



**"VALORIZACIÓN DE REFINERÍA LA PAMPILLA S.A.A. Y
SUBSIDIARIA"**

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas Corporativas**

Presentado por

Srta. Julissa Alexandra Hernández Sotomayor

Sra. Carla Leticia Soto Asalde

Sra. Vanessa Alejandra Zegarra Tejada

Asesor: Profesor Jorge Lladó Márquez

2015

A nuestras familias por habernos impulsado y apoyado durante todo el proceso de la maestría, y a nuestras compañeras y amigas por habernos unido en esta provechosa travesía.

Resumen ejecutivo

Refinería La Pampilla S.A.A. (RLP) y su subsidiaria, Repsol Comercial S.A.C. (RECOSAC), se dedican a la refinación y comercialización de hidrocarburos. La refinación de crudos es un negocio de márgenes en donde el precio del crudo, el precio internacional de los productos que comercializa y la eficiencia en el manejo de inventarios son variables claves para determinar la rentabilidad del negocio.

El mercado en el que operan es altamente regulado, principalmente en lo que respecta a la calidad de los productos, lo cual se evidencia en los cambios de la normativa relacionada al contenido contaminante en los hidrocarburos. Dichos cambios han ocasionado que RLP invierta en el proyecto de desulfurización de diésel y gasolina (RLP 21), el cual se encontrará operativo a mediados del año 2016¹. Así, RLP pretende maximizar la utilización de la capacidad de refinación, produciendo diésel con contenido no mayor a 50 partes por millón (ppm) de azufre; asimismo, producirá gasolina con menor contenido contaminante.

Se ha valorizado a RLP y RECOSAC bajo el método de flujo de caja descontando, siendo su valor fundamental de S/. 1,22 por acción (T.C. S/. 2,88 a diciembre de 2014), mayor al precio de mercado de S/. 0,21. Esta diferencia se debe a que en la valorización de RLP se incluye un cambio estructural que le permitirá producir diésel de bajo azufre, el cual es uno de los productos de mayor demanda nacional, obteniendo así una ventaja ante su principal competencia, Petroperú. Asimismo, la ejecución del proyecto permitirá afrontar requerimientos regulatorios y mejorar eficiencia (incrementar capacidad de planta y reducir costos). A pesar que las fluctuaciones del precio del crudo afectan a RLP, se espera que los precios se recuperen en los próximos años impactando positivamente en los resultados de la empresa.

Considerando que RLP no cuenta con una política de dividendos establecida y que durante los dos últimos años ha presentado pérdidas producto de fluctuaciones en el precio del crudo, problemas climáticos (mala mar) y regulatorios, no se considera conveniente valorizar a RLP bajo el método de descuento por dividendos. Asimismo, tomando en cuenta que no existen empresas comparables no se realizó la valorización bajo el método de múltiplos.

¹ En el año 2016, las unidades de desulfurización de diésel iniciarán operaciones, mientras que en el año 2018 iniciarán operaciones las unidades de desulfurización de gasolina.

Índice

Índice de tablas.....	vi
Índice de gráficos	vii
Índice de anexos	viii
Capítulo I. Descripción del negocio	1
1. Líneas del negocio	1
2. Tipo de clientes	2
3. Áreas geográficas.....	3
Capítulo II. Análisis del macroambiente	5
1. Macroambiente internacional.....	5
1.1 Oferta y demanda mundial de crudo	5
1.2 Evolución de los precios internacionales del crudo	7
1.3 Margen de refino.....	8
2. Macroambiente doméstico	8
2.1 Oferta y demanda nacional de crudo.....	8
2.2 Oferta y demanda nacional de derivados del crudo	9
Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....	10
1. Análisis de Porter.....	10
Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales	12
1. Posicionamiento competitivo.....	12
2. Factores organizativos y sociales.....	12
2.1 Gobierno corporativo.....	12
2.2 Cultura corporativa y responsabilidad social	13
Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....	14
1. Análisis financiero de la empresa	14
1.1. Análisis de ratios.....	14
2. Características de la inversión de la empresa.....	14
2.1 Tipo de inversión	14

Capítulo VI. Valorización.....	16
1. Supuestos de proyecciones	16
1.1 RLP	16
1.2 RECOSAC	19
2. Costo de capital.....	20
3. Métodos de valorización.....	23
4. Justificación del uso de los métodos	23
Capítulo VII. Análisis de riesgos.....	24
1. Análisis de sensibilidad.....	24
2. Análisis de escenarios	25
3. Riesgos no considerados en la valorización.....	25
Capítulo VIII. Resumen de inversión.....	26
1. Resultados	26
Conclusiones y recomendaciones.....	27
Bibliografía	28
Anexos	32
Nota biográfica	53

Índice de tablas

Tabla 1.	Ventas por mercado y tipo de producto.....	1
Tabla 2.	Capacidad de refinación en Perú	9
Tabla 3.	Detalle del análisis de las cinco fuerzas de Porter.....	11
Tabla 4.	Contabilidad analítica y contabilidad financiera	17
Tabla 5.	Resultados de valorización de RLP y RECOSAC.....	24
Tabla 6.	Análisis de sensibilidad del valor de la acción de RLP.....	24
Tabla 7.	Análisis de sensibilidad del valor de la acción de RECOSAC.....	24
Tabla 8.	Análisis de escenarios de RLP	25
Tabla 9.	Análisis de escenarios de RECOSAC	25
Tabla 10	Resumen de la valorización.....	26

Índice de gráficos

Gráfico 1.	RLP en el Gupo Repsol	2
Gráfico 2.	<i>Downstream</i> de Repsol en el Perú.....	2
Gráfico 3.	Número de EE.SS. por tipo de gestión	3
Gráfico 4.	Ubicación geográfica de RLP.....	4
Gráfico 5.	Matrices de energía primaria para los años 2014 y 2040	5
Gráfico 6.	Oferta mundial de crudo y condensados (*).....	6
Gráfico 7.	Demanda mundial de combustibles líquidos	6
Gráfico 8.	Aprovisionamiento de crudo por país.....	7
Gráfico 9.	Evolución del precio del crudo y proyecciones.....	8
Gráfico 10.	Evolución de la demanda nacional de combustibles líquidos	9
Gráfico 11.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter	10
Gráfico 12.	Posicionamiento competitivo de las refinerías locales	12
Gráfico 13.	Componentes del costo de capital (K_e) de RLP	21
Gráfico 14.	Componentes del WACC de RLP	22
Gráfico 15.	Componentes del costo de capital (K_e) de RECOSAC.....	22
Gráfico 16.	Componentes del WACC de RECOSAC	23

Índice de anexos

Anexo 1.	RLP en la Bolsa de Valores de Lima.....	33
Anexo 2.	Producción por tipo de producto	35
Anexo 3.	Precio del marcador Brent	36
Anexo 4.	Cultura Organizacional y Responsabilidad Social	37
Anexo 5.	Análisis de principales cuentas contables.....	39
Anexo 6.	Regulación nacional sobre combustibles.....	42
Anexo 7.	Valorización por dividendos y múltiplos.....	45
Anexo 8.	Resultados de las proyecciones de RLP	48
Anexo 9.	Resultados de las proyecciones de RECOSAC	50
Anexo 10.	Diferencias con la valorización realizada por Kallpa Securities SAB.....	52

Introducción

En el Perú el mercado de la refinación está dominado principalmente por dos empresas, RLP y Petroperú; donde la primera es de capitales privados y la segunda pertenece al estado peruano. Una de las principales ventajas que tiene RLP frente a Petroperú es su subsidiaria RECOSAC, brazo comercial de RLP, permitiéndole así tener una integración vertical.

El mercado en donde operan es altamente regulado en la calidad de los productos, es por ello que a partir del año 2010, RLP ha iniciado el Proyecto RLP 21 que le permitirá producir diésel de bajo azufre a partir de agosto de 2016, el cual, según regulación, deberá ser el único diésel comercializado en el Perú.

RLP es una empresa listada en el Mercado de Valores de Lima cuyo precio durante los años 2012 al 2014 ha presentado una tendencia decreciente en correspondencia a lo ocurrido con el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL); sin embargo, ello no implica que la empresa haya perdido valor, considerando que RLP lleva años operando en el Perú y que viene realizando una serie de inversiones para mejorar su operativa.

Considerando lo anterior, el presente trabajo tiene como objetivo obtener el valor fundamental de RLP y su subsidiaria, RECOSAC, valorizando de forma individual bajo el método de flujo de caja descontado. Asimismo, se han analizado los sectores de refinación y comercialización de crudo y sus derivados, los factores que tendrían impacto en la operativa de dichas empresas; además, se realizaron entrevistas con funcionarios de RLP que permitieron recoger las perspectivas de esta.

Capítulo I. Descripción del negocio

1. Líneas del negocio

RLP se ubica en el distrito de Ventanilla, provincia constitucional del Callao, y se dedica a la refinación, almacenamiento, comercialización, transporte y distribución de hidrocarburos (crudo y sus derivados). Se abastece de crudo a través de Repsol Trading para luego transformarlo en gas licuado de petróleo (GLP), gasolinas, diésel, residual y asfaltos, siendo el principal mercado el local y destinando el remanente a la exportación (ver tabla 1 para detalle de ventas por producto y anexo 2 para detalle de volumen de producción y usos). Actualmente, RLP posee el 100% del capital social de RECOSAC, empresa dedicada a la comercialización de combustibles al mercado local (gráfico 1).

Tabla 1. Ventas por mercado y tipo de producto

Producto	2012		2013		2014	
	Miles dólares	%	Miles dólares	%	Miles dólares	%
Mercado nacional	3.807.068	81	3.161.582	82%	3.066.336	83
GLP	36.223	1	38.511	1%	38.974	1
Gasolinas	494.991	10	486.621	13%	543.717	15
Destilados medios (*)	2.665.599	56	2.481.282	64%	2.372.523	64
Residuales	109.878	2	109.541	3%	65.579	2
Asfaltos	500.377	11	45.627	1%	45.543	1
Mercado exportaciones	911.968	19	696.679	18%	619.266	17
Total	4.719.036	100	3.858.261	100%	3.685.602	100

(*) Incluye diésel y turbo

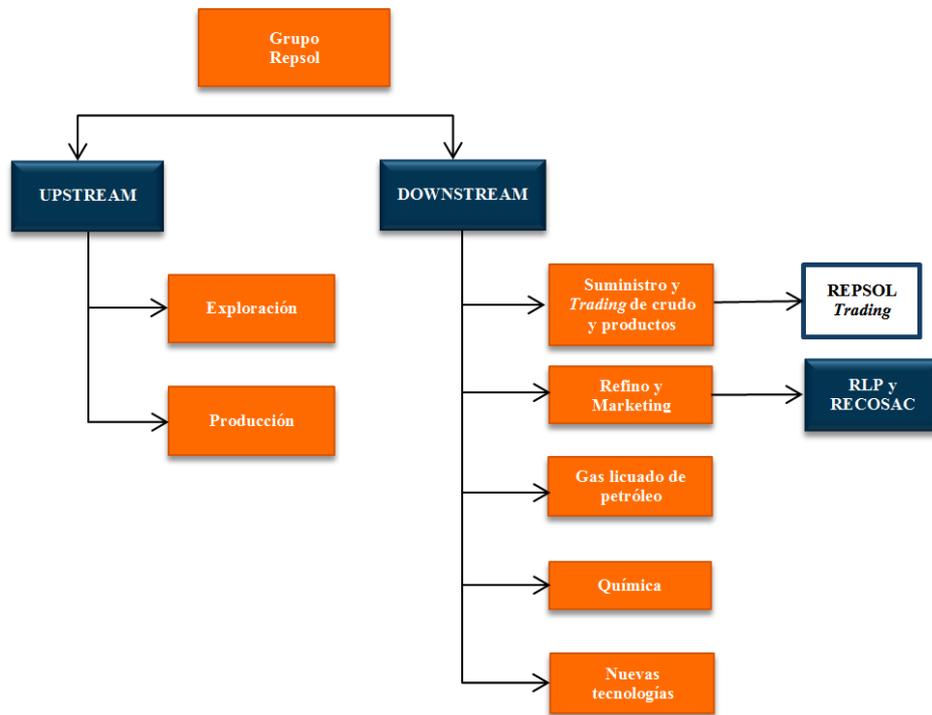
Fuente: RLP, Memoria 2014

RLP inició operaciones en el año de 1967, perteneciendo a la Empresa Petrolera Fiscal (ahora Petroperú). Desde 1996, luego del proceso de privatización del Estado peruano, se encuentra vinculada al grupo Repsol, grupo energético global que desarrolla actividades de exploración, producción, refinación, marketing y nuevas energías en todo el mundo. Repsol Perú BV² es el accionista mayoritario de RLP con 51,03% de acciones, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) mantienen el 5,53% y el 43,44% se negocia en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) (anexo 1).

La industria petrolera se divide en dos fases: i). *Upstream*, que corresponde a la exploración y producción de crudo; ii). *Downstream*, que corresponde al transporte; almacenamiento y refinación de crudo; así como venta y distribución de sus derivados (gráfico 2).

² Siendo su propietario único el grupo Repsol.

Gráfico 1. RLP en el Grupo REPSOL



Fuente: Repsol. Elaboración propia, 2015

Gráfico 2. Downstream de Repsol en el Perú



Fuente: Elaboración propia 2015

2. Tipo de clientes

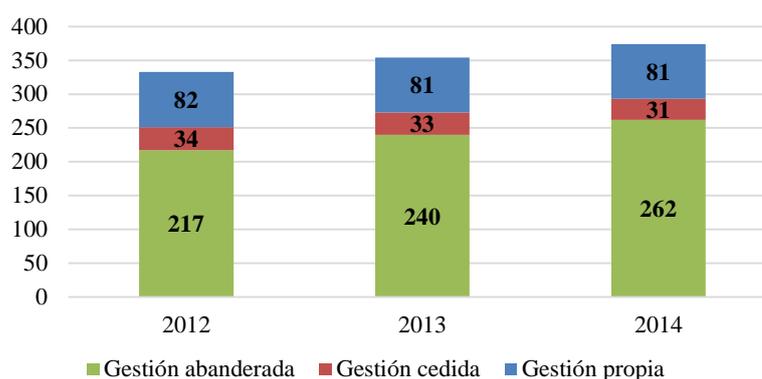
El mercado principal de RLP es el local, que a diciembre de 2014 representó el 83% de las ventas. El principal cliente de RLP es su brazo comercial, RECOSAC; asimismo, atiende a distribuidores mayoristas como PECSA, Ferush y Mobil. Cabe destacar que RECOSAC opera a través de estaciones de servicios (EE.SS.) y ventas directas (VV.DD.) que representan el 42% y el 58% de sus ventas, respectivamente.

