

RELAPAC1	
Valor Fundamental (millones USD)	563
Valor Fundamental de la acción USD	1.56
Capitalización Bursátil (millones USD)	298
Precio de Mercado de la acción (T.C. 2.90)	0.83
Mercado	BVL
Rango 52 Semanas USD	0.33 / 1.19
PER 2009e	4.38
Shares Outstanding (millones)	361

Indicadores Financieros	2008	2009e	2010e	2011e
PER Estimado	-3.76	4.38	3.78	3.71
Precio/Valor en Libros	1.50	1.18	0.95	0.81
Precio/EBITDA	40.61	1.77	1.49	1.45
Margen Bruto	0.2%	4.3%	5.1%	5.2%
Margen Operativo	-2.1%	2.8%	3.3%	3.2%
Margen Neto	-2.0%	3.0%	2.8%	2.4%
ROE	-40%	27%	25%	22%
ROA	-10%	10%	11%	11%
Apalancamiento Financiero	11%	16%	17%	22%
UPA	-0.22	0.19	0.22	0.22
Utilidad Neta (millones USD)	-79	68	79	80

RECOMENDACIÓN DE INVERSIÓN: Sobreponderar +

Valor Fundamental de la acción

El valor fundamental de Refinería La Pampilla S.A.A., encontrado sobre la base de un modelo de flujo de caja descontado a la firma, es de USD 563.041 millones (mn), equivalente a USD 1.56 por acción (S/. 4.53 al T.C. 2.90). Este valor fundamental es 89% mayor a su precio de mercado de USD 0.83.

Refinería La Pampilla (RELAPASA) es una empresa dedicada a la refinación, almacenamiento, comercialización, transporte y distribución de todo tipo de combustibles, tales como el diesel, gasolina, GLP, residuales, asfaltos, entre otros. La compañía cuenta con la refinería más grande del Perú, con una capacidad de refino de 102,000 barriles por día (una participación de mercado de 60% en el Perú)

La empresa es subsidiaria de Repsol YPF Perú, holding constituida en Holanda, cuyo patrimonio pertenece en su totalidad a Repsol YPF S.A. El Capital Social de RELAPASA asciende a S/. 487 millones, representado por 360.64 millones de acciones comunes con derecho a voto con un valor nominal de S/. 1.35 c/u.

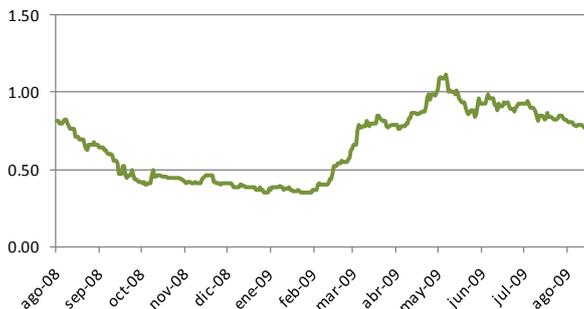
El accionista mayoritario es Repsol YPF Perú BV con una participación de 51.03%, seguido por los fondos administrados por AFP Integra con 11.95% y AFP Horizonte con 6.43%. Ello representa una ventaja competitiva de RELAPASA y garantiza una gerencia relativamente eficiente.

RELAPASA es un negocio de márgenes. La empresa compra crudo a precios de mercado, lo refina y comercializa sus productos como combustibles. 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. Cambios bruscos en el precio del crudo pueden ocasionar fuertes re(des)valorizaciones en los activos e impactos positivos(negativos) en el costo de ventas en el corto plazo.

