



Equilibrium
Clasificadora de Riesgo S.A.

CORPORACIÓN AZUCARERA DEL PERÚ – COAZÚCAR

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 30 de mayo de 2018

Contacto:

(511) 616 0400

Maria Luisa Tejada

Analista Senior

mtejada@equilibrium.com.pe

Hernán Regis

Analista Senior

hregis@equilibrium.com.pe

*Para definición de categoría y clasificación anterior remitirse al Anexo I.

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados Consolidados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 de Corporación Azucarera del Perú y Subsidiarias. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió bajar la categoría de riesgo asignada a la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú (en adelante Coazúcar o la Compañía) hasta por un importe máximo en circulación de S/300.0 millones de AA-.pe a A+.pe.

La decisión se sustenta en el desempeño financiero de la Compañía, el cual se ha visto afectado por los cambios en las condiciones climatológicas, así como por la disminución del precio del azúcar a nivel local e internacional. En los primeros meses del 2017, las intensas lluvias derivadas del Fenómeno El Niño Costero (FEN) afectaron las operaciones de Coazúcar y sus subsidiarias locales, inundando los cultivos y paralizando la producción de Casa Grande por 20 días y de Agrolmos entre febrero y mayo. La paralización de este último cobra mayor relevancia al considerar que el repago de las obligaciones de la Compañía, obtenidas principalmente para financiarla, se encuentran ligadas al desempeño de la misma. Adicionalmente, se tuvo que dar de baja a plantas productoras y activos biológicos, realizándose labores extraordinarias para la rehabilitación de los campos que resultaron en gastos adicionales no presupuestados. A lo anterior se suma la parada de planta programada por mantenimiento de Casa Grande y Cartavio.

Estos hechos dieron como resultado un menor cultivo y cosecha de caña de azúcar en Casa Grande, Cartavio y San Jacinto y, consecuentemente, en una menor producción de azúcar, decidiendo la Compañía importar azúcar cruda para refinar, tomando en consideración la tendencia a la baja observada en los precios internacionales. Cabe resaltar además

Instrumento

Bonos Corporativos

Clasificación*

(modificado)
de AA-.pe a A+.pe

que el FEN impactó el rendimiento agrícola de la caña, el mismo que venía desempeñándose favorablemente hasta el ejercicio 2016.

Como resultado las ventas de la Compañía disminuyen entre ejercicios y junto con ello su generación medida a través del EBITDA y del flujo de caja operativo, situación que afecta las coberturas del gasto financiero y del servicio de deuda, así como sus indicadores de apalancamiento.

En julio de 2012 la Compañía colocó bonos corporativos en el mercado internacional por US\$325.0 millones para financiar el Proyecto Agrolmos, emisión que, al ser en moneda extranjera, derivó en pérdidas cambiarias significativas para la Compañía. En búsqueda de mitigar el descalce de monedas, el 15 de agosto de 2016 se emitieron S/295.0 millones de bonos corporativos en el mercado local, para pagar el préstamo puente que fue utilizado para la recompra parcial de la emisión realizada en el exterior. Los instrumentos colocados (local e internacional) son *pari passu* y se encuentran garantizados hasta por el 50% por Casa Grande y de manera íntegra, incondicional e irrevocable por Cartavio, San Jacinto y Agrolmos. Asimismo, ambos programas establecen que Coazúcar y/o sus subsidiarias, no podrán incurrir en nuevas deudas adicionales (salvo lo establecido en la cláusula 6.10.1 del Contrato Marco) en la medida que ello implique que a nivel consolidado el ratio de endeudamiento (medido como deuda financiera respecto al EBITDA) sea mayor a 3.5 veces o que el ratio de cobertura (EBITDA en relación a los gastos financieros) sea menor a 2.5 veces. Dichos resguardos de incumplimiento no se han cumplido a la fecha de corte de análisis, producto del menor EBITDA registrado. De este modo, la palanca financiera alcanza 7.02

veces, el máximo nivel observado a lo largo de los ejercicios analizados, mientras que la cobertura que el EBITDA brinda al gasto financiero disminuye entre ejercicios de 3.64 a 1.61 veces.

Sin perjuicio de lo anterior, la categoría de riesgo actual recoge el respaldo patrimonial que otorgan sus principales accionistas, los cuales han aportado capital por S/137.8 millones a lo largo del ejercicio 2017. Asimismo, se pondera favorablemente el soporte que brinda el Grupo Gloria a la operación y las sinergias que de ella derivan. Igualmente, se toma en consideración el liderazgo de Coazúcar y sus subsidiarias locales (Casa Grande, Cartavio, San Jacinto, Coazúcar y Agrolmos) en el mercado peruano, cuya participación en conjunto supera 50%.

Finalmente, es de mencionar que, si bien la evaluación ya recogía el giro de negocio de la Compañía y la exposición que la misma tiene a cambios climatológicos tales como sequías, lluvias, cambios de temperatura y/o plagas, la intensidad del fenómeno natural resultó ser mayor a la esperada, situación que afectó de manera significativa los volúmenes de producción y los niveles de rendimiento de los ingenios, así como su desempeño financiero, elevando sus niveles de apalancamiento y ajustando las coberturas que el EBITDA y el FCO otorgan al gasto financiero y al servicio de deuda. Al respecto, Equilibrium seguirá monitoreando las operaciones de la Compañía y su desempeño, comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en el nivel de riesgo actual.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación:

- Menor nivel de apalancamiento financiero.
- Mayor cobertura de intereses por parte del EBITDA y del FCO.
- Mejora sostenible en los resultados de la Empresa, en términos de mayor generación y márgenes.
- Disminución sostenida en los niveles de apalancamiento de la Compañía
- Reducción de la exposición al riesgo por tipo de cambio.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación:

- Reducción sostenida de los precios del azúcar, que repercuta en menores niveles de generación de la Empresa.
- Cambios en las condiciones climatológicas que impacten negativamente en la generación de la Empresa.
- Conflictos laborales que puedan impactar el normal funcionamiento y/o la generación de la Empresa.
- Incremento significativo en los indicadores de apalancamiento.
- Deterioro de los indicadores de liquidez e indicadores de cobertura de gastos financieros y de servicio de deuda.
- Pérdida de respaldo patrimonial.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Generalidades y Hechos de Importancia

Corporación Azucarera del Perú (en adelante Coazúcar o la Compañía) se constituyó el 10 de octubre de 2005 con la finalidad de realizar inversiones, negocios agropecuarios e industriales a través de la compra de antiguos ingenios azucareros, dedicándose a la siembra, procesamiento y comercialización de la caña de azúcar y sus derivados: azúcar, alcohóles, melaza y bagazo.

