

Emisión de Títulos Valores Refinadora Costarricense de Petróleo S.A.

Comité No. 07/2018

Informe con EEFF auditados al 31 de diciembre de 2017

Fecha de comité: 24 de abril del 2018

Periodicidad de actualización: Semestral

Sector Hidrocarburos / Costa Rica

Equipo de Análisis

Silvia Mendoza
smendoza@ratingspcr.com

Juan Fernando Díaz
jfdiaz@ratingspcr.com

(502) 6635-2166

HISTORIAL DE CALIFICACIONES

Fecha de información	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Fecha de comité	11/04/2014	28/04/2015	26/04/2016	26/04/2017	24/04/2018
Programa A de emisiones de bonos estandarizados	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA
Serie A1	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA
Serie A2	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA
Serie A4		CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA
Serie A5		CRAAA	CRAAA	CRAAA	CRAAA
Serie A6					CRAAA
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la Calificación

Categoría AAA: Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos "-" indica un nivel mayor de riesgo. Con el propósito de diferenciar las calificaciones domésticas de las internacionales, se ha agregado una (CR) a la calificación para indicar que se refiere sólo a emisores/emisiones de carácter doméstico.

"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos. PCR considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."

"La opinión del Consejo de Calificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes".

PCR otorgó por primera vez calificación a RECOPE en diciembre 2012 con información financiera a septiembre 2012. La metodología de calificación utilizada por PCR fue autorizada por SUGEVAL en marzo de 2018. La presente calificación no presentó ninguna apelación por parte de la entidad calificada.

Racionalidad

En Comité Ordinario de calificación de riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la calificación de "AAA" con perspectiva "Estable", al Programa "A" de Emisiones de Bonos Estandarizados de la Refinadora Costarricense de Petróleo S.A.

La calificación se fundamenta en la alta capacidad de pago del emisor debido al respaldo del Gobierno de Costa Rica como su único accionista, así como por sus adecuados niveles de liquidez. A la fecha de análisis, se observaron resultados positivos en las utilidades del ejercicio, a partir de un mayor ingreso por ventas que incidió en la mejora de la rentabilidad anualizada. Por su parte, los indicadores de cobertura sobre la deuda se consideran adecuados, teniendo en cuenta además la creación de un fondo de amortización para el pago de los bonos.

Perspectiva

Estable

Resumen Ejecutivo

La calificación de riesgo asignada a RECOPE se sustenta en los siguientes fundamentos.

- **Posición patrimonial.** El patrimonio total de RECOPE aumentó 5.1% interanualmente, dado los mejores resultados del ejercicio que contribuyeron a un mayor superávit acumulado. De esta forma se cumplió con el requerimiento de la Superintendencia General de Valores en relación a mantener una razón de pasivos sobre el capital social, reservas patrimoniales y reservas por revaluación y donación no mayor a 4 veces, obteniendo un ratio de 0.93 veces, mayor en 0.24 veces al año anterior dado el aumento en pasivos por cuentas por pagar transitorias.
- **Respaldo del Gobierno de Costa Rica como único accionista.** El estatus de exclusividad en la administración de la importación, distribución, refinación y venta a granel de petróleo y sus derivados, brinda estabilidad a los ingresos de RECOPE. Adicionalmente, la relación directa que se mantiene con el Estado de Costa Rica se considera un soporte significativo, aunque ello conlleve una mayor exposición al riesgo por la injerencia política y la fijación de precios del combustible por el mismo Gobierno.
- **Niveles de liquidez.** Al cierre de 2017, se registró una razón circulante de 1.52 veces, siendo menor interanualmente (diciembre 2016: 1.79 veces), resultado de mayores impuestos y cuentas por pagar por embarques en bahía. No obstante, su efectivo registró un aumento de 149.5%, dada una variación neta en el efectivo positiva por ₡60,635 millones, siendo este nivel de efectivo significativamente mayor al flujo de diciembre 2016, en donde se registró una entrada de dinero por ₡3,879.1 millones. Lo anterior indica un nivel suficiente de activos líquidos respecto a los compromisos de corto plazo.
- **Mejoras en márgenes de rentabilidad.** A la fecha de estudio, RECOPE registró una utilidad de operación por el orden de ₡46,129.1 millones (+668.6%), como consecuencia del incremento en ventas (+18.2%); resultado principalmente por el ajuste en los precios de ventas congruente con el alza en el precio de importación del petróleo y sus derivados. Por lo tanto, se registró una utilidad neta por ₡29,762.1 millones comprando favorablemente ante la pérdida registrada durante el cierre de 2016. Lo anterior, incidió favorablemente en sus métricas de rentabilidad, obteniendo así un ROA de 2.9% y un ROE de 4.9% (ROA: -1.0% y ROE: -1.5% en diciembre 2016).
- **Mejora en cobertura sobre deuda financiera.** La capacidad para cumplir con los compromisos financieros presentó una mejora dado el mayor margen bruto en operación. En este sentido, el EBITDA cubrió 0.62 veces la deuda financiera contraída. Adicionalmente, se observó un adecuado nivel de apalancamiento medido por la deuda financiera sobre el EBITDA, que fue de 1.62 veces, (diciembre 2016: 3.84 veces), considerando además la aprobación de la propuesta de conformación de un fondo para pagos de bonos emitidos por RECOPE en el Programa A, que fue autorizado por la SUGEVAL.

Características de los instrumentos

La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, mediante oficio J.D 5531/04/04, del 23 de enero de 2012, dispuso en firme "emitir dictamen positivo a la solicitud de endeudamiento de la Refinería Costarricense de Petróleo por medio de una emisión de bonos estandarizados en el mercado nacional por un monto de US\$ 200 millones o su equivalente en moneda nacional, para que sean dedicados al desarrollo de proyectos de inversión en Ampliación y optimización de "tancaje" y Obras de mejoramiento portuarias".

CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL PROGRAMA A DE EMISIONES DE BONOS ESTANDARIZADOS

Clase de Instrumento	Bonos
Nombre del Programa	Programa A de emisiones de bonos estandarizados
Monto total del programa y moneda	US\$ 200,000,000.00 (dólares moneda del curso legal de EEUU)
Series y plazos del programa	El nombre de las series y el plazo de las mismas se definirán previo a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante
Moneda de las emisiones	Las series del Programa A podrán se emitieron en colones o en dólares moneda del curso legal de EEUU
Monto de cada emisión	A definirse previo a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante
Fecha de emisión y de vencimiento	A definirse previo a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante
Denominación o valor facial	US\$ 1,000 (Mil dólares) y ₡ 1,000,000 (Un millón de colones), para las emisiones en dólares y colones respectivamente
Tasa de interés bruta	A definirse previo a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante
Tasa de interés neta	Tasa Bruta menos Impuesto sobre la renta vigente aplicable a los intereses.
Opción redención anticipada	Se definirá previo a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante, si la serie tiene una opción de redención anticipada y la fecha a partir de la cual se puede ejecutar la opción de redención anticipada
Factor de cálculo	30/360

Periodicidad	A definirse previos a la colocación mediante Comunicado de Hecho Relevante
Amortización del Principal	Al vencimiento
Forma de representación	Anotación electrónica en cuenta
Ley de circulación	A la orden
Forma de colocación	Contratos de aseguramiento en firme o en garantía, por ventanilla y subasta por bolsa

Fuente: RECOPE S.A. / **Elaboración:** PCR

Las condiciones específicas de cada una de las series colocadas son las siguientes:

CONDICIONES ESPECÍFICAS DE LAS SERIES					
CARACTERÍSTICAS	SERIE A1	SERIE A2	SERIE A4	SERIE A5	SERIE A6
Monto de Serie	50 millones	50 millones	40 millones	20 mil millones	12 mil millones
Moneda	Dólares	Dólares	Dólares	Colones	Colones
Plazo (años)	10	15	15	10	10
Tasa de interés facial anual	5.98%	6.36%	7.07%	11.96%	9.95%
Tipo de interés	Fija	Fija	Fija	Fija	Fija
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral

Fuente: RECOPE S.A. / **Elaboración:** PCR

Los recursos provenientes de la emisión son aplicados al financiamiento de un programa de inversión, compuesto por dos subprogramas que contienen los proyectos de inversión pública: Ampliación y optimización de la capacidad de almacenamiento y Ampliación de la Terminal Portuaria Petrolera Atlántico.

DISTRIBUCIÓN DE RECURSOS	
Proyecto	US\$ millones
Esfera YT-7711 y seis Recipientes Cilíndricos Horizontales de GLP	22.6
Ampliación del Terminal Portuario Petrolero del Atlántico	102.9
Tres tanques para complementar la ampliación del terminal petrolero	43.2
Ocho tanques divididos en El Alto, La Garita y Barranca	35.0
Dos tanques de asfalto y búnker para ventas en Moín	14.9
TOTAL	218.7

Fuente: RECOPE S.A. / **Elaboración:** PCR

Análisis del contexto económico

La actividad económica mundial continúa recuperándose paulatinamente, donde según proyecciones por parte del Fondo Monetario Internacional el 2017 cerraría con un crecimiento del 3.6% y se espera un crecimiento levemente más dinámico del 3.7% para el 2018. Para el caso de América Latina, se estima que la recuperación se fortalezca y el crecimiento sea de 1.9% en el 2018. Como resultado de las mejoras en la economía mexicana y centroamericana, que se espera beneficien de una mayor demanda estadounidense, asimismo se proyecta un mayor crecimiento en las económicas sudamericanas a excepción de Venezuela.

