

Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

Informe de Clasificación

Contacto:

Sandra Jauregui

sjauregui@equilibrium.com.pe

Natali Velazco

nvelazco@equilibrium.com.pe

511- 221-3688



PALMAS DEL ESPINO S.A. y Subsidiarias

Lima, Perú

31 de mayo de 2010

Instrumentos	Categoría	Definición de Categoría
Tercer Programa de Papeles Comerciales hasta por US\$15 millones	EQL 1-.pe	Grado más alto de calidad. Existe la certeza de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.
Bonos Corporativos Primer Programa 1ª, 2ª, 3ª, 4ª, 5ª y 6ª Emisión	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 al presente valor no implica recomendación para comprarlo, venderlo o mantenerlo"

----- Millones de soles -----					
	Dic.09	Mar.10	Dic.09	Mar.10	
Activos:	1,349.1	1,419.0	Utilidad:	129.9	26.8
Pasivos:	676.6	712.7	ROAA*:	11.3%	11.8%
Patrimonio:	672.1	706.3	ROAE*:	22.3%	23.4%

*cifras de últimos 12 meses.

Historia: Papeles Comerciales 3º Programa → EQL 1.pe (26.10.06) ↓ EQL 1-.pe (16.02.09). Primer Programa Bonos Corporativos: 1ª Emisión → AA.pe (09.10.07); 2ª Emisión → AA.pe (29.11.07); 3ª Emisión → AA.pe (02.06.08); 4ª Emisión → AA.pe (03.07.08); 5ª y 6ª Emisión → AA.pe (11.09.08), ↓ AA-.pe (16.02.09).

Al efectuar la evaluación se han utilizado los estados financieros auditados consolidados de la Empresa al 31 de diciembre de 2006, 2007, 2008 y 2009 así como los estados financieros no auditados a marzo de 2009 y 2010 e información complementaria proporcionada por la Compañía. Palmas del Espino y subsidiarias comprende la consolidación de las siguientes empresas: Palmas del Espino S.A., Industrias del Espino S.A., Negociación Agrícola y Ganadera Don Manolo S.A., Agropecuaria del Shanusi S.A. y Agrícola del Chira S.A. [Informe anterior](#)

Fundamento: El Comité de Clasificación decidió mantener las clasificaciones tanto de los instrumentos de corto plazo de Palmas del Espino S.A. (PALMAS) en EQL 1-.pe así como de las emisiones inscritas bajo el Primer Programa de Bonos Corporativos en AA-.pe.

La decisión se sustenta en la capacidad de generación de la Empresa la cual a pesar de haber sufrido los efectos de la crisis financiera internacional que se tradujo en una caída en los precios internacionales de "commodities" entre ellos el aceite de palma, ha mantenido niveles de rentabilidad mayor a los registrados en años anteriores. Dicho resultado tiene su origen en las inversiones realizadas tanto para incrementar el área sembrada de palma así como para la elaboración de etanol proveniente de caña de azúcar, registrándose en resultados el cambio en el valor de activos biológicos por un total de 30% de los ingresos por ventas, impactando de esta forma en la utilidad neta que pasó de 22% a 52% de los ingresos entre el 2008 y el 2009.

Se incorpora a la clasificación el mayor financiamiento requerido para la expansión y consolidación de los proyectos de inversión, que continúan presionando los niveles de endeudamiento y liquidez. No obstante, en abril del 2010 se desembolsó un préstamo sindicado por un total de US\$ 70 millones el cual reemplaza la deuda de corto plazo brindando mayor holgura a los ratios de liquidez de la Empresa.

Al cierre del 2009, los ingresos consolidados de Palmas ascendieron a S/.250.1 millones, sólo 1.5% por encima de

los registrados en el 2008, debido a la disminución de los precios internacionales de aceite de palma que afecta los precios de los productos que comercializa la Empresa en el mercado interno. No obstante desde el cuarto trimestre del 2009 se aprecia una recuperación del precio, en tal sentido a marzo del 2010 los ingresos por ventas crecieron en 44% con relación al mismo periodo del 2009.

El 2009 se caracterizó por un incremento en los costos de fertilizantes y salarios agrícolas, la liquidación a menores precios de inventarios acumulados en el 2008 adquiridos a precios altos, y el aumento en gastos administrativos asociados a la planta de etanol recientemente inaugurada en Piura (Agrícola del Chira). En tal sentido, la utilidad operativa se incrementó sólo en 4%, pasando de 44% a 45% entre el 2008 y 2009.

De esta forma el EBITDA pasó de S/.122.8 millones a S/.138.6 millones (a marzo de 2010 el EBITDA anualizado es de S/.155.5 millones), crecimiento sustentado en el cambio en los activos biológicos cargado a resultados para el año 2009.

Al cierre del 2009 el total de activos se incrementa en 43.1% al 2008 (+S/.406.6 millones), como resultado de las inversiones realizadas en la fábrica de etanol. Con este fin, la Empresa adquirió deuda tanto de corto como de mediano y largo plazo por un total de S/.578.1 millones (al 31 de diciembre de 2009) que incluye (i) préstamos bancarios de largo plazo ascendente a S/.309.9 millones que incluyen dos

La nomenclatura .pe refleja riesgos solo comparables en el Perú.

emisiones de bonos corporativos y (ii) préstamos bancarios de corto plazo por S/.268.1 millones, que incluyen dos emisiones vigentes de papeles comerciales.

Con el objeto de contar con recursos para el desarrollo y continuidad de sus proyectos y no retrasar los planes de inversión la Empresa ha tomado deuda de corto plazo (pagarés bancarios), ajustándose los ratios de liquidez, mostrando a diciembre de 2009 un indicador de liquidez general de 0.61 veces (0.71 veces a marzo de 2010).

No obstante, de acuerdo a lo informado por la Empresa a CONASEV mediante hecho de importancia, en abril de 2010 Agrícola del Chira suscribió con el Banco de Crédito del Perú (BCP) y Bancolombia Puerto Rico Internacional Inc. un contrato de préstamo sindicado de mediano plazo hasta por US\$ 70 millones para la sustitución de pasivos, con un plazo de financiamiento de 5 a 8 años.

Asimismo, la Empresa suscribió con La Fiduciaria S.A. un contrato de fideicomiso en garantía a través de la cual transfiere ciertos activos para la constitución de un patrimonio fideicometido con el objeto de garantizar el pago del préstamo sindicado, así como el pago de los bonos emitidos o que se emitan bajo el Primer Programa de Bonos Corporativos de Palma del Espino, así como cualquier pago de una nueva deuda de agrícola del Chira con acreedores que acuerden adherirse al contrato marco de garantías firmado con el BCP.

De otro lado, a diciembre de 2009, el patrimonio se incrementó en S/.178.4 millones debido a aportes de capital por S/.31.6 millones y resultados del ejercicio por S/.129.9 millones. Aún así, el aumento de la deuda financiera ha elevado el nivel de apalancamiento por encima de los períodos previos y más cerca del límite establecido como resguardo dentro de sus programas de bonos corporativos, el cual establece un límite de 1.00 veces para el indicador de

apalancamiento que ha sido de 0.84 veces al cierre del 2009 (0.84 veces a marzo del 2010). Asimismo, al cierre del 2009, los demás resguardos establecidos para las emisiones de bonos se han cumplido satisfactoriamente.

