

Refinería La Pampilla S.A.A.

Fundamentos

Apoyo & Asociados ratificó y retiró la clasificación de riesgo de las acciones de RELAPASAA a solicitud de la Compañía. La clasificación se sustentaba principalmente en:

Su posición estratégica en el abastecimiento de hidrocarburos líquidos, con el 77.0% de la capacidad de refino del país, durante el 2020, debido a que la Refinería de Talara se encuentra paralizada por obras. Adicionalmente, la adecuación de la refinería para producir combustible con mayor margen de refino le permitió optimizar la dieta de crudos procesados con el objetivo de incrementar el margen de refino de la Compañía. Por su parte, la ubicación geográfica de RELAPASAA le permite atender al mercado nacional más importante (Lima) y le da la posibilidad de embarcar sus productos a los diferentes terminales del litoral.

La integración vertical le ha permitido optimizar su capacidad de producción y asegurar más del 66% de sus ventas directas y atenuar el impacto de su principal competidor. La 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*.

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

Por su naturaleza, la generación de caja de la Empresa se encuentra expuesta a la volatilidad del precio internacional del crudo, en tanto la compañía no pueda trasladar estas variaciones al margen de refino. Adicionalmente, sus ratios de cobertura y apalancamiento financiero no presentan, necesariamente, estabilidad a través del tiempo, ya que se encuentran en función a la deuda que financia, parcialmente, los inventarios, los cuales tienen un ciclo de aproximadamente 55 días al cierre del 2020 y una alta liquidez.

De esta manera, durante el 2020, la Compañía redujo sus márgenes, registrando un margen EBITDA de -0.1%, el nivel más bajo de los últimos años. Lo anterior se debió a la menor demanda de combustibles a causa del aislamiento social dictado por el Gobierno, que inició en marzo del 2020 y los bajos precios internacionales del crudo. Como consecuencia, el volumen de ventas de la Compañía registró una disminución de 37.9% respecto de diciembre 2019.

A pesar del deterioro de su generación de caja e indicadores, desde la reactivación de las actividades económicas, la demanda de los combustibles y precios del crudo se han ido recuperando. De esta manera, la Clasificadora espera que, en el corto plazo, la Empresa muestre mejoras significativas en sus indicadores, sustentado en lo siguiente: i) la importancia de los combustibles en las actividades económicas del país; ii) la posición de mercado que tiene la Refinería La Pampilla (77% de la capacidad de refino del país sin considerar la Refinería de Talara, la cual se encuentra paralizada por obras); y, iii) el respaldo de Repsol.

Por otro lado, la Compañía ha logrado adecuarse a los requerimientos ambientales con la puesta en operación del módulo de Diésel de bajo azufre, el módulo de gasolina y la producción de Residuales de bajo azufre (IMO 2020). Sin embargo, desde que inició el

Ratings	Actual	Anterior
Acciones	2a(pe)	2a(pe)

Con información financiera auditada a diciembre 2020

Clasificaciones otorgadas en Comités de fechas 26/04/2021 y 26/11/2020

Indicadores Financieros

Indicadores Financieros (Cifras en miles de US\$)	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Ingresos	1,922,693	3,550,201	4,082,326
EBITDA	-2,882	223,401	50,226
Flujo de Caja Operativo (CFO)	208,598	218,431	-23,556
Deuda Financiera Total	712,621	803,640	1,073,619
Caja y valores	58,326	15,053	41,164
Deuda Financiera / EBITDA	-247.27	3.60	21.38
Deuda Financiera Neta / EBITDA	-227.03	3.53	20.56
EBITDA / Gastos Financieros	-0.07	4.14	1.01

Fuente: Refinería La Pampilla S.A. y subsidiaria

Metodologías Aplicadas

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

Analistas

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

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

T. (511) 444 5588

Estado de Emergencia el 16 de marzo del 2020, se tuvo una menor actividad de la Refinería por la crisis sanitaria que atraviesa el Perú y el mundo.

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

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

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

Efectos negativos en la clasificación podrían generarse debido a una lenta recuperación de los márgenes de rentabilidad, como consecuencia de dificultades para sobreponerse de los efectos de la emergencia sanitaria.