- **Estaciones de servicio (EE.SS.).** Mediante este canal se abastece al mercado automovilista. Los productos comercializados son gasoholes, diésel B5 y diésel B5 S50. Al cierre del año 2014, la red Repsol cuenta con 374 EE.SS. en todo el país (gráfico 3), que además de ser abastecedores de combustibles mantiene negocios conexos a EE.SS., denominados negocios *Non Oil* (tiendas en las EE.SS., alquileres de espacio, servicios de lavado y otros). A

diciembre de 2014 mantiene 164 negocios *Non Oil*. A continuación, se definen los tipos de gestión de las EE.SS.

- Propia: propiedad y gestión a cargo de Repsol.
- Abanderada: propiedad y gestión a cargo de un tercero.
- Cedida: propiedad de Repsol pero gestionada por un tercero.

Gráfico 3. Número de EE.SS. por tipo de gestión



Fuente: Memoria Anual 2014. Elaboración propia

- **Ventas directas (VV.DD.).** Canal en el cual se abastece a los grandes clientes, principalmente de los sectores minería, pesca, generación eléctrica e industrias en general. Estos clientes, al demandar grandes volúmenes de producto, requieren una mayor atención y, en ciertos casos, solicitan productos y condiciones especiales de entrega. Este canal también atiende a las EE.SS. y distribuidores minoristas independientes.

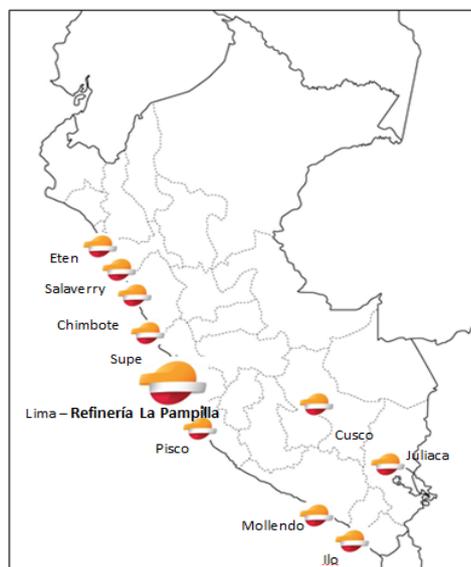
Por otro lado, la refinería exporta gasolina (nafta) a Estados Unidos de América (EE.UU.) y residuales a Panamá y EE.UU.

3. Áreas geográficas

Para abastecer de combustibles al mercado local, RLP cuenta con una planta de despacho ubicada en las instalaciones de la refinería, que atiende principalmente a la demanda de combustibles de Lima. Para atender al resto del país, despacha productos desde nueve plantas de abastecimiento ubicadas en siete puntos a lo largo del litoral peruano, además de dos puntos en Cusco y Juliaca. Todas las plantas son arrendadas por la empresa Graña y Montero (gráfico 4).

Los combustibles son distribuidos por medio de buques a los puntos para abastecimiento del litoral peruano desde el terminal marítimo que posee en la refinería.

Gráfico 4. Ubicación geográfica de RLP



Fuente: RLP. Elaboración propia 2015

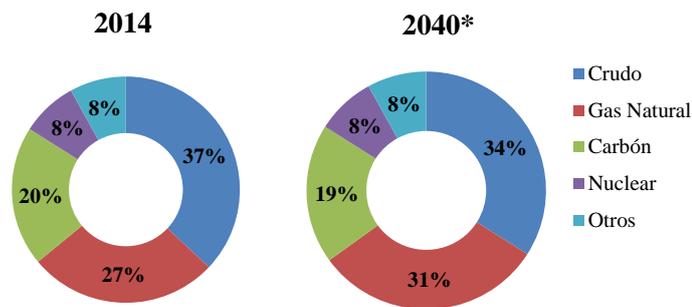
Capítulo II. Análisis del macroambiente

1. Macroambiente internacional

1.1 Oferta y demanda mundial de crudo

Según las estimaciones del Energy Information Administration (EIA) de EE.UU., el crudo es y seguirá siendo la principal fuente de energía, constituyendo el 37% de la matriz de energía primaria al año 2014; asimismo, estima que para el año 2040 se mantenga una composición similar a la actual, siendo el crudo la mayor fuente de energía (34%) (gráfico 5). De acuerdo con un estudio del British Petroleum³ las reservas totales probadas de petróleo a finales de 2014 son suficientes para satisfacer 53 años de demanda mundial.

Gráfico 5. Matrices de energía primaria para los años 2014 y 2040



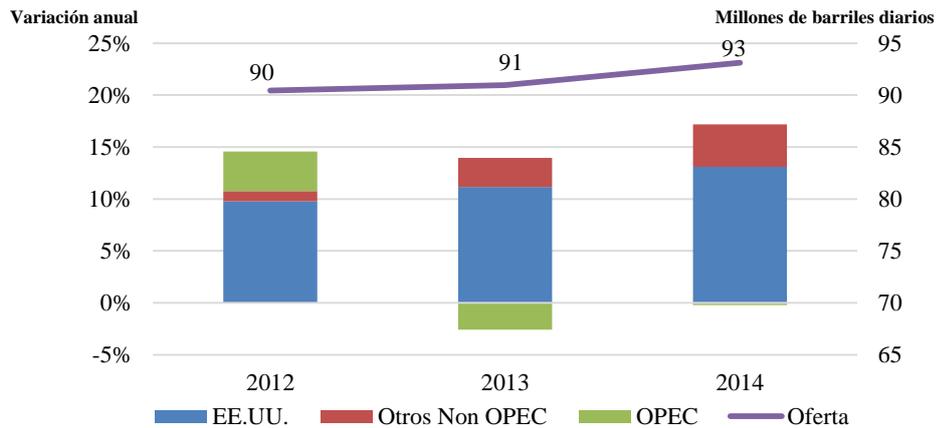
* Estimación. Fuente: EIA, 2014. Elaboración propia.

En el año 2014, la oferta mundial de crudo y condensados ha crecido en 2,4% con respecto al año 2013, debido a la mayor producción de crudo Shield⁴ por parte de EE.UU. y a las decisiones de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEC, por sus siglas en inglés) de mantener su participación en la cuota de producción mundial (gráfico 6).

³ Statistical Review of World Energy a junio de 2014.

⁴ Crudo no convencional, obtenido con nuevas tecnologías petroquímicas.

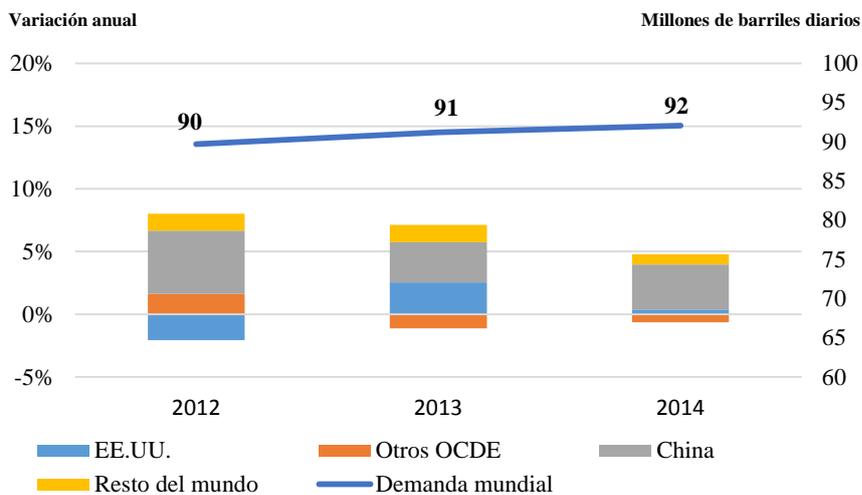
Gráfico 6. Oferta mundial de crudo y condensados (*)



(*) Líquidos de planta de gas natural, biocombustibles, otros líquidos, y las ganancias de procesamiento.
Fuente: EIA - Short-Term Energy Outlook – Mayo 2015

Con respecto a la demanda mundial de combustibles, se aprecia un menor crecimiento (+0,9% en 2014 y +1,6 en 2013) debido al menor crecimiento de China y los países emergentes; sin embargo, se espera un incremento de la demanda debido a la recuperación de China y EE.UU. (gráfico 7).

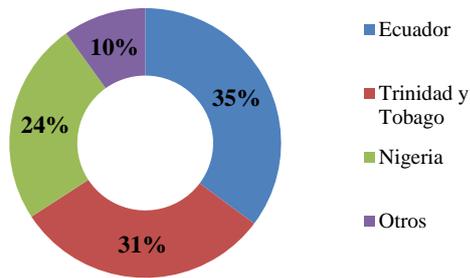
Gráfico 7. Demanda mundial de combustibles líquidos



Fuente: EIA - Short-Term Energy Outlook – Mayo 2015

La gestión de compra de crudo de RLP es realizada por su vinculada, Repsol Trading, la cual compró crudo en el año de 2014 de los siguientes países: Ecuador, 35,2%; Trinidad y Tobago, 30,6%; Nigeria, 24,3%, entre otros (gráfico 8).

Gráfico 8. Aprovechamiento de crudo por país



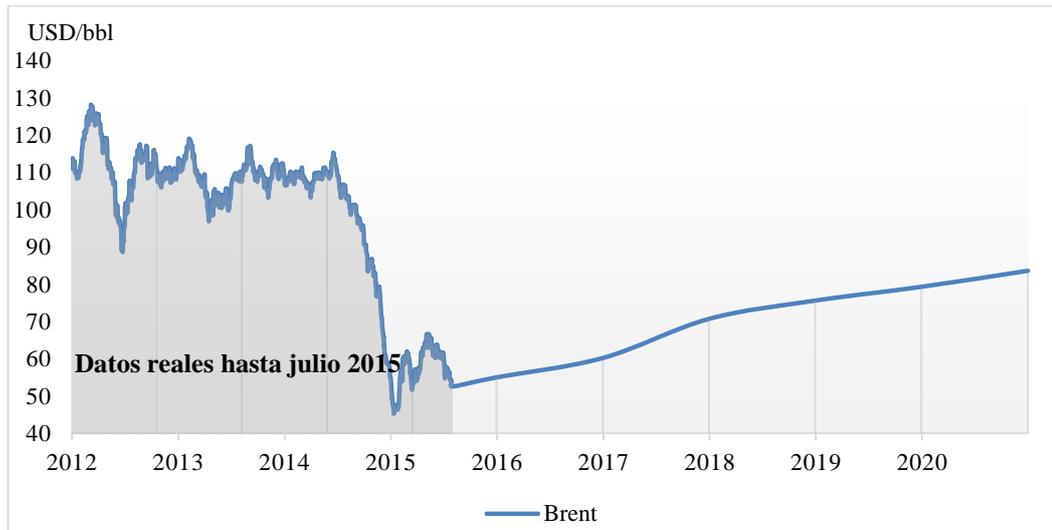
Fuente: Memoria Anual 2014. Elaboración propia, 2015

1.2 Evolución de los precios internacionales del crudo

Los precios internacionales del crudo se forman sobre la base del crudo predominante en cada mercado, así, el crudo referencia para Europa es el marcador Brent (Mar del Norte) y para el continente americano es el marcador West Texas Intermediate, marcador WTI (Golfo de EE.UU.). Cabe mencionar que el precio del crudo está asociado a sus propiedades físico-químicas y al contenido de contaminantes (azufres, metales, etc.); asimismo, este se ve afectado por la situación económica de los principales países productores de crudo y la especulación en el mercado bursátil. Así, en el año 2014 se redujeron significativamente los precios de referencia del Brent y WTI, debido a la sobreoferta de crudo por la mayor producción realizada por EE.UU. y a las decisiones de la OPEC por mantener su cuota de mercado (anexo 3).

De acuerdo con las proyecciones utilizadas por RLP, se estima que el precio futuro del crudo se incrementará en los próximos años (gráfico 9). El alza de los precios se basa en las expectativas de crecimiento de la demanda de combustibles derivados del petróleo, menor inversión en exploración y producción (*Upstream*) por parte de la OPEC y mayor inversión en *Upstream* por parte de los países NO OPEC.

Gráfico 9. Evolución del precio del crudo y proyecciones



Fuente: Consenso 2017/2020: EIA, IEA, PIRA, IHS CERA Global Insight, Wood Mckenzie, Oxford Economics
Elaboración propia, 2015

1.3 Margen de refino

El margen de refino en USD/barriles (en adelante USD/bbl) es el indicador de rentabilidad de una refinería que considera como base un marcador de crudo. Dicho margen se calcula como el ingreso de los productos obtenidos en la refinación, menos el costo del crudo y los gastos variables asociados al proceso. Los precios de los productos refinados dependen del precio del crudo, estando altamente correlacionados, por lo que el margen del refino absorbería las variaciones en dichos precios.

Margen de refino (USD/bbl)

$$= \frac{\sum(\text{Volumen de producción bbl} * \text{Precio de venta}) - \sum(\text{Volumen de crudo refinado bbl} * \text{Precio de compra}) - \text{Gastos variables}}{\text{Volumen de crudo refinado bbl}}$$

2. Macroambiente doméstico

2.1 Oferta y demanda nacional de crudo

La oferta de crudo nacional⁵ en el año 2014 fue de 69 KBDC (miles de barriles diarios en promedio por día calendario), frente a un procesamiento de crudos en las refinерías de 136 KBDC, por lo que el Perú es un país importador de crudo. La mayor oferta nacional de crudo es el crudo Talara (producción en el año 2014 de 41 KBDC), la que es vendida exclusivamente a Petroperú.

⁵ Se considera que la oferta es igual a la producción de crudo.