Es importante mencionar que producto del cambio de sociedad auditora, se produjo un cambio en la metodología de cálculo relacionado a los activos biológicos, realizándose un ajuste al cuarto trimestre del 2009. Dicho cambio afectó algunas cuentas para el cálculo de los resguardos establecidos, motivo por el cual a la fecha del presente informe la empresa no ha proporcionado a la clasificadora los resguardos correspondientes al cierre del primer trimestre del 2010. Cabe recordar que el 5 de Noviembre de 2009 la Asamblea Especial de Obligacionistas del primer programa de bonos corporativos (segunda y quinta Emisión) – Palmas del Espino aprobó la modificación del ratio de cobertura de servicio de deuda, a fin de incorporar los aportes de capital como entrada y la distribución de dividendos como salida en el cálculo del flujo de caja de servicio de deuda.

El efecto combinado de la reciente puesta en marcha de la planta de etanol, así como la continuidad en la generación de su negocio de aceites y derivados del cultivo de palma, deberían permitir que la Empresa mantenga una adecuada capacidad de pago ante las mayores obligaciones contraídas. Asimismo, el reciente desembolso del préstamo sindicado permitirá a la Empresa mejorar su estructura financiera, otorgándole mayor holgura a su posición de liquidez. No obstante Equilibrium queda atento a cualquier evento que pueda modificar la clasificación de riesgo de los instrumentos clasificados, comunicando al mercado la variación al respecto.

Fortalezas

1. Integración vertical.
2. Diversificación de productos: Alimentos y biocombustibles.
3. Posición de liderazgo en la selva peruana.
4. Respaldo de sólido grupo económico.

Debilidades

1. Dependencia de precios internacionales del aceite de palma.
2. Incremento en el nivel de deuda afectando la razón de endeudamiento.
3. Mayor presión sobre los ratios de cobertura pactados.
4. Ubicación en zona de difícil acceso que incrementa el costo de transporte.

Oportunidades

1. Apertura de nuevos mercados internos y externos.
2. Incurción en el mercado de los biocombustibles.
3. Bajo desarrollo de plantaciones de palma aceitera en el país.

Amenazas

1. Cambios en la estructura arancelaria y/o tributaria.
2. Competencia desleal de aceites sustitutos de origen importado a base de soya, girasol y algodón.
3. Efectos negativos en distribución de productos por conflictos sociales en la zona de producción.
4. Competencia biodiesel importado con precios subsidiados.

PERFIL DE LA EMPRESA

Palmas del Espino S.A. se constituyó en marzo de 1979 en la localidad de Juanjú y actualmente realiza sus operaciones en el distrito de Uchiza, ubicada en la provincia de Toocache, departamento de San Martín. La Empresa se dedica al cultivo de palma aceitera y mantiene las siguientes empresas subsidiarias:

- Industrias del Espino S.A. (INDESA), se constituyó en noviembre de 1992 en la misma localidad y realiza sus operaciones dentro de las plantaciones de su empresa matriz. Esta empresa se dedica 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, dentro de los que se encuentra el Biodiesel B 100, así como de otros productos y subproductos derivados y relacionado con los Biocombustibles.
- Negociación Agrícola y Ganadera Don Manolo S.A., constituida en abril 2003 en el Departamento de Loreto y su actividad principal comprende la distribución y comercialización de mercadería.
- Agrícola del Chira S.A. constituida en diciembre de 2006 en el departamento de Piura, su principal actividad es el cultivo y cosecha de caña de azúcar.
- Sucroalcolera del Chira S.A. es una subsidiaria de Agrícola del Chira S.A., que se encargará de la industrialización de los productos derivados de la actividad que esta última realice. Su objeto es la de dedicarse a la fabricación y comercialización de azúcar, alcohol, etanol y cualquier otro derivado de la caña de azúcar; para ello, la empresa tiene una capacidad de molienda de 4,000TM de caña/día y una capacidad planta de 350,000 lts. de etanol/día para la producción y venta principalmente de etanol anhidro.
- Agropecuaria del Shanusi S.A. está ubicada en las proximidades del río Shanusi, en el límite del departamento de Loreto y San Martín y tiene por objeto el cultivo e industrialización de palma aceitera para la obtención de aceite crudo de palma, aceite que será procesado en la Planta de Industrias del Espino en San Martín.

Accionistas

Palmas del Espino S.A. y Subsidiarias (PALMESA) pertenece al grupo Romero, siendo su estructura accionarial la siguiente:

Accionista	%
Birmingham Merchant S.A.	28.55
Romero Trading S.A.	22.44
Compañía Almacenera S.A.	16.79
María del Carmen Onrubia de Beeck	5.99
José Antonio Onrubia Romero	5.99
Otros accionistas con menos de 5% de participación	20.24
Total	100.00

El Grupo Romero posee una importante participación y trayectoria en el mercado peruano, siendo un conglomerado mixto que mantiene operaciones en el sector bancario, asegurador, comercial, agroindustrial, almacenero, aduanero, logístico y de servicios, entre otros.

Directorio

El Directorio se encuentra conformado por las siguientes personas:

- Presidente: Dionisio Romero Paoletti.
- Vicepresidente: José Antonio Onrubia Holder.
- Director: Calixto Romero Guzmán.
- Director: Javier Beeck Onrubia.
- Director: Leslie Pierce Diez Canseco.
- Director: Angel Irazola Arribas.

Gerencia

Los principales gerentes de la Empresa son los siguientes:

- Gerente General: Ronald Campbell García.
- Gerente Financiero: Mariano León Riofrío.
- Gerente de Fábrica: Augusto Mora.
- Gerente de Plantación: Jaime Rengifo.
- Gerente Administrativo: Augusto Ezeta.
- Gerente Comercial: Gustavo De Lama
- Contralor: Jose E. Valdivia.

PROYECTOS DE INVERSIÓN

Como parte de su proceso de expansión y la diversificación de negocios del Grupo Palmas, la Empresa desarrolla una serie de proyectos de inversión. Entre los proyectos de mayor envergadura destacan el Proyecto Etanol y el Proyecto Shanusi, nuevos negocios que permitirán incrementar la diversificación de los ingresos de la Empresa.

Proyecto etanol

El objetivo de este proyecto es la producción de etanol anhidro para su uso como combustible a partir de la destilación de los jugos de caña de azúcar, el cual esta a cargo de la subsidiaria Agrícola del Chira. La inversión en este proyecto asciende a US\$159 millones, que incluyen una Planta de Etanol con una capacidad de refinamiento de 350,000 litros/día. El rendimiento de la caña de azúcar por hectárea ha superado los supuestos iniciales del proyecto, obteniendo una mayor producción de etanol en una menor área sembrada. A continuación podemos ver las principales variables del Proyecto:

Producción de Caña		2010
Area total Sembrada (Has)		6,673
Rendimiento (TM/Ha-año)		173
Producción Caña TM		1,154,429
Producción Etanol (000 lts)		64,283
Capex (2007-2009 miles de US\$)		159,000

Fuente: PALMESA

El proyecto se desarrolla en el valle del río Chira en Piura bajo el nombre de proyecto Caña Brava y contempla el cultivo de caña de azúcar en 6,673 Has. de tierra, las cuales se estima estarán sembradas al 100% en el año 2010. El bagazo producido será utilizado para generar energía eléctrica para abastecer el sistema de riego por goteo y la fábrica de etanol. El etanol tiene un alto octanaje y puede ser utilizado como sustituto para el plomo en la gasolina.