Perfil

Refinería la Pampilla (RELAPASAA), es una empresa dedicada a la refinación, almacenamiento, transporte, comercialización y distribución de hidrocarburos. Desde 1996, la empresa es controlada y operada por Repsol, accionista con el 92.42%, por lo que mantiene las políticas y estándares del Grupo.

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

RELAPASAA es la principal refinería y la de mayor tecnología del país. Luego de la culminación del proyecto RLP-21 en agosto 2016, incrementó su capacidad de refinación de crudo de 102,000 a 117,000 barriles por día (BPD), equivalente al 55.0% de la capacidad total del Perú. El 44.0% lo tiene la empresa estatal Petroperú a través de cuatro refinerías y el 1.0% restante se reparte entre Pluspetrol y Maple Gas.

Capacidad Instalada

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

Fuente: Relapa

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

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

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

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

Soporte

Repsol es una empresa multinacional del sector hidrocarburos que desarrolla actividades de exploración,

producción, refinación, distribución, marketing, química y gas natural a nivel mundial.

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

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

- Repsol Marketing S.A.C.: empresa dedicada a la comercialización de Lubricantes, Asfaltos y Turbo de Aviación.
- Repsol Comercial S.A.C.: empresa que comercializa gasolinas, Diésel y petróleos industriales.
- Repsol Trading Perú S.A.C.: empresa comercializadora de residual de bajo azufre (Very Low Sulfur Fuel Oil - VLSFO IFO 380 Azufre Máximo 0.5%).
- Repsol Exploración del Perú: se dedica a la explotación de hidrocarburos de Camisea (Lote 88 y 56), con una participación del 10% en el Consorcio Camisea, explotación de hidrocarburos del Lote 57 como socio operador, junto con CNPC Perú como socio. Los Lotes 101 y 76 se encuentran en un proceso de abandono.

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

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

Cabe mencionar que, en marzo 2021, FitchRatings ratificó la clasificación del perfil crediticio de Repsol de BBB con perspectiva estable.

La clasificación se sustenta en la rápida implementación de los planes de reducción de gastos operativos y de inversión, junto con las sinergias originadas por la integración con Gas Canada Inc, las cuales han permitido reducir el nivel de apalancamiento.

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

Estrategia

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

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

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

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

En línea con lo anterior, hubo un incremento de 17 estaciones de servicio comparado con el cierre del 2019, alcanzando un total de 589 EESS. Además, se debe mencionar que el número de tiendas de conveniencia se mantuvo en 76 tiendas al cierre del 2020.

La subsidiaria se encuentra impulsando la imagen de marca de Repsol hacia otros productos (lubricantes y programas de promociones) con el fin de reconocer la marca como líder e innovadora. Asimismo, se cumplieron cinco años de lanzamiento del programa de fidelización de clientes, Repsol-Latam Pass, el cual al cierre del periodo analizado supera los 195,4559 afiliados.

Posición Competitiva

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

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

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

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

Fuente: Relapasa

* Actualmente fuera de servicio

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

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

Elaboración propia

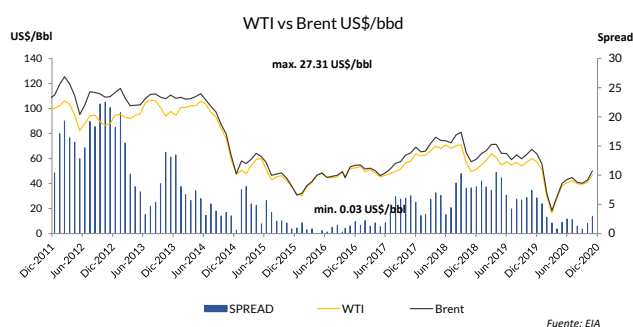
La Compañía se abastece de petróleo crudo de diversas partes del mundo, en la elección de los crudos y procedencia priman los requisitos de calidad para la producción de los productos que demanda el mercado objetivo, y el mejor rendimiento económico de cada crudo.

Asimismo, el 69.3% de las compras de crudo fueron importaciones. Cabe resaltar que la participación de las importaciones en las compras de insumos es significativamente alta, debido a la entrada en vigencia del Decreto Supremo N° 009-2015-MINAM y D.S. 038-2016-EM, por lo cual se incrementó el número de departamentos en donde está prohibido comercializar diésel con más de 50 ppm de azufre.