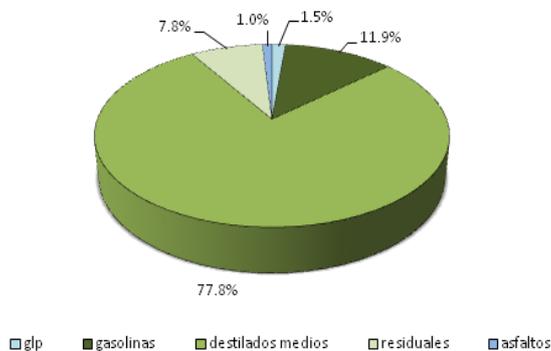
Asimismo, cabe destacar que la empresa tiene un componente importante de riesgo político. Los precios de los productos que comercializa la empresa son controlados en bandas de precios. Cuando el precio internacional de estos productos supera la banda mencionada, el Fondo para la Estabilización de Precio de los Combustibles (FEPC), administrado por el Estado, debe compensar a RELAPASA por el menor ingreso. El Estado no siempre cumple con el pago mencionado en un tiempo razonable. Claro ejemplo de ello es la deuda impaga del FEPC, que alcanzó USD 300 millones en el 2008 y cuyo costo financiero se calcula en alrededor de USD 50 millones.

Esperamos una utilidad neta de USD 68.155 millones en el 2009, frente a la pérdida de USD 79.324 millones en el 2008. Para el periodo 2009-2012 proyectamos un margen bruto promedio de 6.76% y un margen neto promedio de 2.71%.

RELAPAC1 USD/Acción



Ventas en el mercado nacional - 2008
(millones de dólares)



Analistas:

Alberto Arispe Bazán
 aarispe@kallpasab.com; (+511) 627 5221

Daniel Mori
 dmori@kallpasab.com; (+511) 627-5220

Modelo Financiero RELAPASA (Millones USD)					
Estado de Resultados					
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Ingresos Netos	3,925	2,267	2,842	3,296	3,688
Costo de Ventas	-3,917	-2,098	-2,642	-3,090	-3,456
Utilidad Bruta	7	169	200	206	233
Margen Bruto	0.2%	4.3%	5.1%	5.2%	5.9%
Gastos Administrativos y de Ventas	-90	-61	-71	-79	-86
Utilidad Operativa	-83	108	129	127	147
Margen Operativo	-2.1%	2.8%	3.3%	3.2%	3.7%
Gastos e ingresos financieros	-48	-1	-5	-1	5
Utilidad antes de impuestos	-131	107	124	126	152
Impuestos y participaciones	51	-38	-45	-45	-55
Net Income	-79	68	79	80	97
Margen Neto	-2.0%	3.0%	2.8%	2.4%	2.6%
Flujo de Efectivo					
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
(-) Variación CxC Neto	131	145	9	15	13
(+) Cuentas x Pagar	-2	-1	-1	-1	-1
(+) Depreciación	25	27	31	34	41
Movimientos Flujo de Caja Operativo	155	171	39	48	53
Flujo de Caja Operativo	75	239	118	129	150
(+) Obligaciones Financieras CP	-19	-193	-55	-55	-55
(-) Variación Activo Fijo	-11	-40	-52	-53	-103
(-) IR Diferido	-30	-3	-3	-3	-4
(+) Obligaciones Financieras LP	31	25	11	40	63
Movimientos Flujo de Inversiones	-28	-211	-100	-71	-99
Flujo de Caja de Inversiones	47	28	18	58	51
(-) Dividendos	-40	-14	-20	-24	-39
Flujo de Caja Neto	7	15	-2	34	12
Balance General					
	2008	2009e	2010e	2011e	2012e
Activo Corriente					
Caja y Valores Negociables	10	25	24	57	69
Cuentas x Cobrar	287	143	132	119	105
Existencias	155	154	156	153	154
Gastos Pagados x Anticipado	2	2	2	3	3
Total Activo Corriente	454	324	314	332	331
Activo No Corriente					
Inversiones Financieras y GPA	81	81	81	81	81
Activo Fijo Neto	232	244	266	285	347
Otros Activos NC	31	34	37	40	44
Total Activo No Corriente	345	359	384	406	473
Total Activo	799	684	698	739	804
Total Pasivo Corriente	514	320	264	209	153
Total Pasivo No Corriente	86	110	121	161	224
Total Patrimonio	199	254	313	369	427
Total Pasivo y Patrimonio	799	684	698	739	804

Supuestos del Modelo de Valorización

- Precio del crudo del petróleo WTI y márgenes.** El consenso del mercado espera que el precio del crudo se incremente progresivamente en los próximos años, incentivado por la recuperación económica mundial. En el cuadro del costado vemos los precios del crudo estimados por el mercado. En el largo plazo, Kallpa SAB asume un precio del crudo de petróleo de USD 75 por barril. Ello se hace bajo el supuesto de que los países productores de la OPEP no tienen incentivos para invertir en exploración cuando el precio del barril de crudo cae por debajo de los USD 60 el barril y los países productores no OPEP no tienen incentivos para invertir en exploración a precios menores a USD 75 el barril.