Desde agosto de 2009, el proyecto etanol se encuentra en etapa operativa, habiendo sembrado hasta el momento 5,843 Has. y tiene proyectado llegar a 6,673 Has. en los próximos meses. Según lo informado por la Empresa la planta ha entrado en producción en el tercer trimestre de 2009. Se debe mencionar que Sucroalcolera del Chira, subsidiaria de Palmas del Espino, tiene acuerdos de venta de etanol para el año 2010 con Mitsui & Co. Deutschland GMBH y British Petroleum.

A la fecha del informe se han enviado dos embarques de etanol, el primero de 7.645 m3 en diciembre 2009 y el segundo de 6,500 m3 en marzo 2010.

Proyecto Shanusi

El proyecto Shanusi, se puede dividir en dos componentes. El primero, a cargo de la subsidiaria Agropecuaria del Shanusi, consiste en la ampliación del área cultivada de palma aceitera a través de nuevos terrenos en Yurimaguas, con la finalidad de dotar de un mayor autoabastecimiento de aceite de crudo de palma a Industrias del Espino, estimándose una inversión inicial de US\$20 millones, la cual asciende actualmente a US\$39.8 millones como consecuencia de la expansión del proyecto planteado originalmente y de los mayores costos. Se contempla la incorporación de 7,000 Has. de cultivo de palma aceitera en los próximos tres años.

Shanusi		2010
Area Total (Has desde 2012)		7,000
Rendimiento RFF (TM / Ha)		24
Producción RFF TM		168,000
Capex (2007-2009 miles de US\$)		39,845

Fuente: PALMESA

El segundo componente, a cargo de Industrias del Espino, tiene como objetivo la producción de biodiesel de palma a través de la construcción y puesta en marcha de plantas de Refinación y de Biodiesel, estas plantas ya se encuentran operativas y la inversión ha sido de US\$11.5 millones.

El incremento en el cultivo de palma aceitera servirá en el futuro para abastecer de materia prima suficiente a Palmas

del Espino para la elaboración de biodiesel sin distraer insumos para el negocio de comestibles.

OPERACIONES DE LA EMPRESA

PALMESA representa la operación más grande dedicada al cultivo e industrialización de la palma aceitera en el Perú.

El proceso de transformación empieza por la cosecha de los racimos de frutos frescos (RFF), que luego son procesados, envasados y empacados en fábrica, para luego comercializar los productos finales a través de los canales de distribución. Cabe mencionar que actualmente la Empresa opera íntegramente bajo el sistema operativo SAP (back office, producción, mantenimiento).

En el Perú existen más de 20,000 hectáreas dedicadas al cultivo de esta palmera, localizadas en los departamentos de Ucayali, San Martín, Huánuco y Loreto. PALMESA es la principal empresa productora de aceite de palma en el Perú, contando con 12,267 Has. en explotación, de los cuales 8,112 Has. se encuentran en etapa productiva y 4,155 Has. en etapa de inversión.

Cultivo

Las semillas de palma son importadas de África. Después de un período de vivero, los plantones son trasplantados al campo para continuar su desarrollo por tres años adicionales. A partir del cuarto año la planta empieza a producir siendo rentable hasta los 25 años en condiciones normales; a partir de esa edad la curva de productividad disminuye debido a la altura que alcanza la palmera, incrementando los costos relacionados a la cosecha.

Los rendimientos por hectárea de aceite crudo de palma (CPO) presentaron una tendencia favorable hasta el año 2006 como consecuencia de la mayor productividad de la plantación, debido al ingreso de cultivos jóvenes que para entonces ya producían frutos. Sin embargo, desde el año 2007 se observa una caída en el rendimiento de CPO por hectárea, tendencia que se mantiene hasta diciembre del 2009, como consecuencia del periodo de alternancia (baja productividad) que presentan los cultivos, los menores rendimientos de las nuevas áreas de inversión y factores climáticos.

Cabe mencionar que todo cultivo permanente presenta periodos de alta productividad que se alternan con periodos de baja productividad. En el caso de la palma aceitera, los periodos de alternancia tienen una duración aproximada de dos años.

En el cuadro a continuación se detalla la evolución del área productiva en los últimos periodos así como los indicadores de productividad y rendimiento de CPO por hectárea.

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Área productiva (HA)	7,366	7,357	8,112	9,032
Fruto de palma / HA (TM)	21.58	21.86	21.42	21.74
Aceite crudo de palma / HA (TM)	5.5	5.4	5.3	5.7

* Últimos doce meses
Fuente: PALMESA

Proceso Productivo

Industrias del Espino S.A. (INDESA) cuenta con cuatro líneas de producción: extracción, refinación, fraccionamiento y envasado. En el 2005 se invirtió en la adquisición de maquinaria y equipo para fabricación industrial de coberturas de chocolate (US\$500 mil).

Con una inversión aproximada de US\$5 millones se culminaron las obras de una nueva planta de extracción en Tocahe, la cual permite atender hasta 3,200 Ha de palma aceitera. La planta cuenta con una capacidad de procesamiento de 10TM/Hora de palma aceitera. En el siguiente cuadro se presenta la capacidad instalada y porcentaje de utilización según sus principales líneas de producción:

Líneas	Capacidad Instalada
Extracción	70TM RFF / Hora
Refinería	350TM CPO / Día
Fraccionamiento	170TM RBD / Día
Envasado Mantecas	75 TM / Día
Envasado Aceites	92 TM / Día
Envasado Jabones	12 TM / Día
Biodiesel	50,000TM / Año

INDESA adquiere la totalidad de la materia prima producida por Palmas del Espino y adicionalmente, adquiere de pequeños productores un porcentaje que ha crecido de 12% del total de RFF utilizado al cierre del año 2007 a 15% al cierre del 2009, por el dinamismo que se observa en el sector y las inversiones que se realizan a nivel nacional.

Los RFF cosechados son transportados a las instalaciones de INDESA para su transformación. Luego, como resultado de los procesos de extracción y refinación del aceite de palma se obtiene: CPO, palmiste y ácidos grasos. Mediante un proceso de refinación aplicado al CPO se obtiene el aceite refinado (RBD), del cual se obtiene la oleína de palma, las mantecas no hidrogenadas y la estearina luego de pasar por la etapa de fraccionamiento.

Producción (TM)	Dic.06	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Crudo Total*	52,348	49,396	53,697	53,251	54,645
RBD Total	43,259	46,181	53,697	50,915	55,334
Oleína Total	24,511	27,573	28,124	23,049	24,127
Manteca Total	18,683	21,507	24,579	21,400	22,018
Jabón	3,679	1,505	3,571	5,521	6,040

*aceite crudo de palma y palmiste.

Nuevas Inversiones

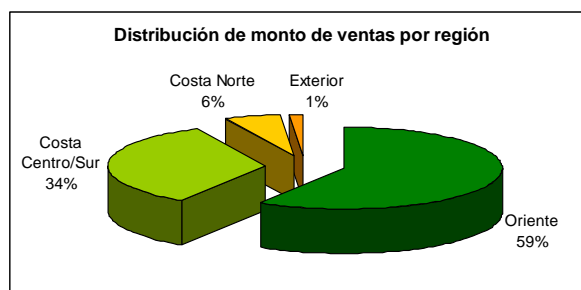
En el 2007 la Empresa elaboró un plan de inversiones que contempla la ampliación de la frontera agrícola a 12,000 Has. para el año 2010, dicha meta ya ha sido cumplida. Al cierre del 2009 Palmas del Espino tiene 16,620 Has. sembradas de las cuales 8,112 están en producción. La inversión estimada requerida durante los cuatro años que dura el establecimiento de una hectárea de palma aceitera es de US\$3,500/Ha aproximadamente.