Durante el 2020, la demanda nacional de combustibles líquidos ascendió a 1,923 miles de barriles por día, disminuyendo en 21.9% a la demanda registrada durante el 2019. Lo anterior se debió al aislamiento social iniciado en marzo del 2020 a causa de la propagación del COVID-19.

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

El diferencial entre la cotización del crudo Brent y del WTI disminuyó considerablemente al cierre del 2020; fue en promedio US\$2.53 por barril (US\$7.37 en promedio por barril en el 2019). Durante este periodo, la mínima y máxima diferencia entre marcadores fue de US\$0.79 y US\$6.13 por barril, respectivamente.



De acuerdo a la información del EIA, al cierre del 2020, el precio del crudo WTI ascendió a US\$47.02 por barril, nivel significativamente menor al registrado al cierre del 2019 (US\$59.88 por barril). De la misma manera, se debe mencionar que el precio promedio del WTI durante el 2020 fue menor que el del 2019 (US\$39.23 por barril vs. US\$56.98 por barril).

Por su parte, durante el periodo en análisis, el precio promedio del Brent ascendió a US\$41.76 por barril, mientras que, en el 2019, el precio promedio fue de US\$64.36 por barril. Como efecto de la pandemia de COVID-19, el precio del Brent registró su nivel más bajo en abril del 2020, cerrando dicho mes con un precio de US\$18.38 por barril. A partir de ese momento, el precio se fue recuperando en los meses posteriores.

Durante los primeros meses del año, los desacuerdos en los países de la OPEP, los cuales no aceptaban disminuir la producción de crudo a pesar de los altos niveles de inventarios a nivel mundial y una menor demanda por la expansión de la pandemia de COVID-19, lo que resultó en el aumento de la producción en Rusia y Arabia Saudita lo que generó una significativa caída en los precios del crudo.

Adicional a lo mencionado en el párrafo anterior, la declaración por parte de la OMS como pandemia el COVID-19, iniciándose el Estado de Emergencia en el Perú y muchos países alrededor del mundo, la demanda de combustibles se vio impactada significativamente.

Según la información del Energy Information Administration (EIA), se espera que a fines del 2021 y 2022 los precios registren una recuperación gradual. De esta manera, se proyecta que, para el cierre de dichos años, los precios del WTI asciendan a US\$57.24 por barril y US\$54.75 por barril, respectivamente, y para el Brent sean de US\$60.67 por barril y US\$58.51 por barril, respectivamente.

Al cierre del 2020, los diferenciales entre los precios de la gasolina y el precio del crudo Brent disminuyeron con respecto al cierre del 2019. De esta manera, el diferencial ascendió a US\$4.9 por barril. De la misma manera, el precio del diésel con respecto al crudo Brent mostró una reducción, pasando de US\$15.3 por barril a US\$7.3 por barril al cierre del 2020. Finalmente, el precio del Residual de Alto Azufre fue el único que registró una ligera mejora;

sin embargo, se mantiene en negativo, mientras el precio del Residual de Bajo Azufre respecto del crudo disminuyó a US\$3.8 por barril. El comportamiento de los diferenciales durante el 2020 se explica por el fuerte impacto en la demanda de combustibles debido a la pandemia de COVID-19.

Tipo de Combustible	Crack Spreads (US\$/Barril)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gasolina	17.9	17.6	13.4	8.4	8.0	4.9
Diésel	9.0	13.5	14.1	14.8	15.3	7.3
Residual de Alto Azufre (HSFO)	-5.1	0.7	-7.8	-10.2	-10.6	-8.1
Residual de Bajo Azufre (VLSFO)	-	-	-	-	6.9	3.8

Fuente: Relapa

A pesar de la disminución de los diferenciales de los precios de gasolina y residuales respecto al Brent, el aumento en el diferencial de diésel permitió que el margen de refino a precio de reposición de RELAPASAA incrementara respecto al 2019, pasando de US\$7.96 por barril a US\$11.96 por barril.

Cabe señalar que tras la adecuación a la normativa IMO 2020, la Refinería empezó a incrementar el procesamiento de crudos ligeros. Dicho lo anterior, a diciembre 2020, el diferencial del residual de bajo azufre (VLSFO) ascendió a US\$3.8 por barril.