Para el caso específico de Costa Rica, se estima que la economía creció 3.2% al cierre de 2017, menor en 0.6% al estimado inicialmente, esta revisión a la baja esta explicado por la menor demanda interna sobre todo por una contracción en la inversión privada (construcción). Donde el crecimiento de la actividad económica para el 2017 se derivó del dinamismo en las industrias de servicios y manufactura. Asimismo, según previsiones del Banco Central se espera un crecimiento económico para Costa Rica del 3.6% para el 2018 y 3.9% para el 2019.

En cuanto a las finanzas públicas se refiere, datos preliminares para el cierre de 2017 indican que el déficit financiero del Gobierno Central fue de 6.2% del PIB, superior en 0.9% al registrado en 2016. Esto es resultado del mayor crecimiento del gasto total (+9.1%) respecto a la recaudación tributaria (+5.3%). Sin embargo, el déficit primario, el cual excluye el servicio de intereses, fue de 3.1% del PIB a diciembre del 2017, en donde la expansión del gasto gubernamental respondió a la aceleración de las transferencias corrientes y las remuneraciones. Además, este se ve afectado por el incremento en el pago de intereses, en especial de la deuda interna, lo que evidencia las consecuencias de la tendencia creciente de la razón de deuda a producto.

El aumento en el déficit fiscal y la razón de deuda pública a PIB, representan un mayor riesgo para preservar la estabilidad macroeconómica del país e incide directamente en la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado y en la trayectoria de los macroprecios. Dada esta situación es urgente la búsqueda de medidas que solucione el problema estructural de las finanzas públicas, ya que esta condición tiene efectos directos y negativos sobre el crecimiento económico y los flujos de inversión.

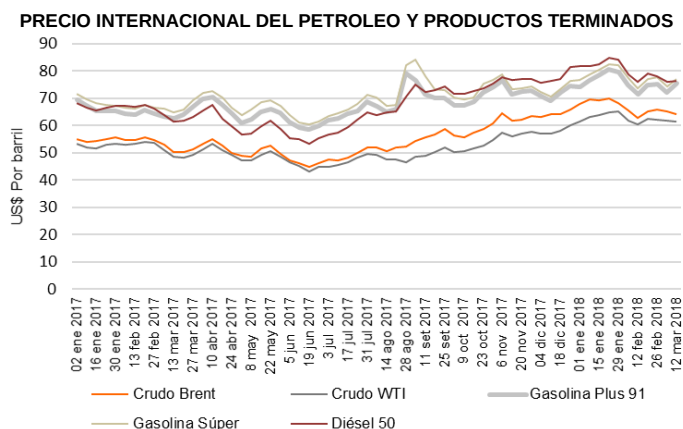
Análisis sectorial

El 30 de noviembre del 2017, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros once importantes países productores, incluidos Rusia y México, decidieron, prorrogar el acuerdo sobre recortes a la producción donde se acuerda prolongar esta situación hasta el 31 de diciembre 2018 con el objetivo de tener una mayor estabilidad en los precios e impulsar el mercado petrolero.

Por su parte, los inventarios de crudo de Estados Unidos habían estado presentando una disminución, no obstante, a febrero del 2018 los inventarios presentaron un aumento en 5.1 millones en relación con el mes pasado. Donde según pronósticos de la Administración de Información de Energía prevé que la producción de petróleo crecerá de 1.26 millones de barriles por día a 10.59 millones en el 2018. Lo anterior ha compensado el impacto de los recortes de la OPEP y las interrupciones en la producción de petróleo, que se mantienen elevadas, ante la persistencia de los conflictos geopolíticos en las regiones productoras de Medio Oriente y África.

Adicionalmente, Estados Unidos busca ser el suministro de petróleo en toda la región del Caribe, a partir de las sanciones petroleras de EEUU contra Venezuela el cual tenía acuerdos de cooperación establecidos para garantizar el suministro de crudo.

Para el 12 de marzo del 2018, el precio del crudo WTI fue de US\$61.3 por barril, reflejando un aumento del 26.4% respecto a su precio en marzo del 2017. A su vez, el crudo Brent (DB) y la gasolina RON también registraron subidas similares, ubicándose en US\$64.1 y US\$75.4 por barril respectivamente. Estos precios habían reflejado caídas abruptas desde 2014, no obstante, a partir de junio del 2017 se evidencia una recuperación en los precios internacionales del petróleo y productos terminados. Donde el incremento en la cotización de esta materia prima en los mercados internacionales obedeció a los efectos de mayor demanda global de crudo, por expectativas de mayor crecimiento mundial.



Fuente: EIA (U.S. Energy Information Administration) / Elaboración: PCR

Costa Rica no desarrolla actividades de upstream (exploración y explotación petrolera) debido a, entre otras cosas, una moratoria decretada por el gobierno en años anteriores, por lo que debe importar la totalidad de combustibles y/o materias primas sujetos a los precios internacionales de los mismos (petróleo, gas natural, gasolina refinada, etc.). El consumo de hidrocarburos se utiliza principalmente para el sector transporte, seguido del sector industria.

Según BCCR¹, la factura petrolera ascendió a USD 1.370,8 millones al cierre de 2017, superior en 27,9% respecto al año previo (-12,2% en 2016), consecuente con el aumento de 8,0% en la cantidad y del incremento en 18,4% del precio por barril de los hidrocarburos, lo que implicó una mayor participación relativa de la factura petrolera dentro del total de importaciones (diciembre 2017 8.6%).

La gran dependencia de los hidrocarburos en Costa Rica aunado a la alta volatilidad del precio del petróleo y sus derivados, con los agravantes de los eventos geopolíticos derivados de conflictos internos y externos de importantes países productores de petróleo, son los principales motivos para la creación del plan energético del país. Dentro de este plan se incluye la modernización y renovación de la refinería actual, así como los dispositivos de almacenamiento de combustibles, oleoductos y puertos.

¹ Programa Macroeconómico 2017-2018 (BCCR)

Las economías en vías de desarrollo, entre ellas Costa Rica, exploran sustituir una parte del consumo de hidrocarburos al diversificar la matriz energética con biocombustibles y así como el GNL que se caracterizan por ser más amigables con el ambiente. Ello mediante la producción de productos más limpios con reducidos niveles de azufre, aromáticos y otros componentes.

Estructura del sector

La industria de hidrocarburos en Costa Rica se encuentra dividida en seis subsectores: (i) Importación de petróleo y combustibles; (ii) Refinación y Mezclado; (iii) Transporte a Granel (oleoductos); (iv) Ventas a Granel; (v) Transporte al detalle y (vi) Ventas al detalle.

RECOPE desarrolla las actividades relacionadas con:

- i- Importación de Petróleo y combustibles. RECOPE pasó de un esquema de contratos con empresas estatales de países productores a un esquema de compra, por medio del mecanismo de concurso internacional anual (licitaciones).
- ii- Refinación y Mezclado. Industrialización del Petróleo Crudo y Gas Natural (a partir del 2018) para convertirlo en combustibles refinados para uso comercial y doméstico.
- iii- Transporte a Granel. A través de los oleoductos, se transportan los combustibles desde el puerto de Limón en el mar Caribe hasta la meseta central y el pacífico a diferentes planteles para su almacenamiento.
- iv- Ventas a Granel. Desde los planteles de almacenamiento se venden los combustibles al detalle a transportistas privados para proveerles combustible a las estaciones de servicio o planteles de maquinaria y transporte privado.

El Sector Privado desarrolla las actividades relacionadas con:

- v- Transporte al detalle. Consiste en la distribución de los combustibles desde los depósitos de almacenamiento de RECOPE hasta las diferentes estaciones de servicio o planteles de maquinaria y transporte privado.
- vi- Ventas al Detalle. Consiste en la venta al detalle de combustibles por medio de estaciones de servicio.

Sobre los precios de los combustibles al detalle, éstos están regulados y son fijados periódicamente por la Autoridad Reguladora de Servicios Públicos (ARESEP) de acuerdo con los criterios, las metodologías y los modelos económicos establecidos en la Ley y su Reglamento (Capítulo IV, Reglamento Sectorial del Suministro de Combustibles Derivados de Hidrocarburos). Para finales de 2015, RECOPE cuenta con una nueva metodología de precios (RJD-230-2015).

Actividades involucradas en la provisión de hidrocarburos

Dentro de las actividades que desempeñan los agentes del sector de hidrocarburos, se distinguen aquellas que tienen carácter físico como la importación del crudo o combustibles terminados, refinación, transporte a granel y almacenamiento, por parte de RECOPE; la venta y distribución al detalle, por parte de los agentes privados; hasta su consumo por parte del usuario final.

Importación de Combustibles y/o Materias Primas: RECOPE es el encargado único de importar, planificar, operar el muelle petrolero, gestionar y ejecutar contratos de compra de petróleo, gas y derivados de ambos. Así mismo se encarga del pago de los costos de éstos de acuerdo a las condiciones contractuales establecidas en los diferentes convenios con países y/o empresas proveedoras de estos bienes. En esta actividad no es posible introducir competencia debido a las facultades que le da la Ley No.7356 a RECOPE para estos efectos. Gracias a la característica de que la cantidad consumida de los combustibles permanece en crecimiento, a pesar del aumento de los precios de estos, es posible estimar proyectar adecuadamente el abastecimiento y gestionar una adecuada distribución de los hidrocarburos basados en los datos de consumo recientes. Esto le permite a RECOPE proyectar adecuadamente los flujos de caja relacionados con los pagos a proveedores. Sin embargo, siempre existe la volatilidad del precio de los hidrocarburos por lo que siempre es un factor determinante de riesgo.