2.2 Oferta y demanda nacional de derivados del crudo

La oferta de derivados del crudo está conformada, principalmente, por dos operadores RLP y Petroperú (tabla 2), así como por importadores. El mercado nacional consume principalmente diésel, 46% de la demanda nacional de derivados del crudo al año 2014 (gráfico 10). Se debe indicar que el diésel con contenido no mayor a 50 ppm de azufre es importado, dado que en la actualidad no se produce en el país (falta de tecnología para obtener este producto), representando este diésel el 24% de la demanda en el año 2014. De acuerdo al Plan Energético Nacional 2014-2025 (en adelante, Plan Energético) se espera un crecimiento de la demanda promedio de 3,32% explicado por la necesidad de infraestructura en el país y el crecimiento económico.

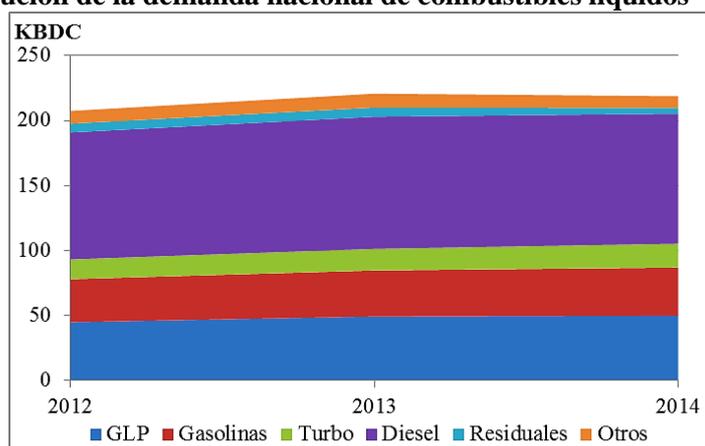
Tabla 2. Capacidad de refinación en Perú

Propietario	Refinería	Ubicación	Capacidad (KBDC)	%
RLP	La Pampilla	Callao	102,0	52
Petroperú	Talara	Piura	62,0	47
	Conchán	Lima	15,0	
	Iquitos	Loreto	10,5	
	El Milagro	Amazonas	1,7	
	Pucallpa (*)	Ucayali	3,3	
Pluspetrol	Shiviyacu	Loreto	2,0	1

(*) Operado por Maple Gas Corporation del Perú

Fuente: Ministerio de Energía y Minas. Elaboración propia, 2015

Gráfico 10. Evolución de la demanda nacional de combustibles líquidos



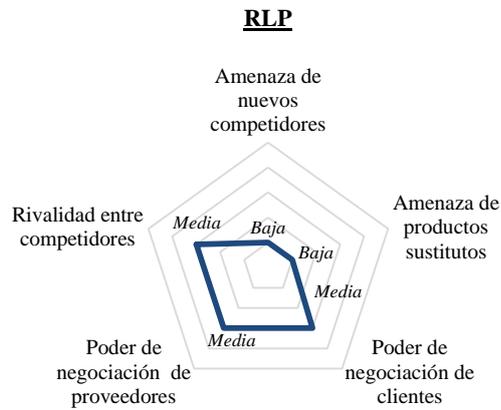
Fuente: Dirección General de Hidrocarburos, 2014

Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

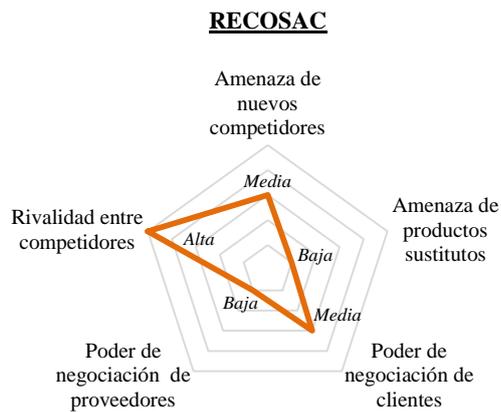
1. Análisis de Porter

En el gráfico 11 se muestra el resumen del análisis de las cinco fuerzas de Porter para RLP y RECOSAC (tabla 3).

Gráfico 11. Análisis de las cinco fuerzas de Porter



Fuente: Elaboración propia, 2015



Fuente: Elaboración propia, 2015

Tabla 3. Detalle del análisis de las cinco fuerzas de Porter

Aspectos	RLP	RECOSAC
Amenaza de nuevos competidores	Baja: hay barreras de entrada por altos requerimientos de capital y economías de escala. El mercado es dominado por dos empresas: RLP y Petroperú.	Media: las nuevas EE.SS. requieren una inversión moderada, cumplir con la normativa y un espacio (cada vez más difícil de encontrar). Si bien las barreras de entrada no se consideran elevadas, tanto para EE.SS. como VV.DD., necesitan contar con proveedores como RLP y Petroperú.
Amenaza de productos sustitutos	Baja: principal sustituto es el gas natural, el cual aún tiene una baja penetración. Su consumo se centra en Lima para uso vehicular, principalmente.	
Poder de negociación de clientes	Media: el principal cliente es RECOSAC. A diciembre de 2014, el 47% de ventas de RLP son a RECOSAC. Sin embargo, hay un menor poder de negociación con los demás clientes.	Media: los productos no son diferenciados en las EE.SS. y los precios dependen principalmente del mercado internacional. Las VV.DD. se fijan mediante contratos que dependen de la demanda, la cual está afectada por la situación económica de los sectores que se atiende.
Poder de negociación de proveedores	Media: al ser el crudo un <i>commodity</i> , su precio se establece en el mercado internacional. Las situaciones políticas, económicas y sociales que ocurran en los países productores afectan el precio del crudo. Si bien el número de proveedores de crudo es reducido, RLP negocia la compra por medio de Repsol Trading, que pertenece al grupo Repsol.	Baja: el único proveedor de RECOSAC es RLP.
Rivalidad entre competidores	Media: las dos principales refinerías del país son RLP y la Refinería de Talara. RLP atiende principalmente a la zona sur del Perú, mientras que Refinería de Talara atiende al norte.	Alta: la negociación para abastecer a las diversas EE.SS. es muy competitiva. Las VV.DD. son realizadas por pocos comercializadores: RECOSAC, PRIMAX, PECSA y Petroperú.

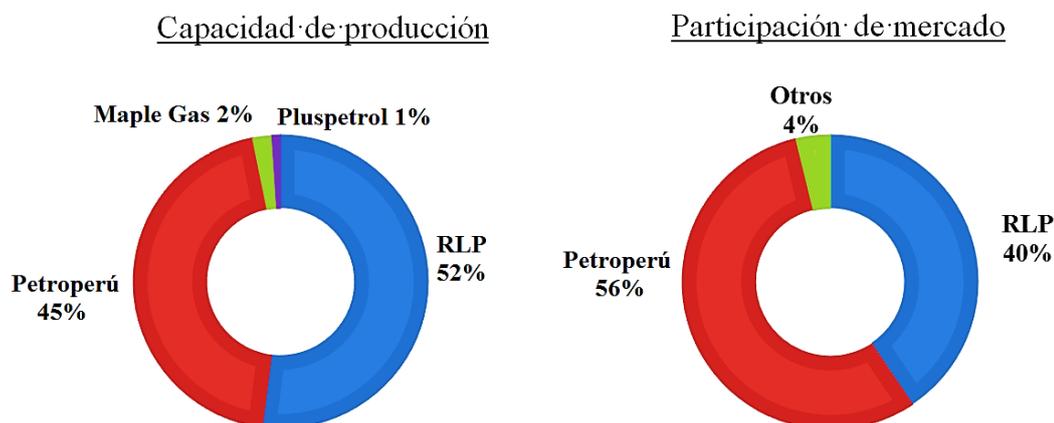
Fuente: Elaboración propia, 2015

Capítulo IV. Posicionamiento competitivo y factores organizativos y sociales

1. Posicionamiento competitivo

A diciembre de 2014 hay cuatro operadores de las siete refinerías que existen en el país, con una capacidad de refinación total de 197 KBDC, donde RLP es la refinería con mayor capacidad (gráfico 12). Cabe señalar que la demanda de combustibles es cubierta principalmente por RLP (40%) y Petroperú (56%), las cuales, a diciembre de 2014, atienden el 96% de la demanda, la diferencia es abastecida por otros operadores e importadores. En cuanto a RECOSAC, la participación de mercado respecto a la demanda nacional de combustibles líquidos (sin GLP ni turbo) representa a diciembre de 2014 el 23%.

Gráfico 12. Posicionamiento competitivo de las refinerías locales



Fuente: Ministerio de Energía y Minas, 2014. Elaboración propia.

2. Factores organizativos y sociales

2.1 Gobierno corporativo

El compromiso de RLP por cumplir con los estándares de buen gobierno corporativo, así como adoptar las buenas prácticas, le permiten formar parte del índice de buen gobierno corporativo de la BVL, integrado por las diez acciones de empresas peruanas que gozan del más alto reconocimiento en esta materia. Dicho reconocimiento fue otorgado el 01.07.2014, por tercer año consecutivo. El Directorio está constituido por diez directores, de los cuales cinco tienen amplia experiencia en negocios relacionados, y los demás son independientes con diferentes especialidades.

2.2 Cultura corporativa y responsabilidad social

Para la toma de decisiones relacionada a la responsabilidad corporativa, RLP, alineada con el modelo de gestión de Repsol, toma en consideración la opinión de los grupos de interés. Bajo el marco de su Plan de Sostenibilidad, realiza acciones para mantener la transparencia en la gestión. Cabe destacar que estas iniciativas han sido reconocidas internacionalmente con la participación del grupo Repsol en los índices de sostenibilidad Down Jones y FTSE4 Good, así como la calificación de compañía Gold Class según el Anuario de Sostenibilidad de SAM 2013. Asimismo, en el año 2014 ha recibido, por cuarto año consecutivo, el distintivo de empresa socialmente responsable por Perú 2021 (anexo 4).

Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión

1. Análisis financiero de la empresa

1.1 Análisis de ratios

Se ha analizado la situación financiera considerando los estados financieros consolidados (RLP y RECOSAC) del periodo 2012 a 2014. Con respecto a los indicadores de rentabilidad, durante los dos últimos años, RLP ha presentado pérdidas operativas y netas producto de fluctuaciones en el precio del crudo, problemas climáticos (mala mar) y regulatorios.

El ratio de liquidez corriente se ha visto reducido, llegando en el año 2014 a ser menor a 1, debido a las mayores obligaciones de corto plazo para financiar capital de trabajo (principalmente compra de crudo) y bienes de capital. Otro factor que colaboró con la reducción de liquidez fue el deterioro de la valorización de inventarios y la disminución de otras cuentas por cobrar (compensación de cuenta por cobrar del fondo de estabilización de precio de combustibles). De acuerdo con lo señalado, RLP ha incrementado su deuda a corto plazo para poder aumentar su capacidad de endeudamiento en el largo plazo, lo que le permitirá financiar el Proyecto RLP 21.

Respecto a la gestión, los días de cobro y pago están calzados y no tendría problemas para poder cumplir con sus proveedores. RLP ha obtenido beneficios por la rotación de sus activos y por el grado de apalancamiento; sin embargo, durante los últimos años ha generado pérdidas (ver anexo 5 para el análisis de las principales cuentas contables).

2. Características de la inversión de la empresa

2.1 Tipo de inversión

De acuerdo a los recientes cambios en la regulación de combustibles (anexo 6), a partir del año 2016 la comercialización de diésel en todo el Perú deberá tener un contenido no mayor a 50 ppm de azufre, por lo que RLP, para poder cumplir con esta exigencia de calidad, ha puesto en marcha el Proyecto RLP 21. Se precisa que RLP será la primera refinería en producir este tipo de diésel, obteniendo una ventaja competitiva frente a Petroperú, su principal competidor. Dicho proyecto tiene una inversión de USD 741 MM en unidades de desulfurización, las cuales extraen el contenido de azufre de la producción de diésel y de gasolinas. Se estima estas

unidades para diésel entren en operación en agosto de 2016, y que las unidades para las gasolinas inicien operaciones en el año 2018.

Con la puesta en marcha de las unidades de desulfurización de diésel, RLP pretende incrementar la capacidad de refinación de 102 a 120 KBDC y la capacidad de utilización de 64 a 85%, información brindada por RLP. Mientras que con la puesta en marcha de las unidades de desulfurización de gasolina, RLP obtendría un producto con menor contenido contaminante, manteniendo su capacidad de refinación/utilización ya incrementada con las unidades de desulfurización de diésel. Cabe resaltar que a diciembre de 2014 se ha ejecutado USD 193,5 MM, financiado, en su mayoría, mediante préstamos de corto plazo. El monto restante se financiará mediante deuda de largo plazo (82%) y aporte de capital (18%). Según lo señalado por RLP, mediante comunicación realizada a la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), realizará un aporte de USD 100 MM para financiar la inversión faltante.

Capítulo VI. Valorización

1. Supuestos de proyecciones

Las valorizaciones consideran una proyección a 10 años, tanto para RLP como RECOSAC, subsidiaria de la primera. Dichas valorizaciones se realizan debido a que las empresas tienen un giro distinto, pero a su vez complementario, teniendo cada una supuestos individuales. Cabe señalar que se ha tomado como data histórica el periodo 2012-2014. Asimismo, se está considerando los valores en libros del patrimonio y de la deuda, dado que el precio del mercado de RLP (diciembre de 2014: S/. 0,21 por acción) se encuentra por debajo de su valor nominal (S/. 1,00 por acción), afectando significativamente el valor del patrimonio. En cuanto al valor de la deuda, dado que actualmente ni RLP ni RECOSAC tienen bonos vigentes y no hay empresa comparable en el mercado local, no se tiene referencia sobre el valor de mercado de la deuda.

La implementación del Proyecto RLP 21 implicaría un cambio estructural, lo cual es recogido en la valorización de RLP, permitiéndole afrontar requerimientos regulatorios (exigencia de venta de diésel de bajo azufre) y mejorar sus niveles de eficiencia (incrementar capacidad de refinación y reducir costos).

Cabe señalar que los inventarios tanto en RLP como en RECOSAC son de rápida realización, por tanto, es considerado como efectivo en la presente valorización.

1.1 RLP

Considerando que RLP se encuentra en un negocio de márgenes, esta valorización parte del cálculo del margen *Current Cost of Supply* - CCS unitario.