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

Cabe mencionar que los derivados son comercializados tanto a nivel mayorista como minorista. En el segmento mayorista, la venta se realiza a través de las comercializadoras. A la fecha, existen 16 comercializadoras mayoristas habilitadas y cuatro de ellas concentran aproximadamente el 90% del volumen transado (Petroperú, Repsol, Primax y Pecsá). Cabe mencionar que Petroperú y Repsol cuentan con integración vertical a lo largo de la cadena productiva.

En el segmento minorista, la venta se realiza a través de grifos o estaciones de servicios. Dentro de las estaciones de servicio destaca la participación de: PETROPERÚ S.A., Recosac y Primax-PECSA.

Temas Regulatorios

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

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

OSINERGMIN calcula semanalmente un PPI para cada derivado, el cual es comparado con el rango fijado por la

Dirección General de Hidrocarburos del Ministerio de Energía y Minas. Si el PPI es mayor al precio máximo establecido en la banda, el productor y/o importador recibe del Fondo una compensación por la diferencia entre ambos precios, pero si está por debajo del precio mínimo de la banda, el productor debe aportar la diferencia.

Luego de la promulgación de diversos decretos supremos destinados a definir claramente los objetivos del FEPC, se eliminaron varios de los productos. Al cierre del tercer trimestre del 2020, se mantuvieron los siguientes: el GLP envasado, el Diésel (alto y bajo azufre) para uso vehicular, y el Diésel B5 y petróleo industrial 6 destinados a la generación eléctrica de sistemas aislados.

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

Adicionalmente, el 27 de marzo del 2021, se publicó el DS N°006-2021-EM el cual dispuso activar el mecanismo de estabilización mediante la aplicación compensación y aportaciones sobre los precios de venta primaria del Diesel BX destinado al uso vehicular. El objetivo del Decreto es mantener dichos precios estabilizados, evitando que la alta volatilidad de los precios internacionales se traslade a los consumidores finales de la cadena de comercialización de dicho combustible.

Regulación Ambiental

A la fecha, solo Refinería La Pampilla ha iniciado la producción de Diésel B5 con bajo contenido de azufre, debido a que la modernización de la Refinería (RLP21) fue concluida en agosto 2016. De esta manera, PETROPERÚ S.A. debe importar la totalidad de este Diésel, debido a que aún no posee la tecnología para reducir el nivel de azufre del crudo que se procesa; se prevé que el PMRT será concluido durante el segundo semestre del 2021 (según las últimas publicaciones de Petroperú).

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

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

que el resto de agentes de la cadena de comercialización de dichos combustibles tuvo hasta el 31 de marzo del 2018.

Operaciones

La Compañía importó el 69.3% del crudo que procesó. Así, se importaron 14.8 MMbbls de crudo durante el 2020 (30.6 MMbbls durante el 2019). Por su parte, la Compañía se abasteció del mercado nacional, comprando 6.5 MMbbls (1.4 MMbbls al cierre del 2019). El menor abastecimiento se debe principalmente a los efectos de la pandemia de COVID-19 que redujeron la demanda de combustibles.

Cabe señalar que el 2.8% fue importado de países miembros de la Comunidad Andina, específicamente Ecuador; el 59.7% se importó de otros países de América (Brasil y EEUU) y el 37.5% de África (Angola, El Congo y Nigeria).

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

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

A diciembre 2020, el saldo de las cuentas por pagar a Repsol Trading S.S. incrementó de US\$93.8 MM; en el 2019, a US\$103.3 MM.

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

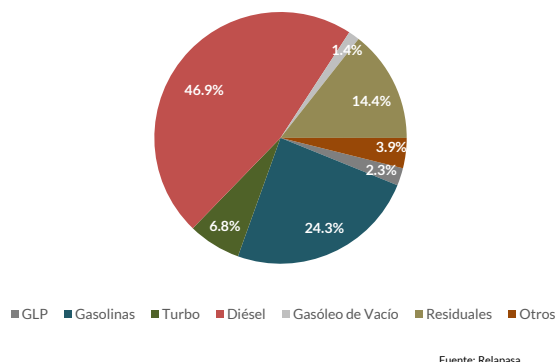
Cabe mencionar que, desde hace unos años, se ha comenzado a importar alcohol anhidro, a partir del cual se puede obtener alcohol carburante y se pueden generar ahorros en el proceso productivo de los combustibles, ya que es más económico que importar el alcohol carburante.