Los márgenes de ganancia sobre el precio del petróleo cambian año a año. Para estimar los márgenes futuros Kallpa SAB ha tomado los márgenes promedio de los últimos 8 años. Estos son +17.05% para la gasolina, +13.69% para el diesel y -29.74% para los residuales. En el modelo se asume un comportamiento constante de los diferenciales entre 2009-2012. En el largo plazo, se asumen márgenes similares a los históricos.

- Producción.** El objetivo de RELAPSA es conseguir una adecuada dieta de crudos que le permita atender los requerimientos anuales del mercado, maximizando la rentabilidad de la empresa. En los últimos años la producción de la empresa se ha mantenido relativamente constante. Kallpa SAB asume que la producción permanecerá constante en 2009-2012. En el largo plazo se asume un crecimiento de 2% anual.

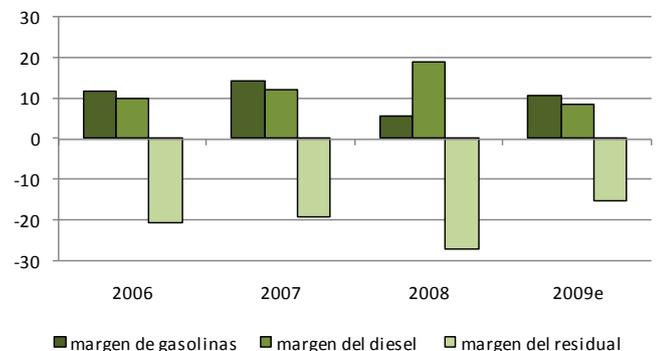
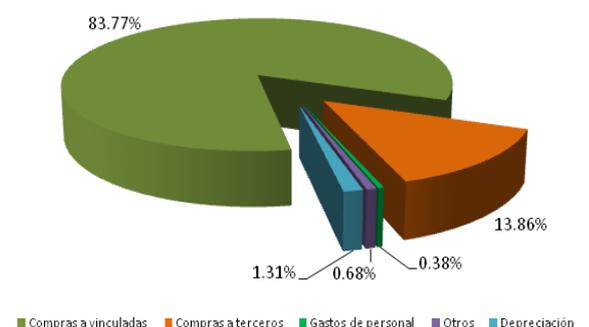
- Márgenes netos.** RELAPSA se caracteriza por operar con márgenes netos reducidos (3% en el 2007 y -2% en el 2008). Los márgenes esperados para Relapsa se mantendrán por debajo del 3% para los próximos cuatro años.

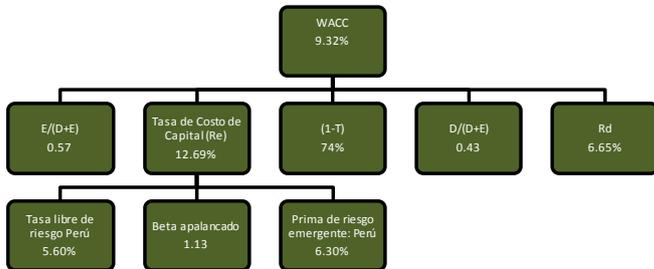
- CAPEX.** Existe una iniciativa por parte del Gobierno por el cual los procesos de refinación deben contar con tecnología que permita elaborar productos menos contaminantes. La inversión necesaria bordearía los USD 500 millones a lo largo de 5 años. Kallpa SAB asume que las inversiones correspondientes empiezan en el 2010 y finalizan en el 2014. Kallpa SAB asume que el 43% de esta inversión se hará con deuda y el 57% con recursos propios.

