



# REFINERÍA LA PAMPILLA S.A.A.

Lima, Perú

09 de enero de 2012

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Cuarto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A.- Instrumentos de Corto Plazo Hasta US\$100 millones en circulación	EQL 1+.pe	Grado más alto de calidad. Existe certeza de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Tercer Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A. – Bonos 1ª y 4ª emisión	AA+.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre ésta clasificación y la inmediata superior son mínimas.
Quinto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A. – Bonos 1ª, 2ª, 3ª y 4ª emisión	AA+.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre ésta clasificación y la inmediata superior son mínimas.
Acciones Comunes	2ª Clase.pe	Alto nivel de solvencia y estabilidad en los resultados económicos del emisor.

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

-----MM de US\$ al 30.09.2011-----		
Activos:	1006.8	Pasivos: 704.2
Utilidad	37.8	Patrimonio 299.3
	ROAA* 5.60%	ROAE* 19.49%
* Ultimos doce meses (UDM)		

**Historia:** Cuarto Programa de Emisión de Valores Relapasa – ICP → EQL 1+.pe (25.05.11). Tercer Programa de Emisión de Valores de Relapasa - Bonos: 1ª emisión → AAA.pe (10.04.08), ↓ □ AA+.pe (19.11.08); 4ª emisión → AA+.pe (03.12.09). Quinto Programa de Emisión de Valores Relapasa – Bonos 1ª, 2ª, 3ª y 4ª emisión → AA+.pe (28.09.10). Acc. Comunes → 1ª (20.02.04), □ ↓ 2ª (19.11.08).

Para la presente evaluación se han utilizado los estados financieros auditados de Refinería La Pampilla S.A.A. al 31 de diciembre de 2008, 2009 y 2010. Adicionalmente, se utilizó información no auditada al 30 de septiembre de 2011 y 2010, así como información adicional proporcionada por la Entidad.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría AA+.pe para las emisiones de bonos corporativos vigentes del Tercer Programa y del Quinto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A. Asimismo, se ratificó la categoría EQL 1+.pe al Cuarto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A.- Instrumentos de Corto Plazo y mantener la clasificación de las acciones comunes de Refinería La Pampilla S.A.A. (Relapac1) en 2ª clase.pe.

La clasificación de los instrumentos mencionados se sustenta principalmente en la solvencia y respaldo operativo internacional de Repsol YPF, grupo al que pertenece el Emisor, así como la sólida posición en el mercado que ha mantenido a lo largo del tiempo. Asimismo, se considera la integración vertical de las operaciones que mantiene en Perú, en cuanto a la comercialización de los hidrocarburos refinados.

La clasificación también incorpora la generación de flujos de Repsol Comercial S.A.C. (Recosac), su subsidiaria que tiene como giro principal la comercialización y distribución de todo tipo de hidrocarburos. Dichos flujos otorgan una mayor holgura a los niveles de cobertura en los repagos estimados del capital y de los intereses.

Limita la clasificación el impacto de los retrasos y de la continua acumulación de los pagos derivados del mecanismo de funcionamiento del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), así como la volatilidad de los precios del crudo que afecta considerablemente los márgenes de refino, y en consecuencia, los resultados de la Empresa.

Se contempla en la evaluación, como factor importante las continuas inversiones realizadas en la refinería en los últimos años, con miras al mejoramiento de la calidad y mayor extracción de derivados de petróleo dado el reciente desarrollo de este último mercado en el país.

Al 30 de septiembre de 2011, se observa una fuerte recuperación en los resultados de Relapasa, los cuales arrojan un margen EBITDA de 5.32% (1.68% en septiembre 2010) y una utilidad neta de US\$95.6 millones (US\$19.7 millones en septiembre 2010). Como se ha mencionado anteriormente, las mejoras en los resultados se vieron impactadas positivamente por la tendencia al alza de los precios del crudo.

Por el lado de los pasivos, Relapasa aumentó sus obligaciones a corto plazo, especialmente sobregiros y préstamos bancarios, para poder cubrir sus necesidades de capital de trabajo las cuales aumentaron dado el mayor valor de los inventarios. No obstante,

los niveles de cobertura - medido como EBITDA sobre gastos financieros- se encuentran bastante holgados (9.1 veces en septiembre 2011 y 4.6 veces en diciembre 2010), se espera que la Empresa logre mantener cierta estabilidad en ellos.