Entre los principales acontecimientos del ejercicio 2017, resalta el Fenómeno El Niño Costero (FEN) ocurrido en los primeros meses del año. Producto de las intensas lluvias derivadas del evento climatológico, la Compañía tuvo que suspender las operaciones en los ingenios de Perú. Casa Grande paró la molienda de caña por 20 días, dando de baja plantas productoras por S/11.9 millones y reconociendo gastos extraordinarios por S/3.6 millones. En tanto, Cartavio reconoció gastos por S/3.4 millones relacionados al FEN, San Jacinto por S/2.5 millones y Agrolmos por S/8.4 millones. Este último tuvo además que parar la molienda entre febrero y mayo de 2017 por el exceso de agua.

Los accionistas de la Compañía decidieron fortalecer su posición financiera, estresada por los acontecimientos climatológicos, para lo cual se realizaron dos aportes de capital. El primero por S/63.3 millones el 25 de mayo de 2017, y el segundo por S/74.5 millones el 21 de setiembre del mismo ejercicio.

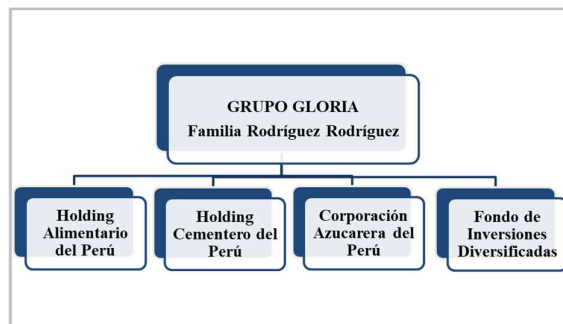
Cabe indicar además que el 11 de junio de 2017, Coazúcar adquirió el 50% de las acciones de Producargo S.A. Productora de Alcoholes del Ecuador por US\$12.2 millones, alcanzando el 100% del accionariado. Asimismo, la Compañía decidió, el 18 de diciembre de 2017, cesar sus operaciones en Argentina, al ser el rendimiento de la misma por debajo de lo inicialmente esperado.

Grupo Económico

Coazúcar forma parte del Grupo Gloria (en adelante, el Grupo), el cual opera en los negocios de alimentos, cementos, agroindustria, papeles y cartones. El Grupo se posiciona como uno de los principales conglomerados industriales de Perú y Latinoamérica, al mantener operaciones en Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador y Puerto Rico.

En el año 2008, el Grupo Gloria emprendió un proceso de reorganización interna con la finalidad de agrupar las distintas empresas afines en diversas unidades de negocio. Luego de la creación de dichas unidades, el Grupo inició la transformación de su organización corporativa, resultando en una estructura detallada con funciones específicas para cada división con la finalidad de utilizar las mejores prácticas de la industria y de gobierno corporativo.

La estructura del Grupo Gloria se presenta a continuación:



Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El detalle del accionariado, el Directorio y la plana gerencial se detallan en el Anexo II.

Respecto a la evaluación previa, la composición accionaria presenta modificaciones derivadas de los aportes de capital antes indicados. De este modo, la participación en el accionariado de los señores Jorge Rodríguez y Vito Rodríguez se incrementa de 28.09% en el 2016 (14.045% cada uno) a 44.18% en la fecha de corte (21.22% y 22.96%, respectivamente).

Operaciones Productivas

Coazúcar constituye la rama agroindustrial del Grupo Gloria con más de 60 mil hectáreas cultivadas netas con caña de azúcar, siendo líder en la producción de azúcar en el país, además de contar con operaciones en Ecuador y Argentina, aunque ha decidido salir de esta última. Coazúcar controla a las empresas Casa Grande, Cartavio y Empresa Agrícola Sintuco en La Libertad, Agrolmos en Lambayeque y Agroindustrias San Jacinto en Áncash, además del Ingenio San Isidro en Argentina y el Ingenio La Troncal en Ecuador.

Casa Grande

Empresa azucarera más grande del Perú, se ubica en el departamento de La Libertad y cuenta con 28,128 hectáreas brutas destinadas al cultivo de caña de azúcar produciendo 190,006 toneladas de azúcar y 14.2 millones de litros de alcohol al cierre del 2017.

Cartavio

Ingenio azucarero más antiguo del país, ubicado en el departamento de La Libertad, cuenta con 7,486 hectáreas cultivables. A diciembre de 2017, produjo 129,535 toneladas de azúcar y 17.7 millones de litros de alcohol.

San Jacinto

Empresa dedicada al cultivo, transformación e industrialización de la caña de azúcar y derivados localizada en el Valle del río Nepeña (Ancash). Cuenta con 11,035 hectáreas cultivables, habiendo producido al cierre del ejercicio 2017, 96,880 toneladas de azúcar y 5.3 millones de litros de alcohol.

Agrolmos

Empresa desarrollada sobre 18,600 hectáreas en el valle de Olmos en Lambayeque. A lo largo del 2017, cultivó 10,885 hectáreas netas con caña, produciendo 57,360 toneladas de azúcar.

