

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Informe de Clasificación

Contacto:

Jaime Tarazona Arista

jtarazona@equilibrium.com.pe

Maria Luisa Tejada

mtejada@equilibrium.com.pe

511- 616 0400



PALMAS DEL ESPINO S.A. y Subsidiarias

Lima, Perú

31 de mayo de 2016

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
Segundo Programa de Bonos Corporativos (Hasta por US\$250.0 millones) Primera Emisión (Hasta por US\$200.0 millones)	AA.pe	Refleja muy alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. Las diferencias entre ésta clasificación y la inmediata superior son mínimas.

“La clasificación que se otorga no implica recomendación para comprar, vender o mantener valores y/o instrumentos de la entidad clasificada.”

----- en Millones de Soles -----				
	Dic.15	Mar.16	Dic.15	Mar.16
Activos:	1,670.4	1,656.4	Patrimonio:	833.7 840.4
Pasivos:	836.7	816.0	ROAE(*):	-7.04% -6.40%
Utilidad Neta:	-82.7	-6.2	ROAA(*):	-4.00% -4.00%

(*) Cifras Anualizadas

Historia: Segundo Programa de Bonos Corporativos → AA.pe (24.11.15).

Para la presente evaluación se han utilizado los Estados Financieros Combinados de la Empresa y subsidiarias (Palmas del Espino S.A., Industrias del Espino S.A., Palmas del Shanusi S.A., Industrias del Shanusi S.A., Palmas del Oriente S.A – sin consolidar Agrícola del Chira S.A. y subsidiarias al 31 de diciembre de 2012, 2013, 2014 y 2015 así como Estados Financieros Situacionales al 31 de marzo de 2015 y 2016. Adicionalmente, se utilizó información complementaria y proyecciones financieras actualizadas proporcionadas por la Compañía, en donde se toma en consideración la escisión de los bloques patrimoniales de Agrícola del Chira S.A. y subsidiarias que entró en vigencia el 01 de noviembre de 2015.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium dictaminó ratificar la clasificación de AA.pe al Segundo Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino y Subsidiarias (en adelante Palmas y/o la Compañía).

El *rating* otorgado se encuentra sustentado en el respaldo patrimonial que brinda el Grupo Económico Romero - consolidado peruano que tiene más de 125 años de historia gestionando más de S/15,700 millones en activos – y que ha materializado su compromiso con las empresas del Grupo mediante sucesivos aportes de capital. Adicionalmente, se tomó en consideración la amplia experiencia de la Compañía en el sector agroindustrial empleando para ello un modelo de integración vertical completo (desde el cultivo de palma, hasta la transformación y comercialización en productos derivados) que le permite tener una estructura de costos más eficiente. De igual forma, aportó a la clasificación la experiencia de la Plana Gerencial que ha permitido consolidar el liderazgo de productos en la zona oriental del Perú. Otro aspecto favorable, es la perspectiva de mejores indicadores operativos debido a la escisión de los bloques patrimoniales de Agrícola del Chira y subsidiarias, puesto que esta última todavía no alcanza el punto de equilibrio.

Sin embargo, limita a la Compañía tener una clasificación mayor el riesgo inherente de las actividades agrícolas que desarrolla; por ejemplo la exposición a factores climáticos, de control biológico (plagas), medio ambiental-social, entre otros. Igualmente, se tomó en consideración la elevada sensibilidad de los resultados a la evolución del precio interna-

cional del aceite de palma y sus derivados, lo cual ha propiciado en el último ejercicio un rápido deterioro en las métricas de apalancamiento financiero. Por otro lado, la Compañía actualmente tiene indicadores de liquidez ajustados y no se espera ningún cambio material en las métricas de crédito en los próximos trimestres. No menos importante resulta la alejada ubicación de las operaciones, la cual eleva los gastos de transporte; no obstante vienen trabajando en ello con la finalidad de reducir sus costos. Finalmente, la mayor competencia de mano de obra en los cultivos de la costa, genera la existencia de un déficit de personal en determinadas actividades agrícolas e incrementa los costos operaciones; no obstante la Compañía viene mitigando este riesgo mediante la mecanización el cultivo.

El Grupo Palmas se encuentra especializado en el desarrollo de actividades agrícolas e industriales. En línea con lo señalado previamente, Palmas del Espino, Palmas del Shanusi y Palmas del Oriente se dedican al cultivo de palma aceitera y en menor medida cacao, siendo las subsidiarias Industrias del Espino e Industrias del Shanusi las encargadas de la extracción, refinación, fraccionamiento y envasado del aceite de palma, manteca y otros productos derivados como jabón y en menor proporción cobertura de chocolate.

Al concluir el ejercicio 2015, el negocio vinculado a la palma aceitera comprende una extensión de 23,346 hectáreas en producción, lo cual refleja un incremento de 11.2% en relación a diciembre de 2014 (21,004 hectáreas). Es relevante mencionar que la Compañía tiene un plan de incorporación de nuevas tierras mediante la expansión de la frontera agrícola

La nomenclatura “pe” refleja riesgos sólo comparables en el Perú.

la y que le permitirá contar con aproximadamente 25 mil hectáreas productivas antes de finalizar el ejercicio 2017. Adicionalmente, resulta significativo indicar que en el marco de su programa de "cadenas productivas", aproximadamente el 11.0% de la materia prima total es adquirida a productores locales con la finalidad de cumplir metas de producción, obtener mayor eficiencia en planta y favorecer el desarrollo de los pequeños productores que se ubican en la zona de influencia de la Compañía.

Al 31 de diciembre de 2015, los ingresos de Grupo Palmas han aumentado en 9.4% debido al mayor rendimiento agrícola; no obstante la tendencia a la baja en el precio internacional del aceite de palma y sus derivados que no han permitido un mayor reconocimiento de ingresos. Se espera que al concluir el año 2016, la Compañía registre ingresos cercanos a US\$166.2 millones fundamentados principalmente en a) la mayor productividad por hectárea en los desarrollos agrícolas de Palmas del Oriente y Shanusi, b) el incremento sostenido en la capacidad de procesamiento de palma (en los últimos 16 meses se ha incrementado en 100 toneladas por día), lo cual permitirá cubrir las necesidades del mercado, c) la incorporación de nuevas líneas de negocio (tras una inversión aproximada de US\$9.5 millones inició el proyecto de grasas especiales que permite generar una oferta de productos de mayor valor agregado) y d) la normalización del precio internacional del aceite de palma, situación que ya se ha materializado en el primer trimestre del presente ejercicio y que ha propiciado que se registren ingresos por S/.122.4 millones (+5.5% en relación al mismo periodo del ejercicio previo).

Sin embargo, el resultado operativo disminuyó de S/.112.0 millones a S/.56.5 millones entre diciembre de 2014 y 2015 - cifra que evidencia una reducción de 49.6% - debido principalmente a la mayores costos de venta y gastos de administración; así como por el menor aporte de la variación en el activo biológico en los resultados de la Compañía (-87.1%). En línea con lo anterior, el EBITDA ajustado (utilidad o ganancia bruta - gastos de administración + depreciación + amortización) se redujo a S/.91.8 millones, cifra 59.0% inferior a lo registrado en diciembre de 2014 (S/.145.9 millones), mientras que el margen EBITDA disminuyó a 19.87% (34.58 en diciembre de 2014). Al primer trimestre del presente ejercicio, se aprecia una ligera recuperación en el EBITDA (S/.97.3 millones en términos anualizados), tendencia que se espera persista en los próximos trimestres.

Adicionalmente, la utilidad neta de la compañía recibió el impacto negativo de mayores gastos financieros asociados al mayor nivel de deuda tomada durante el año; así como por las mayores las pérdidas cambiarias registradas debido a la posición pasiva neta en dólares (-US\$134 millones en diciembre de 2015). Es importante indicar que durante el primer trimestre del ejercicio 2016 la Compañía reestructuró aproximadamente US\$100 millones a moneda local con la finalidad de reducir su exposición a la volatilidad en el tipo de cambio y se estima que la futura emisión de bonos corporativos sustituirá de forma significativa el descalce remanente en moneda extranjera.

Todo lo anterior, propició que la utilidad neta se ajustara de forma significativa, obteniendo al cierre del ejercicio 2015 una pérdida acumulada de -S/.82.7 millones (utilidad de

S/.3.9 millones en diciembre de 2014). Lo anterior, hizo que el retorno sobre el activo y patrimonio disminuyera a -4.00% (0.17% en diciembre de 2014) y -7.04% (0.26% en diciembre de 2014), respectivamente. No obstante, al primer trimestre de 2016, se aprecia un menor nivel de pérdidas anualizadas acumuladas (-S/.77.6 millones).