Adicionalmente sobresale el Proyecto Biogas, que significó una inversión de US\$1.2 millones, que ha permitido a Industrias del Espino tratar los efluentes de su planta para aprovecharlos en la generación de biogas con la finalidad de sustituir el consumo de combustibles fósiles (diesel 2) en sus procesos. Dicho proyecto se encuentra totalmente implementado y viene funcionando desde marzo de 2007. Hay que precisar que la Empresa ha inscrito el proyecto en las Naciones Unidas con la finalidad de aplicar para la emisión de bonos de carbono.

El proyecto Biogas junto con los proyectos Shanusi y Caña Brava (etanol), conforman el concepto de Agroenergía.

Mercado

PALMESA atiende a los mercados de consumidores finales como al mercado industrial (elaborando insumos para la industria de alimentos), concentrando el 59% de los ingresos en la región Oriente, seguidos por la región Costa Centro/Sur con una participación de 34% en las ventas.



Fuente: PALMESA

Hay que precisar que los productos de consumo masivo están dirigidos básicamente al mercado doméstico, compitiendo principalmente con los productos de las empresas

Alicorp, Alpamayo, Amoral e importaciones de Bolivia y Brasil. De esta manera, los productos que comercializa la Empresa agrupan principalmente siete marcas, las que se detallan a continuación:

Productos Mercado Doméstico	Marcas
Aceites	Palmerola, Tondero
Mantecas	Tropical
Jabón de lavar	Popeye
Jabón de tocador	Spa

Por su parte, los productos orientados al mercado industrial son los siguientes:

- Aceite refinado de palma (RBD).
- Oleína de palma (envasado y granel).
- Manteca de palma para panificadoras, galleteras, helados, snacks, enriquecimiento de productos lácteos.
- Cobertura de Chocolate (Tropical) para panificadoras, galleteras y helados.

La Empresa 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.

Aspectos Tributarios y Arancelarios

A fines de noviembre de 2002, la Comisión de Dumping y Subsidios de Indecopi aplicó derechos antidumping definitivos hasta de 20% sobre el valor FOB de las importaciones de aceites vegetales refinados de soya, girasol y sus mezclas, a ciertos exportadores originarios de Argentina. El 6 de febrero de 2009, la Comisión de Fiscalización de Dumping y Subsidios de Indecopi mediante resolución N° 021-2009/CFD-INDECOPI mantuvo la aplicación de derechos antidumping definitivos a un grupo de fabricantes de aceites vegetales procedentes de Argentina, aunque se redujeron tales derechos a US\$73 por tonelada.

Por otra parte, el 10 de noviembre de 2009, la Comisión de Fiscalización de Dumping y Subsidios de Indecopi mediante resolución N° 184-2009/CFD-INDECOPI resolvió la aplicación de derechos antidumping provisionales a importaciones de biodiesel procedentes de Estados Unidos por un periodo de cuatro meses. Estos derechos antidumping ascienden a US\$ 212 por tonelada.

Actualmente, se encuentra vigente la resolución que implementa una salvaguarda de 29% a las importaciones de manteca que ingresan de Colombia.

Por último, 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, In-

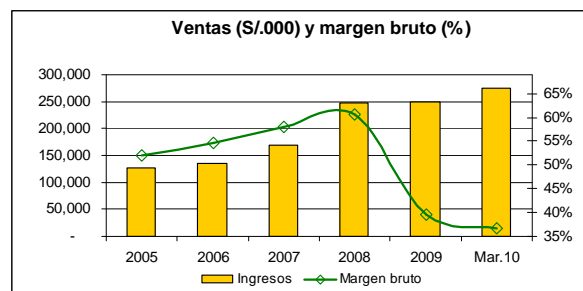
dustrias del Espino -en su condición de empresa de transformación y procesamiento de palma aceitera ubicada en la región amazónica- goza de incentivos tributarios, estando afectada a un rango mínimo de 5% y máximo de 10% como tasa de impuesto a la renta, siendo en el caso de INDESA la tasa aplicada de 10%.

ANÁLISIS FINANCIERO

Rentabilidad y Ventas

Al 31 de diciembre de 2009, los ingresos consolidados de la Empresa ascendieron a S/.250.1 millones, 1.5% mayores a los registrados durante el 2008. Este incremento se da a pesar de la disminución de precios internacionales del aceite de palma, los cuales presentan una ligera mejoría hacia el último trimestre del 2009.

Adicionalmente el incremento en el costo de fertilizantes y salarios agrícolas lleva a que el costo de ventas aumente en 56.1%, reduciendo el margen bruto de 61% en diciembre de 2008 a 40% en diciembre de 2009 (31% a marzo del 2010). Esta caída en el margen bruto también se origina en que Palmas acumulo inventarios en 2008 cuando el precio del aceite era más alto, liquidando estos stocks durante el 2009 con precios más bajos.



Fuente: PALMESA

Los gastos administrativos se elevan en 13.7% por lo que la utilidad operativa se incrementó en sólo 4.0%. Este aumento de los gastos administrativos están asociados a la planta de etanol en Piura, de manera que la Empresa incrementó su margen operativo de tan solo 44% a 45% en el mismo periodo. Hay que señalar que la utilidad operativa a diciembre de 2009 (S/.112.8 millones) incluye S/.74.9 millones por aplicación de NIC 41 que registra los activos biológicos a su valor razonable determinado conforme a flujos de caja esperados.

De otro lado, al cierre del año 2009 los gastos financieros resultaron casi el doble a los registrados al cierre del 2008, producto de la mayor deuda financiera obtenida durante el año, los que representaron el 10% de los ingresos a diciembre del 2009 (13% a marzo del 2010).

Por último, la utilidad neta a diciembre de 2009 asciende a S/.129.8 millones, la misma que creció en 136.9% con respecto a diciembre de 2008. Dicho resultado se encuentra

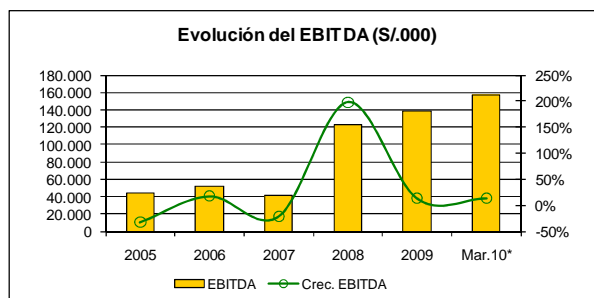
altamente influenciado por el cambio en el valor razonable de los activos biológicos cagados a resultados, los que representan el 30% de los ingresos financieros. De la misma forma, la empresa muestra una ganancia por variación del tipo de cambio que asciende a S/ 29.6 millones, resultando en un ROAA de 11.3% y un ROAE de 22.3%.