San Isidro (Argentina)

Empresa azucarera más antigua de Argentina con más de 250 años de operación, ubicada en la provincia de Salta. Posee más de 10,000 hectáreas, de las cuales 3,835 son cultivables y opera a través de tres empresas: Prosal (fábrica de azúcar), Emaisa (campo) y Bio San Isidro (etanol). En el 2017 produjo 57,598 toneladas de azúcar y 8.6 millones de litros de alcohol.

La Troncal (Ecuador)

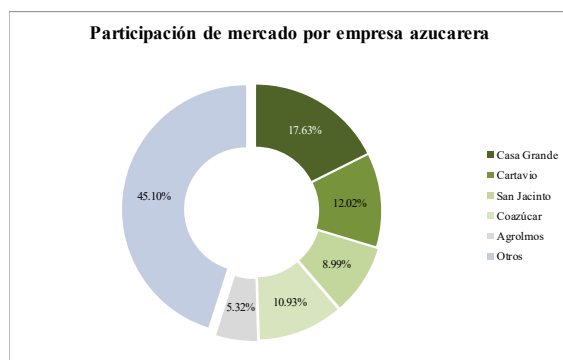
El ingenio La Troncal es uno de los productores azucareros más grandes de Ecuador. Localizado al sur de Guayaquil, cuenta con 21,005 hectáreas cultivables. En el 2017, la producción de azúcar fue de 146,335 toneladas.

La capacidad de molienda de las subsidiarias de Coazúcar, así como su porcentaje de utilización, se detallan en el cuadro a continuación:

Ingenio	Capacidad de molienda	% Utilización
Casa Grande	11,000 TM/día	56.61%
Cartavio	7,000 TM/día	63.79%
San Jacinto	4,200 TM/día	76.19%
Agrolmos	5,400 TM/día	52.90%
La Troncal	11,000 TM/día	86.62%
San Isidro	4,700 TM/día	74.45%

Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

De acuerdo a la data proporcionada por la Compañía, la cuota de mercado de Coazúcar y sus subsidiarias locales en el mercado azucarero peruano alcanza 54.90%. En esa línea, se puede observar en el gráfico siguiente que la participación de Casa Grande es la más relevante, contando con una participación de 17.63%.



Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

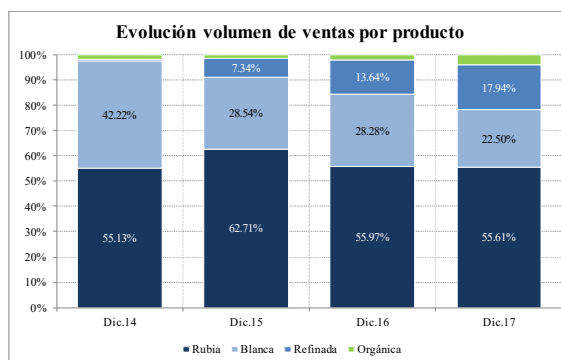
Aspectos Productivos

Históricamente, la producción de Coazúcar se ha concentrado mayoritariamente en Perú, al presentar nuestro país un ciclo de lluvias y factores climáticos favorables que permiten cosechar los 12 meses del año. Sin embargo, los eventos climatológicos ocurridos a principios del 2017 impactaron el activo biológico mermando el porcentaje azúcar promedio por tonelada de caña, pasando dicha razón entre ejercicios de 10.52% a 9.70%. Adicionalmente, las hectáreas cosechadas (sin incluir Agrolmos) disminuyeron en 5,256 entre el 2016 y 2017, reduciendo así la producción de azúcar.

Producción	Dic.16	Dic.17
Azúcar blanca (TM)	234,942	205,505
Azúcar refinada (TM)	91,288	129,321
Azúcar rubia (TM)	459,984	420,788
Azúcar orgánica (TM)	27,417	41,477
Alcohol (miles de L)	56,439	59,311

Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

Tal como se aprecia en la tabla previa, los niveles de producción de azúcar blanca y rubia fueron parcialmente compensados por un mayor volumen de azúcar refinada. Lo anterior responde a la estrategia de la Compañía de importar azúcar cruda para refinar y no desabastecer al mercado local. En ese sentido, el volumen de ventas de azúcar refinada se incrementa de 118,048 toneladas en el 2016 a 142,121 toneladas en la fecha de corte, incrementando su participación dentro de la estructura de las ventas por producto (detallada en el gráfico siguiente) de 13.64% a 17.94%.



Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

ANÁLISIS FINANCIERO DE COAZÚCAR Y SUBSIDIARIAS

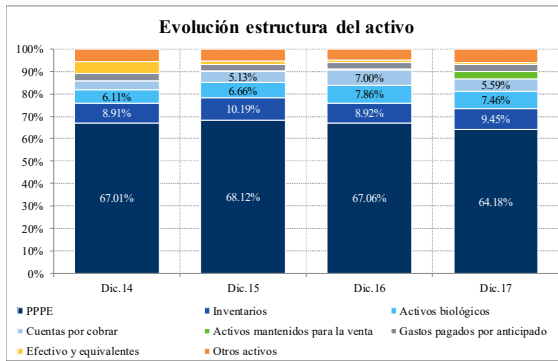
Si bien el emisor de los bonos corporativos es Corporación Azucarera del Perú, el análisis financiero se realiza sobre la información financiera de Corporación Azucarera del Perú y Subsidiarias, toda vez que la emisión incluye como garantía las Fianzas Solidarias¹ de las principales subsidiarias.

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, los activos totales de la Compañía alcanzan S/5,604.8 millones, cifra que supera en 1.38% lo registrado al cierre del ejercicio previo. Los activos presentan una reestructuración en su composición derivado de la disposición de las operaciones de Argentina, creándose la partida de activos mantenidos para la venta por S/182.9 millones (3.26% del balance). Las operaciones discontinuas recogen además S/59.5 millones de cuentas por cobrar, S/47.5 millones de inventarios y S/67.3 millones en propiedades, planta, planta productora y equipos, netos.