Durante el año anterior, la Compañía realizó cambio de estrategia que redujo la utilización de la planta mejorando su mezcla de productos. Lo anterior permitió incrementar los márgenes de refino, debido a la capacidad de la refinería de producir combustibles de mayor valor. De este modo, se alcanzó a procesar un promedio de 105 mil barriles por día, gracias a la puesta en marcha de las nuevas unidades de desulfurización de diésel del Proyecto RLP-21.

Asimismo, la producción continuó concentrándose en destilados medios, principalmente Diésel B5 y Turbo, seguidos por gasolinas y residuales (IFO's Marinos y

Petróleo Industrial 500), productos que explican el 92.4% de la producción total al cierre del 2020.

Composición de Producción
Diciembre 2020



El volumen de ventas total de productos petrolíferos, al cierre del 2020, ascendió a 23.5 MMbbls (-37.9% con respecto del 2019). Lo anterior, como consecuencia de la contracción del mercado local e internacional a causa de la pandemia de COVID-19. Por su parte, la participación de la Compañía en el mercado de refino disminuyó respecto al 2019, de 36.5% a 33.2% a diciembre 2020.

Esta disminución en el volumen de ventas se debió principalmente a la menor demanda en el mercado local, cuyo volumen vendido disminuyó de 28.4 MMbbls al cierre del 2019 a 19.2 MMbbls en el 2020. Sin embargo, las exportaciones registraron una contracción proporcionalmente mayor; de esta manera, la participación de las ventas nacionales aumentó a 81.7% (74.9% a diciembre 2019).

Por su parte, las ventas al mercado nacional en términos de ingresos disminuyeron en 48.2% respecto al 2019. Éstas estuvieron compuestas principalmente por Destilados Medios y Gasolinas (59.2% y 22.1%, respectivamente, del total de ingresos).

A diciembre 2020, Recosac registró 589 estaciones de servicio (572 a diciembre 2019) entre las de gestión propia, gestión cedida a terceros y abanderadas (19.9%, 5.4% y 74.7%, respectivamente).

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

Para la distribución de combustibles en los diferentes terminales del litoral, Refinería La Pampilla tiene contratados en condiciones "time charter" dos buques de doble casco y en función de las condiciones marítimas y

oleaje se contrata de manera temporal un tercer buque. Durante el 2020, debido a la caída de la demanda por la pandemia, la Compañía tuvo que contratar por unos meses un buque como almacenamiento flotante, debido al incremento de los inventarios.

Desempeño Financiero

Para el análisis del desempeño financiero de la Empresa, se han utilizado los estados financieros consolidados. Los márgenes de las refinerías se encuentran altamente expuestos a la volatilidad del precio del crudo, ya que se genera un desfase entre la cotización que se utiliza para fijar el precio de venta de los productos terminados y el precio al cual se adquirió el crudo.

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

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

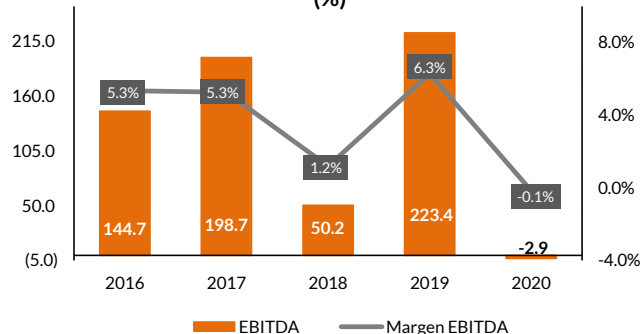
Es importante mencionar que el precio del crudo Brent cerró en el 2020 en US\$49.99 por barril, superior al promedio del año, el cual ascendió a US\$41.76 por barril (en el 2019 cerró con US\$67.31 por barril y tuvo un precio promedio de US\$64.36 por barril).

Durante el 2020, se registró una menor utilización de la refinería, debido principalmente a la menor demanda nacional de combustibles debido a la pandemia de COVID-19. Adicionalmente, la reducción del precio internacional del crudo mejoró los márgenes de refino CCS, el cual pasó de US\$7.96 por barril al cierre del 2019 a US\$11.96 por barril al cierre del 2020; sin embargo, conforme vaya recuperándose la cotización del crudo, dicho margen regresaría a sus niveles normales.