En lo que se refiere a los costos de importación de combustibles y/o materias primas, estos representan entre un 43.1% y un 79.2% del precio al consumidor. Esta estructura es amplia ya que se manejan estructuras diferentes por producto, sin embargo, en el caso de gasolina y diesel los costos de importación representan entre el 43.1% y 51.7%. En este sentido, por conveniencia y seguridad nacional, RECOPE está en la obligación de buscar condiciones y acuerdos con diferentes proveedores de hidrocarburos con el objeto de reducir este rubro fundamental en el precio, considerando las relaciones estratégicas que establezca Costa Rica en una circunstancia determinada.

RECOPE cambió su esquema de abastecimiento de petróleo y combustibles terminados, pasando de una serie de contratos anuales para abastecimiento de materias primas y combustibles específicos, a un mecanismo de subasta

de corto plazo entre varios proveedores internacionales, que pueden facilitar el envío a corto plazo del producto requerido en cantidades, calidades y precio, independientemente del país o región de producción.

Al cierre de 2017, de los productos importados se destacó el diésel con un volumen total importado de 8,081,679 barriles, equivalente al 37.7% de las compras totales. El 19.5% (4,171,082 barriles) y 18.0% (3,860,054 barriles) de las importaciones se concentraron en gasolina ron importada y gasolina ron gravada respectivamente.

Refinación y/o Mezclado: En la actualidad, RECOPE no está refinando los combustibles que se comercializan en el territorio costarricense. Se considera que las instalaciones actuales son inadecuadas para la producción de forma económica y segura. Tanto la capacidad como la configuración de la refinería deben someterse a procesos de construcción y modernización radicales para adecuarlas a las necesidades del país.

Para ello, en 2008 RECOPE había firmado un acuerdo de asociación con la empresa China National Petroleum Corporation (CNPC), mediante el cual se creó una Sociedad con el único propósito de desarrollar el Proyecto de Ampliación y Modernización de la Refinería Moín, la cual se denominó SORESCO, S.A. Sin embargo, en 2013 luego de la elaboración y aprobación de un estudio de factibilidad, la Contraloría General de la República formuló una serie de objeciones de índole económica y técnica que evitó la utilización de dicho estudio a RECOPE. Por lo tanto, luego de diversas gestiones para dar fin a tal situación, la actual (2016) Junta Directiva de RECOPE decidió terminar el Acuerdo y disolver y liquidar SORESCO, S.A.

Ventas a Granel y Almacenamiento: Para poder lograr suplir una demanda de hasta 60 días, RECOPE esta adecuando sus instalaciones para aumentar y renovar tanques de almacenamiento de combustibles y gas, para lo cual se deberán hacer inversiones por un total de US\$385 millones en todos los planteles, de los cuales US\$160 millones son para almacenamiento estratégico. El proyecto de Refinería contempla un patio de tanques no considerado en estas cifras. La inversión se planteó con el 2012 como año de inicio y actualmente el Sistema de Almacenamiento de Gas se encuentra en su etapa final de construcción, la obra tiene un avance físico de un 90%.

Transporte a Granel: En términos generales, la condición de los oleoductos y las estaciones de bombeo es excelente y con los inconvenientes normales del mantenimiento de las líneas de 6 pulgadas expuestas y del Poliducto Limón-La Garita de 12". RECOPE considera adecuada la infraestructura para la demanda próxima futura.

Actividades del Sector Privado

Transporte al Detalle: A finales del 2013, Costa Rica contaba con un total de 640 camiones transportadores de combustibles (cisternas). Todas las cisternas deberán tener una autorización especial emitida por el Ministerio de Ambiente, Energía y Telecomunicaciones (MINAE) para poder circular por las rutas del país.

Ventas al Detalle: Al primer semestre del 2014, Costa Rica contaba con un total aproximado de 346 estaciones de servicios en todo el país. Todas las estaciones funcionan mediante una concesión que debe ser otorgada por el Ministerio de Ambiente, Energía y Telecomunicaciones (MINAE).

Reseña del emisor

RECOPE se constituyó originalmente, mediante escritura pública, como una sociedad anónima de capital privado el 16 de mayo de 1961. Posteriormente, en 1963 la Asamblea Legislativa aprobó el contrato de Protección y Desarrollo Industrial, con lo cual RECOPE se convirtió en la primera industria nacional dedicada a la refinación y producción de combustibles derivados del petróleo.

En 1974, se negoció la venta de RECOPE al Gobierno de Costa Rica con la transnacional Allied Chemical, propietaria de la mayoría del capital social. Dicha venta, se concretó con la aprobación de la Ley No.5508.

La actividad económica principal de RECOPE consiste en refinar, transportar y comercializar a granel el petróleo y sus derivados; mantener y desarrollar las instalaciones necesarias para ello y ejercer, según corresponda -previa autorización de la Contraloría- los planes de desarrollo del sector energía, conforme al Plan Nacional de Desarrollo.

En 1975, por Decreto Ejecutivo, se nacionalizó la distribución de combustible y se prohibió a RECOPE la venta de combustible al detalle, por lo que las estaciones de servicio pasaron a manos privadas.

En 1993, se aprobó la Ley No.7356 "Ley del Monopolio", mediante la cual se le otorgó a la Empresa, la administración de la importación, refinación y distribución al mayoreo de petróleo crudo y sus derivados. El año siguiente, se autorizó a RECOPE a participar de forma individual o bajo titularidad compartida, en las licitaciones para la exploración y explotación de hidrocarburos.

Para el año de 1998, se inició la construcción de la Primera Fase del Proyecto de Ampliación y Modernización de la Refinería; con la cual, la capacidad de refinación aumentó de 15,000 barriles por día a 25,000 barriles diarios. Dicho proyecto fue financiado parcialmente con un préstamo otorgado por el Instituto de Crédito Oficial del Gobierno de España. El proyecto entró en operación en 2001.

En el 2008, RECOPE firmó un Acuerdo de Empresa Conjunta con la empresa China National Petroleum Corporation International (CNPCI), con el objeto de construir una refinería de alta conversión con una capacidad de 60,000 barriles por día. Dos años después, se construyó un tanque de almacenamiento de crudo liviano, el cual se transformó posteriormente para diésel bajo en azufre (en Moín) destinado al proceso de refinación, con una capacidad nominal de 216,055 barriles (el más grande del país). Durante el período 2010-2011 entraron en operación 348,885 barriles (excluyendo el anteriormente mencionado) financiados con generación de recursos propios.

En 2011, RECOPE comenzó el desarrollo de un proyecto de ampliación de la red de tanques para mejorar la capacidad del producto terminado en centros de distribución y de almacenamiento, lo cual incrementaría entre 2012 y 2014 en 816,410 barriles la capacidad de almacenamiento de combustibles (655,406 barriles de productos limpios).

En 2012 entró en operación el plantel de ventas en el Aeropuerto Internacional Juan Santamaría. Al 2014 comenzó a operar el plantel de ventas en el Aeropuerto Internacional Daniel Oduber (Liberia).

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, consideramos que Refinadora Costarricense de Petróleo, S.A. tiene un nivel de desempeño  ptimo² respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. La empresa realizó un proceso formal de identificación de sus grupos de interés. Producto de este proceso, se han llevado a cabo algunas acciones de participación con sus grupos de interés. Con los cuales se ha trabajado en la identificación de grupos por tema, entre ellos los consumidores de LPG que tuvieron una acción activa en medio de prensa, durante la discusión sobre los alcances de la política sectorial de diferenciación de precios para el bunker, el LPG y el Asfalto. También se mantiene un programa de dialogo permanente con las comunidades aledañas a instalaciones de RECOPE, con reuniones periódicas en la que participan las municipalidades, grupos locales y fuerzas vivas.

Así mismo la empresa realiza acciones orientadas a promover la eficiencia energética, optimización de recursos naturales y reciclaje, a partir de un programa llamando "Bandera azul ecológica" utilizado en todas las instalaciones de la empresa. Además de realizar acciones de optimización de los recursos naturales, la empresa también realiza la evaluación ambiental de sus proveedores. Por otro lado, la institución fue objeto de sanción, dado a que no se entregó en tiempo un informe de regencia ambiental, el cual consistía en ejecutar un plan de gestión socio ambiental en el entorno del proyecto.

Con relación al aspecto social, RECOPE cuenta con las políticas de igualdad de oportunidades para personas con discapacidad y política de igualdad y de no discriminación, mediante la cual promueven la igualdad de oportunidades para sus trabajadores. Por otro lado, RECOPE otorga todos los beneficios de ley a sus trabajadores y familiares. Así mismo, cuenta con un código de  tica aprobado por acuerdo de Junta Directiva de RECOPE el 1 de diciembre de 2005. Finalmente, la empresa cuenta con programas de participación en la comunidad, tales como limpieza de playas, capacitaciones de comunidades en manejo de residuos, ferias, acciones lúdicas de recreación ambiental. También trabajan con una compensación social, que tiene tres pilares fundamentales, que sea sobre toda la colectividad, que sea en beneficio del mayor número de personas y que no sustituya las funciones del estado con total transparencia.

² Categoría RSE2 en una escala de 6 niveles, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima.



Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, consideramos que Refinadora Costarricense de Petróleo, S.A. tiene un nivel de desempeño óptimo³ respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Refinadora Costarricense de Petróleo, S.A. es una empresa pública constituida como sociedad anónima. Por consiguiente, su giro comercial son las disposiciones establecidas en el Código de Comercio respecto de las sociedades mercantiles y, en concreto para las sociedades anónimas, así como su pacto constitutivo y la Ley General de la Administración Pública y demás disposiciones afines en tanto empresa pública. RECOPE está confirmada por un órgano deliberado: que es el Consejo de Gobierno; de conformidad con la Ley N° 5508, del 17 abril de 1974, la totalidad de acciones de RECOPE, le pertenecen al Gobierno de Costa Rica y por un Órgano de administración: que es la Junta Directiva, como órgano superior jerárquico colegiado en materia de Gobierno.

El capital social de la compañía ascendió a ₡200,103 millones representado por 30,000 acciones comunes y nominativas con un valor nominal de ₡6.67 millones cada una. Las facultades de la Junta Directiva están reguladas por el Reglamento del Directorio aprobado por la Junta Directiva RECOPE S.A. durante el año 2016. La Junta Directiva está conformada por siete (7) miembros, la siguiente tabla muestra a los miembros actuales para el año 2017, pudiéndose observar detalles sobre su cargo, formación profesional y experiencia.

MIEMBROS DE JUNTA DIRECTIVA			
NOMBRE	CARGO	PROFESIÓN	EXPERIENCIA
Sara Salazar Badilla	Presidente	Ingeniera Civil, Máster en Administración de Empresas	25 años
Irene Cañas Díaz	Vicepresidente	Ingeniera Civil	34 años
Mireya Romero Gómez	Secretaria	Ingeniera Civil	18 años
Mayela Quesada Ramírez	Tesorero	Abogado	2 años
Alberto Bravo Mora	Vocal I	Administrador de Empresas y Técnico en Administración de Salud Ocupacional	3 años
Roberto Leiva Pacheco	Vocal 2	Abogado	10 años
Alejandro Muñoz Villalobos	Vocal 3	Economista y Educador	13 años

Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

La Ley General de la Administración Pública (LGAP), establece que la Junta Directiva sesiona ordinariamente al menos una vez por semana y extraordinariamente cuando lo convoque el presidente, para los temas del artículo 147 de la Constitución Política y 29 de la LGAP. Por su parte el pacto constitutivo de RECOPE S.A. en su cláusula octava denominada "Asambleas" dispone que: "Los accionistas se reunirán anualmente en asamblea general ordinaria dentro de los tres meses siguientes a la finalización del año económico para así: a) discutir y resolver sobre los resultados del ejercicio anual que presentan los administradores y tomar sobre él las medidas que juzgue oportunas. b) acordar la distribución de las utilidades por igual entre cada acción. c)

³ Categoría GC2 en una escala de 6 niveles, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima.

nombrar y remover cuando proceda los administradores de la sociedad, así como el fiscal. Para efectos de nombrar miembros de la Junta Directiva se estará a lo dispuesto en la indicada ley número cincuenta y cinco cero ocho. Extraordinariamente se reunirán los accionistas cuando sean convocados por el Presidente o en su defecto por el secretario de la Junta Directiva, para conocer de los puntos específicos enunciados en la convocatoria respectiva.” Sin embargo, durante el año 2017, el Consejo de Gobierno no sesionó como Junta General de Accionistas de RECOPE.

La empresa elabora sus EEFF de acuerdo a las NIIF emitidas por el IASB, siendo auditados por una empresa de reconocido prestigio. Por otro lado, se verificó que la empresa cuenta con una política de gestión de riesgos y una política de información. Así mismo, se verificó que los EEFF auditados no presentaran salvedades por parte del auditor externo. Finalmente, la empresa durante el 2017 se aprobó su código de gobierno corporativo el cual se encuentra disponible en su sitio web.

Marco Regulatorio

RECOPE operó en Costa Rica a partir de su creación en los años 60 como una compañía privada de capital estadounidense, para la refinación de combustibles a partir del petróleo, cuyo principal accionista era ATICO S.A., subsidiaria de Allied Chemical Corporation.

La Empresa se convierte en 100% propiedad del Estado Costarricense mediante el acuerdo de ley 5508 del 17 de abril de 1974, traspasando la totalidad de las acciones pertenecientes a ATICO S.A. y a Allied Chemical Corporation, además de todas las prendas sobre acciones y demás garantías derechos a favor del Estado Costarricense por un valor simbólico de US\$1.00; quedando el Estado Costarricense obligado a asumir todas las deudas que RECOPE poseía al momento del traspaso.

A partir de ese momento RECOPE empezó a funcionar en Costa Rica como único proveedor nacional de combustibles e hidrocarburos a nivel mayorista, y con funciones y potestades ad-hoc de empresa para-estatal o institución autónoma.

Posteriormente, mediante la Ley 6588 del 30 de julio de 1981, se creó la Ley que Regula a la Refinadora Costarricense de Petróleo, dándole rango de Institución Autónoma Estatal con independencia de funciones y presupuestos.

Con la publicación de la Ley 7356 del 6 de setiembre de 1993 se le asignó a RECOPE todas las potestades de Importación, Refinación y Distribución de Petróleo, Combustibles, Asfaltos y Naftas en forma monopolística a favor del Estado y en consecuencia de la Ley 7339.

Finalmente, mediante la Ley 7339 y la Constitución Política de Costa Rica en el artículo 6, El Estado Costarricense declaró el dominio absoluto, inalienable e imprescriptible sobre las fuentes y depósitos de petróleo en territorio Nacional, continental y marítimo. Aquí se facultó al Ministerio de Recursos Naturales, Energía y Minas el poder y la discrecionalidad para la administración de las fuentes de hidrocarburos que hubiese en el territorio nacional, así como la administración de la energía proveniente de esas fuentes aun siendo estas importadas.

RECOPE se ve afectada por la Ley 7494 para la contratación de bienes y servicios que requiera, y como tal, está sujeta a las normas y regulaciones emanadas en materia de contratación administrativa por la Contraloría General de la República de Costa Rica. Esta ley no le impide a RECOPE firmar acuerdos de consorcio entre empresas estatales de gobiernos amigos., como ha sido el caso del acuerdo con la empresa estatal China CNPCI.

Pese a ser una empresa pública del Gobierno de Costa Rica, esto no la exime del pago del impuesto sobre la renta; solamente del impuesto sobre las ventas de las materias primas que se utilizan para la elaboración de productos como emulsión asfáltica. **Mecanismos de Regulación de Precios en el sector de Hidrocarburos:**

En cuanto a los precios finales de los hidrocarburos, éstos están completamente regulados por la ARESEP. Mediante la Ley de la Autoridad Reguladora de los Servicios Públicos, número 7593, del 5 de setiembre de 1996, se le da la potestad a la ARESEP de poner los precios finales de los hidrocarburos para el consumidor final; fijar los márgenes de intermediación, y establecer los mecanismos de ajuste de precios mediante una serie de metodologías basadas en el concepto de paridad de importación, donde se consideran entre otros, el comportamiento de cada derivado del petróleo mediante precios de referencias en mercados marcadores como la costa del Golfo de México, la variación del dólar frente a la moneda nacional y el margen porcentual.

Hechos relevantes

- En noviembre del 2017, el Código de Gobierno Corporativo de RECOPE fue aprobado y publicado.
- Dado a que a partir de diciembre del 2022 se deben de empezar a realizar los pagos de los bonos de los títulos valores emitidos por RECOPE y con el fin de buscar provisionar este desembolso para disponer de los recursos necesarios, la institución procedió a crear un Fondo. Este fondo fue

autorizado por la Junta Directiva, según el artículo 6 de la sesión ordinaria celebrada el 189 de diciembre 2017 y con el oficio GG-1116-2017. Este mismo fue comunicado por medio del oficio JD-0274-2017 y autorizado por SUGEVAL, según oficio SGV-R-2702 del 27 agosto 2012. Esta trata de una propuesta para la conformación de un fondo para pagos de bonos el cual establece la autorización de un Fondo para la Amortización de bonos emitidos por Recope del Programa A, cuyo monto inicial es de \$9.175 millones y el cual anualmente se destinará un monto que será determinado de acuerdo a las condiciones financieras y económicas.

Estrategia y Operaciones

Estrategia

RECOPE cuenta con un Mapa Estratégico para el periodo de 2016-2021, el cual busca lograr un desarrollo sostenible garantizando un equilibrio en sus logros de objetivos de corto y largo plazo, por el cual propone determinar objetivos, indicadores y metas claras.

Donde sus objetivos Estratégicos son los siguientes:

1. Garantizar la seguridad energética en materia de combustibles, asfaltos y naftas con productos de alta calidad que satisfagan las necesidades de los consumidores y contribuyan a mejorar la salud pública y cuidado del ambiente.
2. Garantizar la satisfacción de las expectativas y requerimientos de los clientes directos, indirectos y beneficiarios.
3. Garantizar la sostenibilidad financiera para cumplir con la Misión y Visión de la Empresa.
4. Contar con el apoyo y reconocimiento de los actores clave sobre la importancia de RECOPE en el entorno nacional, para cumplir con la Misión y Visión de la Empresa.
5. Garantizar procesos y sistemas simples y efectivos para lograr una organización modelo de excelencia.
6. Contar con el capital humano idóneo, que posea las competencias para cumplir con la Misión y alcanzar la Visión Empresarial, propiciando el clima laboral para un desempeño óptimo.