Son de mencionar sucesos como el del año 2008, en un contexto internacional de alta volatilidad de precios de crudo, en el que el gobierno postergó los pagos correspondientes a los saldos favorables resultantes para la Empresa (cuentas por cobrar al FEPC), ocasionando que la misma tenga que recurrir a financiamiento de corto plazo bajo el compromiso del pronto pago del Estado, hecho que se dilató en demasía, contribuyendo a elevar de forma adversa el gasto financiero de la Empresa en ese entonces. Por este efecto, es de considerar que el Decreto de Urgencia N° 035-2008 de agosto de 2008 (en el que se estableció entre otros la diferencia de cálculo de factores de acuerdo a la calidad de los diferentes tipos de Diesel 2 y Petróleos Industriales, aplicables al FEPC) no fue reglamentado oportunamente, según lo señalado por Relapasa. Es entonces que en el mes de abril de 2010, se expide la Resolución Directoral N°075-2010-EM/DGH, que dispone nuevos factores para el cálculo retroactivo del Diesel 2 y Petróleos Industriales para el cálculo de las compensaciones/aportaciones al FEPC desde el mes de agosto de 2008, lo cual representó una situación desfavorable para las refinerías. Según el Emisor, éste se encuentra realizando las acciones legales pertinentes para recuperar la aplicación retroactiva que dispone la referida Resolución Directoral y para proteger sus derechos patrimoniales. A su vez, el FEPC procedió a actuar

de oficio autoliquidando en setiembre de 2010 la suma de US\$63.0 millones en sus cuentas por pagar a Relapasa. Sin embargo, Relapasa no ha procedido a descontar este monto del saldo de cuentas por cobrar con el FEPC, ya que considera que el proceso judicial está en marcha y que dicho proceso le será favorable. Equilibrium ha considerado mantener bajo presión la clasificación de sus instrumentos hasta la resolución y finalización del mencionado conflicto legal con el Estado.

Por su parte, la clasificación de las acciones refleja la volatilidad del sector, como consecuencia de los resultados económicos del emisor y de la volatilidad del precio de la acción. No obstante lo anterior, Relapasa mantiene una alta frecuencia de negociación, ubicándola dentro las 8 únicas acciones con 100% de frecuencia durante el año 2011.

Relapasa viene invirtiendo progresivamente en el desarrollo de nuevos procesos para elevar la calidad de los derivados del crudo y específicamente en cuanto al contenido de azufre en el diesel, exigido en la Ley N°28694 desde este año. A raíz de esta norma, Relapasa se encuentra actualmente importando este tipo de diesel para cumplir con las exigencias para el sector automotriz vehicular en la provincia de Lima y la Provincia Constitucional del Callao.

Finalmente, Equilibrium considera que Relapasa podría verse afectada en su capacidad de generación por las políticas de determinación de precios que pudiera adoptar el competidor petrolero local, así como por el proceder de los agentes reguladores del sector en un escenario futuro.

#### **Fortalezas**

1. Nivel de integración en la cadena productiva de hidrocarburos en Perú.
2. Respaldo de su accionista principal Repsol YPF.
3. Sólida participación en el mercado de combustibles.

#### **Debilidades**

1. Exposición a altas fluctuaciones de precio del crudo en el mercado.
2. 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.
2. Alta incidencia política en la formación de precios.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Perfil

Las actividades económicas de Refinería La Pampilla S.A.A. (Relapasa) 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 YPF Perú BV, empresa holding constituida en Holanda, cuyo patrimonio pertenece mayoritariamente a REPSOL YPF S.A.

Relapasa 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 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 moderna Sala de Control Centralizada.

### Grupo Económico

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

Repsol YPF, con presencia en más de 30 países, es una de las 10 empresas petroleras privadas a nivel mundial y la mayor compañía privada energética en Latinoamérica en término de activos. Cuenta con una capacidad total de refino de 0.9 millones de barriles diarios distribuida en seis refinerías.

En Perú, Repsol YPF 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:

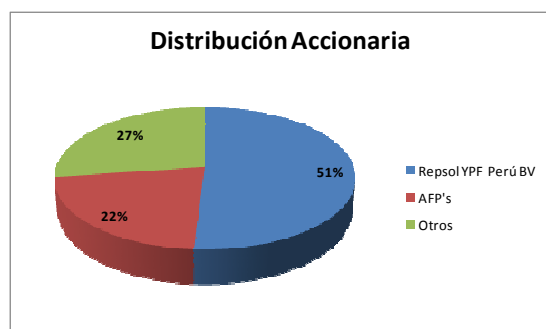
- Repsol YPF Perú B.V.- Constituida en Ámsterdam, Holanda. Repsol YPF S.A. posee el 100% de participación y es el mayor accionista de RELAPASA SAA con una participación del 51.03% de su capital social.
- Repsol YPF S.A.- Multinacional del sector hidrocarburos que desarrolla actividades de exploración, producción, refino, distribución, marketing, química, gas licuado de petróleo y gas natural a nivel mundial.
- Repsol Comercial S.A.C.- 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 YPF del Perú S.A.C.- 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 YPF en el Perú.
- Repsol YPF Marketing S.A.C.- 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 S.A.C.- 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.