Un tema de especial consideración es el apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) que se ha incrementado de 4.45 veces a 8.38 veces entre ejercicios (7.57 veces en marzo de 2016); el deterioro se encuentra asociado al mayor endeudamiento tomado durante el año para realizar operaciones sintéticas de cobertura¹, así como por la mayor necesidad de capital de trabajo debido al incremento en ciclo de conversión de efectivo de la Compañía; adicionalmente impactó negativamente los menores niveles de generación asociados a un desempeño menos favorable del precio internacional del aceite de palma y sus derivados. En línea con lo indicado previamente, la cobertura que brinda el EBITDA al servicio de deuda se redujo a 0.84 veces (0.87 veces en marzo de 2016). Equilibrium considera que Palmas presenta un elevado nivel de apalancamiento financiero y un reducido nivel de cobertura; situación que de no revertirse en el futuro según las proyecciones remitidas por la Compañía, podría originar una modificación en la clasificación de riesgo otorgada.

A la fecha de emisión del presente informe, Grupo Palmas, así como Agrícola del Chira y subsidiarias tiene un préstamo sindicado con cuatro entidades financieras y un fideicomiso que mantiene en garantía la mayoría de los activos de las compañías antes mencionadas. Adicionalmente, existen diversos resguardos financieros, los cuales según las cartas de cumplimiento remitidas por la Compañía de forma conjunta se vienen cumpliendo. Al 31 de marzo de 2016, el saldo de la deuda asumida por Grupo Palmas es de S/.. 529.5 millones y resulta importante indicar que la potencial emisión de bonos actualmente clasificados servirá para cancelar de forma anticipada esta operación de crédito con el objetivo de tener mejores condiciones financieras, así como incrementar la maduración de la deuda.

Finalmente, en opinión de Equilibrium la Compañía continuará incrementando de forma sostenida sus niveles de producción asociados al mayor rendimiento agrícola, la expansión de su frontera agrícola mediante futuros desarrollos y la incorporación de otros cultivos: sin embargo debido a su naturaleza de negocio, se encuentra expuesta a fenómenos climáticos, la variabilidad en el precio internacional del *commodity*, y otros eventos adversos que se encuentran fuera de su control (plagas, temas arancelarios, entre otros). Equilibrium realizará un monitoreo constante de los resultados de la Compañía, del cumplimiento de sus obligaciones, de sus ratios de cobertura y el cumplimiento de sus proyecciones financieras con la finalidad que la clasificación otorgada refleje correctamente la capacidad de pago de los instrumentos clasificados.

¹ Dichas operaciones consistían en pedir préstamos de corto plazo en moneda local, comprar dólares con dichos recursos y constituir depósitos a plazo para reducir las pérdidas cambiarias registradas en el Ganancias y Pérdidas.

Fortalezas

1. Integración vertical en las diversas cadenas de valor del negocio de Palma Aceitera.
2. Diversificación de productos y posición de liderazgo en la selva peruana.
3. Respaldo sólido del Grupo Romero.
4. *Know-how* de la plana Gerencial en el negocio agrícola.

Debilidades

1. Ubicación en zona de difícil acceso que incrementa el costo de transporte.
2. Mayor rotación y déficit de personal para desarrollar determinadas actividades agrícolas.
3. Riesgo inherente en el desarrollo de las actividades agrícolas (precios de *commodity*).

Oportunidades

1. Apertura de nuevos mercados internos y externos.
2. Bajo desarrollo de plantaciones de palma aceitera en el país.
3. El Perú es un país deficitario en aceites y grasas.

Amenazas

1. Desaceleración de la economía mundial que presionan los precios del aceite de palma.
2. CambioS/.injerencia política en la estructura arancelaria y/o tributaria; así como nuevos ordenamientos territoriales podrían ralentizar la expansión de la frontera agrícola de Compañía.
3. Competencia desleal de aceites sustitutos de origen importado a base de soya, girasol y algodón.
4. Competencia de biodiesel importado con precios subsidiados.

PERFIL DE LA EMPRESA

Palmas del Espino S.A. se constituyó en marzo de 1979 en el distrito de Uchiza, departamento de San Martín, siendo su objetivo principal la siembra, cosecha y comercialización de palma aceitera y cacao. Posteriormente en 1992, para aprovechar sinergias, se constituyó Industrias del Espino, empresa que se encarga de la extracción y transformación del fruto de palma en productos derivados.

En el 2006 Palmas del Espino llevó a cabo el proyecto Shanusi, el cual consistió en la ampliación del área cultivada de palma aceitera a través de nuevos terrenos en Yurimaguas, con la finalidad de incrementar el área agrícola y dotar de un mayor autoabastecimiento de aceite de crudo de palma a Industrias del Espino. La inversión total ascendió a US\$39.8 millones, cifra que superó lo proyectado (US\$20 millones) producto de la expansión del proyecto original así como mayores costos. Adicionalmente se concluyó el proyecto para la producción de biodiesel de palma a través de la construcción y puesta en marcha de plantas de Refinación y de Biocombustible, cuya inversión total alcanzó los US\$11.5 millones. Cabe resaltar que a la fecha del presente informe, Industrias del Espino ha paralizado la producción de dicha planta por una aparente situación de *dumping*; así como por las implicancias que derivarían de un potencial cambio en la norma peruana del biodiesel.

En el 2012 se inauguró la planta de extracción de aceite de palma de la empresa Industrias del Shanusi, cuya inversión fue de US\$18 millones en la primera etapa. La capacidad actual de procesamiento es de 45 TM/hora de RFF. Adicionalmente, en el ejercicio 2015 se inauguró una nueva planta para el refinamiento de aceites especiales así como una planta para la generación eléctrica a partir del biogás².

Palmas del Espino a la fecha de emisión del presente informe tiene constituidas las siguientes subsidiarias:

- **Palmas del Shanusi y Palmas del Oriente:**
Tienen por objeto la siembra, cosecha y comercialización de palma aceitera y cacao, productos que son procesados por la planta industrial del Grupo. Palmas del Shanusi está ubicada en Yurimaguas, en el departamento de Loreto; mientras que Palmas del Oriente se ubica en Tocache, departamento de San Martín.
- **Industrias del Espino e Industrias del Shanusi**
Se dedican a la extracción y transformación del fruto de palma en sus productos derivados como son aceites y grasas comestibles (aceite y manteca), industrialización, envasado y comercialización de jabones y artículos de lavar, producción, almacenamiento, distribución, comercialización y transporte de biocombustibles, así como de otros sub-productos derivados y relacionados.
- **Otras Subsidiarias**
Incluye a Palmas del Amazonas S.A., Agrícola la Carme-

² La planta tiene una potencia efectiva de 1.9 Gw y demandó una inversión estimada de US\$2.9 millones.

la S.A., Desarrollos Agroindustriales Sangamayoc S.A., Islandia Energy S.A., Palmas del Chaparral S.A., Industrias de Lima S.A. e Industrias del Tulumayo S.A.

Accionistas

Palmas del Espino S.A. y Subsidiarias (en adelante Grupo Palmas) pertenecen al grupo Romero, bajo la siguiente estructura accionarial a la fecha de emisión del presente informe:

Accionista	Participación
Birmingham Merchant SA	36.79%
Fideicomiso ONCAR	13.54%
Helguero Romero, Rosalina Maria	9.03%
Maray SA	9.03%
Otros accionistas minoritarios	31.61%

Fuente: Palmas del Espino / Elaboración: Equilibrium

El Grupo Romero posee una importante participación y trayectoria en el mercado peruano, siendo un conglomerado mixto que mantiene operaciones en distintos sectores, entre otras empresas del Grupo se encuentran:

Sector	Empresa
Consumo Masivo	Grupo Alicorp
	Romero Trading
Agrícola	Grupo Palmas
	Grupo Chira
Energía	Grupo Primax
	Bioenergía del Chira
Industria	Industrial Textil Piura
	Universal Textil
	Pesquera Centinela
Servicios Logísticos, Marítimos y Portuarios	Grupo Ransa
	Tisur
	Tramarsa
	Consorcio Naviero Peruano
Servicios Empresariales	Corporación Grupo Romero
	Wigo
	Fundación Romero

Fuente: Grupo Romero / Elaboración: Equilibrium

Directorio

A la fecha del presente informe, el Directorio del Grupo se encuentra conformado por:

Directorio	Cargo
Dionisio Romero Paoletti	Presidente
José Antonio Onrubia Holder	Vicepresidente
Calixto Romero Guzmán	Director
Javier Beeck Onrubia	Director
Ángel Irazola Arribas	Director

Fuente: Grupo Palmas S.A. / Elaboración: Equilibrium

Gerencia

La plana gerencial del Grupo se encuentra a cargo de los siguientes profesionales:

Plana Gerencial	Cargo
Renzo Balarezo Cino	Gerente General
Mariano León Riofrío	Gerente Central de Finanzas
Augusto Mora Castañeda	Gerente Central Industrial
Alfredo Trelles	Gerente Central Agrícola
Augusto Ezeta Suegras	Gerente Central Administración
Rodrigo Melgar Belmont	Gerente Central Comercial
Freddy Gasco	Gerente Central RRHH
Héctor Dongo Martínez	Gerente Central de Proyectos
Mirko Arévalo	Gerente Central Supply Chain

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Es importante indicar que desde enero de 2016, el Sr. Rodrigo Melgar Belmont asumió la Gerencia Central Comercial, en reemplazo del Sr. Gustavo De Lama Lossio.