- FEPC.** Kallpa SAB asume que el FEPC cumplirá con pagar en un tiempo no mayor a dos meses la compensación correspondiente cuando el precio internacional de los productos que vende la empresa supere la banda de precios impuesta.

- Desvalorización de Inventarios.** Variaciones bruscas en el precio del petróleo afectan significativamente los márgenes de ganancia de la empresa. Caídas muy bruscas en los precios causan pérdidas como en el 2008 y subidas muy fuertes determinan ganancias como en el 2007. Por ello, Kallpa SAB asume un margen promedio de los últimos 8 años que toma en cuenta años positivos y años negativos.

Precio del crudo wti \$/Bl	2009e	2010e	2011e	2012e
	56.9	72.13	84.67	94.76

Márgenes de los principales sub-productos

Estructura de costos 2009e




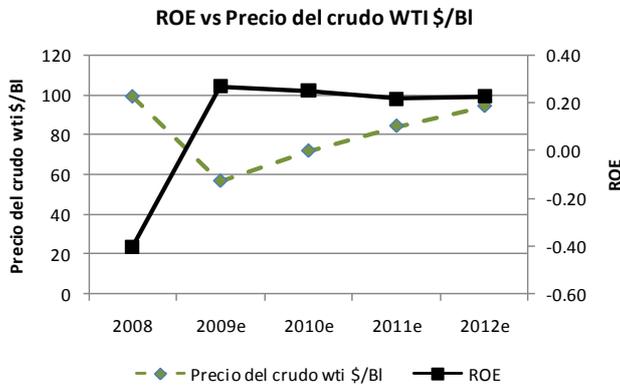
WACC

El costo de la deuda es de 6.65%. La tasa de impuestos efectiva promedio es del 26.3%.

El costo de capital (r_e) empleado en el análisis se desprende del modelo CAPM y equivale a 12.69%.

Para la tasa libre de riesgo, se empleó la tasa de interés del Bono del Tesoro Americano a 10 años más el riesgo país peruano. El Beta apalancado es 1.13.

Se asume una prima de riesgo de mercado de 6.30%.



ROE y Precio del crudo del petróleo

Estimamos que el ROE promedio para el periodo 2009-2012 será de 24.10%. Se espera que el precio del crudo se recupere en los próximos años, y RELAPASA mantenga niveles bajos de márgenes netos en ese periodo. En el largo plazo esperamos un ROE de 15%.

Riesgos:

Reducción en los márgenes. RELAPASA comercializa combustibles derivados del crudo, obteniendo sus ingresos de los márgenes que cada sub-producto posee con respecto al precio del crudo (WTI). Por lo tanto, disminuciones en los diferenciales de los productos comercializados afectarían negativamente el resultado de la refinería. Tanto los precios del crudo de petróleo, como los precios de la gasolina y diesel cotizan en los mercados internacionales.

Políticas del Gobierno. La empresa requiere contar con autorizaciones, licencias y permisos los cuales son otorgados por la Dirección General de Hidrocarburos del Ministerio de Energía y Minas. Por lo tanto, cambios en la visión política del gobierno de turno con respecto a la inversión extranjera podrían afectar la operatividad de la refinería.

Fondo para la Estabilización de Precio de los Combustibles. Las deudas que el Estado mantiene con la refinería limitan la actividad de RELAPASA debido a los elevados costos financieros que generan, lo cual afecta negativamente a la política de abastecimiento.

Valorización de inventarios. Oscilaciones bruscas en el precio del petróleo pueden ocasionar re(des)valorizaciones importantes en los inventarios de RELAPASA y afectar los resultados de la empresa en el corto plazo, sin embargo, consideramos que este efecto debería neutralizarse con el tiempo.

RELAPASA: Características

En el 2008, RELAPASA procesó diariamente un promedio de 77 mil barriles de crudo, monto inferior en 7% al mostrado en el 2007, debido a que en el primer semestre del año pasado los márgenes de refino eran muy bajos, mientras que en el segundo semestre se percibió el impacto de la deuda del FEPC.

En el 2008, RELAPASA alcanzó una producción total de 28.6 millones de barriles de productos petrolíferos.