Así mismo busca alcanzar resultados bajo las siguientes perspectivas

- Perspectiva de responsabilidad social
- Perspectiva de cliente/mercado
- Perspectiva financiera
- Perspectiva política
- Perspectiva de procesos y sistemas
- Perspectiva formación y crecimiento

Operaciones

El giro del negocio de RECOPE se encuentra definido en el artículo 6 de la Ley 6588, que establece:

“Los objetivos de la Refinadora Costarricense de Petróleo, S. A. son los siguientes: refinar, transportar, comercializar a granel el petróleo y sus derivados; mantener y desarrollar las instalaciones necesarias para ello y ejercer, en lo que le corresponda -previa autorización de la Contraloría- los planes de desarrollo del sector energía, conforme al Plan Nacional de Desarrollo”.

Adicionalmente, con la aprobación de la Ley No.7399 “Ley de Hidrocarburos” se permite a RECOPE “...participar, individualmente o en titularidad compartida, en las licitaciones que promueva la Dirección General de Hidrocarburos, para la exploración y la explotación de los hidrocarburos, de conformidad con las disposiciones de la Ley de Hidrocarburos”.

Del Decreto Ejecutivo No. 14874-MIEM “Reglamento a la Ley No. 6588”, publicado el 14 de octubre de 1983, sobresalen los siguientes dos puntos:

- Los productos expendidos por RECOPE deben cumplir las normas de calidad que fije el Poder Ejecutivo mediante decreto.
- Se autoriza a RECOPE comercializar petróleo y sus derivados en el exterior, siempre que el abastecimiento nacional esté garantizado, y que fije las condiciones de venta de acuerdo con los mercados internacionales.

Con la aprobación de la Ley No. 7356 “Monopolio en favor del Estado para la Importación, Refinación y Distribución al Mayoreo de Petróleo Crudo, sus Combustibles Derivados, Asfaltos y Naftas”, publicada el 6 de setiembre de 1993, se le otorga a RECOPE nuevas responsabilidades, debido a que se le concede la administración del monopolio

estatal de la importación, refinación y distribución al mayoreo de petróleo crudo y sus derivados, que comprenden combustibles, asfaltos y naftas para satisfacer la demanda nacional".

En la actualidad existen iniciativas en la Asamblea Legislativa tendientes a modificar el artículo 6 de la Ley 6588; para que RECOPE pueda incursionar en la investigación de fuentes alternativas como hidrógeno y otras. Esto acorde a los Planes de Desarrollo Nacional y del Plan Nacional de Energía que busca contribuir en la mitigación del efecto invernadero y lograr que Costa Rica cumpla la meta de carbono neutral.

Producción y Almacenamiento

Productos

Los productos comercializados por RECOPE son los siguientes:

Gasolinas: las gasolinas son una mezcla de hidrocarburos con propiedades de volatilidad y octanaje: La gasolina Plus de 91 octanos y la gasolina Súper de 95 octanos. A partir de setiembre de 2017 se están distribuyendo gasolinas que cumplen con la norma Euro IV.

Diésel: Es una mezcla de hidrocarburos que se obtiene de la destilación fraccionada del petróleo a una temperatura entre 250°C y 350°C a presión atmosférica. La norma vigente en el país obliga a vender un diésel con no más de 50 partes por millón de azufre.

Jet A-1: Es un combustible con buenas características de combustión y alto contenido energético, y su uso principal es en motores de turbina utilizados por el transporte aéreo.

Gas Licuado de Petróleo (GLP): es una mezcla de gases de hidrocarburos livianos, licuados por presión, procedentes de la refinación del petróleo. Su composición varía dependiendo del tipo de crudo y del tratamiento efectuado en las diferentes unidades de refinación. Es una mezcla de 70% propano y 30% butano.

Fuel Oil 6 (Bunker C): es un combustible residual de la destilación y craqueo del petróleo, viscoso y con cierto grado de impurezas, con alto contenido energético. Se vende en una presentación de 3% de contenido de azufre para el consumo general y de 1,8% para generación térmica del ICE.

Asfalto: material cementante sólido o semisólido generalmente negro, compuesto principalmente de hidrocarburos de alto peso molecular. Se puede obtener en forma natural o por medio de procesos de refinación del petróleo.

Emulsiones Asfálticas: las emulsiones asfálticas están constituidas por una dispersión muy fina de asfalto en agua estabilizada por acción de un emulsificante. Son muy usadas en la construcción y mantenimiento de carreteras. Se vende tanto emulsión de rompimiento lento como rápido que tienen diversos usos.

Av-gas: Es una mezcla de hidrocarburos principalmente de isoparafinas y una pequeña cantidad de aromáticos, a la cual se le adicionan ciertos aditivos como tetraetil de plomo para elevar el octanaje, antioxidante y anticongelantes.

Queroseno: Es una mezcla de hidrocarburos proveniente de la refinación del petróleo con una volatilidad intermedia entre el diésel y la gasolina.

Almacenamiento

Para finales de 2017, RECOPE contaba con una capacidad de almacenamiento operativo de 3.99 millones de barriles, concentrada en el plantel de Moín (58.5%). Las reservas de combustibles de RECOPE son suficientes para abastecer al país por un poco más de 30 días; la meta es seguir aumentando la capacidad de almacenamiento que le permitan obtener reservas que cubran hasta los 60 días.

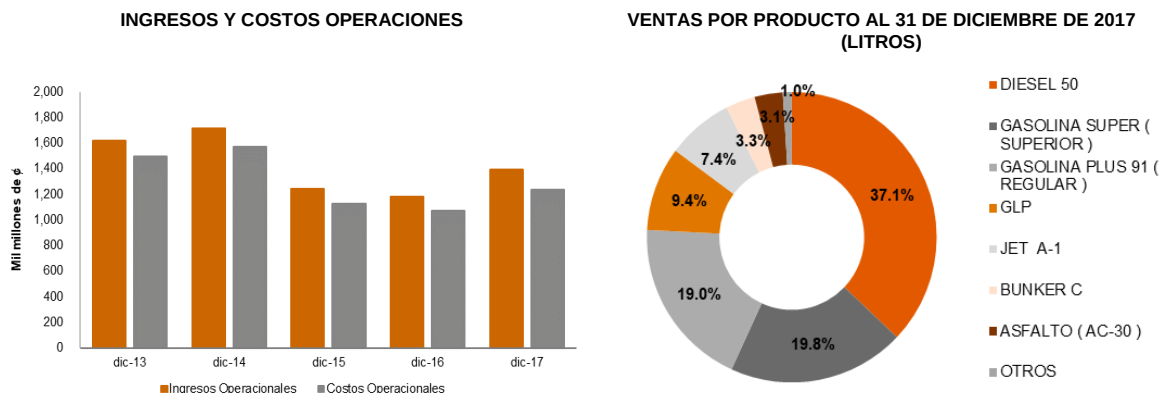
El tancaje por producto se distribuyó principalmente en los productos de diésel (32.8%), gasolina superior (21.4%), gasolina plus (16.8%), Jet fuel (9.5%) y búnker C (8.1%), entre otros.

Análisis de Resultados

Al cierre de 2017 las ventas totales de la Refinadora Costarricense de Petróleo (RECOPE) ascendieron a ₡1,393,552 millones, suma mayor a lo alcanzado durante el 2016 por ₡214,584 millones (+18.2%). Lo anterior fue resultado de un aumento en los litros vendidos (+1.7%) y en el precio de venta medio (+16.2%), el cual derivó de un ajuste a su precio de venta, el cual cuenta con dos mecanismos. Uno es el estudio ordinario de precios y el otro es el procedimiento extraordinario por fórmula de ajuste; este último es un mecanismo de ajuste a los precios de venta que procura la recuperación en el corto plazo de los recursos de caja para hacerle frente a mayores costos de importación de crudo y derivados del petróleo. En lo que va del año se han aplicado 18 resoluciones diferentes, siendo la última resolución aplicada la RIE-131-2017 del 21 de diciembre del 2017.

A la fecha de análisis se registraron ventas acumuladas por volumen de 3,318.5 millones de litros (3,263.1 millones en diciembre de 2016). Dentro de los principales productos vendidos se destacaron: el diésel 50 (37.1% de las ventas), gasolina Súper (19.8% de las ventas) y gasolina Plus 91 (19% de las ventas). Adicionalmente, el total de los combustibles vendidos se destinaron al mercado local, distribuyéndose un 100% al mercado nacional y a diciembre de 2017 no se destinaron combustibles al Instituto Costarricense de Electricidad (ICE).

Al cierre de 2017 el costo de lo vendido ascendió a ¢1,238,320 millones, el cual aumentó en 15.9% respecto a diciembre del año anterior; representando el 88.9% de las ventas totales (90.6% al cierre de 2016). Dado que el incremento en los ingresos por ventas fue ligeramente mayor al costo, el margen bruto en ventas se incrementó en 1.7%. para ubicarse en 11.1%.



Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

En relación a los gastos operativos, a diciembre de 2017 se observó un aumento interanual del 4.1% al sumar ¢109,105.5 millones; conformando el 7.8% de las ventas, donde los rubros que influyeron en el resultado fueron Transferencias corrientes (+21.1%), Servicios no personales (+6.4%) y depreciación y amortización (+5.2%).