OPERACIONES DE LA EMPRESA

Grupo Palmas a la fecha de emisión del presente informe se encuentra orientado a participar en el negocio agrícola e industrial vinculado al aceite de palma. El proceso de transformación se inicia con la cosecha de los racimos de frutos frescos (RFF), los mismos que son posteriormente procesados, envasados y empacados en fábrica, para luego comercializar los productos finales a través de los canales de distribución.

Cultivo

El proceso se inicia con las semillas de palma, las que son importadas principalmente de Ecuador. Tras un período en el vivero, los plantones son trasplantados al campo donde continúan su proceso evolutivo por tres años adicionales. Es a partir del tercer año cuando la planta empieza a dar fruto, el mismo que, en condiciones normales, se mantiene rentable hasta alrededor de 30 años. No obstante, es de resaltar que para el cálculo de los activos biológicos se toma en cuenta 25 años, edad a partir de la cual la curva de productividad disminuye debido a la altura que alcanza la palmera, lo que incrementa los costos relacionados a la cosecha.

Respecto a los rendimientos de CPO (aceite crudo de palma) por hectárea, estos disminuyen ligeramente como consecuencia del periodo de alternancia que presentan los cultivos, además de contar con palmeras nuevas, las cuales si bien incrementan el número de hectáreas en etapa de producción, aun no alcanzan su periodo de maduración, rindiendo por debajo del promedio.

En ese sentido, cabe mencionar que todo cultivo permanente presenta periodos de alta productividad que se alternan con periodos de baja productividad, siendo aproximadamente dos años la duración de dicho periodo para el caso de la palma aceitera.

La evolución del área productiva en los últimos periodos así como los indicadores de productividad y rendimiento de CPO por hectárea se presentan en el siguiente cuadro:

	2013	2014	IQ.15	2015	IQ.16
Área Productiva (Ha)	18,541	21,004	21,338	21,420	23,346
RFF/Ha (TM)	19.02	19.19	4.84	20.93	5.15
CPO/Ha (TM)*	4.70	4.89	1.38	7.51	2.13

* No incluye aceite de palmiste.

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Proceso Productivo

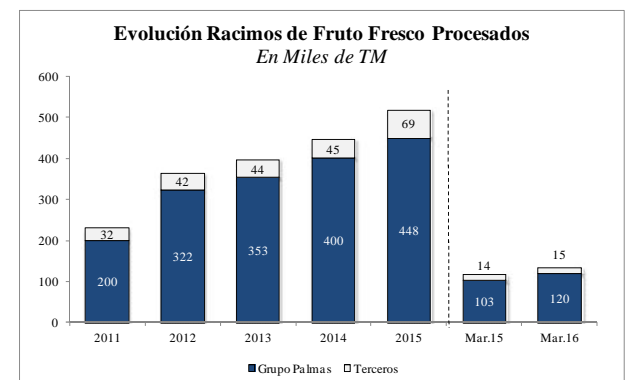
Grupo Palmas cuenta con cuatro líneas de producción: extracción, refinación, fraccionamiento y envasado además de contar con maquinaria y equipo para fabricación industrial de coberturas de chocolate.

Las siguientes son las capacidades de procesamiento:

Líneas	Capacidad Instalada	% de Utilización
Extracción Palma	1,440TM RFF / Día	60.51%
Refinería	450TM CPO / Día	60.40%
Fraccionamiento	280TM RBD / Día	74.12%
Invasado Mantecas	110 TM / Día	82.10%
Invasado Aceites	180 TM / Día	82.40%
Invasado Jabones	44 TM / Día	60.40%
Biodiesel	150TM / Día	0.12%

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Es significativo indicar que Industrias del Espino e Industrias del Shanusi adquieren la totalidad de la materia prima producida por el Grupo, adicionalmente obtienen de pequeños productores un porcentaje que varía de acuerdo al dinamismo que se observe en el sector y las inversiones que se realizan a nivel nacional. Tal es así que, al 31 de marzo de 2016, el 11.0% del total de RFF utilizado fue adquirido por terceros (12.3% en marzo de 2015).



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Los racimos de fruto fresco que se cosechan son posteriormente transportados a las instalaciones de la planta donde se lleva a cabo el proceso de transformación. Dicho proceso consta de la extracción y refinación del aceite de palma, a través de los cuales se obtiene aceite crudo de palma o CPO, palmiste y ácidos grasos. Adicionalmente, de aplicar un

proceso de refinación al CPO se obtiene el aceite refinado de palma (RBD), el mismo que a su vez deriva en la oleína de palma, las mantecas no hidrogenadas y la estearina, esto luego de pasar por la etapa de fraccionamiento.

Producción (TM)	2013	2014	IQ.15	2015	IQ.16
Aceite Crudo*	103,311	121,287	31,259	169,907	52,286
RBD*	89,173	96,504	27,556	94,345	21,612
Oleína	27,756	31,176	7,411	24,390	6,584
Manteca	26,291	28,854	5,308	26,480	7,073
Jabón	6,135	6,067	1,712	7,036	1,893
Cobertura Chocolate	123	80	15	80	144

*Aceite de palma y palmiste

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, desde el 2007 el Grupo trata los efluentes de sus plantas para aprovecharlos en la generación de biogás con la finalidad de sustituir el consumo de combustibles fósiles (diesel 2) en sus procesos. Adicionalmente, cabe destacar que la Compañía ha inscrito el proyecto en las Naciones Unidas con la finalidad de aplicar para la emisión de bonos de carbono. Finalmente, en la segunda mitad del 2015, se ha inaugurado una planta de generación eléctrica en Tocache, que utiliza el biogás generado por el tratamiento de aguas residuales provenientes del proceso de producción de aceites.

Mercado

Grupo Palmas mantiene presencia tanto en el mercado de consumidores finales como en el mercado industrial, elaborando insumos para la industria de alimentos. Por su parte, los productos de consumo masivo están dirigidos básicamente al mercado doméstico, por lo que el precio es fijado localmente, los mismos se agrupan principalmente en cuatro categorías:

Productos	Marcas
Aceites	Tondero, Soi y Palmerola
Grasas y Mantecas	Tropical y Manpan
Jabón de lavar	Popeye
Jabón de tocador	Spa

En el caso de los aceites, la Compañía estima que tiene un porcentaje de participación de 12% del mercado nacional, mientras que en grasas y mantecas el 24%. Por otro lado, en jabones lavar y tocador el 14% y 6%, respectivamente.

En estos segmentos el Grupo compite con la empresa relacionada Alicorp, y con empresas como Alpamayo, Procter & Gamble, Unilever, Ameral, además de existir competencia de productos importados de Bolivia, Ecuador y Colombia entre otros países.

A nivel nacional, el Grupo viene fortaleciendo sus operaciones en el oriente peruano, siendo líder en dicha región debido a su capacidad de atender con mayor eficiencia y menores costos.

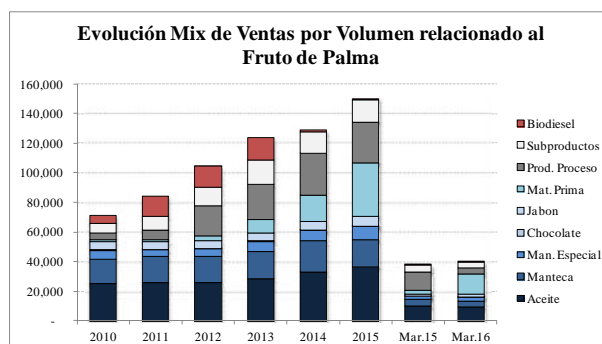
Entre los productos orientados al consumo industrial se

encuentran:

- Aceite Crudo de Palma (CPO)
- Aceite refinado de palma y palmiste (RBD)
- Oleína de palma (envasado y granel)
- Manteca de palma
- Estearina de Palma
- Cobertura de Chocolate
- Torta de Palmiste.

Se estima que dichos productos concentran actualmente el 80% de la producción nacional de grasas industriales y se comercializan principalmente a panificadoras, industrias de *snacks*, industrias galleteras, productores de helados y chocolates, y empresas ganaderas, siendo los precios pactados altamente influenciados y relacionados a los precios que se registran en el mercado internacional.

Durante el ejercicio 2015, el volumen de producción relacionado al fruto de palma totalizó 458.2 miles de TM, lo cual representó un incremento de 9.6% en relación a diciembre de 2014. Ello se encuentra en línea con la mayor venta de materias primas que pasó de 42.4 a 75.0 mil TM. Al primer trimestre de 2016, la producción total se ubicó en 121.2 miles de TM (+5.4% en relación al mismo periodo del ejercicio previo) y dentro del *mix* de productos procesados, destaca la participación de aceites (34.6%), materias primas (24.7%) y mantecas (13.4%).



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Aspectos Tributarios y Arancelarios

El 22 de junio de 2010, la Comisión de Fiscalización de Dumping y Subsidios de Indecopi mediante resolución N° 116-2010/CFD-INDECOPI resolvió la aplicación de derechos antidumping definitivos a importaciones de biodiesel procedentes de Estados Unidos por un periodo de 5 años. Estos derechos antidumping ascienden a US\$212 por tonelada.