Fuente y Elaboración: Relapasa

## Accionistas

El accionista mayoritario y que mantiene el control de la Empresa es Repsol YPF Perú B.V. En el siguiente cuadro se detalla la participación de los principales accionistas al 30 de setiembre 2011:



Fuente: Relapasa / 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
Orlando Carbo Conte	Director
José Luis Iturrizaga Gamonet	Director
Jaime Martínez López	Director
José Luis Casabonne Ricketts	Director
Carlos Neuhaus Tudela	Director
Javier Silva Ruete	Director
Gonzalo Ortiz de Zevallos	Director
José Antonio Andrade Cereghino	Director

## Administración

La plana gerencial, de Relapa SAA está conformada por los siguientes funcionarios:

Nombre	Cargo
Grupo Repsol YPF del Perú S.A.C.	Gerente General
Vásquez Madueño, Luis	Gte. Abastec. y Distribuc.
Espinosa-Saldaña, Jose	Gte. Asuntos Fiscales
Vértiz Esteves, Patricia	Gte. Central de Riesgos
Cabrera Ortega, Daniel	Gte. Control Gestión R&M
Sovero Sovero Johnny	Gte. Contabilidad
Rosa Ageitos, Osvaldo	Gte. Económico Financiero
Paiva Venero Carlos	Gte. Ingeniería y Mant
Ojeda Urday, William	Gte. Medios Refino & Mkt.
Blotte Volpe, Dante	Gte. Financiero
Carbajal Gonzalez, Arsedio	Gte. Operaciones Refino
Irribarren Caballero, Luis Enrique	Gte. Planif. y Control
Ibarra Bellido, Jose Luis	Gte. Relaciones Externas
Iturrizaga Gamonet, Jose Luis	Gte. Proyecto Pampilla

Ceriani Lenzi, Gustavo	Gte. Personas y Organización
Macchiavello Casabonne, Gianna	Gte. Servicios Jurídicos
Canaval Bechet, Victor	Gte. Sistemas de Inform.
Gutierrez Serra, Miguel	Gte. Refino Perú
Miranda Li, Francisco	Gte. Servicios Técnicos

## Marco Regulatorio

La actividad de Relapasa 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 2004<sup>1</sup> 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.

<sup>1</sup> Decreto Urgencia N° 010-2004.

Posteriormente, a través de diferentes Decretos de Urgencia el Gobierno ha venido ampliando el plazo de vigencia del Fondo y su monto contingente del Fondo a fin de contar con un respaldo económico que permita continuar con la operatividad del mismo.

Con fecha 21 de julio de 2011, se publicó el Decreto de Urgencia N° 038-2011, el cual amplía la vigencia del Decreto de Urgencia N°010-2004, hasta el 31 de diciembre de 2011 y también aprueba una transferencia extraordinaria de S/.100.0 millones. Adicionalmente se aprobó un crédito suplementario destinado a financiar el Fondo, hasta por la suma de S/.155.0 millones. Asimismo durante el año 2011 Relapasa recibió por el Estado a través de la aprobación del pago a los productores S/. 599 millones, hasta la fecha del informe.

El 24 de octubre de 2011, el Gobierno publicó el Decreto de Urgencia N°057-2011 en la que se especifica que los productos: Gasolinas (95, 97 y 98 octanos), Gasoholes (95, 97 y 98 octanos) y los sectores diferenciados (petróleo, minería, pesca y cemento) que a la fecha contaban con el 10% de subsidio, están excluidos del mecanismo contemplado por el Fondo. Asimismo, se suspende temporalmente la actualización y publicación de la Banda de Precios del GLP, por lo que se mantiene lo dispuesto en la resolución N°039-2011-OS/GART publicada el 9 de junio del 2011.