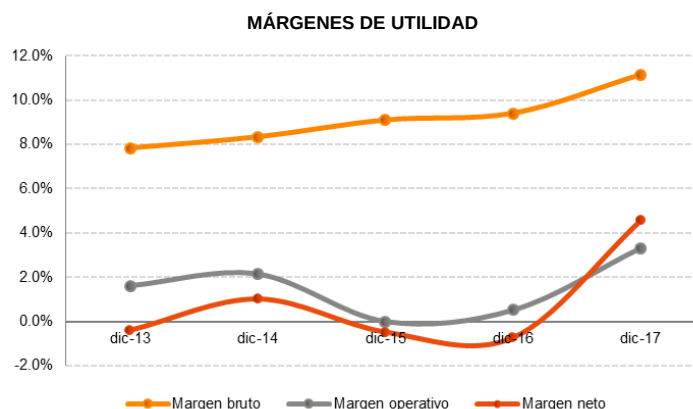
Dado un mayor resultado bruto en ventas y gastos operativos modestos, RECOPE registró una ganancia operativa de ¢46,129.1 millones, una mejora de ¢40,127.4 millones a lo presentado en diciembre de 2016. Adicionalmente, los otros ingresos registraron un crecimiento del 193.3% totalizando ¢1,823.8 millones por concepto de mayores productos financieros. Por otro lado, se registró una caída en los otros gastos derivado a la disminución de otros gastos netos a pesar del incremento en los gastos financieros, congruente con el crecimiento en colocación de bonos estandarizados y el aumento en préstamos bancarios a largo plazo. Los otros gastos totalizaron ¢13,777.3 millones menores en 23.7% a diciembre del año anterior.

A la fecha de análisis, se obtuvo una utilidad antes de impuesto de ¢34,197.3 millones mayor en 399.4% (¢-11,421.2 millones en diciembre 2016). De lo cual se pagaron ¢4,435.2 millones por conceptos de impuesto diferido e impuesto sobre la renta, totalizando así una utilidad neta al cierre del 2017 de ¢29,762.1 millones.

Análisis de Rentabilidad

Durante los últimos años, el margen bruto⁴ ha presentado un comportamiento variable, que se debe a la misma dependencia de los precios de los combustibles. Donde, el margen operativo sobre ventas a diciembre de 2017 mostró una expansión de 2.8% respecto al margen presentado en 2016, dicho resultado obedeció al mayor incremento de ingresos por ventas respecto al aumento en los costos incurridos.

A su vez, un mayor margen operativo en las ventas aunado a mayores ingresos por productos financieros y menores gastos, generaron un incremento en la utilidad neta de RECOPE, alcanzando un indicador de utilidad neta sobre ventas de 2.1% al cierre de 2017 (-0.7% en diciembre de 2016).



⁴ El margen bruto se refiere a la razón de la utilidad bruta sobre ventas dividida por las ventas.

Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Dado a la significativa mejora en los resultado del ejercicio, los indicadores de rentabilidad mostraron un comportamiento ascendente, registrando una rentabilidad patrimonial de 4.9% y una rentabilidad sobre activos de 2.9%; ambos ampliamente superiores a los alcanzados al cierre de 2016.

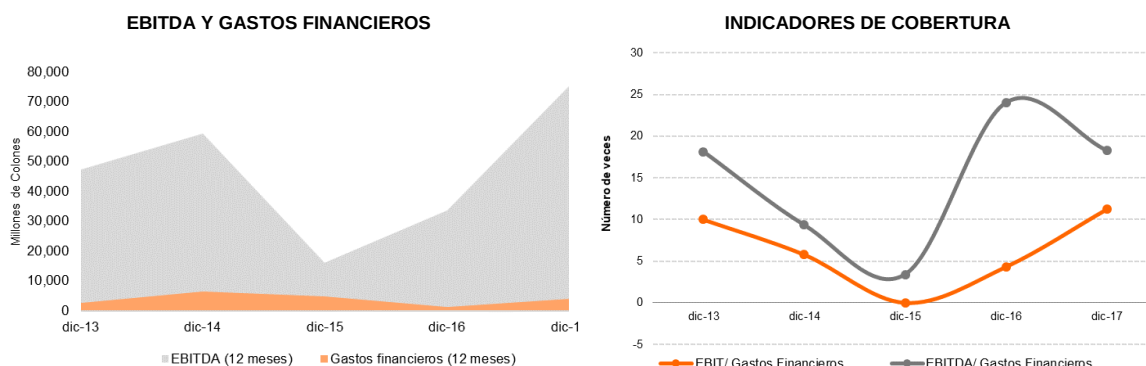
INDICADORES DE RENTABILIDAD					
RECOPE, S.A.	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Rentabilidad					
ROE	-2.0%	5.0%	-1.0%	-1.5%	4.9%
ROA	-1.1%	2.9%	-0.7%	-1.0%	2.9%

Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Según nota en los estados financieros, el día 18 de febrero del año 2016, RECOPE recibió de parte de la Subdirección de Fiscalización de la Dirección de Grandes Contribuyentes Nacionales, la Comunicación de Inicio de Actuación Fiscalizadora No.1-10-063-16-002-111-03, tendiente a verificar las declaraciones del Impuesto sobre la Renta de los períodos fiscales 2013 y 2014. El 25 de febrero de 2016 se dio inicio a la actuación por parte de la Administración Tributaria, la Empresa se encuentra a la espera de la resolución de los conflictos que se están dilucidando en estrados judiciales y constitucionales, tendentes a la definición de "cuál debe ser la base de cálculo" de la contribución de cita, según lo indicado en el oficio DJU-1573-2014, situación que se presenta en extremo incierta. Aunado a lo anterior mediante el DJU-0960-2015, la Dirección Jurídica de RECOPE ha indicado que este tipo de contribuciones o impuestos, no son aprobados por parte de ARESEP, de manera que no son recuperados vía precio o tarifa pública, por lo que la utilización del concepto de utilidad fiscal se ajusta más a la realidad económica de RECOPE, que la que se establece en la Ley 7983.

Análisis de Cobertura

A la fecha de análisis, el flujo operativo más depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) totalizó ¢75,110.7 millones, experimentando un incremento del 123.8% en su saldo, dado el crecimiento en sus ventas (+18.2%). Por otro lado, los gastos por intereses de la deuda a largo plazo, mostraron un incremento del 194.2% al pasar de ¢1,395.8 millones en diciembre de 2016 a ¢4,106.8 millones a la fecha de análisis. De esta manera, el ratio de cobertura⁵, medido por el EBITDA de doce meses sobre los gastos financieros anualizados (intereses), fue de 18.29 veces⁶.



Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Análisis del Balance General

Activos

Al cierre de 2017, los activos de RECOPE expresaron un incremento interanual del 14.5%, totalizando ¢1,009,957.7 millones; resultado principalmente de mayores inventarios netos que totalizaron ¢188,447 millones; mayores en 62.9% comparado con el año anterior. A su vez, el efectivo se incrementó significativamente en 149.6%.

En lo que respecta a los activos no corrientes, se registró una leve disminución de 0.2%, alcanzando ¢712,123.5 millones al cierre de 2017. A la fecha de análisis, el rubro de planta, maquinaria y equipos representó el 95.5% de los activos no corrientes y el 67.3% de los activos totales. RECOPE tiene varias obras en proceso, dentro de la cuales se mencionan el proyecto de la Ampliación de la Terminal Atlántica, almacenamiento en ploteles de distribución y construcción de tanques de Refinería.

⁵ El ratio de cobertura indica la capacidad de la empresa para generar recursos propios con el fin de cubrir sus gastos financieros. Puede calcularse tanto con el EBIT como con el EBITDA.

⁶ De acuerdo a la NIC 23 Costos por préstamos en el párrafo 8 cita "Una entidad capitalizará los costos por préstamos que sean directamente atribuibles a la adquisición o producción de activos aptos, como parte del costo de dichos activos." Por lo anterior, es que RECOPE capitaliza los intereses derivados de la emisión de los bonos para aquellos proyectos que fueron financiados, hasta que se capitalicen.

Ahora bien, los activos corrientes aumentaron interanualmente en ¢129,048.1 millones (+76.5%) con respecto al monto presentado al cierre de 2016. Este incremento está relacionado con el ascenso del rubro de inventarios netos (+62.9%) por mayores productos terminados y dado un aumento en el efectivo principalmente por inversiones de corto plazo.

Pasivos

El pasivo total de RECOPE alcanzó ¢400,562.4 millones a diciembre de 2017, aumentando en ¢98,034.6 millones (+32.4%) en relación al monto alcanzado en diciembre del año anterior. En cuanto a los pasivos corrientes (48.8% del pasivo), estos fueron de ¢195,415.6 millones a la fecha de análisis, superiores en ¢101,111.3 millones (+107.2%) con respecto a diciembre de 2016. Dicho comportamiento fue resultado principalmente de mayores cuentas por pagar (+214%), sobre todo a suplidores de petróleos y derivados dado. Asimismo, se registró un incremento significativo en impuestos por pagar (+115.6%).