El 17 de agosto de 2010, la Comisión de Fiscalización de Dumping y Subsidios de Indecopi mediante resolución N° 151-2010/CFD-INDECOPI resolvió la aplicación de derechos compensatorios definitivos a importaciones de biodiesel procedentes de Estados Unidos por un periodo de 5 años. Estos derechos ascienden a US\$178 por tonelada. Actualmente, existe un proceso en curso en INDECOPI para ampliar por 5 años adicionales las medidas antidumping impuestas. Adicionalmente, se encuentra vigente la resolución

que implementa una salvaguarda de 29% a las importaciones de manteca que ingresan de Colombia.

El 25 de enero de 2016, la Comisión de Duming, Subsidios y Eliminación de Barreras Comerciales No Arancelarias mediante resolución N°011-2016/CDB-INDECOPI estableció derechos compensatorios definitivos sobre las importaciones de biodiesel de Argentina de US\$208.2 por tonelada.

Por otro lado, de acuerdo con la Ley de Promoción de Inversión en la Amazonía (N°27037) publicada en diciembre de 1998, Palmas del Espino –en su condición de empresa agraria productora de palma aceitera ubicada en la región amazónica– está exonerada del pago de impuesto a la renta desde el año 1999. Asimismo, de acuerdo a la misma ley, Industrias del Espino –en su condición de empresa de transformación y procesamiento de palma aceitera ubicada en la región amazónica– goza de incentivos tributarios, estando afecta a un rango mínimo de 5% y máximo de 10% como tasa de impuesto a la renta

Evolución patrimonial

El 20 de diciembre de 2012, el Banco de Crédito del Perú convocó a Asamblea General de Obligacionistas del Primer Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino, la cual se llevó a cabo el 26 de diciembre de 2012. En dicha Asamblea se acordó la inclusión de Industrias del Shanusi y Palmas del Oriente como Afiliadas de los Proyectos y Fideicomitentes, con la finalidad de otorgar fianza solidaria y formar parte del Fideicomiso de Activos. Del mismo modo, se incluyó dentro del préstamo sindicado la deuda tomada por Industrias del Shanusi con Scotiabank por un monto de US\$50.0 millones para sustituir deudas de corto plazo.

Posteriormente, el 29 de enero de 2013, mediante Junta Universal de Accionistas, se acordó un aumento de capital social por S/..25.6 millones por aportes dinerarios de sus accionistas, los mismos que fueron trasladados a Agrícola del Chira. De esta manera el capital social de Palmas del Espino y Agrícola del Chira totalizó S/..497.2 y S/..476.8 millones, respectivamente.

Mediante Junta Universal de Accionistas de fecha 18 de julio de 2013, se acordó la reducción de capital social de Sucoalcolera del Chira S.A. por S/..55.7 millones, monto que fue devuelto a su accionista, Agrícola del Chira S.A., para compensar la deuda que mantenía a esa fecha. De esta manera el capital social de Sucoalcolera del Chira se situó en S/..177.0 millones.

Asimismo, el 24 de setiembre de 2013, mediante Junta Universal de Accionistas se acordó el aumento de capital social de Palmas del Espino por S/..9.9 millones mediante aportes dinerarios. De igual forma, se acordó el aumento de capital social de Agrícola Chira S.A. por S/..27.6 millones, el cual proviene de aportes dinerarios y capitalización de deuda realizado por Palmas del Espino. De esta manera, el capital social de Agrícola del Chira y Palmas del Espino quedaría en S/..504.4 y S/..507.1 millones, respectivamente.

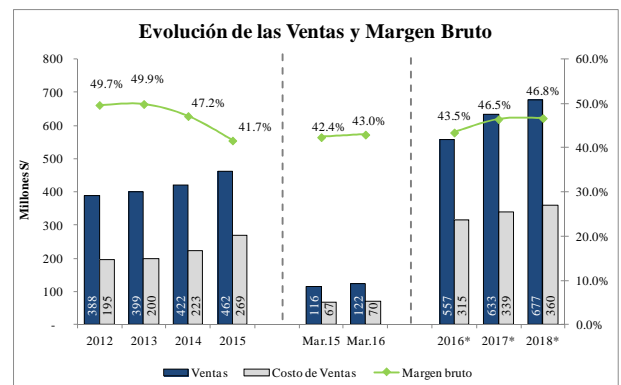
En diciembre de 2013, el Grupo Palmas obtuvo un préstamo sindicado por US\$215.0 millones, el mismo que fue desembolsado en dos tramos, uno a 54 y otro a 84 meses. Los fondos recibidos fueron utilizados para cancelar el préstamo sindicado previo y el saldo de los bonos corporativos e instrumentos de corto plazo que se encontraban en circulación. Es de resaltar que el préstamo en mención mantiene en dominio fiduciario la mayor parte del activo fijo, además de una carta fianza de fiel cumplimiento de obligaciones por US\$19.5 millones y una cuenta de reserva en garantía por S/..15.4 millones.

Finalmente, en Junta General de Accionistas celebrada el 30 de octubre de 2015 se realizó una nueva reorganización societaria mediante la cual Palmas del Espino S.A. segregó un bloque patrimonial compuesto por la totalidad de las acciones de Agrícola del Chira S.A. y Subsidiarias³ por el monto de S/..607.9 millones. Dicho capital escindido, fue dispuesto por sus accionistas como inversión en la sociedad Inversiones Valle del Chira S.A, único accionista de las tres empresas anteriormente descritas.

ANÁLISIS FINANCIERO

Rentabilidad y Generación

Al concluir el ejercicio 2015, los ingresos de la Compañía totalizaron S/..462.0 millones, evidenciando un incremento de 9.4% en relación a diciembre de 2015; y un cumplimiento de 94.5% de las proyecciones remitidas por la Compañía para el análisis al tercer trimestre del ejercicio previo. El ligero desvío se encuentra explicado por las variaciones en el precio internacional del aceite crudo de palma y la fluctuación de tipo de cambio experimentado en el año. Según las últimas proyecciones remitidas por la Compañía, se espera que al concluir el ejercicio 2016, las ventas se encuentren cercanas a los S/..556.8 millones. En línea con lo anterior, se estima que para el periodo 2016-2019 un crecimiento promedio anual compuesto de 8.8% impulsado por la mayor producción agrícola en Palmas del Shanusi y el aporte de la línea de negocios de refinados.

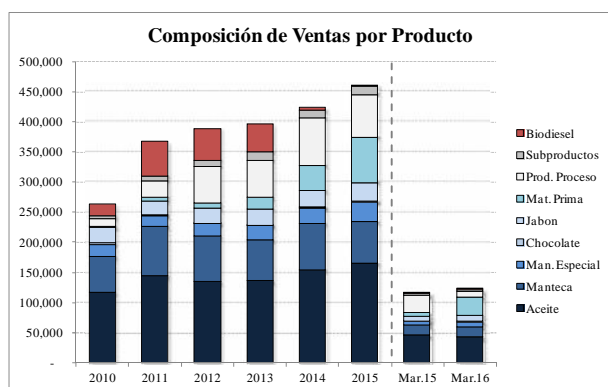


*Proyectado

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

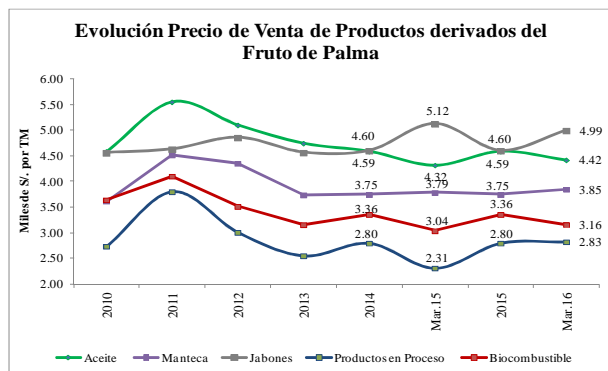
³ Constituida en diciembre de 2006 en el departamento de Piura para desarrollar como actividad principal el cultivo y cosecha de caña de azúcar. Asimismo, a través de sus subsidiarias Sucoalcolera del Chira y Bionergía del Chira, se dedica a la destilación y comercialización de etanol, así como a la generación y comercialización de energía a partir de biomasa.

En términos absolutos, resulta significativo el incremento de la venta de materias primas (+S/.32.6 millones) que totalizó S/.75.0 millones al concluir el ejercicio 2015, seguido de aceites (+S/.10.5 millones) y mantecas especiales (+S/.6.6 millones). Lo anterior ha sido compensando parcialmente con la reducción en los saldos vendidos de manteca (-S/.7.4 millones), productos procesados (-S/.6.6 millones) y biodiesel (-S/.4.4 millones); esto último producto de la decisión corporativa de reducir de forma significativa sus niveles de producción debido a la potencial existencia de *dumping* en productos de biodiesel importados de Argentina. En enero de 2016, la Comisión de dumping y subsidios de INDECOPI estableció derechos compensatorios y se espera que en los próximos ejercicios la Compañía pueda nuevamente reiniciar sus actividades en esta línea de negocio.