Margen CCS: está en función del volumen de refinación y el margen CCS unitario (USD/bbl). El primer factor considera como supuestos: i). Todo lo que se compra, se vende (no hay generación de inventarios); ii). Incremento de la capacidad de refinación de 102 a 120 KBDC; iii). Capacidad de utilización del 85%; y, iv). Producción máxima de diésel (32 KBDC) que se obtendría con el Proyecto RLP 21.

El margen CCS unitario se ha calculado en función del margen de refino, el cual se basa en los precios futuros de los marcadores de productos (gasolina, diésel, turbo y residual)

comercializados en el golfo de EE.UU., menos el costo del crudo Brent, obteniendo un margen CCS unitario de 5,4 USD/bbl. A ello se ha adicionado⁶: i). Prima de 0,5 USD/bbl por renta de posición (margen adicional por vender en Perú en vez del golfo de EE.UU.); y, ii). Descuento de 0,5 USD/bbl por gastos variables asociados a la refinación de crudo, de acuerdo con información histórica obtenida de la empresa. Así, se obtuvo un margen CCS unitario final de 5,4 USD/bbl, el cual se mantiene fijo. Del margen CCS estimado, se ha inferido los ingresos y los costos de ventas (tabla 4).

Tabla 4. Contabilidad analítica y contabilidad financiera

Cuenta analítica CCS		Cuenta contable		
Categoría	Subcategoría	Categoría	Subcategoría	Detalle
Ingresos	Marcador de productos USGC USD/bbl	Ingresos	Refinación	(Margen CCS USD/bbl + gastos variables USD/bbl + Marcador crudo Brent USD/bbl) * volumen de refinación bbl
			Costos de importar productos del USGC a Perú	Precio promedio de venta histórico sobre el Brent USD/bbl * volumen de refinación bbl
	Venta de diésel importado		(Compra de diésel importado USD/bbl + margen de venta USD/bbl) * volumen de importación de diésel bbl	
	Costos de importar diésel del USGC a Perú		Precio promedio de venta histórico sobre el Brent USD/bbl * volumen de importación de diésel bbl	
	Gastos por comercializar en Perú		Gastos de ventas	
	Impuesto selectivo al consumo y rodaje		Porcentaje del 10% (promedio histórico) de los ingresos	
(-) Costos	Marcador crudo Brent USD/bbl	(-) Costo de ventas	Compra de crudo	Marcador crudo Brent USD/bbl* volumen de refinación bbl
			Costos de importar productos del USGC a Perú	Precio promedio de venta histórico sobre el Brent USD/bbl * volumen de refinación bbl
	Compra de diésel importado		Compra de diésel importado USD/bbl * volumen de importación de diésel bbl	
	- Valor del inventario final		No hay efecto inventario.	
	+ Valor del inventario inicial			
	Gastos variables USD/bbl		Gastos variables USD/bbl * volumen de refinación bbl	
	Gasto operativo		Personal, mantenimiento de planta, entre otros.	
impuesto selectivo al consumo y rodaje	Porcentaje del 10% (promedio histórico) de los ingresos			
Margen CCS USD/bbl		Margen bruto USD		

Fuente: Elaboración propia, 2015

⁶ Datos proporcionados por RLP.

Importación: debido a la limitante de la producción de diésel y al incremento de la demanda de este producto (3,32% anual, de acuerdo al Plan Energético), RLP importaría este producto con la finalidad de mantener su cuota de mercado. Por otra parte, la ganancia por la venta de diésel importado será 6% sobre el precio de compra, de acuerdo con el análisis de precios de referencia de Petroperú.

Efecto inventarios: se da principalmente por la diferencia de precios (USD/bbl) entre la existencia final e inicial de inventarios. De acuerdo con la información obtenida de Bloomberg, los precios futuros del marcador Brent se incrementarán, por lo que el efecto inventario sería positivo, impactando favorablemente en los resultados de RLP. Considerando lo señalado, no se está tomando dicho efecto, dado que no genera un flujo de efectivo producto del giro del negocio. A diciembre de 2014, el valor de los inventarios es USD 360,11 millones, el cual se mantendrá constante en el periodo proyectado para no generar dicho efecto.

Gastos: los gastos operativos (gasto de ventas, administrativos y participación de trabajadores) tienen componentes fijos y variables. Respecto a los fijos, sin incluir gastos por depreciación, se ha proyectado incrementen en 3% cada año, en correspondencia a la banda superior de la inflación establecida por el Banco Central de Reserva (BCR). En referencia a los gastos por depreciación, se considera una vida útil de 30 años para las futuras inversiones, constituido principalmente por maquinaria y equipos (principal activo). Asimismo, los gastos variables se proyecta sean 0,5 USD/bbl de producción, los que están incluidos en el margen CCS.

Los gastos de ventas incluyen principalmente: i). El alquiler de buques para la distribución de los productos desde la refinería a los terminales, los cuales se consideran fijos debido a que la mayor venta en terminales significará una mayor utilización de los buques para la distribución de los productos; y, ii). El almacenamiento de productos en terminales se supone fijo dado que no hay mayor capacidad disponible que la actual. Cabe señalar que se proyecta un incremento de los gastos de ventas en 3% cada año, en correspondencia a la banda superior de la inflación establecida por el BCR. Respecto a los gastos administrativos, son considerados fijos, los cuales se incrementarán en 3% cada año, en correspondencia a la banda superior de la inflación establecida por el BCR. Adicionalmente, se consideran gastos por participación de trabajadores, el cual se calcula con una tasa de 10% sobre el resultado antes de impuestos, esto siempre que el negocio no genere pérdidas y no tenga pérdida tributaria por compensar a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT).

CAPEX: se considera un CAPEX de activo fijo producto de la inversión para el Proyecto RLP 21 de USD 548 MM durante el periodo 2015-2018. Además, se considera CAPEX de mantenimiento anual de 0,3% de las ventas, equivalente a USD 10 MM (promedio histórico).

Financiamiento: la deuda de corto plazo es utilizada para el financiamiento de las compras de crudo, la proyección considera una tasa promedio de 4,7 % según los datos históricos. De acuerdo con lo señalado por RLP, la deuda de largo plazo se incrementará en USD 448 MM (82% de la inversión del Proyecto RLP 21), asumiendo una tasa de interés del 8 % y un plazo de 12 años.

Perpetuidad (g): no se considera un crecimiento de los flujos esperados debido a la limitante de la capacidad de refinación.

Política de dividendos: no tiene una política de dividendos definida, pero históricamente ha distribuido dividendos entre 20 y 90% durante el periodo 2000-2014. Se asume una distribución de dividendos del 20% durante el periodo 2017-2020 y de 35% durante el periodo 2021-2024.

1.2 RECOSAC

Ventas: el volumen de ventas depende de la participación en el mercado (23,9% en promedio), y de la demanda nacional de combustibles, la que se espera crezca anualmente en promedio 3,32%, de acuerdo con el Plan Energético. En cuanto al precio, se ha considerado que sea USD 3,91 por galón, promedio obtenido los últimos tres años (2012-2014).

Costos y gastos: el costo de ventas se considera como el 95,7% de las ventas en función al promedio obtenido durante los últimos tres años. Para la proyección de los gastos operativos se toma el promedio de los gastos netos de amortización y depreciación respecto a las ventas, el cual asciende a 2,64%. En cuanto a la depreciación del activo fijo, se considera que los nuevos activos tienen una vida útil de 9 años, vida promedio de los diversos activos que posee la empresa, excepto edificios y terrenos. Para la amortización del activo intangible se toma una vida útil para las nuevas inversiones de 15 años, promedio de los tres últimos años (aproximadamente USD 7 MM por año).

CAPEX: se toma en cuenta el CAPEX para activos fijos e intangibles. Respecto al CAPEX de activo fijo se proyecta como el 0,17% de las ventas para los siguientes años; mientras que para

el CAPEX de los activos intangibles (derecho de usufructo, concesiones y desarrollo de *software*), según datos de RECOSAC, se estima que se renueven cuatro contratos de usufructo equivalentes a USD 9 MM. En cuanto a las concesiones y desarrollo de *software* (parte de activos intangibles) se asume un CAPEX de 0,11% de las ventas, en correspondencia a lo obtenido en los tres años anteriores.

Financiamiento: RECOSAC solo mantiene deuda de corto plazo para financiar sus actividades. Para las nuevas inversiones en CAPEX se asume que el financiamiento será vía deuda de corto plazo. La tasa promedio será la misma que la obtenida en los años anteriores (4,2%).

Perpetuidad (g): se está considerando a la perpetuidad como la tasa de crecimiento de la demanda de combustibles (3,32%, de acuerdo al Plan Energético).

Política de dividendos: no cuenta con una política de dividendos definida; sin embargo, históricamente se ha distribuido el 90% de las utilidades. Al respecto, se asume una distribución de utilidades del 85%, con el fin de mantener una aja mínima promedio de USD 11 MM.

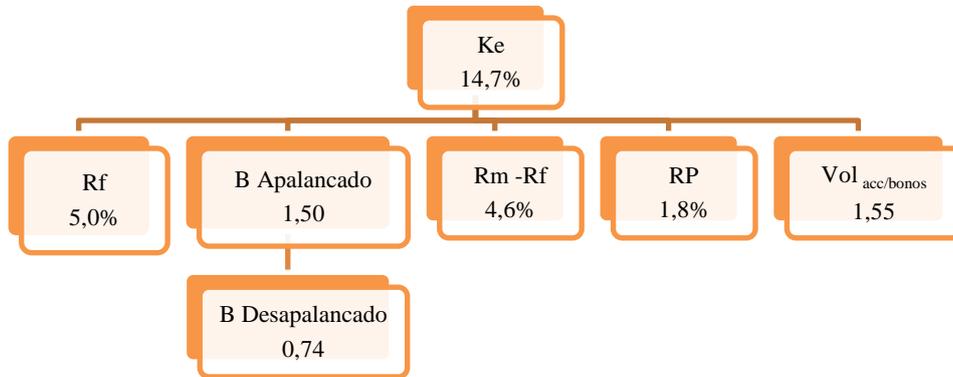
2. Costo de capital

Debido al cambio de la estructura deuda/capital que RLP sufrirá una vez inicien las inversiones restantes del Proyecto RLP 21, se está proponiendo el cálculo del Coste Promedio Ponderado de Capital (WACC, por sus siglas en inglés) para cada año.

Para determinar el costo de capital se ha usado el modelo del capital Asset Pricing (CAPM) en donde se hace un ajuste por riesgo país y la volatilidad de activos de renta fija. El cálculo del costo de capital para el primer año se detalla en el gráfico 13, para los siguientes años disminuye debido a que RLP se desapalancará producto de las amortizaciones a realizarse a favor de la deuda asumida para financiar el Proyecto RLP 21, siendo en el año 10 (2024) de 12,0%.

Gráfico 13. Componentes del costo de capital (Ke) de RLP

$$Ke = Rf + B X (Rm - Rf) + RPX Vol_{acc/bonos}$$



Fuente: Elaboración propia, 2015

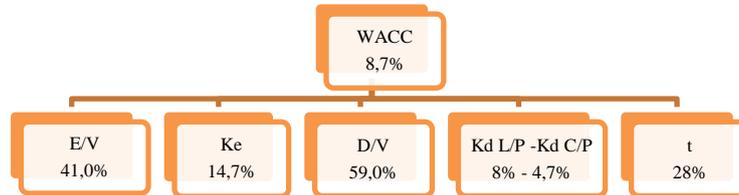
En donde:

- Ke: costo del capital, obtenido a través del CAPM.
- Rf: tasa libre de riesgo. Tasa de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años, considerando un periodo de 86 años, según información de Damodaran.
- B: beta de la industria (integrado) de gas y petróleo, según información de Damodaran.
- Rm: rentabilidad del mercado. Rendimiento del S&P500 considerando un periodo de 86 años, según información de Damodaran.
- RP: riesgo país. EMBI (diciembre de 2014), según información BCRP.
- Vol_{acc/bonos}: división de la desviación de los rendimientos del IGBVL y el bono global a 10 años.

Obtenido el costo de capital, se calcula el WACC de acuerdo con los supuestos indicados en el gráfico 14 para el primer año. Al igual que en el costo de capital, se ha calculado un WACC para cada año, siendo en el año 10 (2024) 10,3%.

Gráfico 14. Componentes del WACC de RLP

$$WACC = \frac{E}{V} x Ke + \frac{D}{V} x Kd x (1 - t)$$



Fuente: Elaboración propia, 2015

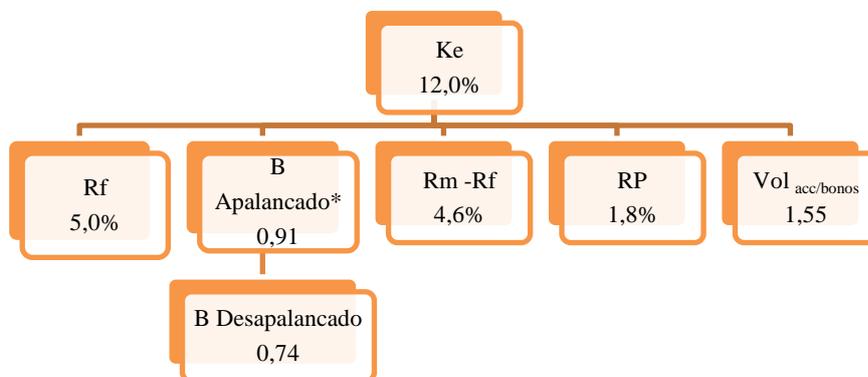
En donde:

- E: valor del capital de la empresa.
- V: valor de la empresa que incluye capital y deuda.
- Ke: costo del capital, obtenido a través del CAPM.
- Kd: costo de la deuda de largo (L/P) y corto plazo (C/P), según datos de la empresa.
- t: tasa impositiva, variable en función a lo señalado por la regulación.

Al igual que para RLP, se ha determinado el costo de capital de RECOSAC bajo el modelo del CAPM en donde se hace un ajuste por riesgo país y por la volatilidad de activos de renta fija. Dado que la estructura deuda/capital de RECOSAC se ha mantenido sin mayor variación los últimos años, y que no se espera cambios significativos en la empresa que impacten en dicha estructura, se asume un costo de capital y WACC fijos para el periodo proyectado (gráfico 15).