Rentabilidad (%)	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
ROAA	6.39	7.63	11.33	11.83
ROAE	8.66	13.04	22.26	23.42
Margen Operativo	16.9	44.0	45.1	29.8
Margen Neto	14.4	22.2	51.9	32.5

Fuente: PALMESA

Al primer trimestre del 2010 la utilidad neta totalizó S/.26.8 millones representando el 33.5% de los ingresos financieros, siendo mayor en 114% a la registrada al cierre del primer trimestre del 2009. Durante este periodo, se nota un incremento sustancial en el costo de ventas (58% vs. 69% de los ingresos), por lo que la utilidad bruta pasó de 42% a 31% en el mismo periodo. De este modo el incremento en la utilidad neta se explica por i) Cambio en el valor razonable de activos biológicos por S/.15.2 millones (19.0% de los ingresos financieros), ii) una caída en los gastos de ventas y administración (-2% con relación a marzo del 2009), y iii) una ganancia por diferencia de cambio por S/.10.5 millones (13% de los ingresos).

La evolución del EBITDA presentó una tendencia positiva hasta diciembre de 2008 en el que totalizó S/.122.6 millones, mientras que a diciembre de 2009 el EBITDA ascendió a S/.138.6 millones, la que a pesar de la caída sustancial en el margen operativo, registra un incremento de 13.1% debido al cambio en el valor razonable de los activos biológicos cuya contribución a resultados se incrementó en casi cinco veces con relación a diciembre de 2009.



* Cifras de últimos 12 meses.
Fuente: PALMESA

A diciembre de 2009 la deuda financiera se ha incrementado en 74.4% debido principalmente a una deuda subordinada otorgada por el BCP Panamá (US\$ 20.8 millones) y por préstamos bancarios provenientes del BCP, JP Morgan y Atlantic Security Bank (US\$ 38.9 millones). No obstante el mayor EBITDA obtenido proporciona cierta holgura para el cumplimiento de los resguardos establecidos en las emisiones de bonos.

Miles de soles	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Depreciación y Amortización*	12,616	14,075	14,327	35,045
Deuda Fin./EBITDA (veces)	2.84	2.70	4.17	3.93
EBITDA/Gast.Fin.Netos (veces)	7.95	45.66	5.79	4.29

* Información anualizada

Fuente: PALMESA

Activos y Pasivos

Palmas del Espino finalizó el 2009 con activos ascendentes a S/.1,349.1 millones (S/.942.5 millones a diciembre de 2008) compuestos principalmente de activo fijo neto (54% del total de activos), activos biológicos (21%) e inversiones en valores (9%), manteniendo una estructura similar a la de 2008 que concentra cerca del 85% en el activo no corriente. El incremento del activo total, obedece principalmente a las inversiones que se vienen ejecutando, destacando maquinaria y equipos diversos por la fábrica de etanol, la preparación de tierras, sistema de riego, sistemas eléctricos computarizados, maquinaria y equipo agrícola.

El incremento de activos producto de su plan de inversiones ha sido financiado vía deuda en un 64.1% y con recursos propios en un 35.9%. Así vemos que los pasivos se incrementaron en S/.228.1 millones destacando (i) el mayor saldo en préstamos bancarios de largo plazo ascendente a S/.290.9 millones que junto a los bonos corporativos, la parte corriente de la deuda de largo plazo y los préstamos bancarios de corto plazo totaliza S/.578.1 millones.

Liquidez

Como consecuencia de las mayores necesidades de capital de trabajo y por los mayores recursos destinados a las inversiones en nuevos proyectos, Palmas del Espino mantiene indicadores contables de liquidez del orden de 0.61 veces a diciembre de 2009 (0.71 al cierre del primer trimestre del 2010).

Como se ha observado durante el 2008, la necesidad de contar con recursos para el desarrollo y continuidad de los proyectos que mantiene la Empresa en cartera, obliga a tomar financiamiento de corto plazo (pagarés bancarios) con la finalidad de no retrasar los planes de inversión, presionando los ratios de liquidez. Sin embargo, de acuerdo con la estrategia de fondeo de la Empresa, la deuda corriente utilizada para el financiamiento de inversiones fue reemplazada con un préstamo sindicado el cual ha sido desembolsado en el mes de abril del 2010.

Por otro lado, durante el presente año la nueva deuda contraída a través de la emisión de bonos corporativos incidirá en los niveles de liquidez de Palmas del Espino, toda vez que su estructura contempla 24 meses de periodo de gracia. No obstante, en abril del 2010 se desembolsó un préstamo sindicado por un total de US\$ 70 millones el cual reemplaza la deuda de corto plazo brindando mayor holgura a los ratios de liquidez de la Empresa.

Liquidez y Gestión	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Liquidez general	1.40	0.66	0.61	0.71
Liquidez ácida	0.73	0.31	0.47	0.33
Capital de Trabajo (millones de S/.)	21.8	-86.5	-129.6	-110.7

Es importante mencionar que la Empresa mantiene un saldo importante de inversiones permanentes como una estrategia del grupo económico al que pertenece, las que se consideran de rápida realización en caso se requieran recursos.

Solvencia

A diciembre de 2009, el patrimonio se incrementó en S/.178.4 millones debido a aporte de capital por S/.31.6 millones, revaluación de terreno agrícola por S/.13.9 millones, S/.11.4 millones por ganancia no realizada proveniente de inversiones y por participación en subsidiarias, además de los resultados del ejercicio 2009 que ascendieron a S/.129.8 millones.

El aumento de su deuda financiera ha elevado el nivel de apalancamiento por encima de los períodos previos y más cerca del límite establecido como resguardo dentro de sus programas de bonos corporativos, el cual establece un límite de 1.00 veces para el indicador de apalancamiento.

Solvencia	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Mar.10
Endeud. Patrimonial	0.42	0.91	1.01	1.01
Apalancamiento *	0.41	0.84	0.84	0.85

* No se incluyen pasivos diferidos y deuda subordinada dentro del total de pasivos.

Eventos recientes

Producto del cambio de sociedad auditora para el año 2009, se produjo un cambio en la metodología de cálculo relacionado a los activos biológicos, realizándose un ajuste al cuarto trimestre del 2009. Dicho cambio afectó algunas cuentas para el cálculo de los resguardos establecidos, motivo por el cual a la fecha del presente informe la empresa no ha proporcionado a la clasificadora los resguardos correspondientes al cierre del primer trimestre del 2010.

El 5 de Noviembre de 2009 la Asamblea Especial de Obligacionistas del Primer Programa de Bonos Corporativos (Segunda y Quinta Emisión) – Palmas del Espino aprobaron: (i) el informe del Emisor sobre los niveles de cumplimiento de los Resguardos Financieros a marzo y junio de 2009, y (ii) la modificación del Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda, a fin de incorporar los aportes de capital como entrada y la distribución de dividendos como salida en el cálculo del Flujo de Caja de Servicio de Deuda.

El 15 de Octubre de 2009 el Emisor envía una carta dirigida al Representante de Obligacionistas del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino informando que solicitará un waiver por los resguardos financieros reportados a marzo del 2009 y junio del 2009. En ese sentido el

denominador de los ratios Cobertura de Intereses y Cobertura de Servicio de Deuda es negativo, debido a que los ingresos financieros son superiores a los gastos financieros. Esta situación se produce a nivel consolidado debido a que Palmas del Espino otorga préstamos a sus afiliadas que le generan ingresos financieros mientras que los gastos financieros que se generan en sus afiliadas no se reconocen como gastos en el período sino que se capitalizan y forman parte del activo en aplicación de la NIC 23. Además, se informó que en marzo de 2009 se reportó erróneamente los ratios Cobertura de Intereses y Cobertura de Servicio de Deuda como positivos.