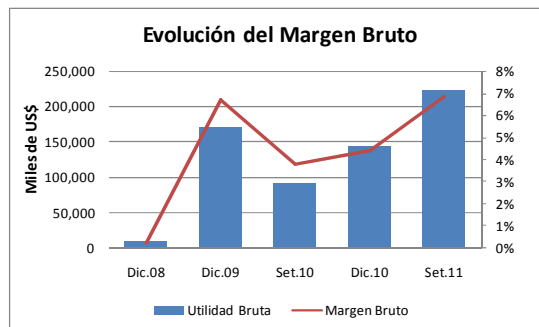
## ANÁLISIS FINANCIERO

### Rentabilidad y Activos

Al 30 de septiembre de 2011 los ingresos operacionales de la Empresa ascendieron a US\$3,258.6 millones, mientras que en el mismo periodo del año 2010 las ventas alcanzaron los US\$2,401.8 millones. El importante incremento de 36% se explica principalmente por los mayores precios de los combustibles que ha mostrado una tendencia positiva desde mediados del año 2009.

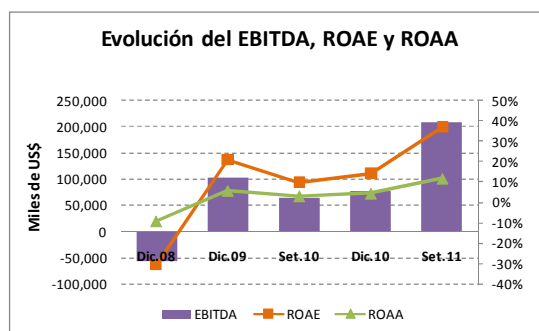
La recuperación de los precios, ha permitido obtener beneficios por la revalorización de inventarios. No obstante tales efectos representan un beneficio importante en la Empresa en el corto plazo, finalmente requiere también de mayor financiamiento para capital de trabajo impactando en el costo financiero de la Empresa.

La utilidad operativa al cierre del tercer trimestre del 2011 ascendió a US\$223.5 millones registrando un margen bruto de 6.9%, muy superior al registrado en el mismo periodo del año 2010 (US\$91.4 millones y 3.8%). La mejora del margen está ligada principalmente a la optimización de la gestión de los inventarios que está respaldada por Repsol YPF, a través de Repsol YPF Trading y Transporte (RYTTSA).



Fuente: Relapasa / Elaboración: Equilibrium

Asimismo, se observa la misma tendencia positiva respecto a la utilidad operativa y la utilidad antes de impuestos, dado que los gastos administrativos, de venta y otros diversos se han mantenido estables. Por otro lado, la capacidad de generación de Relapasa se muestra recuperada desde diciembre 2008, y totalizó US\$173.2 millones de EBITDA al 30 de septiembre de 2011.



Fuente: Relapasa / Elaboración: Equilibrium

\*EBITDA está anualizado

Por último, la utilidad neta de la Empresa ascendió a US\$95.6 millones con un margen neto de 2.9% (US\$19.7 millones y 0.8% a septiembre 2010).

### Pasivos y Solvencia

Relapasa no ha anunciado nuevos aportes de capital en los próximos 5 años por lo que se espera que el incremento de su capital se dará por capitalización de resultados acumulados dadas sus políticas de repartición de dividendos.

Los pasivos de la empresa 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) por lo que necesita mantener un buen acceso a líneas de financiamiento internas como externas diversificando su uso.

Al 30 de septiembre de 2011, los pasivos totalizaron US\$720.0 millones, 14% superior al registrado en diciembre 2010 dadas las mayores obligaciones corrientes para financiar importaciones de petróleo crudo, las cuentas por cobrar generadas por el FEPC, y la compra de otros bienes de capital.

Cabe destacar una vez más el reperfilamiento de su deuda para el largo plazo a partir del año 2009 lo que le

permite mayor holgura en el manejo financiero ante cambios bruscos en el precio del crudo y por consiguiente la revalorización de sus inventarios.

Por el lado del patrimonio se observa un crecimiento de 32% respecto a diciembre 2010, principalmente por los resultados generados en lo que va del año 2011. Es de mencionar, que en Junta de Accionistas realizada en marzo 2011, se aprobó la capitalización de reservas y parte de la utilidad del año 2010 por US\$84.4 millones y la repartición de dividendos por US\$9.3 millones. En tal sentido, el ratio de apalancamiento se ubicó en 2.0 veces, siendo el menor nivel desde diciembre 2008.