Gráfico 15. Componentes del costo de capital (Ke) de RECOSAC

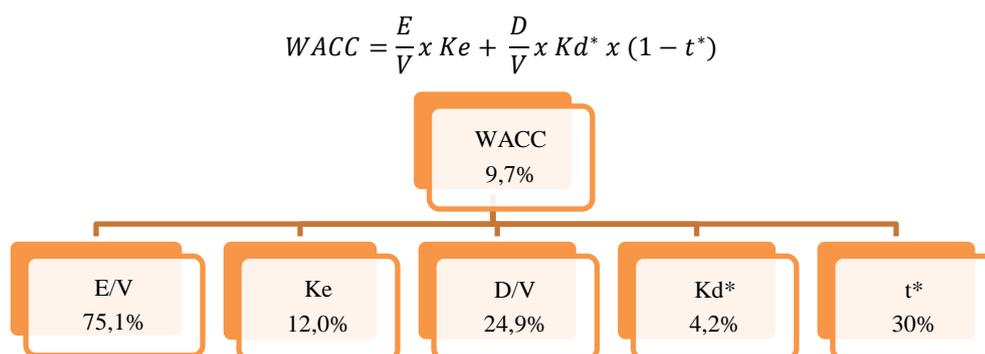
$$Ke = Rf + B X (Rm - Rf) + RPX Vol_{acc/bonos}$$



Fuente: Elaboración propia, 2015

Obtenido el costo de capital y asumiendo un costo de la deuda (Kd^*) medido como la tasa interés promedio pagada por RECOSAC para su deuda de corto plazo, y una tasa impositiva (t^*) fija de 30%, según la regulación para el año 2014, se calcula el WACC de acuerdo con los supuestos indicados en el gráfico 16.

Gráfico 16. Componentes del WACC de RECOSAC



Fuente: Elaboración propia, 2015

3. Métodos de valorización

La valorización se ha realizado bajo el método de flujo de caja descontado para cada una de las empresas, las que en suma dan el valor fundamental de RLP. Dichas valorizaciones se realizan debido a que las empresas tienen un giro distinto, pero a su vez complementario, teniendo cada una supuestos individuales.

4. Justificación del uso de los métodos

Debido a que RLP es una empresa listada, se tiene información disponible acerca del giro del negocio, estados financieros auditados y sus perspectivas de crecimiento e inversión; se ha considerado utilizar el método de flujo de caja descontado. Se debe señalar que los métodos de descuento por dividendos y múltiplos no aplican para estas valorizaciones debido a que en los últimos dos años RLP ha generado pérdidas, no ha pagado dividendos y no cuenta con una política establecida de pago de dividendos; asimismo, tampoco aplica el método de múltiplos debido a que no existen empresas listadas que tengan el mismo giro del negocio (refinación y comercialización de derivados del crudo) (anexo 7).

Capítulo VII. Análisis de riesgos

1. Análisis de sensibilidad

El valor fundamental de RLP (S/. 0,66 por acción) y su subsidiaria (S/. 0,56 por acción), suman un total de S/. 1,22 por acción (TC: S/. 2,88 a diciembre de 2014), (tabla 5).

Tabla 5. Resultados de valorización de RLP y RECOSAC

Valor Presente USD 000	RLP	RECOSAC
Flujo de caja	116.838	93.851
Valor terminal	415.046	123.649
Valor de la empresa	531.884	217.500
(-) Deuda (+) Caja (+) Inventarios	245.931	-23.693
Valor del patrimonio	285.953	241.193
N.º de acciones	1.244.680.000	1.244.680.000
Valor por acción (USD / acción)	0,23	0,19
Tipo de cambio	2,88	2,88
Valor por acción (S/. / acción)	0,66	0,56

Fuente: Elaboración propia, 2015

Sin embargo, se ha realizado análisis de sensibilidad que considera variaciones en el WACC y en la tasa de crecimiento (g) (tablas 6 y 7).

Tabla 6. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de RLP

Valor de la acción inicial: S/. 0,66

Variables	Crecimiento de la perpetuidad (g)			
	0,00%	0,25%	0,50%	
WACC (Δ)	0,50%	0,55	0,58	0,60
	0,25%	0,60	0,63	0,66
	0,0%	0,66	0,69	0,73
	-0,25%	0,72	0,76	0,79
	-0,50%	0,79	0,82	0,86

Fuente: Elaboración propia, 2015

Tabla 7. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de RECOSAC

Valor de la acción inicial: S/. 0,56

Variables	Crecimiento de la perpetuidad (g)						
	2,50%	3,00%	3,32%	3,50%	4,00%	4,25%	
WACC (Δ)	10,25%	0,49	0,51	0,52	0,53	0,55	0,56
	10,00%	0,51	0,53	0,54	0,55	0,57	0,58
	9,75%	0,52	0,54	0,56	0,57	0,59	0,61
	9,50%	0,54	0,56	0,58	0,59	0,62	0,64
	9,25%	0,56	0,58	0,60	0,61	0,65	0,67
	9,00%	0,58	0,61	0,63	0,64	0,68	0,70

Fuente: Elaboración propia, 2015

2. Análisis de escenarios

Para RLP se ha realizado tres escenarios, en ellos, el escenario base considera los supuestos indicados, así se obtiene un precio por acción de S/. 0,66. En los escenarios pesimista y optimista se realizaron cambios en el margen CCS y en la capacidad de utilización, obteniéndose un precio por acción de S/. 0,14 y S/. 1,27; respectivamente (tabla 8). Con respecto a RECOSAC, en el escenario base se obtiene un precio por acción de S/. 0,56. En los escenarios pesimista y optimista se realizaron cambios en el crecimiento de La demanda de combustible para el 2016 en adelante y en el costo de ventas, obteniéndose un precio por acción de S/. 0,36 y S/. 1,08; respectivamente (tabla 9).

Tabla 8. Análisis de escenarios de RLP

Variable	Base	Pesimista	Optimista
Variables de entrada			
Margen CCS (USD/bbl)	5,4	4,4	6,4
Capacidad de utilización (%)	85%	70%	100%
Variable de salida			
Valor de la acción (nuevos soles/acción)	0,66	0,14	1,27

Fuente: Elaboración propia, 2015

Tabla 9. Análisis de escenarios de RECOSAC

Variables	Base	Pesimista	Optimista
Variables de entrada			
Crecimiento de la demanda de combustibles	3,32%	2,50%	4,00%
Costo de ventas	-95,73%	-96,00%	-95,00%
Variable de salida			
Valor de la acción (nuevos soles/acción)	0,56	0,36	1,08

Fuente: Elaboración propia, 2015

3. Riesgos no considerados en la valorización

Los riesgos no considerados en la valorización son: i). Riesgo legal, debido a que no se puede prever cambios en la normativa peruana relacionadas con la calidad de los productos; ii). Riesgo cambiario, porque no se puede prever a largo plazo cómo afectaría a RLP las variaciones en el tipo de cambio; iii). Riesgo de desvalorización de inventarios, porque una ganancia/pérdida por este aspecto no genera un flujo de efectivo, el cual no está relacionado directamente con el giro del negocio; es por ello que se ha tomado como supuesto que no existe efecto inventarios.

Capítulo VIII. Resumen de inversión

1. Resultados

El valor fundamental de RLP y su subsidiara es de S/. 1,22 por acción (T.C. S/. 2,88 a diciembre de 2014), mayor al precio de mercado de S/. 0,21 (tabla 10). La diferencia se debe a que en la valorización de RLP se incluye un cambio estructural que le permitirá producir diésel con contenido no mayor de 50 ppm de azufre, el cual es uno de los productos de mayor demanda nacional, obteniendo así una ventaja ante su principal competencia, Petroperú, además de mejorar eficiencia y afrontar requerimientos regulatorios (anexos 8 y 9 para el resumen de los resultados de las proyecciones de los primeros tres años).

Tabla 10. Resumen de la valorización

Empresas	Valor fundamental S/. MM	Valor fundamental por acción S/.
Refinería La Pampilla	823,54	0,66
Repsol Comercial	694,64	0,56
Total	1.518,18	1,22

Fuente: Elaboración propia, 2015

Cabe señalar que en abril de 2015, Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa realizó la valorización de RLP y RECOSAC sobre la base de los estados financieros a diciembre de 2014, obteniendo un valor fundamental de S/. 0,24, inferior a lo obtenido en la valorización producto del presente análisis (S/. 1,22). Lo anterior se debe a que la SAB no consideró la venta del inventario que mantenía RLP, lo cual debió ser incorporado como efectivo, debido a que es un *commodity* de rápida realización. Es así, que se ha realizado el ejercicio de agregar a la valorización de la SAB el efectivo producto de la venta de inventarios, obteniendo un valor fundamental por acción (S/. 1,17), similar a lo obtenido en la presente valorización (anexo 10).

Conclusiones y recomendaciones

Las variaciones en el precio del crudo se explican por diversos factores, entre ellos, la situación económica de los países productores y la especulación en el mercado bursátil, las que afectan a la rentabilidad contable de RLP a través del efecto inventarios. En tal sentido, para la valorización de una refinería se recomienda considerar como base el margen CCS y no las variaciones en el precio del crudo, teniendo en cuenta que en el largo plazo el efecto de cambios en los precios tiende a neutralizarse y que el giro del negocio de una refinería no es especular con las variaciones de los precios.

Asimismo, frente a una empresa que vaya a realizar cambios estructurales, tales como el incremento de la capacidad de planta, mejora significativa en los productos y cambios en su estructura deuda/capital, se recomienda incluirlos en las proyecciones.

Por otra parte, si la empresa mantiene inventarios de rápida realización deberán considerarse como efectivo y ser sumados al valor fundamental de la empresa.

Finalmente, se recomienda analizar los conceptos detrás de los gastos de la empresa dado que algunos de ellos pueden ser fijos y no depender de las ventas.

Bibliografía

Apoyo & Asociados (2015). “*Refinería La Pampilla S.A.A. – (Relapa)*”. www.aai.com.pe, Mayo de 2015, 22/10/2015. <http://128.121.179.224/files/instituciones_no_financieras/refiner_a_la_pampilla/ca/relapasa_ca.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú (2015).. “*Reporte de Inflación*”. www.bcrp.gob.pe, septiembre de 2015, 22/10/2015. <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2015/setiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2015.pdf>>

Bloomberg Business (2015). *Oil price*. Nueva York: Bloomberg.

British Petroleum (2015).. “*Statistical Review of World Energy*”. www.bp.com, Junio de 2014, 22/10/2015. <<http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/energy-economics/statistical-review-2015/bp-statistical-review-of-world-energy-2015-full-report.pdf>>

Deloitte (2014). “*Refinería La Pampilla S.A.A. y Subsidiaria – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros Consolidados – Años terminados al 31 de diciembre de 2014 y 2013*”. www.smv.gob.pe, 10 de febrero de 2015, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/RepConso%2031dic14.pdf>>

Deloitte (2014). “*Repsol Comercial S.A.C. – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros – Años terminadas el 31 de diciembre de 2014 y 2013*”. www.repsol.com/pe_es/, 10 de febrero de 2015, 22/10/2015. <http://www.repsol.com/imagenes/pe_es/EEFFrecosac14_tcm18-706678.pdf>

Deloitte (2014). “*REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A. – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros – Años terminadas el 31 de diciembre de 2014 y 2013*”. www.smv.gob.pe, 10 de febrero de 2015, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20Individuales%20y%20Consolidados.pdf>>

Deloitte (2013). “*REFINERIA LA PAMPILLA S.A.A. – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros – Años terminadas el 31 de diciembre de 2013 y 2012*”. www.smv.gob.pe, 5 de febrero de 2015, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF2013.pdf>>

Deloitte (2013).. “*Refinería La Pampilla S.A.A. y Subsidiaria – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros Consolidados – Años terminados al 31 de diciembre de 2013 y 2012*”. www.smv.gob.pe, 5 de febrero de 2014, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFFConso2013.pdf>>

Deloitte (2013). “*Refinería La Pampilla S.A.A. y Subsidiaria – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros Consolidados – Años terminados al 31 de diciembre de 2012 y 2011*”. www.smv.gob.pe, 13 de febrero de 2013, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/EEFF%20CONSOLIDADOS%202012.pdf>>

Deloitte (2013). “*Repsol Comercial S.A.C. – Dictamen de los Auditores Independientes – Estados Financieros – Años terminadas el 31 de diciembre de 2013 y 2012*”. www.repsol.com/pe_es/, 05 de febrero de 2015, 22/10/2015. http://www.repsol.com/imagenes/pe_es/Recosacauditados2013_tcm18-674722.pdf

Dirección General de Eficiencia Energética del Ministerio de Energía y Minas (2014). “*Plan Energético Nacional 2014-2025*”. www.minem.gob.pe, Noviembre de 2014, 22/10/2015. <<http://www.minem.gob.pe/minem/archivos/2ResEje-2014-2025%20Vf.pdf>>

Energy Information Administration – EIA. “*Annual Energy Outlook 2015*”. www.eia.gov, Abril de 2015, 22/10/2015. <[http://www.eia.gov/forecasts/aeo/pdf/0383\(2015\).pdf](http://www.eia.gov/forecasts/aeo/pdf/0383(2015).pdf)>

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.: “*Refinería La Pampilla S.A.A.*”. www.equilibrium.com.pe, 29 de mayo de 2015, 22/10/2015. <http://www.equilibrium.com.pe/Relapasa.pdf>

Hernández Sotomayor Julissa y Soto Asalde Carla (2015). Entrevista a Daniel Enrique Cabrera Ortega – Gerente de Control de Gestión Refino y Marketing Perú de RLP. Lima: entrevista realizada por las autoras de la presente tesis.

Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa (2015). “*Refinería La Pampilla S.A.A.*”. www.kallpasab.com, 30 de abril de 2015, 22/10/2015. <http://kallpasab.com/reportes/Relapasa-Actualizaci%C3%B3n-VF@PEN0.243-Comprar_Nuevo.pdf>

Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa (2014). “Refinería La Pampilla S.A.A.”. *www.kallpasab.com*, 9 de julio de 2014, 22/10/2015.