El 13 de Octubre de 2009 en Junta General de Accionistas se acordó elevar el monto del Programa de Papeles Comerciales de US\$15.0 millones a US\$30.0 millones

El 20 de Marzo de 2009 la Asamblea de Obligacionistas del Tercer Programa de Papeles Comerciales – Palmas del Espino - acuerda aprobar la modificación de la Cláusula 6.4 del Acto Marco, a fin de modificar la fórmula del Ratio de Nivel de Endeudamiento en los siguientes términos: A nivel consolidado, mantener un nivel de endeudamiento sobre el patrimonio (Nivel de endeudamiento sobre patrimonio = Pasivo total / Patrimonio Neto) no mayor a 1.5 veces hasta el 31 de diciembre de 2011 y no mayor a 1.0 veces a partir del 1 de enero de 2012. Para estos efectos se entiende como Pasivo total al pasivo total que figura en el balance general excluyendo los pasivos diferidos, el interés minoritario y la Deuda Subordinada.

EMISIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

PAPELES COMERCIALES

En sesión de Directorio del 15 de octubre de 2006 se aprobó el Tercer Programa de Papeles Comerciales hasta por un importe de US\$15 millones.

Características del Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo

Monto: US\$15 millones.

Plazo: 2 años.

Moneda: Dólares ó Nuevos Soles.

Emisiones: Una o más.

Series: Una o más.

Garantías: Los valores están respaldados con garantía genérica sobre el patrimonio del Emisor.

El destino de los recursos de la emisión es la cobertura de las necesidades de financiamiento del Emisor en el corto plazo, pudiendo ser utilizados para la sustitución de pasivos existentes con el objetivo de diversificar las fuentes de financiamiento.

El Emisor no podrá acordar el reparto de utilidades ni pagar dividendos en caso se produzca uno o más eventos de incumplimiento y mientras éstos no hayan sido subsanados, ni

cuando pudiera ocurrir un evento de incumplimiento como consecuencia de la declaración y/o pago de dividendos.

Asimismo, el Emisor no puede realizar un proceso de reorganización societaria o adquisición de empresas (incluyendo subsidiarias), cualquiera sea su actividad, que pueda originar un efecto sustancialmente adverso para el Emisor, con el riesgo de devenir en uno o más eventos de incumplimiento.

La Empresa colocó las siguientes Series del Tercer Programa de Instrumentos de Corto Plazo, de las cuales, a la fecha del presente informe, sólo se mantienen vigentes B y C de la 4ª Emisión, habiendo sido canceladas las series A hasta la D de la 1ª Emisión y las serie A, B y C de la 2ª Emisión de acuerdo con las condiciones pactadas.

Emisión	Serie	Monto (US\$ 000)	Plazo Días	Tasa	Fecha de Emisión	Fecha de Vcmto.
1	A	5,000	270	5.69%	14/02/2007	11/11/2007
1	B	3,500	180	5.46%	19/04/2007	17/10/2007
1	C	2,500	180	5.46%	04/10/2007	02/04/2008
1	D	3,500	270	5.50%	16/10/2007	13/07/2008
2	A	7,000	270	5.69%	25/07/2008	26/04/2009
2	B	6,878	270	5.96%	08/08/2008	08/05/2009
4	A	5,000	270	2.95%	10/07/2009	02/03/2010
4	B	5,000	270	2.47%	22/07/2009	19/04/2010
4	C	5,000	270	2.30%	06/08/2009	04/05/2010

BONOS CORPORATIVOS

Por acuerdo de Junta General de Accionistas de fecha 25 de septiembre de 2007, el Emisor aprobó llevar a cabo el Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino hasta por un monto máximo de emisión de US\$120'000,000 (ciento veinte millones y 00/100 Dólares) o su equivalente en Nuevos Soles.

Características de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino

Monto de la Emisión: Hasta el equivalente en nuevos soles de US\$30 millones¹.

Moneda: Nuevos soles.

Valor Nominal: S/.10,000 cada uno.

Periodo de Gracia: Veinticuatro (24) meses, computados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie.

Plazo de la Emisión: Siete (7) años contados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie.

Series: Una o más series de hasta el equivalente en nuevos soles de US\$30 millones. En ningún caso, el total colocado entre todas las Series de esta Emisión podrá superar el equi-

¹ Para determinar el monto en nuevos soles de la respectiva emisión o serie, se utilizará el tipo de cambio contable SBS vigente a la fecha de colocación.

valente en nuevos soles de US\$30 millones. El número de Series y el monto de cada Serie a emitirse serán establecidos por las personas facultadas para ello por el Emisor.

Precio de Colocación: A la par.

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 de cada Serie, 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.

Amortización: Amortización del principal en veinte (20) armadas trimestrales lineales en las mismas fechas en que corresponde efectuar los pagos trimestrales de intereses.

Opción de Rescate: El Emisor podrá rescatar total o parcialmente la Emisión a partir del cuarto (4º) año de vigencia (después del cuadragésimo octavo mes después de la Fecha de Emisión) de la respectiva Serie, siempre y cuando ésta se realice en las Fechas de Vencimiento, en múltiplos de S/.1.5 millones. El rescate sería realizado en forma proporcional entre todos los Bonos en circulación de las respectivas Series, y deberá contar con un aviso previo dirigido a los correspondientes tenedores de bonos, remitido con una anticipación no menor de quince (15) Días.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor.

El 18 de diciembre de 2007 se colocó la Serie A de la Segunda Emisión por un total de S/.88.5 millones a una tasa de 6.94%, cuyos intereses vienen siendo pagados a la fecha de acuerdo con las condiciones pactadas.

Modificaciones a las restricciones de la Primera y Segunda Emisión

En Asamblea Especial de Obligacionistas de los Bonos de la Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino, celebrada el día 09 de junio de 2008, se acordó modificar el ratio de Cobertura del Servicio de Deuda debido a un problema detectado en la definición del ratio, ya que el denominador incluía los ingresos de efectivo por nueva deuda bancaria y emisiones de bonos, efecto que en periodos de significativas inversiones y necesidad de mayor financiamiento llevaría al ratio a signo negativo, haciendo inconsistente la medición de la cobertura. La nueva definición incluye dentro del Flujo de Caja para el Servicio de Deuda los movimientos netos de financiamiento de corto plazo como se define en el punto "Restricciones a las emisiones" detallado líneas abajo. Esta modificación también fue incluida en la Primera Emisión con la finalidad de que guarde concordancia con el resguardo establecido.

Características de la Tercera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino

Monto de la Emisión: Hasta S/.150 millones.

Moneda: Nuevos soles.

Valor Nominal Inicial: S/.10,000 cada uno.

Periodo de Gracia: durante las ocho (8) primeras fechas de vencimiento de cada serie.

Plazo de la Emisión: Treinta y nueve (39) trimestres más los días transcurridos entre la Fecha de emisión y la primera Fecha de Vencimiento (no mayor de diez (10) años) contados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie.

Series: Una o más series de hasta S/.150 millones. En ningún caso, el total colocado entre todas las Series de esta Emisión podrá superar S/.150 millones. El número de Series y el monto de cada Serie a emitirse serán establecidos por las personas facultadas para ello por el Emisor.

Precio de Colocación: A la par.

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 de cada Serie, 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.