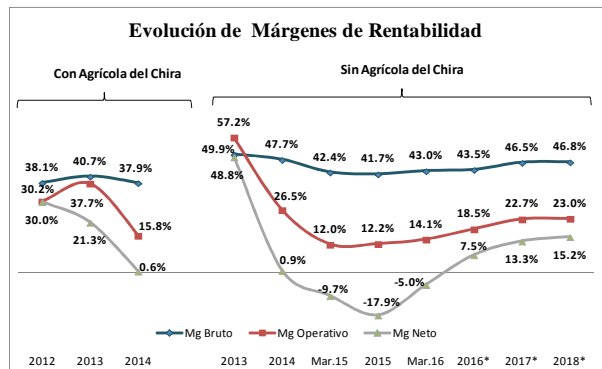
Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Durante el ejercicio 2015, los precios internacionales de aceite de palma han experimentado una tendencia decreciente, sobreproducción en Asia Oriental (Indonesia, Malasia, etc.) y de otros aceites sustitutos, sumado a la influencia de especuladores en el mercado internacional. Lo antes indicado afectó en el precio local debido a que los clientes industriales toman como referencia el precio internacional. Durante el primer trimestre del 2016, si bien los mercados internacionales han experimentado una recuperación, los precios locales han experimentado el impacto del fortalecimiento de la moneda local en relación al dólar. Resulta relevante la reducción en los precios experimentada durante el primer trimestre del año en los aceites (envasado y a granel) de -3.7% y que representa aproximadamente el 34.6% de los ingresos totales de la Compañía.



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Adicionalmente, es importante indicar que el Banco Mundial, estima que el precio internacional del aceite de Palma se incrementará sostenidamente en los próximos ejercicios hasta ubicarse en niveles cercanos a los US\$700.



*Proyectado

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

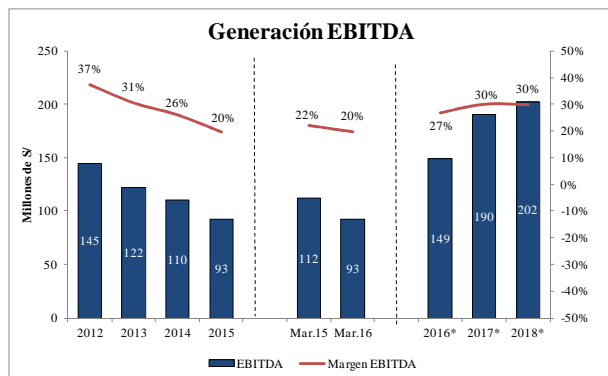
La caída en los precios promedios de venta fueron compensados con el mayor volumen de producción agrícola e industrial por la Compañía, es por ello que los ingresos se incrementaron en 9.4% entre ejercicios; sin embargo, ello derivó en un mayor nivel de costos (+22.1%) que impactó en el margen bruto, el cual finalmente se redujo de 47.7% a 41.7% en diciembre de 2015. No obstante lo anterior, al 31 de marzo de 2016, el margen se ha recuperado a 43.0% (42.4% en marzo de 2015) y se espera una recuperación en el futuro en la medida que se materialicen las mayores eficiencias en los costos de extracción de Industrias del Shanusi (costos integrados menores).

La utilidad operativa se redujo de S/.112.0 millones en diciembre de 2014 a S/.56.5 millones (-49.6%) explicado principalmente por el menor importe en el cambio del valor razonable del activo biológico (-87.1%) debido al menor precio de mercado de la tonelada de racimo fruto fresco considerado en la estimación, así como por la mayor tasa de descuento. Adicionalmente, se incrementó la proporción de gastos operativos (gastos de administración, de venta, otros ingresos y gastos operativos) en relación a los ingresos totales a 30.4% (29.7% en diciembre de 2014), lo cual propició que el margen operativo se ajustara a 12.2% (26.5% en diciembre de 2014). Sin embargo, es importante indicar que al primer trimestre de 2016 se aprecia una recuperación favorable en el margen operativo (14.1%), asociado a las mayores eficiencias en el gasto de administración y de ventas.

En línea con lo mencionado, el nivel de generación de la Compañía, medido por el EBITDA ajustado que no considera el efecto del cambio en el valor razonable del activo biológico (utilidad o ganancia bruta – gastos de administración + depreciación + amortización⁴) pasó de S/.145.9 millones a S/.91.8 millones entre ejercicios (-20.8%), lo cual derivó en un ajuste en el margen (de 34.58% en diciembre de 2014 a 19.87% en diciembre de 2015) y que brindó una cobertura de servicio de deuda (gastos financieros anualizados + parte

⁴ La depreciación y amortización de setiembre de 2013, 2014 y 2015 corresponde a una estimación interna realizada por la Compañía.

corriente de la deuda a largo plazo) de 0.84 veces. En opinión de Equilibrium, un mayor deterioro en los niveles de generación y/o cobertura de servicio de deuda podría afectar la clasificación otorgada a la Compañía; no obstante, al 31 de marzo de 2016 se aprecia una ligera recuperación.



*Proyectado

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Los resultados de la Compañía experimentaron el impacto negativo de los mayores gastos financieros que totalizaron S/.40.8 millones (+40.0%) debido al mayor nivel de endeudamiento registrado durante el año; además de la pérdida de S/.39.1 millones por la participación en operaciones discontinuas debido a la escisión de activos de Agrícola del Chira.

Un tema de especial consideración, son las pérdidas por diferencia en cambio que se ubicaron en S/.48.1 millones debido a la posición pasiva neta en moneda extranjera de US\$134.0 millones a diciembre de 2015. Al respecto la Compañía ha manifestado que cuenta con flujos en moneda extranjera para hacer frente a dichas obligaciones, además de haber convertido en el primer trimestre aproximadamente US\$100 millones de deuda financiera a moneda local. Equilibrium considera favorable que continúe reperfilando su deuda a Soles debido a que permitirá neutralizar de forma importante su posición pasiva neta, y así registrar mayores niveles de utilidad y fortalecer su patrimonio.

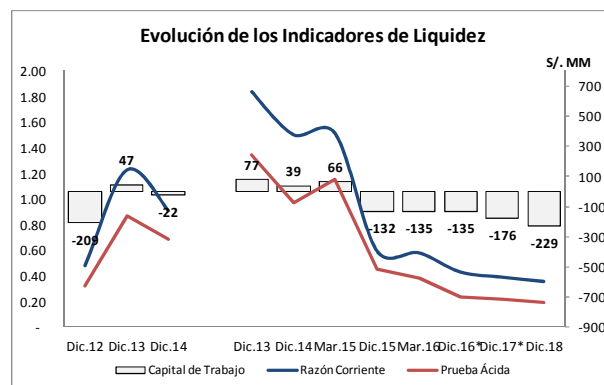
Lo anterior, propició que la Compañía registrará pérdidas por -S/..82.7 millones; cifra inferior a la utilidad de S/.3.9 millones registrado en el ejercicio 2014. Al cierre del primer trimestre de 2016, la Compañía registró pérdidas por S/.6.2 millones; no obstante en términos anualizados las pérdidas retrocedieron a -S/.77.6 millones. Esto último, hizo que el rendimiento promedio del patrimonio (ROAE) se ubique en -6.4% (-5.86% en marzo de 2015) y el rendimiento promedio del activo (ROAA) en -4.0% (-4.33% en marzo de 2015). En opinión de Equilibrium, los indicadores de rentabilidad mejorarán de forma significativa en la medida que se materialicen las eficiencias en la reducción de costos de extracción, continúe la tendencia creciente en el nivel de precios del aceite de palma y sus derivados; y logre reperfilarse de forma exitosa la deuda financiera de la Compañía.

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre 2016 los activos de la Compañía totalizaron S/.1,670 millones, cifra que refleja una disminución de -

32.1% en relación a diciembre de 2014 (S/.2,459 millones); y se encuentra explicado por la escisión de activos de Agrícola del Chira (-S/.857.4 millones). Sobre la composición del activo, es posible identificar un incremento en la participación del activo corriente en relación al activo total al pasar de 4.8% a 11.7% entre ejercicios, esto último a razón de la decisión de acumular saldos en depósitos a plazo y demás instrumentos en dólares con el objetivo de incrementar el stock de activos en dicha moneda y reducir de forma significativa su posición pasiva neta en dólares.

El activo corriente totalizó S/.195.8 millones al concluir el ejercicio 2015, mostrando un incremento de S/.78.0 millones en relación a diciembre de 2014. Ello se encuentra explicado principalmente por los mayores saldos en efectivo y equivalentes de efectivo (+S/.77.7 millones) debido a la estrategia de cobertura descrita en el párrafo previo. Por otro lado, en el primer trimestre del presente ejercicio, se registra un menor saldo de efectivo y equivalentes de efectivo (-S/.56.8 millones), los cuales han sido parcialmente compensados con mayores cuentas por cobrar comerciales (+S/.23.2 millones) debido a las mayores ventas a clientes industriales que tienen periodos de pago mayores; así como de existencias (+S/.16.4 millones) con la finalidad de mitigar contingencias de abastecimiento relacionadas a un potencial fenómeno del Niño severo.