<<http://kallpasab.com/reportes/Relapasa%20-%20Actualizaci%C3%B3n%20-%20VF%20@%20PEN%200.345%20-%20Mantener.pdf>>

Ministerio de Economía y Finanzas (2015). “Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018”. *www.mef.gob.pe*, 28 de abril de 2015, 22/10/2015. <https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2016_2018.pdf>

Pinto, Jerald; Henry, Elaine; Robinson, Thomas y Stowe, John. (2010). *Equity Asset Valuation*. 2.º ed. Canadá: CAF Institute.

Refinería La Pampilla S.A.A. (2015) “Hechos de Importancia”. *www.smv.gob.pe*. 23 de julio de 2015. 22/10/2015. < http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Carta002766_2_20150723192234.pdf>

Refinería La Pampilla S.A.A. (2015). “Hechos de Importancia”. *www.smv.gob.pe*. 03 de septiembre de 2015. 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/HI%2003%2008%202015%20VF1.pdf>>

Refinería La Pampilla S.A.A. (2015). “Hechos de Importancia”. *www.smv.gob.pe*. 17 de septiembre de 2015. 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/JGA.Sep15.VF4.pdf>>

Repsol (2014). “Memoria Anual 2014 – Refinería La Pampilla”. *www.smv.gob.pe*, Febrero de 2015, 22/10/2015. <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20RLP%202014%20Final.pdf>>

Repsol (2013) “Memoria Anual 2013 – Refinería La Pampilla”. *www.smv.gob.pe*, Febrero de 2014, 22/10/2015.<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MemoriaF2013.pdf>>

Repsol (2012). “Memoria Anual 2012 – Refinería La Pampilla”. *www.smv.gob.pe*, Febrero de 2013, 22/10/2015.<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MEMORIA%20ANUAL%202012.PDF>>

Sapag, Nassir (2011). *Proyectos de Inversión Formulación y Evaluación*. 2.º ed. Chile: Pearson.

Unidad de Tecnología, Industria y Economía del Programa de las Naciones para el Medioambiente (2014). “Combustibles Limpios y Vehículos más eficientes”. *www.unep.org*. 06 de noviembre de 2014., 22/10/2015. <http://www.unep.org/Transport/new/PCFV/pdf/Guatemala2014_VeronicaRuiz.pdf >

Velásquez Salazar, Germán (2015). *Presentación ante la comisión de Defensa del Consumidor del Congreso de la República - Precios de combustible en el mercado local*. Lima: Congreso de la República.

Anexos

Anexo 1. RLP en la Bolsa de Valores de Lima

RLP cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde el año 2004, y desde el año 2012 integra el Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC). Asimismo, la acción de la empresa forma parte de todos los índices bursátiles de la BVL: IGBVL, ISBVL e INCA y del EPU Ishare MSCI, el cual es un ETF (*Exchange Traded Funds*) que replica el índice MSCI All Perú Capped de Morgan Stanley Capital, el cual es un fondo de acciones peruanas conformado por las 29 compañías más importantes de Perú, dentro de las cuales se incluye a RLP.

Durante los dos últimos años la cotización de la acción de RLP en la BVL ha presentado una tendencia decreciente. Respecto a la liquidez, durante todo el periodo analizado ha tenido una frecuencia de cotización del 100%, permitiendo a los compradores de dicha acción tener la posibilidad de venderla fácilmente. Por otra parte, se debe indicar que el 18.03.2013, mediante Junta de Accionistas, se aprobó el aumento de capital, por lo que en número de acciones pasó de 901,6 millones a 1.244,68 millones.

Se debe señalar que RLP cuenta con dos tipos de acciones: i). Clase A, las cuales se encuentran listadas en la BVL y ii). Clase C equivalente a 1 acción la cual pertenece a FONAFE. Esta última acción no puede transferirse a particulares.

Concepto	2012	2013	2014
Número de acciones (miles)	901.600	1.244.680	1.244.680
Monto negociado promedio (miles de S/.)	546,86	394,65	323,73
Cantidad negociada (miles de acciones)	683	754	1.237
Cotización mínima (S./acción)	0,55	0,30	0,17
Cotización máxima (S./acción)	1,10	0,78	0,36
Frecuencia negociación	100%	100%	100%
Precio / valor en libros	0,46	0,30	0,19

Fuente: Elaboración propia, 2015

Considerando que las acciones de RLP cotizan en la BVL, se observa que entre los años 2012 y 2014 las acciones han seguido la misma tendencia que el IGBVL. Durante el año 2013 se observa un deterioro de las cotizaciones, mientras que a inicio del año 2014 hay una leve mejora.



Fuente: SMV. Elaboración propia, 2015

Clasificación de riesgos

RLP mantiene dos clasificaciones de riesgos: una realizada en mayo 2015 por parte de Equilibrium y la otra por Apoyo & Asociados realizada en mayo de 2014. Se debe señalar que RLP realizó una emisión de bonos en el año 2010, por un monto de USD 100 millones con el objetivo de reestructurar pasivos, en octubre de 2013 se canceló la totalidad de los bonos y se deslistaron en mayo de 2014.

Instrumentos	Apoyo y Asociados	Equilibrium
Acciones	2.º (pe)	3.º (pe)

Fuente: Apoyo y Asociados y Equilibrium. Elaboración propia, 2015

El 29 de mayo de 2015 Equilibrium Clasificadora de Riesgos le ratificó la categoría de 3.º (pe)⁷ para las acciones comunes de RLP. Dicha clasificación se basó en:

Aspectos positivos	Aspectos negativos
Mejora en el margen de refino e incremento en el volumen de ventas.	La tendencia decreciente en sus resultados patrimoniales.
Acción líquida considerando la alta frecuencia de negociación y el número de operaciones transadas.	Caída constante en el precio de la acción.
Importante participación en el mercado de hidrocarburos, así como ubicación geográfica y capacidad productiva de la refinería.	Pérdidas acumuladas que impactan en sus ratios de deuda, liquidez y rentabilidad, debido a la alta sensibilidad de RLP a la volatilidad del precio internacional del crudo.

Fuente: Equilibrium Elaboración propia, 2015

⁷Refiere a un buen nivel de solvencia y cierta volatilidad en los resultados económicos del emisor.

Anexo 2. Producción por tipo de producto

Periodo 2014

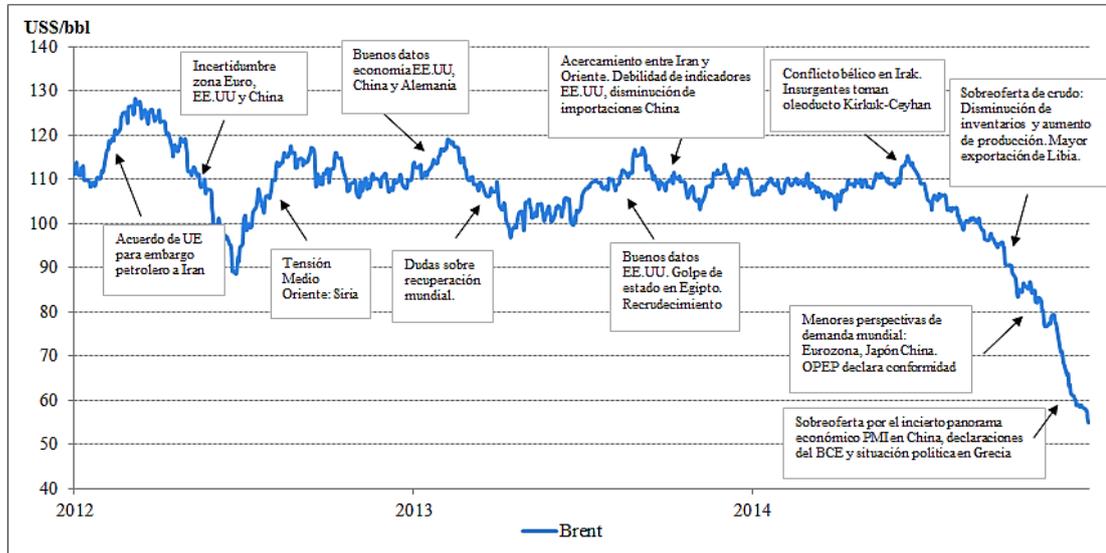
Producción por tipo de producto

Productos	Miles de barriles	Porcentaje	Principales usos
GLP	690,1	2,64	- Doméstico, cocina, calefacciones, calefactores de agua, etc. - Motores automotrices
Gasolinas	7.100,80	27,20	- Motores automotrices - Motores (turbinas) de aviación
Gasolina y gasohol 98	299,3	1,15	
Gasolina y gasohol 97	83,7	0,32	
Gasolina y gasohol 95	740,4	2,84	
Gasolina y gasohol 90	2.062,80	7,90	
Gasolina y gasohol 84	1.057,90	4,05	
Gasolina de exportación	2.856,70	10,94	
Destilados medios	12.206,30	46,76	- Motores en múltiples aplicaciones y sectores industriales - Combustible para embarcaciones (buques) - Solvente MC-30 para asfaltos.
Turbo	3.967,10	15,20	
Solvente MC-30	4,8	0,02	
Diésel B5	8.080,20	30,95	
Diésel Marino	154,20	0,59	
Gasóleos	231,5	0,89	- Producto intermedio.
Residuales	4.753,50	18,21	- Calderos - Hornos - Calefacción - Combustible para embarcaciones (buques)
Petróleo Industrial 6	222,7	0,85	
Petróleo Industrial 500	2.826,10	10,83	
Combustible marino	1.052,10	4,03	
Otros (residuales, slop, LCO)	652,6	2,50	
Asfaltos	522,5	2,00	- Construcción de carreteras y pistas
Gas y residual combustible	599,7	2,30	- Uso propio de la refinería.
Total producción	26.104,40	100,00	

Fuente: RLP, Memoria 2014

Anexo 3. Precio del marcador Brent

Histórico 2012 hasta julio de 2015 del precio del marcador Brent



Fuente: Memoria Anual. RLP 2013 y 2014

Anexo 4. Cultura organizacional y responsabilidad social

Medioambiente

Tiene un compromiso para minimizar este impacto sobre el entorno y los efectos en el cambio climático, respetando la biodiversidad y a las comunidades locales. Además, entre los proyectos de responsabilidad social, la empresa busca proteger, sobre todo, el espacio en el cual trabaja. “Áreas Verdes de Ventanilla” es un programa que busca modificar el paisaje de la zona vecina a la RLP, con el consecuente beneficio ecológico para las comunidades aledañas. Su objetivo es convertir los alrededores de la refinería, de naturaleza desértica, en área verde, mediante la siembra y el cultivo de alrededor de 70 hectáreas con más de 15 mil plántones de diferentes tipos de árboles y arbustos.

La conservación de los Humedales de Ventanilla busca promover y difundir la importancia de la preservación de esta reserva ecológica regional, que constituye el hábitat de diversas especies de anfibios, aves y plantas.

Desde el año 1999 participa en la Campaña Internacional de Limpieza de Costas y Riberas. En una jornada anual, decenas de participantes, provistos de equipos sanitarios, se dedican a recolectar residuos sólidos y desperdicios de las playas y Humedales de Ventanilla.

Educación

RLP tiene proyectos enfocados en niveles que comprenden desde la primaria hasta la instrucción superior, a continuación sus logros más importantes:

- La campaña de útiles escolares provee del material necesario (mochila, cuadernos y demás) para que los niños de más bajos recursos de Ventanilla puedan tener un mejor desempeño.
- El convenio con el Instituto Superior Tecnológico –TECSUP, brinda la oportunidad a los mejores alumnos de Ventanilla que, una vez concluidos sus estudios secundarios, opten por seguir una carrera técnica en esta institución.
- El apoyo que le da a la Universidad Laboral del Callao, en la cual construyó un pabellón completo para enseñar la conversión e instalación a gas, así como la participación del personal de la empresa en la capacitación profesional.

Desarrollo comunitario

Trabaja sobre proyectos que puedan convertirse en autosuficientes para el desarrollo y la generación de capacidades de desarrollo de la comunidad donde se realizan. En ese sentido, el programa de Voluntariado Manos Amigas está confirmado por trabajadores de la empresa quienes realizan jornadas de trabajo en colegios, comedores y asentamientos humanos de Lima y Ventanilla.

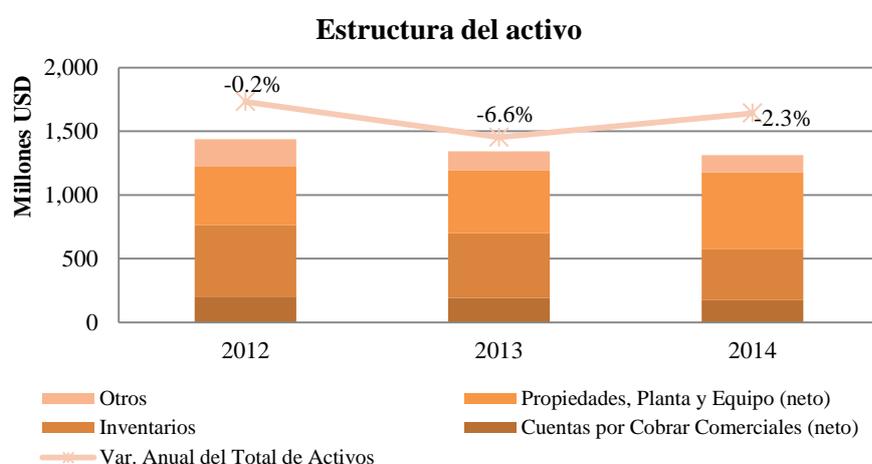
En el año 2007, de la mano con la ONG Un Techo para Mi País, trabajó en labores de construcción de 30 casas modulares para pobladores de bajos recursos de Ventanilla, en las cuales participaron más de cien voluntarios relacionados laboralmente con la empresa. Además, la actividad no se concentra solo en la construcción de las viviendas, sino en la interacción con las familias de la zona, con quienes los trabajadores comparten experiencias, estrechan vínculos y pasan una jornada agradable.

El convenio que suscribió con el Programa Mundial de Alimentos de las Naciones Unidas tiene como objetivo contribuir al desarrollo de la población infantil (niños y niñas menores de 5 años de edad) del Nuevo Pachacutec, que sufren de desnutrición, y mejorar su calidad de vida mediante la educación nutricional a madres gestantes y padres de familia.