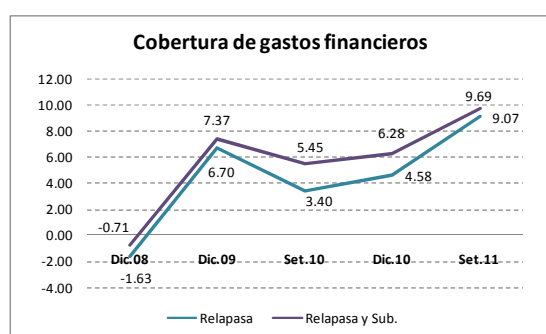
RELAPASA	2008	2009	Set.10	2010	Set.11
<b>Pasivo / Patrimonio</b>	3.01	2.35	2.35	2.33	2.02
<b>Activo Fijo Neto / Patrimonio</b>	1.17	0.89	0.83	0.79	0.58

Fuente: Relapasa / Elaboración: Equilibrium

Para la nueva inversión proyectada para el mejoramiento de la calidad de los carburantes se espera que la empresa levante recursos del mercado de capitales así como de multilaterales, bancos locales e internacionales, con los que ya mantiene negociaciones.

Cabe resaltar la incorporación de la generación de Recosac, 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 como se observa a septiembre de 2011.

Se espera que en el corto plazo y dada la relativa estabilidad en los precios del petróleo, la Empresa logre mantener su nivel de cobertura hacia estándares históricos para asegurar el repago de sus obligaciones la cual es intensiva en el corto plazo.



Fuente: Relapasa / Elaboración: Equilibrium

Equilibrium considera que Relapasa cuenta con una alta capacidad de acceso a los mercados financieros y a la vez toma en consideración el respaldo que puede ofrecerle su casa matriz REPSOL YPF S.A., en cuanto a la capacidad de pago que esta goza a nivel mundial.

### Liquidez

Los niveles de liquidez han mejorado en estos últi-

mos años no obstante el desmedro que ocasionó en el año 2008 la acumulación de cuentas por cobrar con el FEPC el cual llegó a adeudar a la empresa US\$ 135 millones.

A septiembre de 2011 se observa una reducción en la prueba ácida producto de las mayores obligaciones corrientes. Asimismo, las cuentas por cobrar al FEPC ascienden a US\$88.6 millones, de las cuales US\$63.0 millones corresponden a al proceso judicial que se mantienen con el MEM por la aplicación retroactiva de la Resolución Directoral N°075-2010 EM/DG.

No obstante se considera que los niveles de liquidez de Relapasa pueden verse afectados en alguna medida en cuanto no se establezcan reglas claras en cuanto a compensación y aportación al mismo y se estipulen cambios en los parámetros establecidos incluso a manera retroactiva, lo que puede causar un estrago financiero a la empresa nuevamente como ocurrió en el año 2008.

RELAPASA	2008	2009	Set.10	2010	Set.11
<b>Razón Corriente</b>	0.88	1.62	1.97	2.48	2.10
<b>Prueba ácida</b>	0.58	0.72	0.94	1.12	0.84

Fuente: Relapasa / Elaboración: Equilibrium

Por su lado, continúa siendo adverso el efecto en su capital de trabajo que produce la generación de cuentas por cobrar con el Fondo de estabilización de precios de los combustibles (FEPC), lo que conduce a Relapasa a generar mayores gastos financieros al tener que acompañar el incremento en los precios de sus existencias con mayores pasivos de corto plazo producto de los altos precios internacionales del crudo.

### Características del Tercer Programa de Bonos Corporativos

En la Junta General de Accionistas de Relapasa de fecha 27 de marzo de 2006 se aprobó la emisión del Tercer Programa de Bonos Corporativos hasta por la suma de US\$100 millones o su equivalente en moneda nacional. Los recursos que se obtengan mediante la emisión de los bonos, de acuerdo a lo establecido en el contrato marco y prospecto marco del programa, podrán ser utilizados para financiar las necesidades de corto y largo plazo de Relapasa u otros fines.

El programa de bonos no cuenta con garantías específicas sobre los activos o derechos del emisor, estando respaldados en forma genérica con su patrimonio. Asimismo, este programa no se encuentra condicionado ni subordinado con relación a otras obligaciones del Emisor, ni cuenta con un orden de prelación mayor respecto de las otras obligaciones de Relapasa.

En 2009 se colocó la serie A de la primera emisión por US\$12 millones, con una tasa de 3.875% a tres años, con amortización al final del vencimiento. Posteriormente, en septiembre de 2009, emitió la serie B de la

primera emisión el importe de US\$ 18 millones, con una tasa de 3.56% a tres años, con amortización al final del vencimiento. En diciembre de 2009 se coloca la serie A de la 4ta emisión por un importe de US\$ 30 millones con una tasa de 4.00% a 3 años con amortización al final del vencimiento.