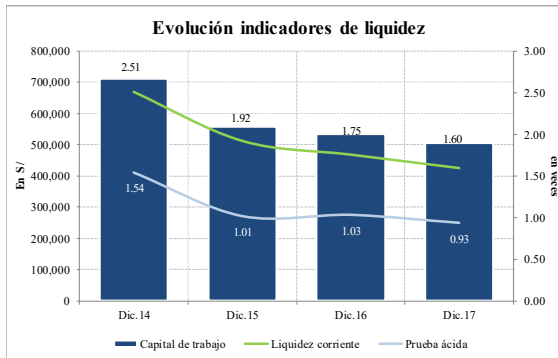
Lo anterior sumado a la depreciación acumulada y a la baja de plantas productoras por efectos del FEN (S/19.5 millones) hace que las propiedades, planta, planta productora y equipos, neto, disminuya en términos absolutos en S/110.1 millones y retroceda su participación dentro de la estructura de los activos de 67.06% a 64.18% entre ejercicios, tal como se aprecia en el gráfico siguiente.

¹ El detalle de la garantía se encuentra en el Anexo III.



(*) PPPE: Propiedades, planta, planta productora y equipo, neto
Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

Los activos mantenidos para la venta, así como el pasivo relacionado al mismo, se encuentran en la parte corriente del activo y pasivo, respectivamente. Sin embargo, al ser el crecimiento de los pasivos de corto plazo mayor que el de los activos circulantes, los indicadores de liquidez de la Compañía disminuyen entre ejercicios, en línea con lo presentado en el siguiente gráfico.



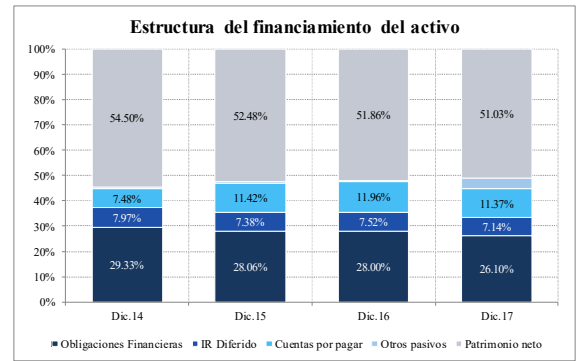
Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

De esta manera, el ratio de liquidez corriente disminuye de 1.75 a 1.60 veces y la prueba ácida de 1.03 a 0.93 veces entre diciembre de 2016 y 2017, mientras que el capital de trabajo retrocede de S/533.7 millones a S/504.1 millones en el periodo antes mencionado.

Estructura Financiera y Solvencia

Al cierre del ejercicio 2017, los pasivos de la Compañía presentan un crecimiento anual de 3.13% hasta alcanzar los S/2,744.6 millones, al registrarse un pasivo relacionado a los activos disponibles para la venta de S/194.1 millones. De esta forma, el pasivo como fuente de fondeo del activo se incrementa dentro de la estructura de 48.14% en el 2016 a 48.97% en la fecha de corte.

El patrimonio neto de la Compañía continúa como la principal fuente de financiamiento del activo, tal como se observa en el siguiente gráfico, aunque el mismo disminuye anualmente su contribución de 51.86% a 51.03%. Por su parte, las obligaciones financieras de la Compañía aún representan parte importante del balance a pesar de que la misma retrocede de 28.00% a 26.10% entre ejercicios.



Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

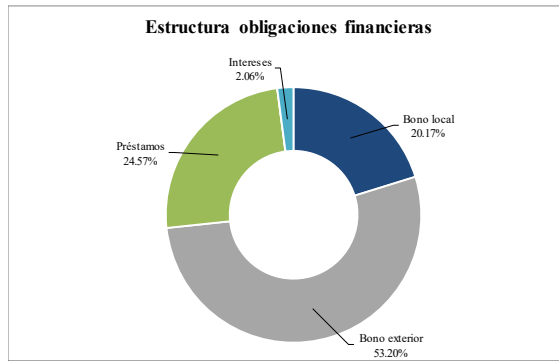
Las obligaciones financieras exhiben un retroceso entre ejercicios de 5.49%, alcanzando S/1,462.9 millones. La deuda estructural de Coazúcar y Subsidiarias se compone por las emisiones realizadas en el mercado de valores tanto local como extranjero, siendo el diferencial de la deuda préstamos y pagarés obtenidos, en su mayoría, para la adquisición de La Troncal y en menor proporción, para financiar la importación de azúcar cruda y capital de trabajo.

Respecto a las emisiones de valores, la Compañía colocó bonos corporativos en el mercado internacional por US\$325.0 millones el 2 de agosto de 2012 a un plazo de 10 años con pago de intereses semestrales (tasa de interés de 6.375%) con la finalidad de financiar el proyecto Agrolmos. Dicha emisión se encuentra garantizada hasta el 50% por Casa Grande, y de manera íntegra, incondicional e irrevocable por Cartavio, San Jacinto y Agrolmos, además de contar con restricciones financieras. Cabe indicar que, al ser la colocación en moneda extranjera, la Compañía se encontró expuesta a fluctuaciones cambiarias, las mismas que le generaron importantes pérdidas entre los ejercicios 2013 y 2015.

Por tal motivo, la Empresa decidió recomprar parte de la emisión internacional en el 2016 con un préstamo puente de S/295.0 millones, el cual fue pagado a través de la colocación de bonos corporativos en el mercado local. Al respecto, se debe indicar que los bonos corporativos emitidos localmente y en el exterior son *pari passu* y mantienen las mismas garantías y resguardos financieros, siendo importante indicar que los mismos no se cumplen a la fecha de corte de análisis.