Amortización: Amortización del principal en treinta y dos (32) armadas trimestrales lineales luego de finalizado el periodo de gracia.

Opción de Rescate: El Emisor podrá rescatar totalmente la Emisión a partir del cuarto (4°) año de vigencia (después de la décimo sexta fecha de vencimiento) de la respectiva Serie, siempre y cuando ésta se realice en las Fechas de Vencimiento, en múltiplos de S/.1.5 millones. El rescate podrá ser realizado total o parcialmente para todas las series en forma proporcional entre todos los Bonos en circulación de las respectivas Series, y deberá contar con un aviso previo dirigido a los correspondientes tenedores de bonos, remitido con una anticipación no menor de quince (15) días.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor.

Características de la Cuarta Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino

Monto de la Emisión: Hasta US\$50 millones.

Moneda: Dólares.

Valor Nominal Inicial: US\$1,000 cada uno.

Periodo de Gracia: durante las ocho (8) primeras fechas de vencimiento de cada serie.

Plazo de la Emisión: 39 trimestres más los días transcurridos entre la fecha de emisión y la primera fecha de vencimiento (no mayor a 10 años) contados a partir de la fecha de emisión de cada serie.

Series: Una o más series de hasta US\$50 millones. En ningún caso, el total colocado entre todas las Series de esta Emisión podrá superar US\$50 millones. El número de Series y el monto de cada Serie a emitirse serán establecidos por las personas facultadas para ello por el Emisor.

Precio de Colocación: A la par.

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 de cada Serie, 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.

Amortización: Amortización del principal en treinta y dos (32) armadas trimestrales lineales luego de finalizado el periodo de gracia.

Opción de Rescate: No existirá opción de rescate, salvo en los casos establecidos en los numerales 2, 3, 4 y 5 del Artículo 330° de la Ley General y siempre que se cumpla lo previsto en el artículo 89° de la Ley.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor.

Características de la Quinta Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino

Monto de la Emisión: Hasta US\$20 millones.

Moneda: Dólares.

Valor Nominal: US\$1,000 cada uno.

Plazo de la Emisión: Tres (3) años contados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie.

Series: Una o más series de hasta US\$20 millones. En ningún caso, el total colocado entre todas las Series de esta Emisión podrá superar los US\$20 millones. El número de Series y el monto de cada Serie a emitirse serán establecidos por las personas facultadas para ello por el Emisor.

Precio de Colocación: A la par.

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 de cada Serie, 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.

Amortización: La totalidad del principal de los Bonos se amortizará en un solo pago, en la fecha de redención de la respectiva serie.

Opción de Rescate: No existirá opción de rescate, salvo en los casos establecidos en los numerales 2, 3, 4 y 5 del Artículo 330° de la Ley General y siempre que se cumpla lo previsto en el artículo 89° de la Ley.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor.

El 29 de setiembre de 2008 se colocó la Serie A de la Quinta Emisión por un total de US\$16.9 millones a una tasa de 7.50%, cuyos intereses vienen siendo pagados a la fecha de acuerdo con las condiciones pactadas.

Características de la Sexta Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino

Monto de la Emisión: Hasta US\$20 millones.

Moneda: Dólares.

Valor Nominal: US\$1,000 cada uno.

Plazo de la Emisión: Cuatro (4) años contados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie.

Series: Una o más series de hasta US\$20 millones. En ningún caso, el total colocado entre todas las Series de esta Emisión podrá superar los US\$20 millones. El número de Series y el monto de cada Serie a emitirse serán establecidos por las personas facultadas para ello por el Emisor.

Precio de Colocación: A la par.

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 de cada Serie, 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.

Amortización: La totalidad del principal de los Bonos se amortizará en un solo pago, en la fecha de redención de la respectiva serie.

Opción de Rescate: No existirá opción de rescate, salvo en los casos establecidos en los numerales 2, 3, 4 y 5 del Artículo 330° de la Ley General y siempre que se cumpla lo previsto en el artículo 89° de la Ley.

Garantías: Genérica con el patrimonio del Emisor.

Restricciones a las emisiones

El Emisor estará sujeto a las siguientes restricciones durante el plazo en que las emisiones del Programa se encuentren vigentes, los cuales son calculados trimestralmente y se vienen cumpliendo de acuerdo a las condiciones pactadas:

- (a) Ratio de cobertura de servicio de deuda² mayor a 1.2x.
- (b) Ratio de apalancamiento³ menor a 1.00x.
- (c) Ratio de endeudamiento financiero vinculado a capital de trabajo⁴ no mayor a 0.60x.

² Es el cociente que resulta de dividir el flujo de caja de servicio de deuda acumulado (FCSD) entre en servicio de deuda (SD). Asimismo el FCSD resulta de calcular el EBITDA 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. El SD se define como los gastos financieros más las amortizaciones de deuda financiera de largo plazo (excluyendo prepagos parciales o totales).

³ Cociente que resulta de dividir el pasivo total entre el patrimonio neto.

⁴ 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 en patrimonio neto.

(d) Ratio de cobertura de intereses⁵ mayor a 2.00x.

La revisión realizada con la información financiera al cierre de setiembre de 2009 se observa que Palmas del Espino S.A. viene cumpliendo satisfactoriamente con todos los resguardos establecidos:

Resguardos	Dic.09	Límites
Apalancamiento	0.84	No mayor a 1.0x
Endeudamiento vinculado a capital de trabajo	0.44	No mayor a 0.60
Cobertura de intereses	5.79	No menor a 2.00
Cobertura servicio de deuda	8.27	No menor a 1.20

Fuente: PALMESA

⁵ EBITDA entre gastos financieros.

PALMAS DEL ESPINO S.A. y Subsidiarias

Balance General
(miles de soles)