■ gaslp ■ gasolinas ■ destilados medios
 ■ gasóleo de vacío ■ residuales ■ asfaltos

Fuente: Reportes de la Empresa

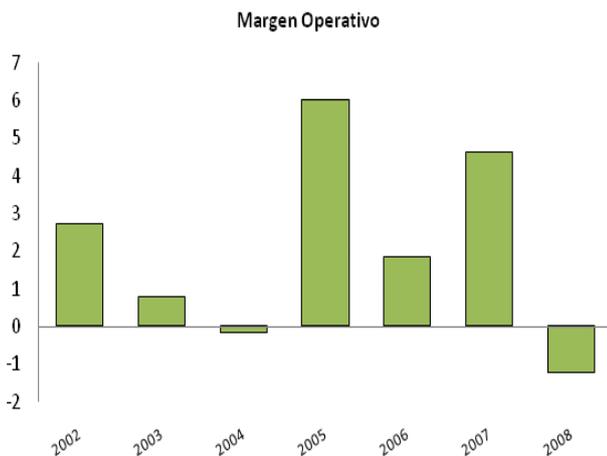


■ gaslp ■ gasolinas ■ destilados medios ■ residuales ■ asfaltos

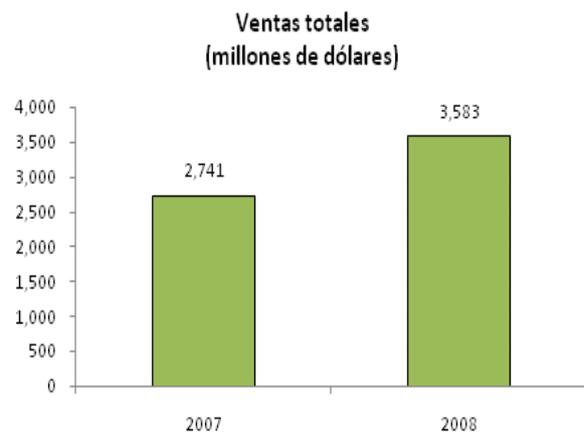
Fuente: Reportes de la Empresa

En cuanto a la comercialización de los sub-productos, en el 2008 el volumen total de ventas ascendió a 33.2 millones de barriles al año, monto 2% inferior al registrado en el 2007, el cual representa un 49% del mercado interno. Las ventas de los sub-productos GLP y las gasolinas disminuyeron, mientras que los destilados medios y residuales se incrementaron en alrededor de 2%.

Analizando las ventas en valor, estas presentaron un incremento de 30.8%, aunque la utilidad bruta del 2008 fue 96% menor a la del 2007 debido a la reducción de los márgenes de los productos comercializados con respecto al precio del crudo. Así los diferenciales de la gasolina, diesel y residuales se redujeron 62%, 35% y 29%, respectivamente.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Reportes de la Empresa

RELAPAC1: Valor Fundamental

El valor fundamental se calculó en base al método de flujo de caja libre a la firma (*free cash flow to the firm*).

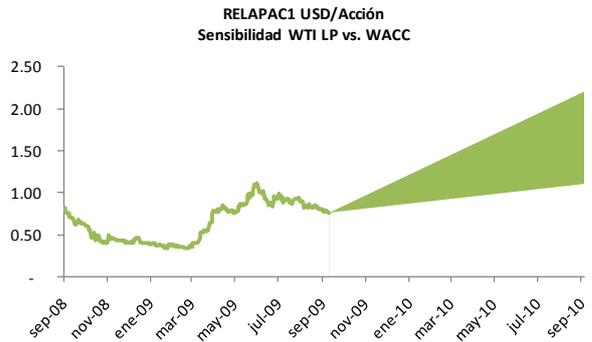
Con la aplicación de este modelo se obtiene un valor fundamental para la compañía de USD 563 millones o USD 1.56 por acción. Cambios en los principales supuestos del modelo involucran un cambio en el valor fundamental estimado.

Los cuadros al costado muestran la sensibilidad del valor fundamental estimado ante cambios en los principales supuestos del modelo. Se hace un análisis de sensibilidad entre el precio del barril de petróleo en el largo plazo en USD y el WACC.