A la fecha de corte de análisis, el saldo en circulación de los bonos internacionales asciende a S/788.0 millones -al tipo de cambio de cierre del ejercicio- (S/815.9 millones al 2016) y el de los bonos locales a S/295.0 millones (aún en periodo de gracia). Por su parte, el saldo de los préstamos y pagarés disminuye en los últimos 12 meses de S/414.6 millones a S/359.5 millones, estando compuestos principalmente por la deuda relacionada a la compra de la subsidiaria de Ecuador y a los préstamos de comercio exterior pactados para la importación de azúcar cruda antes mencionados.

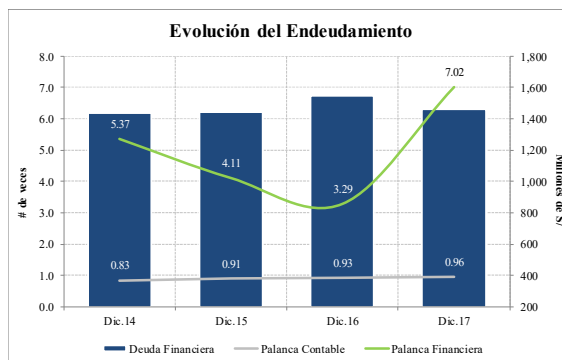
El gráfico a continuación presenta la estructura de la deuda financiera por tipo:



Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

En relación al patrimonio neto de la Compañía, no se observan variaciones significativas entre ejercicios, alcanzando S/2,860.1 millones al 31 de diciembre de 2017. El patrimonio neto recoge los aportes de capital realizados en mayo y setiembre de 2017 por S/137.8 millones y la constitución de reservas legales por S/29.6 millones, así como la acumulación de resultados por S/170.3 millones. No obstante, incorpora también menores efectos acumulados por conversión, una menor participación no controlante y los menores resultados del ejercicio bajo análisis.

Por lo anterior, la palanca contable de la Compañía (pasivo en relación al patrimonio) se incrementa de 0.93 a 0.96 veces entre ejercicios, tal como se observa en el siguiente gráfico. Asimismo, el apalancamiento financiero de Coazúcar y Subsidiarias, medido como deuda financiera respecto a EBITDA (sin considerar cambios en el valor razonable del activo biológico), incrementa de 3.29 a 7.02 veces en el último año.



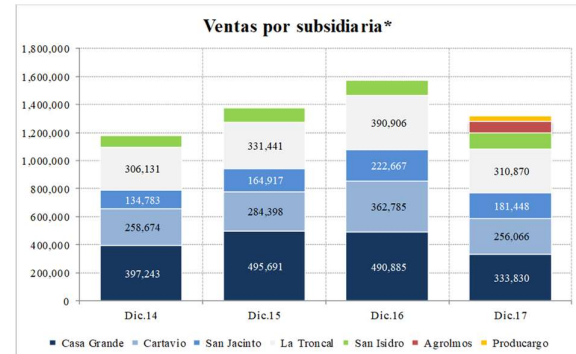
Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2017, la Compañía registra ingresos por ventas de bienes y servicios por S/1,549.8 millones, nivel que retrocede 13.04% respecto a lo registrado en similar periodo del ejercicio previo. Dicha situación recoge los efectos del fenómeno climatológico (FEN) descrito al inicio del presente informe, el cual afectó los volúmenes de producción y de venta de azúcar, los mismos que retrocedieron anualmente en 2.03% y 8.46%, respectivamente.

Por subsidiaria, las más afectadas por el FEN fueron Casa Grande y Cartavio, retrocediendo las ventas en S/263.8 millones entre ejercicios. Asimismo, disminuyeron las ventas de San Jacinto en S/41.2 millones y de Coazúcar (Indivi-

dual) en S/19.7 millones, las cuales contrarrestaron las ventas realizadas por Agrolmos en su primer año de operación (S/85.8 millones). Tal como se observa en el gráfico a continuación, las operaciones de Ecuador tampoco se desempeñaron favorablemente y exhibieron un retroceso en las ventas, aunque la incorporación de Producargo al consolidado logra mitigar parcialmente dicho efecto.

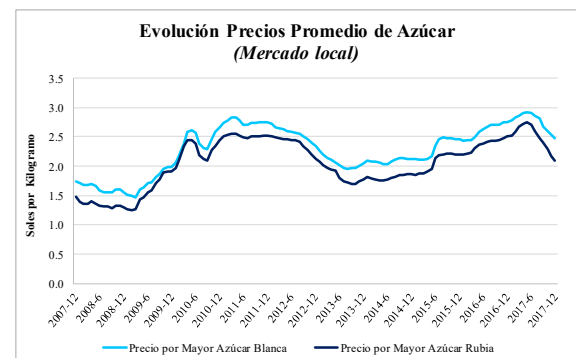


(*). Incluye sólo ventas de azúcar y alcohol.

Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

Con respecto al volumen de ventas por tipo de azúcar, la refinada presenta el mayor incremento entre diciembre de 2016 y 2017 (24,073 toneladas más), al haber decidido la Compañía importar azúcar cruda para refinar y no desabastecer al mercado local. En tanto, el volumen de ventas de azúcar rubia y blanca retrocedieron en 43,817 y 66,467 toneladas, respectivamente. Por otro lado, las ventas de alcohol disminuyeron en 1.5 millones de litros, aunque el mayor precio resultó en que los ingresos asociados aumenten en S/6.9 millones.

En el segundo semestre del 2017, los precios locales de azúcar blanca y rubia al por mayor presentaron una tendencia decreciente, tal como se aprecia en el gráfico que se presenta a continuación. De este modo, el precio de azúcar blanca retrocede de S/2.75 por kilo en diciembre de 2016 a S/2.48 por kilo en la fecha de corte, mientras que el precio de azúcar rubia disminuye de S/2.50 a S/2.09 por kilo. El mismo escenario se observa a nivel internacional al bajar los indicadores New York 11 de 20.9 a 14.5 centavos de dólar por libra y London 5 de 550.3 a 380.5 dólares por tonelada métrica.