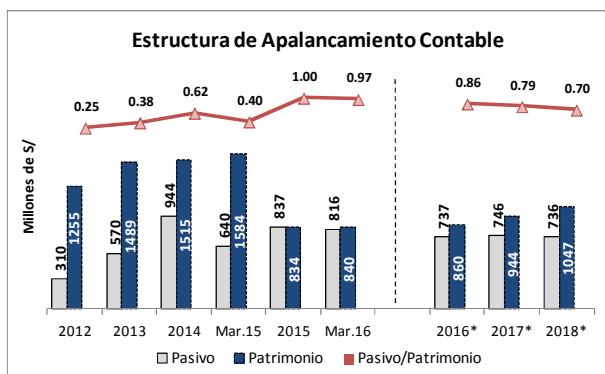
*Proyectado

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

El pasivo corriente durante el ejercicio 2015 se ha incrementado en S/.249.2 millones (+318.4%) mayoritariamente por el mayor saldo en préstamos bancarios de corto plazo debido a la estrategia de acotar sus pérdidas cambiarias. Debido a lo anterior, la liquidez corriente de la Compañía se ha ajustado de forma significativa al pasar de 1.50 a 0.60 veces entre ejercicios (0.58 veces en marzo de 2016), mientras que el capital de trabajo ha sido deficitario en -S/.131.7 millones (S/.39.5 millones en diciembre de 2014), situación que persiste hasta el primer trimestre de 2016. En opinión de Equilibrium, la Compañía continuará presentando déficit de capital de trabajo por la fase de expansión de sus operaciones y la amortización de futura de sus bonos corporativos, no obstante debe evitar brechas mayores.

Solvencia y Endeudamiento

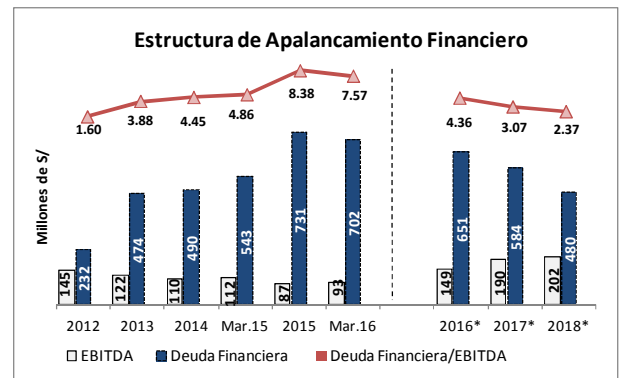
Al concluir el ejercicio 2015, la Compañía respaldó sus activos en un 50.1% mediante patrimonio y 49.9% mediante endeudamiento con terceros. Es relevante indicar que el pasivo ha incrementado su participación como mecanismo de fondeo a razón de la escisión de activos de Agrícola del Chira, la mayor necesidad de capital de trabajo debido al crecimiento de las operaciones de la Compañía, además de la realización de operaciones sintéticas de cobertura para mitigar las pérdidas cambiarias; para esto último la Compañía tomó endeudamiento de corto plazo en moneda local con entidades bancarias, convirtió los saldos en moneda extranjera e invirtió dichos activos en depósitos a plazo. Al primer trimestre del ejercicio 2016, la participación del endeudamiento se ha reducido ligeramente a 49.3%.



*Proyectado
Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

En línea con lo anterior, el apalancamiento contable se ha incrementado de 0.62 veces a 1.00 veces entre ejercicios puesto que la escisión redujo de forma significativa (-45.0%) el patrimonio de la Compañía; no obstante, a marzo de 2016 se aprecia un ligero ajuste en el apalancamiento al ubicarse en 0.97 veces.

Por otro lado, el apalancamiento financiero (calculado como la deuda financiera con respecto al EBITDA ajustado) se incrementó de 3.36 veces en diciembre de 2014 a 7.96 en diciembre de 2015; explicado por el efecto simultáneo del mayor saldo de deuda financiera para mitigar la posición pasiva en dólares y el menor nivel de precios internacionales registrado durante el año que terminó reduciendo los niveles de generación de la compañía. Es importante señalar que en las últimas proyecciones remitidas por la Compañía, estiman que en la medida que continúe la recuperación de los precios internacionales, se consoliden las operaciones iniciadas en los últimos años, y se repague aproximadamente US\$9 millones de deuda vigente, la cobertura mejorará significativamente y al concluir el ejercicio 2016 se ubicará en niveles cercanos a 4.4 veces hasta normalizarse en 1.74 veces al concluir el ejercicio 2019; Equilibrium realizará especial seguimiento a este indicador puesto que se encuentra asociado al cumplimiento de un resguardo financiero del segundo programa de bonos.



*Proyectado
Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Al concluir el ejercicio 2015, la deuda financiera de la Compañía totalizó S/..730.6 millones, cifra que refleja un incremento de 49.1% en relación a lo registrado al cierre de septiembre de 2014 (S/..489.9 millones). Ello se encuentra explicado por el incremento de la deuda bancaria de corto plazo debido a la estrategia de cobertura mediante sintéticos descrita en párrafos previos.

Al 31 de marzo de 2015, La Compañía cuenta con las siguientes operaciones de endeudamiento:

Préstamo sindicado: En diciembre de 2013, la Compañía suscribió un préstamo sindicado con cuatro entidades financieras (Banco de Crédito del Perú, Banco Internacional del Perú – Interbank, Bancolombia Puertorico Internacional y Scotiabank Perú) con el objetivo de financiar hasta un importe máximo de US\$215.0 millones a ser desembolsados en dos tramos (54 y 84 meses). Dicho préstamo ha sido empleado para cancelar un préstamo sindicado previo suscrito por la subsidiaria Agrícola del Chira en abril de 2010, así como demás obligaciones financieras (préstamo de mediano plazo con Scotiabank, saldo de bonos corporativos e instrumentos de corto plazo). Para la originación del primer préstamo sindicado se suscribió un contrato de fideicomiso que puso en garantía la totalidad de los activos de Industrias del Espino y Agrícola del Chira; tras su cancelación, el nuevo préstamo sindicado adicionó los activos de Industrias del Shanusi y Palmas del Oriente. Así también se firmó un contrato de fianza con el Banco de Crédito del Perú para garantizar el cumplimiento de las obligaciones asumidas.

Por otro lado, Grupo Palmas y Grupo Chira de forma consolidada tiene el compromiso de mantener los siguientes resguardos financieros, los cuales, según la información proporcionada por la Gerencia de Palmas del Espino, vienen cumpliendo:

Resguardos ⁵	Límites
Apalancamiento	No mayor a 1.00x
Endeudamiento vinculado a capital de trabajo	No mayor a 0.60x
Cobertura de intereses	No menor a 2.00x
Cobertura servicio de deuda	No menor a 1.20x

⁵ Ratios calculados de acuerdo al Contrato Complementario de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino.

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: Equilibrium

Para la medición de dichos resguardos, no se toma en consideración el impacto de la variación en el valor del activo biológico y se definen de la siguiente manera:

- **Apalancamiento:** Cociente que resulta de dividir (pasivo total – pasivos diferidos – interés minoritario – deuda subordinada) entre el patrimonio neto.
- **Ratio de endeudamiento financiero vinculado a capital de trabajo:** Incluye sobregiros y préstamos bancarios de corto plazo más la porción corriente de deuda a largo plazo más préstamos financieros de terceros más saldo en circulación de papeles comerciales, dividido entre el patrimonio neto.
- **Ratio de cobertura de intereses:** EBITDA ajustado entre gastos financieros (anualizado por los últimos doce meses).
- **Ratio de cobertura de servicio de deuda:** es el cociente que resulta de dividir el flujo de caja de servicio de deuda acumulado (FCSD) entre el servicio de deuda (SD), donde el FCSD resulta de calcular el EBITDA ajustado anualizado menos el impuesto a la renta, menos distribución de utilidades de trabajadores, menos CAPEX, más la nueva deuda de largo plazo, más caja inicial del período más variación en los financiamientos de corto plazo y el SD se define como los gastos financieros anualizados más las amortizaciones de deuda financiera de largo plazo (excluyendo prepagos parciales o totales).

Al 31 de marzo de 2016, el saldo de los préstamos sindicados correspondiente a Palmas del Espino y Subsidiarias es aproximadamente de S/.. 529.5 millones correspondientes al primer y segundo tramo del préstamo con vencimiento en abril de 2018 y 2020. En el primer trimestre del año la Compañía ha renegociado las condiciones del préstamo sindicado y los tres bancos locales han convertido la deuda a soles por una tasa de 8.5%, mientras que el préstamo con Bancolombia – que persiste en dólares americanos – se ha fijado en una tasa de 6.20%.

Préstamos bancarios de corto plazo: Corresponde a operaciones de crédito con 4 entidades locales por un saldo total al 31 de marzo de 2016 de S/..163.5 millones con vencimientos en. No cuentan con garantías ni restricciones para su utilización y las tasas se encuentran comprendidas en el rango de 2.40% y 7.16%.