Anexo 5. Análisis de principales cuentas contables

Activo

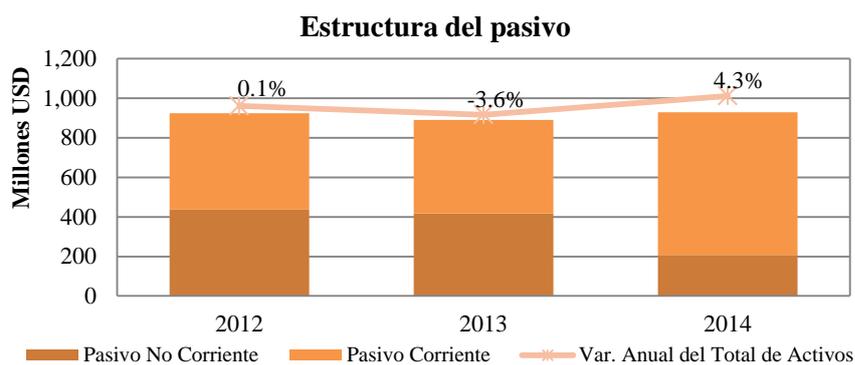
El principal componente del activo es propiedad, planta y equipo, la cual se ha incrementado en los últimos años, producto de las inversiones (Proyecto RLP 21); sin embargo, el activo ha disminuido, principalmente por la reducción de inventarios, explicado por la pérdida de valor de los productos debido a la caída del precio del crudo.



Pasivo

Las obligaciones financieras de RLP son el principal componente del pasivo, las cuales durante el periodo analizado han cambiado de composición, en la medida que la empresa ha decidido tomar mayores obligaciones financieras de corto plazo para financiar sus actividades, tales como el capital de trabajo (compra de crudo) y adquisición de bienes de capital (Proyecto RLP 21). Esta deuda corresponde, principalmente, a sobregiros y préstamos bancarios.

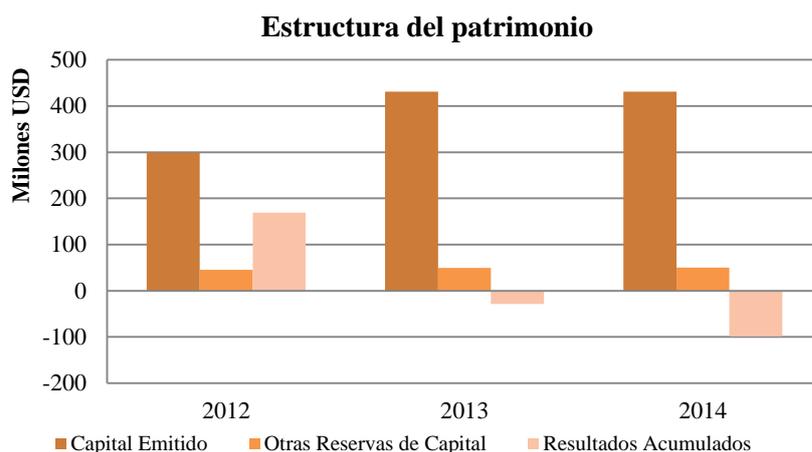
Al año 2014, RLP no ha realizado emisión de bonos desde la última emisión en el año 2010 siendo cancelada en su totalidad en octubre de 2013, por lo que su financiamiento se realiza vía deuda bancaria (deuda de corto plazo, 57,1%).



Fuente: RLP. Elaboración propia, 2015

Patrimonio

El Patrimonio se ha visto afectado, principalmente, por la pérdida generada desde el año 2013, a pesar del incremento de capital aprobado por la Junta General de Accionistas en dicho año.



Fuente: RLP. Elaboración propia, 2015

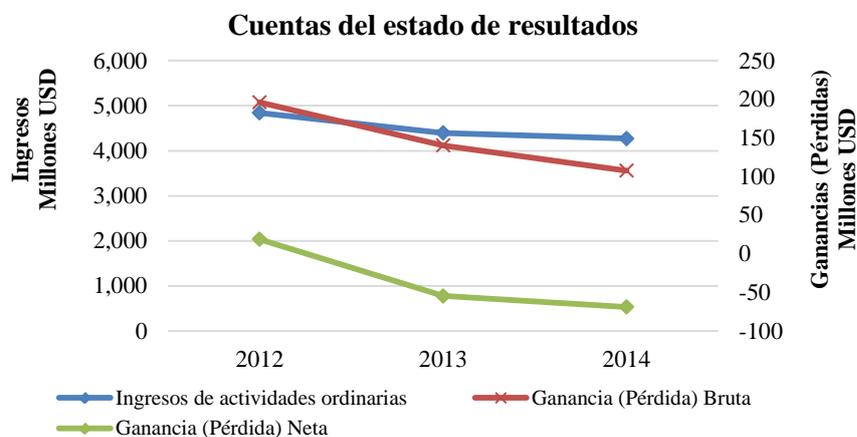
Utilidad (pérdida) neta

RLP ha presentado pérdidas desde el año 2013, explicadas por las variaciones en el volumen de ventas y por el efecto inventarios⁸, el cual es la diferencia del inventario inicial y el inventario final. Sin embargo, en la industria del refino se tiene una medida de gestión⁹ que elimina dicho efecto, denominada cuenta analítica *Current Cost of Supply* (Cuenta CCS), la cual ha mejorado

⁸ Bajo MIFO (*Middle In First Out*), método de tratamiento contable de las existencias en la que el costo se determina usando el método de promedio ponderado.

⁹ No se encuentra bajo la medida de los principios de contabilidad generalmente aceptados (US GAAP por sus siglas en inglés) ni de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS por sus siglas en inglés).

en el último año producto de menores gastos variables, así como la menor generación de *slop*¹⁰, ampliación de la planta de asfaltos y por el mayor diferencial de precios de la materia prima y los productos derivados.



Fuente: RLP. Elaboración propia, 2015

Principales ratios financieros

Ratios	2012	2013	2014
Rentabilidad			
Mg. bruto	2,6%	1,3%	0,8%
Mg. operativo	0,6%	-1,0%	-1,8%
Mg. neto	0,6%	-1,2%	-1,6%
Mg. EBITDA	1,1%	-0,4%	-1,1%
ROA	2,3%	-4,0%	-5,4%
ROE	6,1%	-11,5%	-17,8%
Liquidez			
Capital de trabajo (USD miles)	426.496	306.470	-77.079
Liquidez corriente	2,05	1,72	0,88
Prueba ácida	0,82	0,67	0,34
Endeudamiento			
Pasivo total / patrimonio	1,69	1,89	2,3
Pasivo total / activo total	0,63	0,65	0,7
Activo total / patrimonio	2,69	2,89	3,3
Pasivo no corriente / activo	0,32	0,31	0,14
Gestión			
Periodo prom. inventarios (días)	39	41	36
Periodo prom. cobro (días)	16	19	16
Periodo prom. pago (días)	12	18	16
Análisis Dupont			
Utilidad / ventas	0,6%	-1,2%	-1,6%
Ventas / activo total (veces)	3,61	3,44	3,44
Activo total / patrimonio (veces)	2,69	2,89	3,30
Resultado	6,1%	-11,5%	-17,8%

Fuente: Elaboración propia, 2015

¹⁰ Mezcla de derivados de crudo: diésel, gasolina, turbo, etc.; los cuales vuelven al proceso de refino.

Anexo 6. Regulación nacional sobre combustibles

Calidad del diésel

Desde el año 2005, los estándares para la comercialización de diésel para el mercado interno se han modificado constantemente, exigiendo a los productores (refinerías e importadores) la comercialización de diésel con menor contenido de azufre.

Año	Contenido de azufre en el diésel (ppm)
2005	Perú < 5.000
2006	Lima y Callao < 2.500
	Resto < 5.000
2010	Lima y Callao < 50
	Resto < 5.000
2012	Lima, Callao, Arequipa, Madre de Dios y Puno < 50
	Resto < 5.000
2016	Perú < 50

Fuente: Elaboración propia, 2015

Estas modificaciones en la norma han traído como consecuencia que las refinerías compren crudos con menor contenido de azufre (crudos africanos). Adicionalmente, el precio del crudo reconoce un mayor precio a los crudos con menor contenido de azufre debido a su mayor pureza.

En el caso de RLP, esto se ha reflejado como la mayor importación de crudos africanos y la importación de diésel de bajo azufre a partir del año 2010, debido a que actualmente las refinerías en Perú no cuentan con la tecnología que permita quitar el azufre (desulfurar) a los productos. Además, al ser el diésel el producto de mayor volumen que se comercializa en el mercado (46% de la cuota de combustibles líquidos en el año 2014), la importación de diésel se refleja también como un menor volumen de refinación de crudo (barriles), disminuyendo la rentabilidad del negocio.

Si bien actualmente las refinerías del Perú producen diésel con alto contenido de azufre (2.500 ppm), con el Proyecto RLP 21, RLP será capaz de producir desde agosto de 2016 diésel con contenido no mayor de 50 ppm. Lo anterior, le permitirá posicionarse entre los productores de diésel más puro.

Contenido de azufre en el diésel (ppm)	País
<15	EE.UU., Eurozona, Australia y Chile
15-50	Colombia y Uruguay
50-500	China, Rusia y México
500-2.000	Argentina, Ecuador, Bolivia, Brasil y Paraguay
2.000-5.000	Perú e India
>5.000	Egipto, Somalia y Yemen

Fuente: Programa de las Naciones Unidas para el medio ambiente (2014).
Elaboración propia.

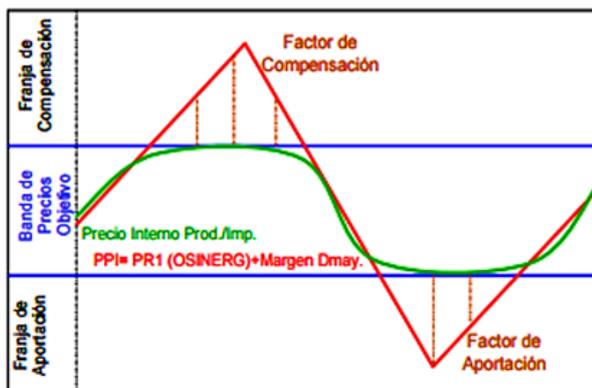
Formación de precios para el mercado local

Los precios por producto para América del Sur se basan en los marcadores de productos comercializados en la costa del golfo de Estados Unidos (USGC). Por su parte, el cálculo de los precios de venta en el mercado local se basa en el precio de paridad de importación (PPI), cálculo que refleja el precio de traer producto terminado al puerto del Callao desde la USGC por un importador eficiente y para lo cual se toma las cotizaciones del mercado. Osinergmin publica la lista de PPI semanalmente, tomando como referencia el promedio de las últimas 10 cotizaciones USGC.

Fondo de estabilización de precios de los combustibles (FEPC)

El FEPC fue creado en el año 2004 con la finalidad de brindar una mayor estabilidad a los precios de venta para el consumidor final, mitigando la volatilidad de los precios internacionales del crudo.

Desde agosto de 2012, los productos que están considerados en el FEPC son: i). GLP envasado; ii). Diésel para uso vehicular (de alto y bajo azufre) y iii). Los productos usados en generación eléctrica en sistemas aislados (diésel y residual).



Fuente: Osinergmin

Para esto, Osinergmin publica los valores de las bandas (superior e inferior) en el que debieran mantenerse los precios de venta por producto. Si el precio de venta se ubicara sobre la banda superior, el FEPC compensaría al productor (refinerías e importadores) con la diferencia entre el precio de venta y el valor de la banda superior. Si el precio de venta se ubicara por debajo de la banda inferior, el productor aportaría al FEPC la diferencia entre la banda inferior y el precio de venta. Si el precio de venta se encontrara entre las bandas superior e inferior, no habría ningún factor de compensación ni aportación.

Los límites de las bandas se actualizan cada dos meses; sin embargo la diferencia entre ambos límites siempre debe ser para el GLP de S/. 0,06 por kilogramo, mientras que para los demás productos la diferencia es de S/.0,1 por galón.

Margen comercial y negocio integrado

Los precios de venta al consumidor final reconocen el margen comercial, el cual es el margen incorporado en el precio de venta que ganan los distribuidores mayorista (RECOSAC, PECSA, PRIMAX, Ferush, etc.).

En un negocio integrado de refino (productor + comercializador), el productor (refinería) obtiene el margen de refinación, y el brazo comercial (mayorista propio) obtiene el margen comercial. En el Perú, RLP es el único productor que cuenta con su propio brazo comercial, lo que permite asegurar la continuidad del negocio.

Anexo 7. Valorización por dividendos y múltiplos

Valorización por dividendos

RLP y su subsidiaria no cuentan con una política de dividendos establecida, aunque históricamente han distribuido utilidades. En los dos últimos años debido a las pérdidas generadas no ha podido realizar esta distribución. Si bien en el método de flujo de caja descontado se han utilizado supuestos sobre los dividendos a ser repartidos, tasa de crecimiento a perpetuidad y costo de capital, componentes que servirían para realizar el método de descuento por dividendos, al no contar una política de dividendos, tal como se ha señalado, no se ha considerado el uso de dicha metodología.

Sin perjuicio de lo anterior, se ha realizado un ejercicio para RLP y RECOSAC usando los datos de las proyecciones del método de flujo de caja descontado.

RLP

En el caso de RLP se utiliza el método de descuento por dividendos en dos etapas¹¹, dado que a partir del año 2017 hasta el año 2024 registrará un crecimiento promedio de 7%, en la perpetuidad no tendrá crecimiento por la limitante de la capacidad de planta. Considerando lo anterior, se obtendría un precio por acción de USD 0,07, equivalente a S/.0,21 (TC: S/. 2,88).

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 x (1 + g_s)^t}{(1 + r)^{t+3}} + \frac{D_0 x (1 + g_s)^n x (1 + g_l)}{(1 + r)^{n+3} x (r - g_l)}$$

t= 1 al 7; n= 7

Dividendos 2017 (año 3)¹²	USD 10.70 MM
Costo de capital (r)¹³	14.38% ¹⁴ - 12.00%
Tasa de crecimiento etapa 1 (g_s)	6.40%
Tasa de crecimiento etapa 2 (g_l)	0%
Valor (año 0) etapa 1	USD 47.63 MM
Valor (año 0) etapa 2	USD 44.39 MM
Valor (año 0) etapa 1 y 2	USD 92.02 MM
Valor por acción (año 0)	USD 0.07

Fuente: Elaboración propia, 2015

¹¹ Equity Asset Valuation - CFA (2010).