De este modo, durante el 2020, la Compañía generó ingresos por US\$1,922.7 MM, 45.8% inferior a lo registrado al cierre del 2019. Esta disminución se debió a la menor demanda de combustibles, como consecuencia del Estado de Emergencia, a causa de la pandemia de COVID-19 y la caída en los precios del crudo Brent. Asimismo, el volumen de ventas se redujo en 37.9%, explicado principalmente por el menor volumen de ventas en el mercado local.

Por su parte, el EBITDA consolidado, al cierre del 2020, ascendió a -US\$2.9 MM (US\$223.4 MM al cierre del 2019). Es importante mencionar que, al EBITDA se le reconoce la pérdida por desvalorización de inventarios, como consecuencia de la caída de precios del crudo Brent. Si se considera el EBITDA ajustado a *Current Cost of Supply* al cierre del 2020, éste ascendió a US\$205.1 MM (US\$215.9 MM a diciembre 2019).

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



Fuente: Relapa

Por su parte, los gastos financieros registraron una disminución de 20.3% con respecto a diciembre 2019. De este modo, ascendieron a US\$43.0 MM. Esta reducción se debió principalmente a las menores tasas de interés y a las menores comisiones de estructuración.

De este modo, el ratio de cobertura de gastos financieros (EBITDA / Gastos Financieros) ascendió a -0.07x (4.14x al cierre del 2019). Lo anterior, debido a una generación de EBITDA negativa a causa de la pandemia de COVID-19, lo que afectó la demanda de combustibles en el país.

Debido a la baja generación de caja al cierre del año, la Compañía registró pérdidas por US\$75.0 MM (pérdida de US\$168.0 MM al cierre del 2019). A diferencia del año anterior, en el 2020 no se registraron provisiones por deterioro de activos, por lo contrario, se registró un recupero por US\$43.2 MM, lo que mitigó la reducción del volumen de ventas y los menores precios internacionales del crudo.

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo ascendió a US\$208.6 MM durante el 2020 (US\$221.0 MM a diciembre 2019). Esta ligera disminución se debió principalmente a la menor cobranza a los clientes.

Si incluimos las inversiones que la Compañía viene realizando relacionadas principalmente al proyecto Nuevo Terminal T4, mejoras en los Terminales T1, T2 y T3 (RLP35) y RLP-21, el Flujo de Caja Libre fue de US\$168.2 MM (US\$83.2 MM al cierre del 2019).

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

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

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

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

Estructura de Capital

Tras el constante incremento del nivel de endeudamiento de la Compañía, durante los últimos años, y la disminución de generación de EBITDA a causa de la menor demanda de combustibles, debido a la crisis sanitaria que atraviesa el país y el mundo, los índices de apalancamiento se han visto impactados de manera negativa.

Durante el 2020, la deuda financiera de Refinería La Pampilla ha registrado una importante disminución. De esta manera, al cierre del periodo en análisis, ésta ascendió a US\$712.6 MM (US\$803.4 MM al cierre del 2019). Lo anterior se debió a optimizaciones de capital de trabajo. Al considerar la caja acumulado al cierre del 2020, la deuda financiera neta ascendió a US\$654.3 MM.

Entre las deudas que mantiene la Compañía, se encuentra el préstamo CESCE, cuyo saldo al cierre del 2020, ascendió a US\$310.6 MM distribuido en el bloque Diésel (US\$151.45 MM y el bloque Gasolinas (US\$159.14 MM). Se debe mencionar que el monto original de ambos préstamos fue de US\$252.42 MM y US\$198.92 MM, respectivamente.

Cabe mencionar que los pasivos corrientes han disminuido con respecto al cierre del 2020. Así, estos ascendieron a US\$553.0 MM mientras que al cierre del año anterior fueron US\$611.2 MM.

Lo anterior debido principalmente a la amortización de la deuda financiera y en menor medida al menor saldo de tributos por pagar por DUAS garantizadas, impuesto selectivo al consumo y rodaje e impuesto general a las ventas, resultado de la disminución de compra de bienes y servicios por la disminución de actividades como consecuencia del contexto de pandemia y estado de emergencia del país.