Fuente: INEI / Elaboración: *Equilibrium*

La menor producción de azúcar se tradujo en un menor costo de ventas (-4.48% anual); no obstante, este retrocede en menor proporción que los ingresos por ventas a raíz del encarecimiento de la mano de obra, las paradas de fábrica y

otros gastos de fabricación, a lo cual se suma un mayor gasto por depreciación. Adicionalmente, el costo de ventas recoge las compras de azúcar cruda compradas para refinar, cuyo costo es superior al del proceso de plantación y cosecha de caña propia. Por lo detallado, la Compañía exhibe un margen bruto que se ajusta entre periodos analizados de 11.78% a 3.09%, retrocediendo la utilidad bruta de S/209.9 millones a S/47.9 millones.

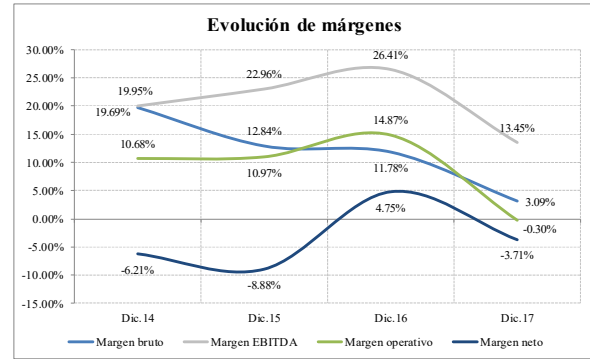
Los activos biológicos se contabilizan a través del valor razonable de las plantaciones de caña de azúcar utilizando los flujos netos de efectivo esperados, así como los costos relacionados. Por lo antes mencionado, el cambio en el valor razonable del activo biológico disminuye respecto a lo registrado en el periodo previo de S/264.7 millones a S/137.8 millones.

En tanto, los gastos operativos aumentan en 31.01% a lo largo del último ejercicio, derivado principalmente por el mayor gasto de servicios brindados por terceros, mientras que los gastos de venta y distribución logran disminuir en S/5.2 millones.

Por otro lado, la Compañía registra otros gastos operativos ascendentes a S/27.1 millones, derivado del costo del agua de las operaciones de Agrolmos que no pudieron ser trasladados a los activos biológicos al no ser utilizados, pero si pagado dado el contrato *take or pay* que mantiene con H2Omos. De esta manera, la Compañía registra una pérdida operativa de S/24.7 millones.

Resulta importante mencionar que la Compañía registra un ingreso extraordinario derivado de la venta de un almacén el cual dejó una ganancia neta de S/133.3 millones. Sin embargo, los ingresos antes mencionados fueron contrarrestados por gastos extraordinarios asociados al FEN. A la fecha de corte, la Empresa tuvo que dar de baja S/19.5 millones de plantas productoras y S/21.7 millones de activos biológicos, además de un gasto por S/10.4 millones para la rehabilitación de los campos.

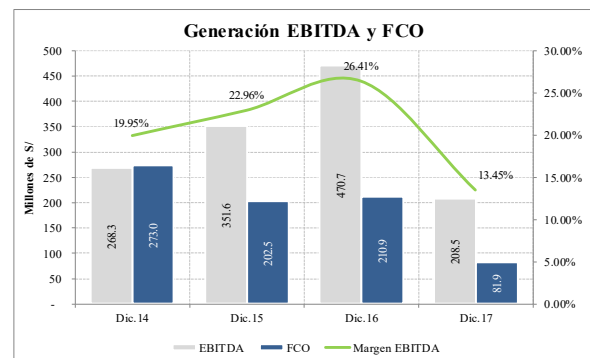
Por otra parte, los gastos financieros de la Compañía ascendieron a S/129.6 millones, similar a lo registrado en el ejercicio previo (S/129.4 millones), mientras que la diferencia cambiaria aumenta entre ejercicios en S/37.7 millones. Luego de incorporar los ingresos por participación en asociadas y el pago de impuesto a las ganancias, la Compañía registra una ganancia por operaciones continuas de S/14.6 millones y una pérdida neta de S/77.5 millones de considerar las operaciones discontinuas.



(*) El margen operativo y neto no consideran el cambio en el valor razonable de los activos biológicos.

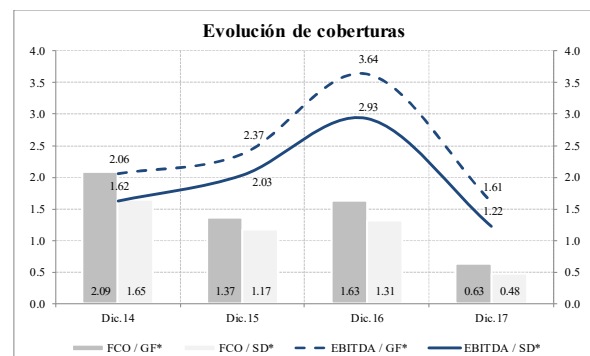
Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

En cuanto a la generación financiera de la Compañía, se observa que el EBITDA² disminuye de forma importante, pasando entre ejercicios de S/470.7 millones a S/208.5 millones. Asimismo, el margen EBITDA se ajusta en el periodo antes señalado de 26.41% a 13.45%. Similar tendencia presenta el flujo de caja operativo, el cual retrocede en 55.70% entre diciembre de 2016 y 2017, hasta totalizar S/81.9 millones, lo cual se puede apreciar en el gráfico siguiente.



Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

Tal como se presenta en el gráfico a continuación, el EBITDA aún cubre los gastos financieros y el servicio de deuda a la fecha de corte de análisis, aunque las coberturas se ajustan en los últimos 12 meses de 3.64 a 1.61 veces y de 2.93 a 1.22 veces, respectivamente. Sin embargo, el FCO no resulta suficiente para cubrir el gasto financiero y el servicio de deuda, situación que se encuentra relacionada al menor desempeño de la Compañía derivado del FEN y del menor precio del azúcar.



Fuente: Coazúcar / Elaboración: *Equilibrium*

² EBITDA: utilidad operativa más depreciación y amortización, sin considerar el cambio en el valor razonable de los activos biológicos.

CORPORACIÓN AZUCARERA DEL PERÚ S.A. y Subsidiarias

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

En Miles de Soles

ACTIVOS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Efectivo y equivalente de efectivo	260,730	90,284	55,813	51,322
Cuentas por cobrar comerciales, neto	73,111	100,091	102,698	61,131
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	2,368	3,142	31,592	1,791
Otras cuentas por cobrar, neto	56,447	60,747	82,990	36,552
Activos por impuesto a las ganancias	29,660	11,273	14,050	33,154
Inventarios, neto	437,602	524,978	493,103	529,617
Activos biológicos	300,051	343,107	434,761	418,387
Gastos pagados por anticipado	17,960	24,379	20,141	30,275
Activos mantenidos para la venta	4,398	6,156	6,060	188,704
Total Activo Corriente	1,182,327	1,164,157	1,241,208	1,350,933
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1,939	2,358	4,587	4,628
Otras cuentas por cobrar, neto	51,955	97,894	165,130	209,341
Gastos pagados por anticipado	135,313	126,893	150,134	142,569
Activos biológicos	-	-	-	-
Inversiones en asociadas	38,706	41,758	50,851	41,706
Propiedades, planta y equipo, neto	3,289,630	3,511,104	3,707,111	3,596,994
Activos intangibles, neto	8,862	9,500	8,953	46,939
Plusvalía mercantil	200,386	200,386	200,386	211,642
Total Activo No Corriente	3,726,791	3,989,893	4,287,152	4,253,819
TOTAL ACTIVOS	4,909,118	5,154,050	5,528,360	5,604,752
Obligaciones Financieras	100,281	73,254	141,496	70,508
Parte corriente deuda de largo plazo	34,934	24,796	31,356	41,335
Cuentas por pagar comerciales, neto	202,654	343,919	324,660	382,813
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	10,910	1,731	5,669	8,019
Pasivo por beneficios a los trabajadores	-	-	-	-
Pasivo relacionado a los activos para la venta	-	-	-	194,102
Otras Cuentas por Pagar	106,099	150,422	185,184	120,035
Provisiones	17,044	12,278	19,164	30,009
Total Pasivo Corriente	471,922	606,400	707,529	846,821
Obligaciones Financieras	1,304,701	1,348,270	1,375,062	1,351,044
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-	12,375	8,459
Otras cuentas por pagar	47,529	92,487	133,500	118,107
Beneficios laborales	18,251	21,785	16,884	19,736
Pasivo por impuesto a las ganancias diferido	391,080	380,112	415,921	400,451
Total Pasivo No Corriente	1,761,561	1,842,654	1,953,742	1,897,797
TOTAL PASIVO	2,233,483	2,449,054	2,661,271	2,744,618
Capital social	448,598	448,598	477,983	615,783
Reserva legal	57,306	57,306	57,306	86,895
Efecto acumulado por conversión	(2,121)	76,219	49,956	23,008
Resultados acumulados	1,240,335	1,108,206	1,033,059	1,203,407
Resultado del ejercicio	(101,166)	(99,784)	133,763	(77,533)
Participación no controlante	1,032,683	1,114,451	1,115,022	1,008,574
TOTAL PATRIMONIO NETO	2,675,635	2,704,996	2,867,089	2,860,134
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	4,909,118	5,154,050	5,528,360	5,604,752

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En Miles de Soles

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
Ingresos por ventas de bienes y servicios	1,344,749	1,531,522	1,782,229	1,549,776
Costo de ventas de bienes y servicios	(1,079,919)	(1,334,895)	(1,572,314)	(1,501,902)
RESULTADO BRUTO ANTES DE CVRAB	264,830	196,627	209,915	47,874
Cambio en el valor razonable de los activos biológicos	44,238	188,043	264,686	137,791
RESULTADO BRUTO DESPUÉS DE CVRAB	309,068	384,670	474,601	185,665
Gastos de venta y distribución	(66,887)	(70,374)	(74,171)	(69,004)
Gastos de administración	(119,252)	(94,114)	(90,623)	(114,287)
Otros ingresos operativos, neto	3,151	(15,924)	4,209	(27,097)
RESULTADO OPERATIVO	126,080	204,258	314,016	(24,723)
Ingresos financieros	5,141	60,230	2,061	2,182
Gastos Financieros	(130,437)	(148,334)	(129,436)	(129,597)
Diferencia de cambio, neta	(104,016)	(182,473)	12,619	50,329
Ingresos por participación en asociadas	4,375	6,948	14,563	1,165
Otros ingresos extraordinarios	-	1,715	29,678	246,357
Otros gastos extraordinarios	-	(9,846)	(14,546)	(119,906)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	(98,857)	(67,502)	228,955	25,807
Impuesto a las ganancias	(2,309)	(32,282)	(90,100)	(11,201)
RESULTADO DE OPERACIONES CONTINUAS	(101,166)	(99,784)	138,855	14,606
Pérdida por operaciones discontinuas	-	-	(5,092)	(92,139)
RESULTADO NETO	(101,166)	(99,784)	133,763	(77,533)