En base a estas estimaciones, se proyecta la cotización de RELAPAC1.

Sensibilidad del Valor Fundamental por Acción RELAPAC1 (USD)

WTI USD LP/Wacc	8.32%	9.32%	10.32%
70	1.52	1.28	1.10
75	1.86	1.56	1.34
80	2.20	1.84	1.57



Ratios Comparativos

Compañía	Moneda	PER	PBV	Precio/Ventas	EV/Market Cap.	YTD	
		12 M Trailing	BV: Últ. Reporte	12 M Trailing Sales	EV: Últ. Reporte		
RELAPASA	Perú	PEN	n.d.	1.34	0.07	5.29	118.18
EXXON MOBIL CORP	EEUU	USD	11.86	3.16	1.10	0.99	-10.82
SUNOCO INC	EEUU	USD	3.58	1.14	0.09	2.05	-34.88
CHEVRON CORP	EEUU	USD	9.27	1.61	0.77	1.04	-1.52
VALERO ENERGY	EEUU	USD	5.60	0.65	0.12	1.60	-10.63
CONOCOPHILLIPS	EEUU	USD	7.34	1.16	0.41	1.49	-8.34
ROYAL DUTCH SH-A	Holanda	EUR	13.70	1.33	0.53	1.14	11.81
PETROBRAS	Brasil	BRL	10.98	2.33	1.60	1.22	47.11
ECOPETROL	Colombia	COP	9.10	3.06	3.12	0.93	38.60
Promedio			8.93	1.75	0.87	1.75	16.61

Neutral	0 a -15%	0 a 15%	Neutral
Subponderar	-15% a -30%	15% a 30%	Sobreponderar
Subponderar +	< -30%	> 30%	Sobreponderar +

Este documento es exclusivamente para fines informativos. Bajo ninguna circunstancia deber ser usado o considerado como una oferta de venta o solicitud de compra de acciones u otros valores mencionados en él. La información en este documento ha sido obtenida de fuentes que se creen confiables, pero Kallpa Securities SAB no garantiza la veracidad o certeza del contenido de este reporte, o de los futuros valores de mercado de las acciones u otros valores mencionados. Las opiniones expresadas en este documento constituyen nuestra opinión a la fecha de esta publicación y están sujetas a cambios sin previo aviso. Kallpa Securities SAB no garantiza que realizará actualizaciones del análisis ante cualquier cambio en las circunstancias de mercado. El documento refleja fielmente los puntos de vista personales que sobre el tema tiene el analista de inversiones a cargo y ninguna parte de la compensación económica del analista estuvo, está o estará ligada directa o indirectamente a las recomendaciones específicas u opiniones expresadas en este documento. Los productos mencionados en este documento podrían no estar disponibles para su compra en algunos países. Kallpa Securities SAB puede tener posiciones y efectuar transacciones con valores mencionados y/o puede buscar hacer banca de inversión con ellos.

Kallpa Securities SAB**Gerente General**

Alberto Arispe	Gerente General	(+511) 6275224	aaarispe@kallpasab.com
----------------	-----------------	----------------	--

Trading

Enrique Hernández	Head Trader	(+511) 6275221	ehernandez@kallpasab.com
Alberto Piaggio	Trader	(+511) 6275222	apiaggio@kallpasab.com

Finanzas Corporativas

Ricardo Carrión	Gerente	(+511) 6275220	rcarrion@kallpasab.com
-----------------	---------	----------------	--

Research

Daniel Mori	Analista	(+511) 6275220	dmori@kallpasab.com
María Belén Vega	Analista	(+511) 6275220	mvega@kallpasab.com

Liquidaciones

Eduardo Macpherson	Jefe de liquidaciones	(+511) 6275220	emacpherson@kallpasab.com
--------------------	-----------------------	----------------	--

Av. La Encalada 1388. of 802, Surco - Lima

www.kallpasab.com

Telefonos: (+511) 627-5220, 627 - 5221, 627 - 52222, 627 - 5223 y 627 - 5224

Fax: (+511) 6275220