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

Instrumento	Vencimiento	Saldo
Sobregiros y Préstamos Bancarios	Corriente (entre 30 y 90 días)	228
Préstamos bancarios	Hasta 2028	485

Fuente: Relapasa

Durante el 2020, la generación de EBITDA fue negativa a causa de la menor demanda y los altos costos que la

Compañía debe cubrir. De esta manera, el indicador de apalancamiento, medida por Deuda Financiera / EBITDA fue de -247.3x (3.6x a diciembre 2019). Es importante mencionar que los resultados del 2020 estuvieron afectados por dos principales factores: la menor demanda debido al aislamiento social y el sobre stock de crudo a nivel nacional, por lo que los precios internacionales disminuyeron significativamente. Al deducir la caja de la deuda financiera, el ratio de apalancamiento para el mismo periodo fue de -227.0x (3.5x al cierre del 2019).

Por su parte, la liquidez corriente de RELAPASAA mostró una reducción al cierre del 2020. Así, la cifra ascendió a 0.93x (1.16x al cierre del 2019). Lo anterior debido principalmente al menor saldo de las cuentas por cobrar a clientes finales y a distribuidores mayoristas (-US\$144.8 MM).

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

Finalmente, la Compañía ha otorgado cartas fianzas por US\$88.2 MM (US\$131.0 MM al cierre del 2019) para garantizar el cumplimiento de las obligaciones como despachador de Aduanas y Contratos de Suministro, entre otros.

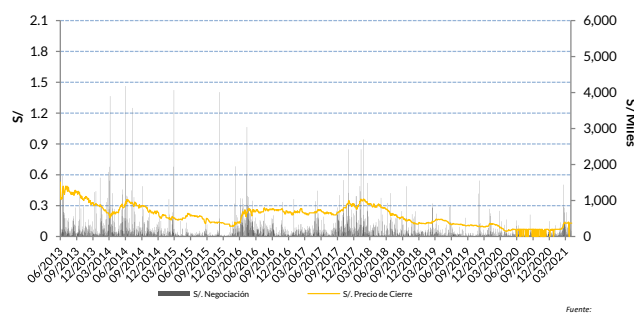
Características de los instrumentos

Acciones

Al cierre del 2020, el capital social de la Compañía ascendió a S/ 2,329.4 MM, representado por 8,319'175,714 acciones con derecho a voto de un valor nominal de S/ 0.28 cada una; de las cuales 8,319'175,713 acciones son de Clase A y 1 acción es de Clase C. Es importante mencionar que las acciones de Clase A tuvieron un valor de mercado de S/ 0.069 por acción al cierre del 2020 (S/ 0.123 por acción al cierre del 2019).

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

Evolución acción - Clase A



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

Dividendos Entregados (US\$ MM)