¹² Actúa como D₀, luego se actualiza todo al año 0.

¹³ Según lo indicado en el método de Flujo de Caja Descontado.

¹⁴ Correspondiente al año 2017.

RECOSAC

Dado que RECOSAC no pagará dividendos hasta el año 2016 se considera que a partir de dicho año se espera que los dividendos crezcan 3,32% (crecimiento perpetuidad), correspondiente al crecimiento de la demanda de hidrocarburos. El valor por acción obtenido ascendería a USD 0,09, equivalente a S/.0,27 (TC: S/.2,88).

$$V_n = \frac{D_{(n+1)}}{r - g}$$
$$n=1$$
$$V_0 = \frac{V_n}{(1 + r)^1}$$

Dividendos (D) 2016 (año 2)	USD 11.22 MM
Costo de capital (r)	12,01%
Tasa de crecimiento perpetuidad (g)	3,32%
Valor (n= 1)	USD 129,19 MM
Valor (n = 0)	USD 115,34 MM
Valor por acción (V0)	USD 0,09

Fuente: Elaboración propia, 2015

Comparando lo obtenido con los métodos de Flujo de Caja Descotado y de Descuento por Dividendos se observa que los valores de las empresas son menores usando este último método.

Empresas	Método Flujo de Caja Descotado	Método Descuento por Dividendos
RLP	S/, 0,66	S/, 0,21
RECOSAC	S/, 0,56	S/, 0,27
Total	S/, 1,22	S/, 0,48

Fuente: Elaboración propia, 2015

Valorización por múltiplos

En el mercado local, no hay empresas comparables con el giro de negocio de RLP y su subsidiaria (refinación y comercialización de derivados de crudo). Por otra parte, en Bloomberg se señalan una serie de empresas de la región como comparables; sin embargo, consideramos que no sería adecuado tomar como referencia dichas empresas porque presentan diferencias importantes respecto al giro específico de RLP y su subsidiaria, así como características diferentes con respecto a la capacidad y tecnología de planta y equipos.

Empresas	Origen	Giro del negocio
REFINERIA LA PAMPILLA Y SUBSIDIARIA	Perú	Refinación, almacenamiento, comercialización, transporte y distribución de todo tipo de hidrocarburos como el crudo y sus derivados
YPF	Argentina	Exploración, explotación, refinación, distribución y venta de petróleo y sus productos derivados.
ULTRAPAR PARTICIPACOES SA	Brasil	Distribución de GLP.
COSAN LTD-CLASS A SHARES	Brasil	Producción de bioetanol, azúcar, energía y comida.
EMPRESAS COPEC SA	Chile	Distribución de combustible
COSAN SA INDUSTRIA COMERCIO	Brasil	Producción de etanol, azúcar, biocombustibles y electricidad
PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR	Brasil	Exploración y producción de crudo y gas natural, así como refinación, comercialización y suministro de derivados del crudo.
PETROBRAS ARGENTINA SA-B	Argentina	Exploración, producción, refinación y transporte de crudo y gas natural. Asimismo, fabricación de estireno, caucho, polipropileno, poliestireno, también genera y distribuye electricidad.
ECOPETROL SA	Colombia	Exploración, producción de crudo, refinación y transporte de crudo y sus derivados.

Fuente: Elaboración propia, 2015

Anexo 8. Resultados de las proyecciones de RLP

1. Resultado operativo CCS

Resultado operativo CCS <i>USD 000</i>	2013	2014	2015E	2016E	2017E
RO CCS refino recurrente	-13.038	105.637	79.926	82.165	89.396
Resultado Financiero	-20.394	-18.487	-39.666	-28.766	-22.425
Impuesto a las ganancias	3.905	-23.108	0	0	-8.664
Resultado Neto CCS	-29.527	64.042	40.260	53.399	58.308
Efecto inventarios	-28.246	-176.475	-24.535	0	0
No recurrentes	221	-2.140	0	0	0
Ajuste impuesto a las ganancias	8.408	50.012	0	0	0
Resultado Neto Contable	-49.144	-64.561	15.725	53.399	58.308

Fuente: Elaboración propia, 2015

2. Estado de Resultados

Estado de Resultados <i>USD 000</i>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Ingresos	4.682.050	4.246.113	4.114.450	2.959.668	3.738.657	4.030.166
Costo de venta	-4.561.678	-4.188.955	-4.080.871	-2.796.429	-3.545.409	-3.826.355
Margen Bruto	120.372	57.158	33.579	163.238	193.247	203.812
Gastos	-93.208	-98.220	-106.557	-107.847	-111.083	-114.415
EBITDA	52.509	-16.435	-52.028	84.431	124.581	136.576
D&A	-25.345	-24.627	-20.950	-29.040	-42.416	-47.180
EBIT	27.164	-41.062	-72.978	55.391	82.165	89.396
Gastos financieros	1.473	-20.394	-18.487	-39.666	-28.766	-22.425
EBT (Utilidad antes de impuestos)	28.637	-61.456	-91.465	15.725	53.399	66.971
Impuestos	866	12.312	26.904	0	0	-8.664
Utilidad Neta	29.503	-49.144	-64.561	15.725	53.399	58.308

Fuente: Elaboración propia, 2015

3. Balance General

Balance General <i>USD 000</i>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Activo						
Caja	34.681	3.492	9.568	6.883	8.694	9.372
Cuentas por cobrar	212.957	219.769	177.363	127.583	161.164	173.730
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	69.932	34.703	2.954	2.125	2.684	2.893
Inventarios	498.380	447.580	360.112	360.112	360.112	360.112
Activos por Impuestos a las Ganancias	14.247	25.548	32.579	26.485	0	0
Gastos Pagados por Anticipado	2.031	1.611	1.924	1.384	1.748	1.885
Activo corriente	832.228	732.703	584.500	524.572	534.402	547.992
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	80.611	80.611	80.611	80.611	80.611	80.611
Otras Cuentas por Cobrar	1.316	1.057	715	694	877	945
Activos Fijos Netos	381.976	418.943	527.906	722.222	842.992	908.671
Activos intangibles distintos de la plusvalía	424	287	1.737	573	723	780
Activos no corriente	464.327	500.898	610.969	804.100	925.203	991.007
TOTAL ACTIVOS	1.296.555	1.233.601	1.195.469	1.328.671	1.459.606	1.538.999
Pasivos y Patrimonio						
Obligaciones financieras	115.200	205.107	447.698	472.838	463.683	431.541
Cuentas por Pagar	232.653	179.505	183.350	128.393	162.781	175.582
Otras Cuentas por Pagar	54.636	37.390	23.847	25.918	32.739	35.292
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	59	0	140	0	0	0
Provisión para Beneficios de Empleados	3.184	3.561	6.096	6.096	6.096	6.096
Otras provisiones	0	674	448	579	731	788
Pasivo corriente	405.732	426.237	661.579	633.823	666.031	649.299
Obligaciones financieras	365.193	349.930	167.913	214.388	259.045	307.290
Otras Cuentas por Pagar	0	0	168	0	0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados	124	148	146	0	0	0
Otras Provisiones	916	899	737	579	731	788
Pasivos por Impuestos Diferidos	42.958	29.646	2.742	1.972	2.492	2.686
Pasivos no corrientes	409.191	380.623	171.706	216.939	262.267	310.764
Total Pasivo	814.923	806.860	833.285	850.762	928.298	960.063
Capital social	298.939	431.249	431.249	420.837	420.837	420.837
Reserva legal	38.396	41.347	41.347	41.347	42.919	48.259
Resultados acumulados	145.192	-45.851	-110.412	15.725	67.551	109.839
Total Patrimonio	482.527	426.745	362.184	477.909	531.308	578.936
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1.297.450	1.233.605	1.195.469	1.328.671	1.459.606	1.538.999

Fuente: Elaboración propia, 2015

Anexo 9. Resultados de las proyecciones de RECOSAC

1. Estado de resultados

Estado de resultados <i>USD 000</i>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Ingresos	2.010.041	2.138.983	1.920.447	2.092.551	2.162.075	2.233.908
Costos	-1.922.729	-2.047.796	-1.839.447	-2.003.097	-2.069.649	-2.138.411
Utilidad bruta	87.312	91.187	81.000	89.454	92.426	95.497
Gastos operativos	-65.095	-66.464	-69.111	-66.366	-67.371	-69.896
EBITDA	34.955	38.652	25.931	34.153	35.287	36.460
D&A	-12.738	-13.929	-14.042	-11.064	-10.232	-10.858
EBIT	22.217	24.723	11.889	23.088	25.055	25.601
Intereses por sobregiros	-4.795	-5.692	-5.157	-4.760	-4.110	-4.113
EBT (utilidad antes de impuestos)	18.251	13.962	2.539	18.329	20.945	21.488
Impuestos	-4.186	-7.427	-3.643	-5.132	-5.865	-5.802
Utilidad neta	14.065	6.535	-1.104	13.197	15.080	15.686

Fuente: Elaboración propia, 2015

2. Balance general

Balance general <i>USD 000</i>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Activo						
Caja	30.071	11.491	15.463	10.611	9.809	8.672
Cuentas por cobrar comerciales	85.121	95.246	67.234	73.259	75.693	78.208
Cuentas por cobrar diversas	2.923	2.583	2.601	2.681	2.770	2.862
Inventarios	64.355	62.375	38.739	42.185	43.587	45.035
Activo por impuestos a la ganancia	2.415	7.452	12.818	13.967	14.431	14.910
Otros activos	182	123	1.912	1.102	1.138	1.176
Activo corriente	185.067	179.270	138.767	143.805	147.428	150.863
Otros activos financieros	12	12	12	12	12	12
Cuentas por cobrar diversas	1.068	986	754	893	923	953
Activos fijos netos	71.398	71.224	71.261	70.279	70.756	71.473
Activos intangibles	49.815	46.097	41.859	46.817	51.222	54.965
Activo por impuestos a las ganancias diferido	10.157	7.187	3.382	3.685	3.808	3.934
Activo no corriente	132.450	125.506	117.268	121.686	126.721	131.337
TOTAL ACTIVOS	317.517	304.776	256.035	265.491	274.149	282.201
Pasivo y patrimonio						
Pasivo						
Sobregiros y préstamos	52.924	19.355	30.509	15.040	15.115	15.318
Cuentas por pagar	110.291	138.432	86.425	95.503	98.573	101.848
Pasivos por beneficios a los empleados	3.438	3.384	9.971	10.865	11.226	11.598
Otros pasivos	8.872	9.118	2.375	2.588	2.674	2.763
Pasivo corriente	175.525	170.289	129.280	123.996	127.587	131.527
Otros pasivos	36.791	35.411	34.634	36.190	37.392	38.635
Pasivos por beneficios a los empleados	20	18	47	34	36	37
Pasivos no corriente	36.811	35.429	34.681	36.224	37.428	38.672
Total pasivo	212.336	205.718	163.961	160.220	165.015	170.199
Capital social	77.637	77.637	77.637	77.637	77.637	77.637
Capital adicional	6.246	6.246	6.246	6.246	6.246	6.246
Reserva legal	7.234	8.640	9.295	10.803	12.372	13.978
Resultados acumulados	14.064	6.535	-1.104	10.585	12.879	14.141
Total patrimonio	105.181	99.058	92.074	105.271	109.134	112.002
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	317.517	304.776	256.035	265.491	274.149	282.201

Fuente: Elaboración propia, 2015

Anexo 10. Diferencias con la valorización realizada por Kallpa Securities SAB

En abril de 2015, Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa (en adelante, la SAB) realizó la valorización de RLP en base a los estados financieros a diciembre de 2014 y utilizando el método de Flujo de Caja Descontado, obteniendo un valor fundamental de S/. 0,24, inferior a lo obtenido en la valorización producto del presente análisis (S/. 1,22).

Valorización	SAB	Propia
Valor de la empresa (S/. MM)	2.091,45	2.158,23
- Deuda (S/. MM)	-1.860,77	- 1.860,83
+ Efectivo (S/. MM)	72,00	1.220,78 ¹⁵
Valor fundamental (S/. MM)	302,68	1.518,18
Número de acciones en circulación (MM)	1.244,68	1.244,68
Valor fundamental por acción (S/.)	0,24	1,22

Tipo de cambio: S/. 2,88

Fuente: Elaboración propia, 2015

Dicha diferencia se debe a que la SAB no consideró la venta del inventario que mantiene RLP, lo cual debió ser tomado en cuenta como Efectivo debido a que es un commodity de rápida realización. Es así que se ha realizado el ejercicio de agregar a la valorización de la SAB el Efectivo producto de la venta de inventarios, obteniendo un valor fundamental por acción similar a lo obtenido en la valorización propia.

Valorización replanteada de la SAB	
Valor fundamental (S/. MM)	302,68
Efectivo producto de la venta de inventarios (S/. MM)	1.151,11
Valor final de la empresa (S/. MM)	1.453,79
Valor fundamental replanteado por acción (S/.)	1,17

Tipo de cambio: S/. 2,88

Fuente: Elaboración propia, 2015

¹⁵ Considera Efectivo per se y el Efectivo producto de la venta de inventarios por S/. 1,148 MM.

Nota biográfica

Julissa Alexandra Hernández Sotomayor

Nació en Moquegua el 28 de octubre de 1984; economista de la Universidad de San Martín de Porres. Cuenta con 6 años de experiencia en la evaluación para la admisión y seguimiento de financiamientos corporativos, Project finance y líneas de financiamiento para instituciones financieras, en la actualidad se desempeña como analista de seguimiento en la Corporación Financiera de Desarrollo.

Carla Leticia Soto Asalde

Nació en Lima el 05 de marzo de 1983; ingeniera industrial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con 6 años de experiencia en el sector de hidrocarburos, en la actualidad se desempeña como analista de control de gestión en Refinería La Pampilla S.A.A.

Vanessa Alejandra Zegarra Tejada

Nació en Tacna el 16 de agosto de 1985; ingeniera comercial con especialidad en economía por la Universidad Católica de Santa María. Cuenta con 6 años de experiencia en la supervisión de instituciones microfinancieras, en la actualidad se desempeña como supervisora principal de microfinanzas de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.