CORPORACIÓN AZUCARERA DEL PERÚ S.A. y Subsidiarias

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Dic.17
SOLVENCIA				
Palanca Contable (Pasivo / Patrimonio)	0.83	0.91	0.93	0.96
Deuda Financiera / Pasivo	0.64	0.59	0.58	0.53
Deuda Financiera / Patrimonio	0.54	0.53	0.54	0.51
Endeudamiento del Activo (Pasivo / Activo)	0.45	0.48	0.48	0.49
Pasivo corriente / Pasivo total	0.21	0.25	0.27	0.31
Pasivo no corriente / Pasivo total	0.79	0.75	0.73	0.69
Deuda Financiera / EBITDA	5.37	4.11	3.29	7.02
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente	2.51	1.92	1.75	1.60
Prueba Ácida	1.54	1.01	1.03	0.93
Liquidez Absoluta	0.55	0.15	0.08	0.06
Capital de Trabajo	710,405	557,757	533,679	504,112
GESTIÓN				
Gastos operativos / Ingresos	13.84%	10.74%	9.25%	11.83%
Gastos financieros / Ingresos	9.70%	9.69%	7.26%	8.36%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	19	20	20	19
Días promedio de Cuentas por Pagar	61	69	78	83
Días promedio de inventarios	143	130	117	123
Ciclo de conversión de efectivo	102	81	59	59
RENTABILIDAD				
Margen bruto	19.69%	12.84%	11.78%	3.09%
Margen operativo	9.38%	13.34%	17.62%	-1.60%
Margen neto	-7.52%	-6.52%	7.51%	-5.00%
ROAA	-2.09%	-1.98%	2.50%	-1.39%
ROAE	-3.87%	-3.71%	4.80%	-2.71%
GENERACIÓN (Sin considerar Activos Biológicos)				
Flujo de Caja Operativo	272,966	202,496	210,938	81,889
Flujo de Caja Operativo anualizado	272,966	202,496	194,124	81,889
EBITDA	268,325	351,567	470,692	208,500
EBITDA anualizado	268,325	351,567	470,692	208,500
Margen EBITDA	19.95%	22.96%	26.41%	13.45%
COBERTURAS				
EBITDA / Gastos financieros	2.06	2.37	3.64	1.61
EBITDA / Servicio de deuda	1.62	2.03	2.93	1.22
Flujo de Caja Operativo / Gastos Financieros	2.09	1.37	1.63	0.63
Flujo de Caja Operativo / Servicio de Deuda	1.65	1.17	1.31	0.48

ANEXO I

HISTORIA DE CLASIFICACIÓN** – COAZÚCAR

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.06.17) *	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú S.A.	AA-.pe	(modificado) de AA-.pe a A+.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

* Sesión de Comité del 15 de noviembre de 2017.

** El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

ANEXO II

Accionistas al 31.12.2017

Accionistas	Participación
Clarcrest Investment S.A.	51.44%
Vito Rodríguez Rodríguez	22.96%
Jorge Rodríguez Rodríguez	21.22%
Otros minoritarios	4.38%
Total	100.00%

Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

Directorio al 31.12.2017

Directorio	
Vito Rodríguez Rodríguez	Presidente
Jorge Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente
Claudio José Rodríguez Huaco	Director

Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.12.2017

Nombre	Cargo
John Carty Chirinos	Vicepresidente de la Unidad de Negocios Agroindustriales
Antonio Diniz Junior	Gerente de Campo
Víctor Cano Ramírez	Gerente de Producción
Hugo Dávila Trinidad	Gerente de Producción
Nora Alva Villarreal	Gerente de Administración
Diego Rosado Gómez de la Torre	Gerente General Corporativo
Alfredo Elespuru Guerrero	Director Corporativo de Finanzas
Fernando Devoto Achá	Director Legal Corporativo y Relación con Inversionistas
Marlene Negreiros Bardales	Director Corporativo de RR.HH.
Roberto Bustamante Zegarra	Director de Logística
José Moscoso Delgado	Director Corporativo de Auditoría Interna
César Abanto Quijano	Gerente Corporativo de Planeamiento Financiero
Gonzalo Rosado Solís	Gerente Corporativo de Contabilidad

Fuente: Coazúcar / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – COAZÚCAR

Primer Programa de Bonos Corporativos Corporación Azucarera del Perú – COAZÚCAR

En Junta General de Accionistas de fecha 20 de junio de 2016, la Empresa resolvió proceder con la inscripción del Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú S.A., hasta por un monto máximo en circulación de US\$300.0 millones o su equivalente en Soles.

El pago de los bonos se encontrará garantizado por los Contratos de Fianza Solidaria, el mismo que incluye:

- (i) Contrato de Fianza Subsidiarias – carta fianza solidaria, irrevocable, incondicional, de realización automática y sin beneficio de excusión ni división para garantizar el correcto y oportuno cumplimiento de hasta el 100% del pago del principal de los bonos (incluido intereses, penalidades, tributos, costas, costos y gastos de ejecución de la fianza) suscrita por Agrolmos S.A., Cartavio S.A.A. y Agroindustrias San Jacinto S.A.A.
- (ii) Contrato de Fianza Casa Grande – carta fianza solidaria, irrevocable, incondicional, de realización automática y sin beneficio de excusión ni división para garantizar el correcto y oportuno cumplimiento de hasta el 50% del pago del principal de los bonos (incluido intereses, penalidades, tributos, costas, costos y gastos de ejecución de la fianza) suscrita por Casa Grande S.A.A.

Asimismo, ambas emisiones se encuentran respaldadas de forma genérica por el patrimonio del emisor.

Es de resaltar que entre la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Coazúcar, en conjunto, no se podrá exceder de S/300.0 millones en circulación. El detalle de las emisiones colocadas el 15 de agosto de 2016 se presentan a continuación:

	1ra Emisión	2da Emisión
Monto colocado:	S/150.00 millones	S/145.00 millones
Saldo en circulación:	S/150.00 millones	S/145.00 millones
Plazo:	8 años	15 años
Periodo de gracia:	5 años	10 años
Tasa:	8.125%	9.000%
Amortización:	Semestral	Semestral

© 2018 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.