Otras operaciones de menor cuantía: Por un saldo acumulado de S/..10.98 correspondiente a un préstamo de mediano plazo con Atlantic Security Bank.

En relación al patrimonio se observa una reducción significativa de aproximadamente S/..681.0 millones puesto que la escisión patrimonial redujo el capital social en S/..93.6 millones y los resultados acumulados en S/..496.3 millones. Según lo manifestado por la Compañía, en los próximos ejercicios se propiciará el fortalecimiento patrimonial, no obstante esto último podría darse en la medida que los niveles de generación mejoren y se cuente con la caja necesaria.

SEGUNDO PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS DE PALMAS DEL ESPINO S.A.

Por acuerdo de Junta General de Accionistas de fecha 30 de octubre de 2015, el Emisor aprobó llevar a cabo el Segundo Programa de Bonos Corporativos según las condiciones a continuación descritas.

Emisor: Palmas del Espino S.A.

Vigencia del Programa: El Programa tendrá una vigencia de seis (6) años, contados a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

Emisiones: Una o más emisiones en el marco del programa. Tipo de Oferta: Oferta pública u oferta privada, según se defina en el respectivo Contrato Complementario y Prospecto Complementario.

Plazo de los Bonos: Será establecido en los respectivos Contratos Complementarios.

Destino de los Recursos: Los recursos que se obtengan mediante la emisión de los Bonos serán utilizados para cancelar íntegramente el monto adeudado bajo el Contrato de Préstamo Sindicado. Una vez amortizado dicho financiamiento, los recursos provenientes de los Bonos podrán ser utilizados para fines corporativos generales del Emisor, u otros fines establecidos en los respectivos Contratos Complementarios y Prospectos Complementarios.

Opción de Rescate: No existirá Opción de Rescate, salvo por lo dispuesto en los numerales 2 al 4 del artículo 330° de la Ley General.

Tasa de Interés: Equivalente a una tasa de interés fija nominal anual que será aplicada sobre el saldo del principal vigente. La tasa de interés será establecida por el Emisor, antes de la Fecha de Emisión, con arreglo al mecanismo de colocación que se establece en el Prospecto Complementario correspondiente a esta Emisión, e informando a CONASEV con anterioridad a la Fecha de Emisión.

Resguardos Financieros:

Ratio de Endeudamiento: Menor o igual durante todo el plazo de vigencia de los Bonos a los siguientes niveles:

Año	2016	2017	2018	2019	2020 en adelante
Ratio	<6.50	<5.0	<4.5	<4.0	<3.5

Es el resultado de dividir la Deuda Financiera, entre el EBITDA Ajustado según las definiciones de dichos ratios en el Contrato Marco.

Ratio de Cobertura: Igual o mayor a 1.20 veces durante todo el plazo de vigencia de los Bonos. Es el resultado de dividir (i) el EBITDA Ajustado, entre (ii) el Servicio de Deuda, según le definición correspondiente en el Contrato Marco.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor así como por el Contrato de Fianza en las que actúan conjuntamente (i) Palmas del Shanusi S.A., (ii) Palmas del Oriente S.A., (iii) Industrias del Shanusi S.A. e (iv) Industrias del Espino S.A.

PALMAS DEL ESPINO S.A. Y SUBSIDIARIAS (sin Agrícola del Chira)
ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
Expresado en Miles de Soles

ACTIVOS	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Mar.15	%	Dic.15	%	Mar.16	%	Mar.16 Dic.15	Dic.15 Dic.14
Activo Corriente														
Efectivo y equivalente de efectivo	19,983	1.3%	44,624	2.2%	18,740	0.8%	40,444	1.8%	96,409	5.8%	39,614	2.4%	-58.9%	414.5%
Cuentas por Cobrar Comerciales	31,664	2.0%	30,258	1.5%	37,262	1.5%	32,200	1.4%	38,944	2.3%	62,186	3.8%	59.7%	4.5%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	16,027	1.0%	21,536	1.0%	6,230	0.3%	59,218	2.7%	2,781	0.2%	9,895	0.6%	255.8%	-55.4%
Otros Activos Financieros	11,399	0.7%	22,174	1.1%	8,417	0.3%	15,691	0.7%	5,358	0.3%	11,519	0.7%	115.0%	-36.3%
Existencias Totales	45,554	2.9%	44,119	2.1%	39,421	1.6%	44,064	2.0%	45,686	2.7%	62,082	3.7%	35.9%	15.9%
Gastos pagados por anticipado	2,530	0.2%	1,847	0.1%	2,563	0.1%	2,255	0.1%	2,156	0.1%	1,878	0.1%	-12.9%	-15.9%
Impuestos, tributos por recuperar y otros	932.76	0.1%	4,932.00	0.2%	5,108	0.2%	1,606	0.1%	4,414	0.3%	1,199	0.1%	-72.8%	-13.6%
Total Activo Corriente	128,090	8.2%	169,490	8.2%	117,741	4.8%	195,478	8.8%	195,748	11.7%	188,374	11.4%	-3.8%	66.3%
Activos de inversión de operaciones discontinuas	-	0.0%	0	0.0%	857,409	34.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	-100.0%
Cuentas por Cobrar a Relacionadas	-	0.0%	4,307	0.2%	27,747	1.1%	12,421	0.6%	3,380	0.2%	22,669	1.4%	570.7%	-87.8%
Gastos pagados por anticipado	-	0.0%	104	0.0%	42	0.0%	2	0.0%	2	0.0%	2	0.0%	0.0%	-95.2%
Otros Activos Financieros	5,434	0.3%	2,130	0.1%	7,807	0.3%	9,112	0.4%	4,856	0.3%	4,937	0.3%	1.7%	-37.8%
Activos biológicos	689,008	44.0%	849,438	41.2%	896,777	36.5%	897,848	40.4%	909,662	54.5%	908,850	54.9%	-0.1%	1.4%
Inversiones en Subsidiarias	294,764	18.8%	512,691	24.9%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	-
Inversiones disponibles para la venta	-	0.0%	31,875	1.5%	24,834	1.0%	593,684	26.7%	20,258	1.2%	20,259	1.2%	0.0%	-18.4%
Inmueble, maquinaria y equipo neto	447,408	28.6%	489,043	23.7%	526,062	21.4%	515,775	23.2%	535,563	32.1%	511,282	30.9%	-4.5%	1.8%
Intangibles neto	-	0.0%	503	0.0%	720	0.0%	-	0.0%	963	0.1%	-	0.0%	-100.0%	33.8%
Total Activo No Corriente	1,436,613	91.8%	1,890,091	91.8%	2,341,398	95.2%	2,028,842	91.2%	1,474,684	88.3%	1,467,998	88.6%	-0.5%	-37.0%
TOTAL ACTIVOS	1,564,704	100.0%	2,059,581	100.0%	2,459,139	100.0%	2,224,320	100.0%	1,670,432	100.0%	1,656,372	100.0%	-0.8%	-32.1%
Pasivo Corriente														
Cuentas por pagar Comerciales	24,352	1.6%	39,111	1.9%	37,456	1.5%	29,593	1.3%	41,947	2.5%	32,442	2.0%	-22.7%	12.0%
Cuentas por Pagar a Relacionadas	1,873	0.1%	2,586	0.1%	6,735	0.3%	5,539	0.2%	7,395	0.4%	6,279	0.4%	-15.1%	9.8%
Otros Pasivos Financieros	19,055	1.2%	19,498	0.9%	24,271	1.0%	30,864	1.4%	27,961	1.7%	45,148	2.7%	61.5%	15.2%
Impuestos y tributos por pagar	4,438	0.3%	6,838	0.3%	2,215	0.1%	5,763	0.3%	3,982	0.2%	4,831	0.3%	21.3%	79.8%
Obligaciones financieras	205,685	13.1%	24,059	1.2%	7,587	0.3%	57,442	2.6%	246,174	14.7%	234,768	14.2%	-4.6%	3144.7%
Préstamos bancarios, sobregiros e instrumentos	187,985	12.0%	24,059	1.2%	7,587	0.3%	42,200	1.9%	177,915	10.7%	166,289	10.0%	-6.5%	2245.0%
Porción Cte. Deuda L.P.	17,700	1.1%	-	0.0%	-	0.0%	15,242	0.7%	68,259	4.1%	68,479	4.1%	0.3%	-
Total Pasivo Corriente	255,401	16.3%	92,092	4.5%	78,264	3.2%	129,200	5.8%	327,459	19.6%	323,468	19.5%	-1.2%	318.4%
Pasivos de inversión de operaciones discontinuas	-	0.0%	-	0.0%	358,587	14.6%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	-100.0%
Obligaciones financieras	26,047	1.7%	450,063	21.9%	482,325	19.6%	485,142	21.8%	484,444	29.0%	466,867	28.2%	-3.6%	0.4%
IR diferido y contribuciones diferidas	27,998	1.8%	27,981	1.4%	24,859	1.0%	24,859	1.1%	24,788	1.5%	24,788	1.5%	0.0%	-0.3%
Otros Pasivos	581	0.0%	0	0.0%	326	0.0%	792	0.0%	0	0.0%	890	0.1%	-	-100.0%
Total Pasivo No Corriente	54,626	3.5%	478,044	23.2%	866,097	35.2%	510,793	23.0%	509,232	30.5%	492,546	29.7%	-3.3%	-41.2%
TOTAL PASIVO	310,028	19.8%	570,136	27.7%	944,361	38.4%	639,993	28.8%	836,691	50.1%	816,014	49.3%	-2.5%	-11.4%
Capital social	471,599	30.1%	507,105	24.6%	567,135	23.1%	567,135	25.5%	473,494	28.3%	473,494	28.6%	0.0%	-16.5%
Reservas	42,225	2.7%	42,225	2.1%	42,225	1.7%	42,225	1.9%	42,225	2.5%	42,225	2.5%	0.0%	0.0%
Resultados no realizados	25,080	1.6%	27,875	1.4%	20,924	0.9%	17,047	0.8%	16,348	1.0%	16,348	1.0%	0.0%	-21.9%
Resultados Acumulados	532,161	34.0%	716,588	34.8%	879,825	35.8%	969,236	43.6%	383,489	23.0%	314,491	19.0%	-18.0%	-56.4%
Resultado del ejercicio	183,611	11.7%	194,958	9.5%	3,900	0.2%	-11,292	-0.5%	-82,675	-4.9%	-6,169	-0.4%	-92.5%	-2219.9%
Participaciones no controladoras	0	0.0%	694	0.0%	769	0.0%	-23	0.0%	860	0.1%	-31	0.0%	-103.6%	11.8%
TOTAL PATRIMONIO NETO	1,254,676	80.2%	1,489,445	72.3%	1,514,778	61.6%	1,584,327	71.2%	833,741	49.9%	840,358	50.7%	0.8%	-45.0%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,564,704	100.0%	2,059,581	100.0%	2,459,139	100.0%	2,224,320	100.0%	1,670,432	100.0%	1,656,372	100.0%	-0.8%	-32.1%

