.11	%	Dic.12	%	Mar.13	Dic.13	%	Mar.14	Dic. 13 / Dic. 12	Dic. 12 / Dic.11	Mar. 14 / Dic.13
Activo Corriente													
Caja Bancos	3,811	0%	7,128	1%	34,681	3%	19,431	3,492	0%	9,916	-90%	387%	184%
Cuentas por Cobrar Comerciales	103,957	10%	84,581	7%	93,467	7%	93,153	36,507	3%	60,352	-61%	11%	65%
Cuentas por Cobrar Relacionadas	47,383	4%	71,403	6%	119,490	9%	168,462	183,266	15%	205,893	53%	67%	12%
Fondo de estabilización por cobrar	83,279	8%	98,324	8%	69,932	5%	79,613	34,703	3%	33,918	-50%	-29%	-2%
Otras cuentas por cobrar	34,831	3%	23,263	2%	14,247	1%	24,105	25,548	2%	52,016	79%	-39%	104%
Total Otras cuentas por Cobrar	118,110	11%	121,587	10%	84,179	6%	103,718	60,251	5%	85,934	-28%	-31%	43%
Suministros y Materiales auxiliares	335,328	31%	512,935	41%	504,667	39%	597,608	455,179	37%	526,674	-10%	-2%	16%
Provisiones por desvalorización	-5,952	-1%	-15,586	-1%	-6,287	0%	-9,933	-7,599	-1%	0	21%	-60%	-100%
Total de Existencias	329,376	31%	497,349	40%	498,380	38%	587,675	447,580	36%	526,674	-10%	0%	18%
Gastos pagados por anticipado	2,288	0%	1,754	0%	2,031	0%	714	1,611	0%	0	-21%	16%	-100%
Otros Activos Corriente	0	0%	0	0%	0	0%	0	0	0%	0	0%	0%	0%
Total Activo Corriente	604,925	57%	783,802	63%	832,228	64%	973,153	732,707	59%	888,769	-12%	6%	21%
Activo No Corriente													
Inversiones Financieras	80,611	8%	80,611	6%	80,611	6%	80,611	80,611	7%	80,611	0%	0%	0%
Inmueble, maq. y equipo neto de deprec.	378,724	35%	382,620	31%	383,295	30%	381,166	419,230	34%	436,476	9%	0%	4%
Otros Activos	3,645	0%	2,136	0%	1,316	0%	1,295	1,057	0%	1,052	-20%	-38%	0%
Total Activo No Corriente	462,980	43%	465,367	37%	465,222	36%	463,072	500,898	41%	518,139	8%	0%	3%
TOTAL ACTIVOS	1,067,905	100%	1,249,169	100%	1,297,450	100%	1,436,225	1,233,605	100%	1,406,908	-5%	4%	14%

PASIVOS	Dic.10	%	Dic.11	%	Dic.12	%	Mar.13	Dic.13	%	Mar.14	%	Dic. 13 / Dic. 12	Dic. 12 / Dic.11	Mar. 14 / Dic.13
Pasivo Corriente														
Sobregiros y préstamos bancarios	96,560	9%	55,046	4%	0	0%	111,828	68,897	6%	99,865	7%	0%	-100%	0%
Cuentas por pagar comerciales- corriente	35,477	3%	59,789	5%	232,653	18%	211,075	179,505	15%	220,705	16%	-23%	289%	23%
Empresas Afiliadas	0	0%	190	0%	59	0%	9,040	0	0%	0	0%	-100%	-69%	0%
Otras cuentas por pagar	59,244	6%	44,111	4%	57,820	4%	34,121	41,625	3%	30,198	2%	-28%	31%	-27%
Parte Corriente Obligac. de largo plazo	53,098	5%	100,239	8%	115,200	9%	171,906	136,210	11%	272,924	19%	18%	15%	100%
Total Pasivo Corriente	244,379	23%	259,375	21%	405,732	31%	537,970	426,237	35%	623,692	44%	5%	56%	46%
Obligaciones de Largo Plazo	379,351	36%	464,817	37%	365,193	28%	370,575	349,930	28%	310,310	22%	-4%	-21%	-11%
Ingresos e impuestos diferidos	55,700	5%	46,902	4%	42,958	3%	46,053	29,646	2%	33,941	2%	-31%	-8%	14%
Otras cuentas por pagar a largo plazo	2,046	0%	3,030	0%	1,040	0%	1,035	1,047	0%	609	0%	1%	-66%	-42%
Total Pasivo No Corriente	437,097	41%	514,749	41%	409,191	32%	417,663	380,623	31%	344,860	25%	-7%	-21%	-9%
TOTAL PASIVO	681,476	64%	774,124	62%	814,923	63%	955,633	806,860	65%	968,552	69%	-1%	5%	20%
PATRIMONIO														
Capital Social	147,020	14%	231,403	19%	298,939	23%	431,249	431,249	35%	431,249	31%	44%	29%	0%
Reserva Legal	29,404	3%	29,404	2%	38,396	3%	41,347	41,347	3%	41,347	3%	8%	31%	0%
Otras Reservas	6,420	1%	0	0%	0	0%	0	0	0%	0	0%	0%	0%	0%
Resultados Acumulados	166,553	16%	116,364	9%	115,689	9%	3,293	3,293	0%	-45,851	-3%	-97%	-1%	-1492%
Utilidad (pérdida) neta	37,032	3%	97,874	8%	29,503	2%	4,703	-49,144	-4%	11,611	1%	-267%	-70%	-124%
TOTAL PATRIMONIO NETO	386,429	36%	475,045	38%	482,527	37%	480,592	426,745	35%	438,356	31%	-12%	2%	3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,067,905	100%	1,249,169	100%	1,297,450	100%	1,436,225	1,233,605	100%	1,406,908	100%	-5%	4%	14%

REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A.
Estado de Resultados Integrales
(Miles de Dólares Americanos)

	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		Dic. 13 / Dic. 12	Dic. 12 / Dic. 11	Mar. 14 / Mar. 13	
	Dic.10	%	Dic.11	%	Dic.12	%	Mar.13	%	Dic.13	%	Mar.14	%
Ventas netas	3,265,450	100%	4,345,964	100%	4,682,050	100.0%	1,120,183	100%	4,246,113	100.0%	1,052,494	100%
Costo de Ventas	-3,121,288	-96%	-4,117,203	-95%	-4,561,678	-97.4%	-1,096,087	-98%	-4,188,955	-98.7%	-1,011,152	-96%
UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA	144,162	4%	228,761	5%	120,372	2.6%	24,096	2%	57,158	1.3%	41,342	4%
Gastos de Administración	-16,263	0%	-19,978	0%	-19,437	-0.4%	-4,499	0%	-20,821	-0.5%	-4,474	0%
Gastos de Ventas	-76,007	-2%	-73,860	-2%	-78,277	-1.7%	-17,137	-2%	-75,709	-1.8%	-21,267	-2%
Ingresos diversos	336	0%	209	0%	5,048	0.1%	205	0%	2,313	0.1%	1,016	0%
Gastos diversos	-1,894	0%	-3,053	0%	0	0.0%	-304	0%	-4,003	-0.1%	0	0%
UTILIDAD DE OPERACION	50,334	2%	132,079	3%	27,706	0.6%	2,361	0%	-41,062	-1.0%	16,617	2%
Ingresos Financieros	109	0%	565	0%	259	0.0%	0	0%	422	0.0%	0	0%
Gastos Financieros	-16,651	-1%	-24,715	-1%	-24,418	-0.5%	-6,014	-1%	-24,459	-0.6%	-6,220	-1%
Dividendos	11,849	0%	18,757	0%	19,928	0.4%	12,741	1%	12,658	0.3%	5,899	1%
Utilidad antes de Diferencia en Cambio	45,641	1%	126,686	3%	23,475	0.5%	9,088	1%	-52,441	-1.2%	16,296	2%
Diferencia de Cambio	1,316	0%	5,114	0%	5,162	0.1%	-1,290	0%	-9,015	-0.2%	-390	0%
Utilidad antes del Impuesto a la renta	46,957	1%	131,800	3%	28,637	0.6%	7,798	1%	-61,456	-1.4%	15,906	2%
Impuesto a la Renta	-9,925	0%	-33,926	-1%	866	0.0%	-3,095	0%	12,312	0.3%	-4,295	0%
Utilidad Neta	37,032	1%	97,874	2%	29,503	0.6%	4,703	0%	-49,144	-1.2%	11,611	1%

	Dic.10	Dic.11	Dic.12	Mar.13	Dic.13	Mar.14
Solvencia						
Pasivo/Activo	0.64	0.62	0.63	0.67	0.65	0.69
Pasivo/Patrimonio	1.76	1.63	1.69	1.99	1.89	2.21
Activo Fijo/Patrimonio	0.98	0.81	0.79	0.79	0.98	1.00
Liquidez						
Activo cte/Pasivo Cte	2.48	3.02	2.05	1.81	1.72	1.43
Prueba Acida	1.12	1.10	0.82	0.72	0.67	0.58
Capital de Trabajo (miles de S/.)	360,546	524,427	426,496	435,183	306,470	265,077
Gestión						
Gtos. Adm. y Generales/Ingresos Totales	2.83%	2.16%	2.09%	1.93%	2.27%	2.45%
Gtos. Financ./ Ingresos totales	0.51%	0.57%	0.52%	-0.54%	0.58%	-0.59%
Ciclo de Conversión de Efectivo	48.6	50.0	37.8	50.1	41.5	48.1
Rotación de cobranzas	14.0	10.9	13.8	17.7	15.7	19.1
Rotación de cuentas por pagar	3.4	4.3	15.3	15.9	12.6	17.9
Rotación de inventarios	38.0	43.5	39.3	48.3	38.5	46.9
Rentabilidad						
Utilidad Neta / Ingresos Totales	1.13%	2.25%	0.63%	0.42%	-1.16%	1.10%
EBITDA/ventas	2.34%	3.91%	0.97%	1.09%	-0.34%	2.14%
EBITDA/ Gastos Financieros*	4.58	6.87	1.87	2.04	(0.60)	3.63
EBITDA/ Servicio de Deuda*	0.57	1.30	0.50	0.04	(0.08)	0.06
Utilidad de Operación / Ingresos Totales	1.54%	3.04%	0.59%	0.21%	-0.97%	1.58%
ROAE*	9.91%	22.72%	6.16%	4.60%	-10.97%	-9.76%
ROAA*	3.62%	8.45%	2.32%	1.62%	-3.82%	-3.20%

*Anualizado

EBITDA	76,289	169,888	45,631	12,266	-14,576	22,565
Depreciación y Amortización	25,955	27,544	25,628	6,275	25,324	5,948
Gastos Financieros	16,651	24,715	24,418	6,014	24,459	6,220
Deuda Financiera/EBITDA (LTM)	6.9	3.7	10.5	53.3	-38.1	30.3
Deuda Financiera	529,009	620,102	480,393	654,309	555,037	683,099

* Anualizado