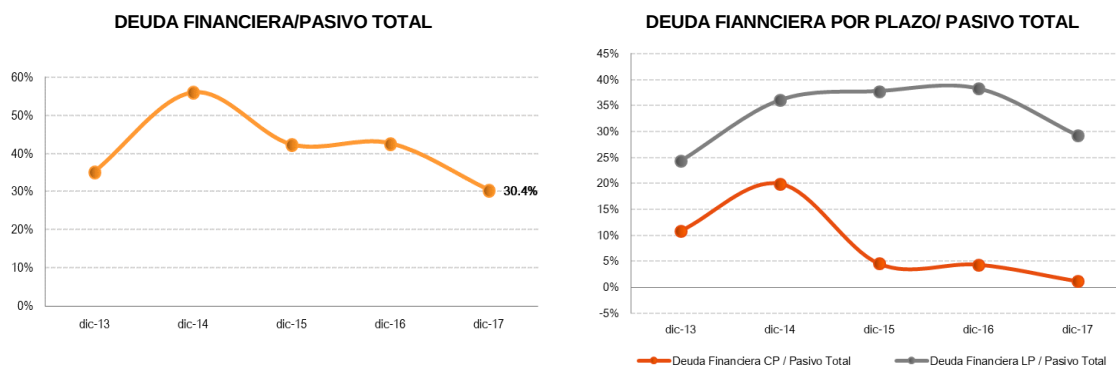
Por su lado, los pasivos no corrientes sumaron ¢205,110.8 millones (51.2% del pasivo) y disminuyeron en ¢3,076.7 millones, lo que implicó una variación negativa del 1.5% con respecto al cierre de 2016. Lo cual se apreció principalmente por la reducción en provisiones prestaciones legales (-13.2%) y dado menores préstamos bancarios a largo plazo los cuales se redujeron en ¢563 millones (-5%). Esta última está compuesta por dos préstamos, el mayor por BNP Paribas el cual se incrementó en ¢2,884.2 millones, debido a que aumentaron los desembolsos aunado a la depreciación del tipo de cambio; este préstamo es en dólares con una tasa variable (tasa LIBOR seis meses + 2.75% anual). El segundo préstamo se encuentra con Scotiabank con un saldo de ¢ 3,667 millones, este es en dólares estadounidenses con una tasa de interés anual del 4.6% (tasa LIBOR a seis meses +3.8%). Por otro lado, el préstamo contraído con Corporación Andina de Fomento (CAF) quedan pendiente dos cuotas de amortización en junio y diciembre de 2018.

Los bonos por pagar a largo plazo (26.5% del pasivo), correspondientes a la emisión de bonos de RECOPE, los cuales ascendieron a ¢106,294.7 millones, luego de un moderado aumento interanual de ¢1,952.7 millones (+1.9%) relacionado con la subasta de la serie A6 de bonos estandarizados.

Endeudamiento

En cuanto a la deuda financiera, al cierre del 2017 se registró un monto de ¢121,641.9 millones, reflejando una disminución de ¢7,275.1 millones (-5.6%). La composición de esta deuda se encontró en 3.8% a corto plazo y 96.2% a largo plazo. La disminución anual observada en la deuda financiera se debió a que para diciembre de 2017 ya no se registraron documentos por pagar a proveedores a corto plazo. La deuda a corto plazo registrada en el balance corresponde a la posición corriente de la deuda de largo plazo.

Como porcentaje del total de pasivos, la deuda financiera representó el 30.4% (1.2% a corto plazo y 29.2% a largo plazo); participación menor respecto al 42.6% alcanzado en diciembre de 2016 (4.4% a corto plazo más 38.2% a largo plazo).



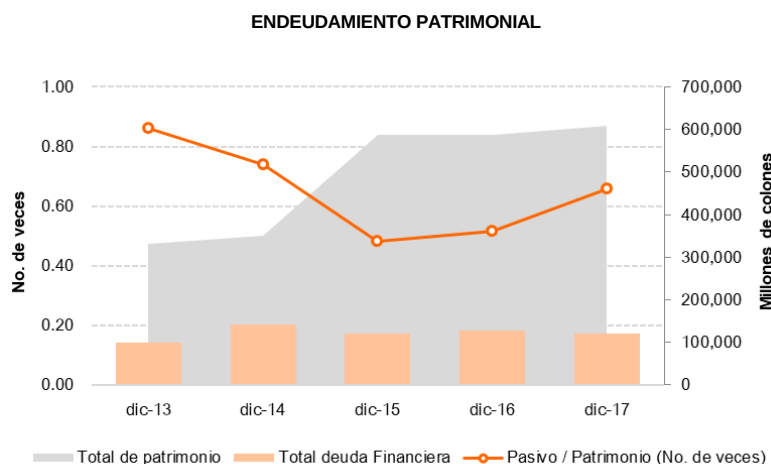
Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Patrimonio

El patrimonio de RECOPE ascendió a ¢609,431.3 millones a la fecha de análisis, cifra superior en ¢29,762.1 millones (+5.1%) en relación a diciembre de 2016. Dicho aumento se debe a un mayor resultado del ejercicio registrado en el superávit acumulado, el cual se incrementó ¢37,171.6 millones (+26.3%), del mismo modo se constituyeron mayores reservas legales por Artículo 143 Código de Comercio por ¢1,732.3 millones (+198.6%).

El capital social de RECOPE se mantuvo representado por 30,000 acciones comunes y nominativas de ¢6.67 millones cada una. Lo anterior permitió alcanzar con el requerimiento de la Superintendencia General de Valores de mantener una razón de pasivo total sobre el capital social más reservas patrimoniales y superávit por revaluación y donación no mayor a 4 veces. Al cierre del 2017, dicho indicador fue de 0.93 veces, por debajo del límite permitido.

En referencia a la evolución del endeudamiento patrimonial, a diciembre de 2017 RECOPE presentó un ratio de pasivo total sobre patrimonio de 0.66 veces, el cual es mayor al presentado al cierre de 2016 (0.52 veces) debido al mayor crecimiento del pasivo (+32.4%) en este caso por cuentas por pagar e impuestos, versus un menor crecimiento en el patrimonio (+5.1%). Asimismo, la deuda financiera sobre patrimonio se encontró en 0.20 veces a la fecha de análisis, levemente inferior al ratio del mismo período del año anterior (0.22 veces).



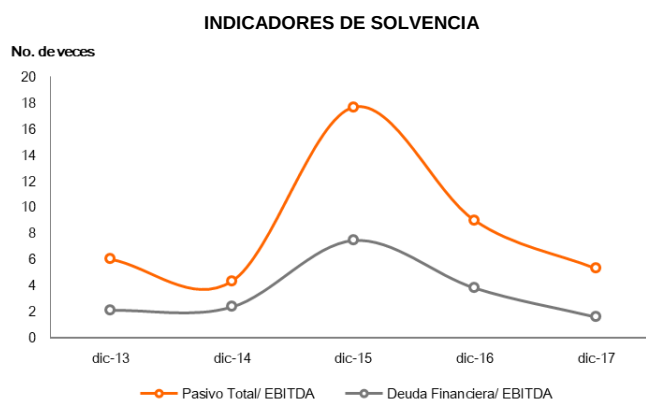
Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Análisis de Solvencia y Liquidez

Solvencia

Al cierre de 2017, la solvencia de RECOPE se ha visto influenciada por el mayor ritmo de crecimiento de la utilidad, medida por el EBITDA frente a las obligaciones y compromisos. En años anteriores hubo muchas distorsiones por parte de las fijaciones tarifarias, sin embargo la Metodología RJD-230-2015 ya ha presentado otros resultados. Por lo cual RECOPE había estimado generar una utilidad neta para finales de 2017 de al menos ¢28,000 millones de colones, la cual fue alcanzada y superada ya que la utilidad al cierre de 2017 fue de ¢29,762.1 millones.

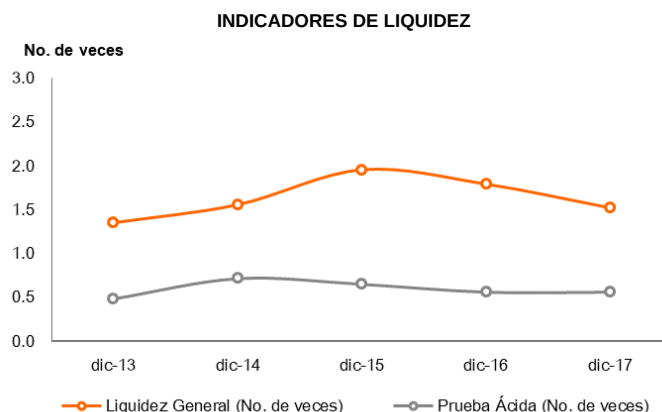
La relación de pasivo total sobre el EBITDA se encontró en 5.33 veces, lo cual representó una mejora en comparación al presentado en diciembre de 2016 (9.0 veces). A su vez, la razón de deuda financiera sobre EBITDA registró una reducción al pasar de 3.84 veces en diciembre de 2016 a 1.62 veces a la fecha de análisis, indicando que el resultado de la operación se encuentra comprometido en un nivel inferior, por las obligaciones financieras con terceros a corto y largo plazo.



Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Indicadores de Liquidez

Los indicadores de liquidez han mantenido adecuados niveles de liquidez para responder a sus obligaciones de corto plazo. A la fecha de análisis, se registró una ratio de liquidez general de 1.52 veces, inferior a las 1.79 veces registrado en diciembre de 2016 debido a mayores cuentas por cobrar del pasivo por cobrar por algunos embarques en bahía al cierre de 2017. Al analizar el indicador de prueba ácida, este se muestra invariable al mantenerse en 0.56 veces de diciembre 2016 a la fecha de análisis.



Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Análisis de Flujo de Efectivo y Flujo de Caja

Actividades de Operación

Al cierre de 2017, las actividades operativas generaron un saldo de efectivo neto de ₡99,350.8 millones, cuando en diciembre del año anterior había concebido un menor resultado de ₡34,829.1 millones. Dicho resultado se derivó principalmente del resultado positivo integral del año por el orden de ₡29,762.1 millones, por otro lado, también se registró una fuerte salida de efectivo por parte de los inventarios por el orden de ₡71,623.6 millones.