PALMAS DEL ESPINO S.A. Y SUBSIDIARIAS (sin Agrícola del Chira)
ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS
 Expresado en Miles de Soles

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Mar.15	%	Dic.15	%	Mar.16	%	Mar.16 Mar.15	Dic.15 Dic.14
Ventas Netas	388,363	100.0%	399,344	100.0%	422,110	100.0%	115,996	100.0%	461,944	100.0%	122,391	100.0%	5.5%	9.4%
Costo de Ventas	(195,387)	-50.3%	(199,903)	-50.1%	(220,629)	-52.3%	(66,766)	-57.6%	(269,447)	-58.3%	(69,733)	-57.0%	4.4%	22.1%
UTILIDAD BRUTA	192,977	49.7%	199,441	49.9%	201,481	47.7%	49,231	42.4%	192,497	41.7%	52,658	43.0%	7.0%	-4.5%
Cambio valor razonable activos biológicos	87,628	22.6%	137,846	34.5%	35,849	8.5%	-	0.0%	4,616	1.0%	-	0.0%		-87.1%
RESULTADO DESPUES DE CAMBIO V.R.A.B.	280,604	72.3%	337,287	84.5%	237,330	56.2%	49,231	42.4%	197,113	42.7%	52,658	43.0%	7.0%	-16.9%
Gastos de administración	(40,947)	-10.5%	(48,950)	-12.3%	(48,285)	-11.4%	(12,483)	-10.8%	(53,080)	-11.5%	(12,685)	-10.4%	1.6%	9.9%
Gastos de ventas	(58,045)	-14.9%	(79,277)	-19.9%	(85,076)	-20.2%	(22,825)	-19.7%	(99,108)	-21.5%	(23,282)	-19.0%	2.0%	16.5%
Otros ingresos operativos	-	0.0%	35,600	8.9%	15,655	3.7%	-	0.0%	15,148	3.3%	2,064	1.7%		-3.2%
Otros gastos operativos	-	0.0%	(16,195)	-4.1%	(7,579)	-1.8%	-	0.0%	(3,597)	-0.8%	(1,470)	-1.2%		-52.5%
RESULTADO DE OPERACIÓN	181,612	46.8%	228,465	57.2%	112,045	26.5%	13,923	12.0%	56,476	12.2%	17,285	14.1%	24.2%	-49.6%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS								0.0%		0.0%		0.0%		
Ingresos financieros	-	0.0%	2,656	0.7%	374	0.1%	-	0.0%	1,296	0.3%	-	0.0%		246.5%
Gastos financieros	(6,065)	-1.6%	(11,517)	-2.9%	(29,153)	-6.9%	(8,117)	-7.0%	(40,805)	-8.8%	(10,829)	-8.8%	33.4%	40.0%
Diversos, neto	4,177	1.1%	419	0.1%	419	0.1%	3,865	3.3%	-	0.0%	-	0.0%	-100.0%	-100.0%
Ganancia (pérdida) neta al valor razonable con cambios en r	(587)	-0.2%	(1,565)	-0.4%	(1,718)	-0.4%	(5,620)	-4.8%	(6,673)	-1.4%	(8,993)	-7.3%	60.0%	288.4%
Diferencia en Cambio, neta	8,391	2.2%	(16,462)	-4.1%	(28,387)	-6.7%	(13,920)	-12.0%	(48,142)	-10.4%	(1,829)	-1.5%	-86.9%	69.6%
Resultado atribuible a empresas asociadas	664	0.2%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%	-	0.0%		
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	188,191	48.5%	201,994	50.6%	53,580	12.7%	(9,869)	-8.5%	(37,848)	-8.2%	(4,366)	-3.6%	-55.8%	-170.6%
Participación en operaciones discontinuas	-	-	-	-	(47,923)	-11.4%	-	0.0%	(39,089)	-8.5%	-	0.0%		-18.4%
Impuesto a la Renta	(4,507)	-1.2%	(7,036)	-1.8%	(1,757)	-0.4%	(1,424)	-1.2%	(5,738)	-1.2%	(1,803)	-1.5%	26.6%	226.6%
UTILIDAD NETA	183,611	47.3%	194,958	48.8%	3,900	0.9%	-11,292	-9.7%	-82,675	-17.9%	-6,169	-5.0%	-45.4%	-2219.9%

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Mar.15	Dic.15	Mar.16
Liquidez						
Liquidez general (veces)	0.50	1.84	1.50	1.51	0.60	0.58
Liquidez ácida (veces)	0.31	1.34	0.97	1.15	0.45	0.38
Capital de Trabajo	-127,311	77,398	39,477	66,278	-131,711	-135,095
Rentabilidad						
ROAA %	11.73%	10.76%	0.17%	-4.33%	-4.00%	-4.00%
ROAE %	14.63%	14.21%	0.26%	-5.86%	-7.04%	-6.40%
Gastos Operativos/Ingresos	25.49%	27.25%	29.68%	30.44%	30.44%	28.90%
Utilidad Neta/Ingresos	47.28%	48.82%	0.92%	-9.74%	-17.90%	-5.04%
Endeudamiento						
Endeudamiento patrimonial (veces)	0.25	0.38	0.62	0.40	1.00	0.97
Endeudamiento del activo	19.81%	27.68%	38.40%	28.77%	50.09%	49.27%
Deuda Financiera CP /Activo	13.15%	1.17%	0.31%	2.58%	14.74%	14.17%
Gestión						
Rotación de cobranzas (días)	25	23	27	21	26	39
Rotación de inventarios (días)	84	79	64	59	61	80
Rotación de cuentas por pagar (días)	33	64	62	38	55	34
Conversión Efectivo	76	38	29	43	32	85
Generación						
EBIT*	181,612	228,465	112,045	122,874	56,476	28,900
EBITDA*	232,396	259,907	145,946	83,891	91,794	97,301
Margen EBITDA*	59.84%	65.08%	34.58%	16.64%	19.87%	20.78%
EBITDA*/Gastos Financieros*	38.32	22.57	5.01	2.51	2.25	2.24
EBITDA*/Servicio de Deuda*	9.78	22.57	5.01	1.72	0.84	0.87
Deuda Financiera / EBITDA *	1.00	1.82	3.36	6.47	7.96	7.21
Generación Ajustada (Sin considerar Activos Biológico						
EBIT*	93,984	90,619	76,196	76,477	51,860	55,222
EBITDA *	144,768	122,061	110,097	111,755	87,178	92,685
Margen EBITDA *	37.28%	30.57%	26.08%	22.17%	18.87%	19.79%
EBITDA*/Gastos Financieros*	23.87	10.60	3.78	3.34	2.14	2.13
EBITDA*/Servicio de Deuda*	6.09	10.60	3.78	2.30	0.80	0.83
Deuda Financiera* / EBITDA*	1.60	3.88	4.45	4.86	8.38	7.57
Deuda Neta* / EBITDA*	1.46	3.52	4.28	4.49	7.27	7.14

* Cifras Anualizadas

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 RECOMENDACION 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, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.