Año	Utilid. Neta	Dividendos*	D / U
2001	42.0	37.8	90.0%
2002	20.8	9.2	44.0%
2003	5.8	0.2	3.6%
2004	0.1	0.0	3.5%
2005	89.6	38.3	42.8%
2006	23.6	11.8	50.0%
2007	80.7	40.3	50.0%
2008	-79.2	NA	NA
2009	46.3	11.6	25.0%
2010	37.0	9.3	25.0%
2011	97.9	22.0	22.5%
2012	29.5	6.6	22.5%
2013	-49.1	NA	NA
2014	-64.6	NA	NA
2015	30.8	NA	NA
2016	44.5	NA	NA
2017	81.0	NA	NA
2018	-57.6	NA	NA
2019	-167.4	NA	NA
2020	-62.9	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-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Rentabilidad (%)					
EBITDA	-2,882	223,401	50,226	198,665	144,660
Mg. EBITDA	-0.1%	6.3%	1.2%	5.3%	5.3%
FCF / Ingresos	8.7%	2.3%	-3.9%	-6.0%	-2.5%
ROE	-13.2%	-28.4%	-9.4%	13.4%	11.1%
Cobertura (x)					
EBITDA / Gastos financieros	-0.07	4.14	1.01	5.38	7.40
EBITDA / Servicio de deuda	-0.01	0.66	0.13	0.54	0.69
FCF / Servicio de deuda	0.78	0.41	-0.29	-0.52	-0.22
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.99	0.45	-0.18	-0.45	0.03
(EBITDA+Caja) / Servicio de deuda	0.20	0.71	0.25	0.61	0.95
Estructura de capital y endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / Capitalización	57.4%	57.1%	65.0%	57.4%	54.5%
Deuda financiera total / EBITDA	-247.27	3.60	21.38	4.34	4.64
Deuda financiera neta / EBITDA	-227.03	3.53	20.56	4.23	4.26
Deuda financiera neta de caja y FEPC* / EBITDA	-227.03	3.53	20.56	4.23	4.19
Costo de financiamiento estimado	5.7%	5.8%	5.1%	4.8%	3.1%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	32.0%	35.1%	30.1%	38.2%	28.5%
Balance					
Activos totales	1,786,162	1,971,045	2,252,320	2,058,009	1,685,231
Caja e inversiones corrientes	58,326	15,053	41,164	23,321	54,574
Deuda financiera Corto Plazo	227,995	282,069	323,162	329,470	191,219
Deuda financiera Largo Plazo	484,626	521,571	750,457	533,369	479,728
Deuda financiera total	712,621	803,640	1,073,619	862,839	670,947
Patrimonio Total	529,721	604,734	579,158	639,183	559,029
Capitalización ajustada	1,242,342	1,408,374	1,652,777	1,502,022	1,229,976
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	208,598	218,431	-23,556	5,892	143,466
Inversiones en Activos Fijos	-40,395	-135,230	-135,266	-231,797	-210,251
Dividendos comunes	0	0	47	0	0
Flujo de caja libre (FCF)	168,203	83,201	-158,775	-225,905	-66,785
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-1,161	-4,390	-3,703	10	132
Otras inversiones, neto	0	345	-572	0	0
Variación neta de deuda	-121,765	-305,035	181,947	194,270	96,678
Variación neta de capital	0	200,291	0	0	0
Otros financiamientos, netos	0	0	0	0	0
Variación de caja	45,277	-25,588	18,897	-31,625	30,025
Resultados					
Ingresos	1,922,693	3,550,201	4,082,326	3,771,923	2,706,972
Variación de Ventas	-45.8%	-13.0%	8.2%	39.3%	-6.3%
Utilidad operativa (EBIT)	-84,499	138,245	-19,019	149,064	115,930
Gastos financieros	43,034	54,026	49,754	36,930	19,541
Resultado neto	-75,013	-167,974	-57,543	80,154	58,724
Información y ratios sectoriales					
Rotación de inventarios	56.9	36.0	35.5	43.3	47.5
Rotación de cuentas por cobrar	24.9	28.6	23.8	28.1	25.7
Rotación de cuentas por pagar	44.5	21.9	30.9	35.3	41.7

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



Antecedentes

Emisor:	Refinería La Pampilla S.A.A.
Domicilio legal:	Km. 25 Carretera a Ventanilla, Callao - Perú
RUC:	20259829597
Teléfono:	(511) 215-6225

Relación de directores*

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

Relación de ejecutivos*

Grupo Repsol del Perú S.A.C.	Gerente General
Dante Blotte Volpe	Chief Financial Office - CFO
Orlando Carbo Conte	Gerente General de Recosac
Carlos Paiva Venero	Gerente Refino Perú
Ricardo Peña Baquerizo	Gerente de Personas y Organización
Jorge Luis Ibarra Bellido	Gerente de Comunicación y Relaciones Externas
Daniel Cabrera Ortega	Gerente de Control y Gestión
Maritza Zavala Hernández	Gerente de Sistemas de Información
Gianna Machiavello Casabonne	Gerente de Servicios Jurídicos
Jorge Luis Castro Zapata	Gerente de Seguridad Corporativa
Lorenzo Palazetti Grench	Gerente de Planificación y Medios
Luis Vásquez Madueño	Gerente de Abastecimiento y Distribución
Luis De La Torre Vivar	Gerente de Seg., Calidad y Medio Ambiente
José Manuel Marin	Gerente de Producción

Relación de accionistas

Repsol Perú B.V	92.42%
Accionistas Minoritarios	7.58%

(*) Nota: Información a diciembre 2020

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

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

Instrumento

Acciones

Clasificación*

2a(pe)

Definiciones

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

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

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

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo. La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

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

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