#### **Características del Cuarto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A.- Instrumentos de Corto Plazo.**

Mediante acuerdo de Directorio de abril de 2010 se aprobó la inscripción del “Cuarto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A.- Instrumentos de Corto Plazo”, hasta por un monto máximo de (en miles) US\$100,000 o su equivalente en nuevos soles.

#### **Características del Quinto Programa de Bonos Corporativos**

En la Junta Obligatoria Anual de Accionistas de Relapasa de fecha 27 de marzo de 2009 se aprobó, durante el plazo máximo de 5 años, de una o más emisiones de instrumentos representativos de deuda por un importe máximo en circulación de US\$ 500 millones o su equivalente en otras monedas, las que podrán realizarse a través de ofertas públicas o privadas según determinación del directorio.

El Directorio en su Sesión de fecha 25 de febrero de 2010 determinó la emisión del Quinto Programa de Emisión de Valores de Refinería La Pampilla S.A.A.- Bonos Corporativos hasta por un valor máximo de US\$100 millones distribuidos en 4 emisiones (1ª, 2ª, 3ª y 4ª) en total. A la fecha del informe las emisiones se encuentran por emitir.

Los recursos que se obtengan mediante la emisión de los bonos, de acuerdo a lo establecido en el contrato marco y prospecto marco del programa, podrán ser utilizados para financiar las necesidades de corto y largo plazo de Relapasa u otros fines.

El programa de bonos no cuenta con garantías específicas sobre los activos o derechos del emisor, estando respaldados en forma genérica con su patrimonio. Asimismo, este programa no se encuentra condicionado ni subordinado con relación a otras obligaciones del Emisor, ni cuenta con un orden de prelación mayor respecto de las otras obligaciones de Relapasa.

La 1ª emisión contempla una vigencia de 3 años en total con amortización al 100% en la fecha de redención (*bullet*). La 2ª emisión contempla una vigencia de 5 años en total con 3 años de gracia y amortizaciones semestrales a partir del 7mo semestre. La 3ª emisión contempla una vigencia de 10 años en total con 4 años de gracia y amortizaciones semestrales a partir del 9no semestre. La 4ª emisión contempla una vigencia de 10 años en total con una amortización al 100% en la fecha de redención (*bullet*).

#### **Clasificación de las acciones Relapac1**

La clasificación de la acción de Relapasa (Relapac1) refleja la menor estabilidad en los resultados económicos del emisor y la menor solvencia del mismo, producto de las condiciones de mercado. 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.

Si bien Relapasa cuenta con una política de distribución de dividendos vigente<sup>2</sup>, la menor capacidad de generación de la Empresa ha incrementado la variabilidad de los retornos para el accionista, vía dividendos y/o los precios futuros de la acción.

La acción mantiene una de las más elevadas frecuencia de negociación en la BVL (alcanzando niveles de 100%) lo que es considerado como favorable por Equilibrium para la clasificación de la misma.

#### **Característica de las Acciones**

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, de embargo, de remate, ni de 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.

---

<sup>2</sup> La política de dividendos consiste en distribuir un mínimo de 20% y un máximo de 100% de las utilidades. A criterio de la Junta o del Directorio, puede distribuirse un porcentaje menor al mínimo indicado.

**REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A.**  
**Balance General**  
**(Miles de Dólares Americanos)**

<b>ACTIVOS</b>	<b>Dic-08</b>	<b>Dic-09</b>	<b>Sep-10</b>	<b>Dic-10</b>	<b>Sep-11</b>
<b>Activo Corriente</b>					
Caja Bancos	10,341 1%	4,884 1%	5,858 1%	3,811 0%	1,554 0%
Cuentas por Cobrar Comerciales	61,138 8%	103,543 13%	86,620 10%	103,957 12%	66,843 6%
Cuentas por Cobrar Relacionadas	48,576 6%	58,250 7%	70,299 8%	47,383 5%	138,814 13%
Fondo de estabilización por cobrar	135,023 17%	47,370 6%	60,708 7%	83,279 9%	88,554 8%
Otras cuentas por cobrar	42,296 5%	12,319 2%	42,344 5%	34,831 4%	19,184 2%
<b>Total Otras cuentas por Cobrar</b>	<b>177,319 22%</b>	<b>59,689 7%</b>	<b>103,052 12%</b>	<b>118,110 13%</b>	<b>107,738 10%</b>
Total de Existencias	154,689 19%	284,526 35%	289,907 34%	329,376 36%	469,601 44%
Gastos pagados por anticipado	2,077 0%	1,954 0%	1,315 0%	2,288 0%	379 0%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>454,140 57%</b>	<b>512,846 63%</b>	<b>557,051 66%</b>	<b>604,925 67%</b>	<b>784,929 73%</b>
<b>Activo No Corriente</b>					
Inversiones Financieras	80,611 10%	80,611 10%	80,611 9%	80,611 9%	80,611 7%
Inmueble, maq. y equipo neto de deprec.	233,715 29%	217,691 27%	210,052 25%	213,455 24%	208,606 19%
Activo diferido neto	29,535 4%	5,211 1%	1,522 0%	0 0%	0 0%
Otros Activos	849 0%	3,291 0%	106 0%	3,645 0%	2,894 0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>344,710 43%</b>	<b>306,804 37%</b>	<b>292,291 34%</b>	<b>297,711 33%</b>	<b>292,111 27%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>798,850 100%</b>	<b>819,650 100%</b>	<b>849,342 100%</b>	<b>902,636 100%</b>	<b>1,077,040 100%</b>

<b>PASIVOS</b>	<b>Dic-08</b>	<b>%</b>	<b>Dic-09</b>	<b>%</b>	<b>Sep-10</b>	<b>%</b>	<b>Dic-10</b>	<b>%</b>	<b>Sep-11</b>	<b>%</b>
<b>Pasivo Corriente</b>										
Sobregiros y préstamos bancarios	423,170 53%		180,000 22%		75,212 9%		96,560 11%		168,323 16%	
Cuentas por pagar comerciales- corriente	55,504 7%		59,703 7%		105,237 12%		35,477 4%		57,835 5%	
Empresas Afiliadas	148 0%		12,890 2%		0 0%		0 0%		0 0%	
Otras cuentas por pagar	29,534 4%		37,165 5%		49,484 6%		59,244 7%		34,918 3%	
Parte Corriente Obligac. de largo plazo	5,481 1%		26,467 3%		52,907 6%		53,098 6%		112,438 10%	
Tributos y Contribuciones por pagar	0 0%		0 0%		0 0%		0 0%		0 0%	
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>513,837 64%</b>		<b>316,225 39%</b>		<b>282,840 33%</b>		<b>244,379 27%</b>		<b>373,514 35%</b>	
Obligaciones de Largo Plazo	85,963 11%		257,780 31%		311,146 37%		379,351 42%		340,858 32%	
Ingresos e impuestos diferidos	0 0%		0 0%		0 0%		6,120 1%		2,840 0%	
Otras cuentas por pagar a largo plazo	61 0%		364 0%		1,914 0%		2,046 0%		2,742 0%	
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>86,024 11%</b>		<b>258,144 31%</b>		<b>313,060 37%</b>		<b>387,517 43%</b>		<b>346,440 32%</b>	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>599,861 75%</b>		<b>574,369 70%</b>		<b>595,900 70%</b>		<b>631,896 70%</b>		<b>719,954 67%</b>	
<b>PATRIMONIO</b>										
Capital Social	147,020 18%		147,020 18%		147,020 17%		147,020 16%		231,403 21%	
Reserva Legal	29,404 4%		29,404 4%		29,404 3%		29,404 3%		29,404 3%	
Otras Reservas	6,420 1%		6,420 1%		6,420 1%		6,420 1%		0 0%	
Resultados Acumulados	95,469 12%		16,145 2%		50,864 6%		50,864 6%		675 0%	
Utilidad (pérdida) neta	-79,324 -10%		46,292 6%		19,734 2%		37,032 4%		95,604 9%	
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>198,989 25%</b>		<b>245,281 30%</b>		<b>253,442 30%</b>		<b>270,740 30%</b>		<b>357,086 33%</b>	
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>798,850 100%</b>		<b>819,650 100%</b>		<b>849,342 100%</b>		<b>902,636 100%</b>		<b>1,077,040 100%</b>	

**REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A.**  
**Estado de Ganancias y Pérdidas**  
**(Miles de Dólares Americanos)**