Actividades de Inversión

Las actividades de inversión produjeron a diciembre de 2017, un saldo por el orden de -₡29,184.6 millones; con una disminución interanual de ₡7,248.1 millones a lo registrado al cierre del año anterior (-₡36,432.7 millones). Dicho resultado se explica por un menor nivel de adición de activos fijos de la empresa (-₡5,685 millones) a la fecha de análisis.

Actividades de Financiamiento

El ingreso en líquido percibido por las emisiones de nuevos préstamos (₡2,522.1 millones) fue menor a los egresos por amortizaciones de deudas y documentos por pagar (₡12,053 millones), resultando un saldo de efectivo negativo para las actividades de financiamiento a diciembre de 2017 por un monto de -₡9,530.8 millones. En comparación al financiamiento obtenido del año anterior, donde se observó un saldo positivo dado el ingreso por nuevos préstamos que contrarrestaron el pago de amortización de deudas y documentos por pagar.

FLUJO DE EFECTIVO

Flujo de efectivo (Millones de colones)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Actividades de Operación	27,359	27,981	18,557	34,829	99,351
Actividades de Inversión	-70,709	-49,691	-45,948	-36,433	-29,185
Actividades de Financiamiento	53,608	-36	-20,527	5,483	-9,531
Variación neta	27,511	13,934	-48,604	3,879	60,635
Caja al inicio del Año	34,813	71,324	85,258	36,654	40,533
Caja al Final del Mes	62,324	85,258	36,654	40,533	101,168

Fuente: RECOPE / Elaboración: PCR

Flujo de Caja Proyectado

La proyección realizada por RECOPE para su flujo de caja durante el año 2018 calcula que los ingresos por ventas terminen con un monto de ₡1,641.0 millones al cierre del año; para recibir ingresos reales por ₡1,651.2. Donde las ventas proyectadas superarían en un 17.8% a las ventas cerradas en el 2017. Asimismo, se estima contar con un ingreso por financiamiento a largo plazo de ₡7,278 millones acumulado a diciembre de 2018.

Por otro lado, los egresos más relevantes tendrían principalmente de las compras de combustible y el pago del impuesto único. Al finalizar 2018 se estiman compras por este suministro por ₡1,546.6 millones, mayor en 24.9% al cierre de 2017, dada las expectativas de aumento en los precios del petróleo y sus derivados. El total de egresos estimado al final del año 2018 se proyectó en ₡1,699.7 millones.

Como resultado, RECOPE proyectó que a diciembre de 2018 obtendría un flujo de caja de -¢48,490 millones. Este flujo es resultado de adiciones de activos fijos que representaron salidas de dinero, de un mayor costo por la compra de combustible y de la amortización de deudas y documentos por pagar. Es de resaltar que RECOPE cuenta con líneas de crédito que en caso de requerirse puede acceder a ellas fácilmente. Asimismo, el saldo de caja positivo obtenido en el 2017 aporta suficientes recursos de caja inicial para sustentar las salidas de dinero.

ESTIMACIÓN FLUJO DE CAJA 2018 (MILLONES DE COLONES) ⁷		
Componentes	Enero - Junio 2018	Enero - Diciembre 2018
Ingresos de caja		
Ventas de combustible	818,062	1,641,025
Financiamiento largo plazo	7,135	7,278
Líneas de crédito	0	0
Otros ingresos	1,552	2,950
Total ingresos	826,749	1,651,252
Egresos de caja		
Compra de combustible T	-247,873	-421,345
Compra de combustible T-1	-261,546	-567,588
Impuesto único	-257,822	-557,674
Gastos de operación	-44,475	-88,648
Inversiones	-15,992	-31,851
Servicio deuda	-6,702	-14,128
I/R, CNE y CCSS	-10,737	-13,407
Otros gastos	-2,890	-5,103
Total egresos	-848,036	-1,699,742
Generación caja	-21,287	-48,490
Caja inicial	101,168	101,168
Caja final	79,881	52,678

Fuente: RECOPE S.A. / Elaboración: PCR

Proyectos

- **Ampliación capacidad de almacenamiento en planteles de distribución:** Con un costo total para los tres planteles (Barranca, El Alto y La Garita) de US\$35.4 millones, la obra consiste en la construcción de 8 tanques. A la fecha de análisis, todos los tanques se encuentran operativos y capitalizados.
- **Construcción de tanques Moín:** La obra consiste en la construcción e interconexión de 3 tanques con capacidad para almacenar 100 mil barriles de búnker, 100 mil barriles de gasolina Súper y 350 mil barriles de Diesel en la Moín, con el propósito de cumplir con los inventarios estratégicos. El avance físico acumulado a junio del 2017 es de un 86%.
- **Ampliación y modernización del Plantel de LPG:** Este proyecto consiste en la construcción de 4 esferas con capacidad para almacenar 25 mil barriles de LPG y los sistemas auxiliares, para la entrada en operación. La obra tiene un avance físico acumulado de un 90%, no obstante el proyecto ha sufrido atrasos importantes en su ejecución, los cuales ya están siendo resueltos.
- **Ampliación de la Terminal Petrolera Portuaria del Atlántico (ATPPA):** El avance físico a junio de 2017 fue de 93%. Se han ejecutado al 100% las actividades de dragado, rompeolas y la obra civil del muelle, sala de control y caseta de operadores. No obstante desde el 14 de marzo al 21 de diciembre del 2017 el proyecto estuvo paralizado por decisión unilateral del Consorcio adjudicado, luego de una firma de una

⁷ Datos reales de enero 2017. Precios de compra y de venta para estimación asociados a la RIE-012-2017. Rezago de abril a diciembre solo por Diesel-ajuste \$3,15/bbl.

Adenda, el proyecto espera ser entregado en junio de 2018. RECOPE realizó el pago de los reclamos económicos.

Además, se cuenta con otros proyectos entre los cuales se encontraron: 1) Construcción de tanques de bunker y Asfalto Moín; 2) Mejoras en el Río Bartolo; 3) Proyecto Obras menores Plantel Moín / Reposición de equipo de proceso; 4) Medición Automática de Tanques 5) Obras menores Oleoductos y Planteles; 6) Proyecto Patio cargaderos Moín.

Anexos

BALANCE GENERAL					
Refinadora Costarricense de Petróleo S.A. (Expresado en millones de ₡)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Activos					
Activo Corriente	273,715	236,233	160,838	168,786	297,834
Activo prueba ácida	96,923	108,568	53,654	53,098	109,387
Activo No Corriente	345,428	373,079	711,620	713,375	712,123
Total de activos	619,143	609,313	872,458	882,161	1,009,958
Pasivos					
Pasivo Corriente	201,674	151,433	82,386	94,304	195,416

Pasivo No Corriente	84,865	107,844	202,000	208,188	205,111
Total de pasivos	286,539	259,278	284,386	302,492	400,526
Patrimonio Total					
Capital en acciones	3	200,103	200,103	200,103	200,103
Reserva Legal Artículo 143 Código de Comercio	1	872	872	872	2,604
Reservas Ley 7722 y Ley 7593	0	0	0	0	0
Superávit por revaluación de activos	35,306	32,531	244,805	5,348	5,299
Superávit donado	1,553	1,553	1,553	1,553	1,553
Superávit (pérdida) acumulada	295,742	114,976	140,738	141,251	178,423
Superávit por avalúo técnico	0	0	0	230,542	221,450
Total de patrimonio	332,604	350,035	588,072	579,669	609,431

Fuente: RECOPE / Elaboración: PCR

ESTADO DE RESULTADOS

Refinadora Costarricense de Petróleo S.A. (Expresado en millones de ₡)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Estado de Resultados					
Ventas	1,620,675	1,715,393	1,241,045	1,178,968	1,393,552
Costo de ventas	1,493,857	1,572,513	1,128,242	1,068,189	1,238,320
Utilidad Bruta Sobre Ventas	126,818	142,880	112,804	110,779	155,232
Gastos de operación	100,773	106,261	112,917	104,777	109,103
Utilidad (Pérdida) de Operación	26,045	36,619	-114	6,002	46,129
Ventas de servicios	158	178	116	56	22
Productos financieros	1,359	922	666	573	1,824
Otros ingresos	0	0	0	0	0
Total Otros Ingresos	1,517	1,100	782	629	1,846
Gastos financieros	2,606	6,344	1,559	2,369	5,667
Transferencias externas	0	0	0	0	0
Otros gastos	13,835	11,244	9,189	15,683	8,111
Total Otros Gastos	16,441	17,589	10,749	18,052	13,777
Utilidad (Pérdida) antes de Impuesto y reservas	11,121	20,130	-10,080	-11,421	34,197
Impuesto diferido	517	2,626	4,077	-2,748	-909
Traslado de cargos	18,236	5,325	0	0	0
Impuesto sobre la renta	0	0	0	0	5,344
Utilidad (Pérdida) Neta del Periodo	-6,598	17,431	-6,003	-8,673	29,762
Efecto por revaluaciones de activos	447	0	0	0	0
Resultado integral	-6,151	17,431	-6,003	-8,673	29,762

Fuente: RECOPE / Elaboración: PCR

Nota sobre información empleada para el análisis.

La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información.

PCR considera que la información utilizada para el presente análisis y provista por la institución es suficiente y satisfactoria para emitir nuestra opinión de riesgo.