	Dic-08	%	Dic-09	%	Sep-10	%	Dic-10	%	Sep-11	%
Ventas netas	3,939,118	100%	2,537,002	100%	2,401,783	100%	3,265,450	100%	3,258,602	100%
Costo de Ventas	3,930,954	100%	2,367,206	93%	2,310,399	96%	3,121,288	96%	3,035,135	93%
<b>UTILIDAD (PERDIDA) BRUTA</b>	<b>8,164</b>	<b>0%</b>	<b>169,796</b>	<b>7%</b>	<b>91,384</b>	<b>4%</b>	<b>144,162</b>	<b>4%</b>	<b>223,467</b>	<b>7%</b>
Gastos de Administración	19,120	0%	15,112	1%	12,083	1%	16,263	0%	14,329	0%
Gastos de Ventas	70,617	2%	69,423	3%	57,947	2%	76,007	2%	55,050	2%
Ingresos diversos	418	0%	2,092	0%	30	0%	336	0%	198	0%
Gastos diversos	1,427	0%	10,093	0%	991	0%	1,894	0%	2,120	0%
<b>UTILIDAD DE OPERACION</b>	<b>-82,582</b>	<b>-2%</b>	<b>77,260</b>	<b>3%</b>	<b>20,393</b>	<b>1%</b>	<b>50,334</b>	<b>2%</b>	<b>152,166</b>	<b>5%</b>
Ingresos Financieros	11,720	0%	3,380	0%	82	0%	109	0%	513	0%
Gastos Financieros	35,321	1%	15,509	1%	11,894	0%	16,651	1%	19,091	1%
Dividendos	0	0%	0	0%	11,849	0%	11,849	0%	0	0%
<b>Utilidad antes del REI</b>	<b>-106,183</b>	<b>-3%</b>	<b>65,131</b>	<b>3%</b>	<b>20,430</b>	<b>1%</b>	<b>45,641</b>	<b>1%</b>	<b>133,588</b>	<b>4%</b>
Diferencia de Cambio	-24,317	-1%	103	0%	1,682	0%	1,061	0%	1,244	0%
<b>Utilidad antes del Impuesto a la renta</b>	<b>-130,500</b>	<b>-3%</b>	<b>65,234</b>	<b>3%</b>	<b>22,112</b>	<b>1%</b>	<b>46,702</b>	<b>1%</b>	<b>134,832</b>	<b>4%</b>
Participaciones	-13,832	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Impuesto a la Renta	-37,344	-1%	18,942	1%	2,378	0%	9,670	0%	39,228	1%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-79,324</b>	<b>-2%</b>	<b>46,292</b>	<b>2%</b>	<b>19,734</b>	<b>1%</b>	<b>37,032</b>	<b>1%</b>	<b>95,604</b>	<b>3%</b>

	Dic-08	Dic-09	Sep-10	Dic-10	Sep-11
<b>Solvencia</b>					
Pasivo/Activo	0.75	0.70	0.70	0.70	0.67
Pasivo/Patrimonio	3.01	2.34	2.35	2.33	2.02
Activo Fijo/Patrimonio	1.17	0.89	0.83	0.79	0.58
<b>Liquidez</b>					
Activo cte./Pasivo Cte	0.88	1.62	1.97	2.48	2.10
Prueba Acida	0.58	0.72	0.94	1.12	0.84
(Act. Cte.-Exist.-Gtos.Pag.Antic.)/Pas. Cte.					
Capital de Trabajo (miles de S/.)	-59,697	196,621	274,211	360,546	411,415
<b>Gestión</b>					
Gtos. Adm. y Generales/Ingresos Totales	2.28%	3.33%	2.92%	2.83%	2.13%
Gtos. Financ./ Ingresos totales	0.90%	0.61%	0.50%	0.51%	0.59%
Ciclo de Conversión de Efectivo	18.2	55.3	25.6	48.6	52.0
Rotación de cobranzas	8.4	19.3	9.9	14.0	14.3
Rotación de cuentas por pagar	4.4	7.2	6.9	3.4	4.1
Rotación de inventarios	14.2	43.3	22.6	38.0	41.8
<b>Rentabilidad</b>					
Utilidad Neta / Ingresos Totales	-2.01%	1.82%	0.82%	1.13%	2.93%
EBITDA/ventas	-1.46%	4.09%	1.68%	2.34%	5.32%
EBITDA/ Servicio de Deuda	(0.12)	0.47		0.46	0.69
FCO / Servicio de Deuda	4.94%	20.03%		-11.74%	-49.20%
Utilidad de Operación / Ingresos Totales	-2.10%	3.05%	0.85%	1.54%	4.67%
ROAE	-30.65%	20.84%	1.55%	14.35%	36.99%
ROAA	-9.29%	5.72%	0.48%	4.30%	11.72%