ACTIVOS	Dic-06		Dic-07		Dic-08		Mar-09		Dic-09		Mar-10	
Activo Corriente												
Caja Bancos	2,302	1%	2,854	1%	2,807	0%	3,962	0%	13,744	1%	30,475	2%
Cuentas por Cobrar Comerciales	7,270	3%	11,530	2%	14,926	2%	15,314	2%	30,667	2%	35,217	2%
C x C Comerciales a Afiliadas	8,772	3%	10,743	2%	4,178	0%	5,652	1%	4,168	0%	2,702	0%
Otras Cuentas por Cobrar :												
Personal y Accionistas	527	0%	2,012	0%		0%	1,569	0%		0%		0%
Afiliadas no comerciales	4,275	2%	650	0%	1,373	0%	4,564	0%	2,652	0%	1,697	0%
Anticipo a proveedores	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Diversas	9,895	4%	7,413	2%	52,068	6%	39,664	4%	86,928	6%	18,871	1%
Existencias Totales	19,056	7%	16,928	3%	41,956	4%	34,465	3%	43,134	3%	50,902	4%
Gastos pagados por anticipado	2,683	1%	19,604	4%	3,339	0%	42,563	4%	4,103	0%	91,552	6%
Parte corriente de activo biológico			5,015	1%	5,553	1%	5,906	1%	21,481	2%	34,970	2%
Total Activo Corriente	54,780	21%	76,749	16%	126,200	13%	153,659	15%	206,877	15%	266,386	19%
Inversiones en Valores	64,918	25%	104,400	21%	102,733	11%	87,403	9%	126,216	9%	133,984	9%
Inmueble maquinaria y equipo neto	95,372	36%	173,890	35%	534,862	57%	578,695	57%	732,742	54%	725,506	51%
Activos biológicos	47,720	18%	134,225	27%	178,146	19%	197,140	19%	280,367	21%	288,515	20%
Otros activos	402	0%	4,272	1%	545	0%	423	0%	2,891	0%	4,566	0%
TOTAL ACTIVOS	263,192	100%	493,536	100%	942,486	100%	1,017,320	100%	1,349,093	100%	1,418,957	100%
Pasivo Corriente												
Sobregiros y Préstamos bancarios	20,844	8%	10,213	2%	146,370	16%	119,774	12%	224,765	17%	286,241	20%
Cuentas por pagar Comerciales	7,089	3%	14,785	3%	36,526	4%	37,597	4%	12,376	1%	14,596	1%
C x P Comerciales a Afiliadas	748	0%	1,296	0%	2,607	0%	2,219	0%	1,441	0%	2,661	0%
Otras Cuentas por pagar:												
Tributos	832	0%	2,729	1%	3,529	0%	5,792	1%	2,200	0%	4,124	0%
Vinculadas	-	0%	-	0%	5,207	1%	3,825	0%	8,432	1%	-	0%
Diversas	5,436	2%	7,954	2%	19,455	2%	17,144	2%	24,986	2%	22,153	2%
Papeles Comerciales	11,190	4%	17,982	4%	43,605	5%	43,868	4%	43,365	3%	28,420	2%
Porción Cte. Deuda L.P.	2,664	1%	-	0%	-	0%	-	0%	18,964	1%	18,943	1%
Total Pasivo Corriente	48,803	19%	54,959	11%	257,299	27%	230,219	23%	336,529	25%	377,138	27%
Deuda a largo plazo	2,664	1%	88,500	18%	141,471	15%	214,656	21%	290,969	22%	285,313	20%
Imp. a la renta y part. trabajadores diferido	-	0%	2,942	1%	34,623	4%	35,217	3%	49,054	4%	50,293	4%
Instrumento financiero derivado	-	0%	-	0%	15,078	2%	12,596	1%	-	0%	-	0%
Total Pasivo No Corriente	2,664	1%	91,442	19%	191,172	20%	262,469	26%	340,023	25%	335,606	24%
TOTAL PASIVO	51,467	20%	146,401	30%	448,471	48%	492,688	48%	676,552	50%	712,744	50%
Interés Minoritario	125	0%	182	0%	302	0%	318	0%	394	0%	423	0%
Capital social	65,792	25.0%	65,792	13.3%	100,181	10.6%	131,781	13.0%	131,781	9.8%	131,781	9.3%
Excedente de revaluación					59,992	6.4%			73,990	5.5%		0.0%
Reservas	12,670	4.8%	12,670	2.6%	16,317	1.7%	16,317	1.6%	16,317	1.2%	26,356	1.9%
Resultados no realizados	-	0.0%	39,810	8.1%	35,928	3.8%	70,027	6.9%	47,319	3.5%	105,832	7.5%
Resultado del ejercicio	39,948	15.2%	-	0.0%	54,792	5.8%	-	0.0%	129,876	9.6%	26,835	1.9%
Resultado Acumulados	93,190	35.4%	228,681	46.3%	226,503	24.0%	306,189	30.1%	272,864	20.2%	415,465	29.3%
TOTAL PATRIMONIO NETO	211,600	80%	346,953	70%	493,713	52%	524,314	52%	672,147	50%	706,269	50%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	263,192	100%	493,536	100%	942,486	100%	1,017,320	100%	1,349,093	100%	1,418,957	100%

PALMAS DEL ESPINO S.A. y Subsidiarias

Estado de Ganancias y Pérdidas (miles de soles)	Dic-06		Dic-07		Dic-08		Mar-09		Dic-09		Mar-10	
INGRESOS												
Ventas Netas	135,073	100%	168,387	100%	246,399	100%	55,723	100%	250,131	100%	80,200	100%
TOTAL INGRESOS	135,073	100%	168,387	100%	246,399		55,723		250,131	100%	80,200	100%
Costo de Ventas	(61,340)	-45%	(70,844)	-42%	(96,804)	-39%	(32,197)	-58%	(151,136)	-60%	(54,985)	-69%
UTILIDAD BRUTA	73,733	55%	97,543	58%	149,595	61%	23,526	42%	98,995	40%	25,215	31%
Cambio valor razonable activos biológicos			(20,330)	-12%	12,659	5%	7,441	13%	74,948	30%	15,226	19%
RESULTADO DESPUES DE CAMBIO V.R.A.B.			77,213	46%	162,254	66%	30,967	56%	173,943	70%	40,441	50%
GASTOS												
Gasto de ventas y administración	(32,346)	-24%	(48,704)	-29%	(53,770)	-22%	(16,863)	-30%	(61,125)	-24%	(16,569)	-21%
UTILIDAD (PERDIDA) DE OPERACION	41,387	31%	28,509	17%	108,484	44%	14,104	25.3%	112,818	45%	23,872	30%
OTROS INGRESOS Y EGRESOS												
Ingresos financieros	641	0%	118	0%	10,200	4%	12,840	23%	687	0%	3,862	5%
Gastos financieros	(2,424)	-2%	(5,292)	-3%	(12,884)	-5%	(6,481)	-12%	(24,621)	-10%	(10,334)	-13%
Resultado atribuible a empresas asociadas			6,410	4%	122	0%	(2,336)	-4%	12,092	5%	2,537	3%
Cambio valor razonable instrum.fin. derivados			-	0%	(18,120)	-7%	2,482	4%	16,363	7%	1,703	2%
Diversos_netos	3,965	3%	(2,761)	-2%	3,100	1%	875	2%	(10)	0%	(2,119)	-3%
UTILIDAD ANTES DEL REI	43,569	32%	26,984	16%	90,902	37%	21,484	39%	117,329	47%	19,521	24%
Ganancia (Pérdida) por Diferencia en Cambio	1,124	1%	4,103	2%	(20,404)	-8%	(6,812)	-12%	29,652	12%	10,543	13%
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS.	44,693	33%	31,087	18%	70,498	29%	14,673	26%	146,981	59%	30,064	37%
Participación de los trabajadores	(3,160)	-2%	(3,618)	-2%	(8,974)	-4%	(1,262)	-2%	(9,735)	-4%	(1,833)	-2%
Interés Minoritario	(28)	0%	(57)	0%	(120)	0%	-	0%	(92)	0%	(29)	0%
Impuesto a la Renta	(1,557)	-1%	(3,227)	-2%	(6,612)	-3%	(871)	-2%	(7,370)	-3%	(1,367)	-2%
UTILIDAD NETA	39,948	30%	24,185	14%	54,792	22%	12,540	23%	129,784	52%	26,835	33%

INDICADORES FINANCIEROS*	Dic-06		Dic-07		Dic-08		Mar-09		Dic-09		Mar-10	
ROAA %	17.36%		6.39%		7.63%		5.41%		11.33%		11.83%	
ROAE %	21.67%		8.66%		13.04%		9.72%		22.26%		23.42%	
Liquidez general (veces)	1.12		1.40		0.49		0.67		0.61		0.71	
Liquidez ácida (veces)	0.68		0.73		0.31		0.33		0.47		0.33	
Cobertura gastos financieros netos (veces) *	29.3		7.9		45.8		-9.6		5.8		4.3	
Endeudamiento patrimonial (veces)	0.24		0.42		0.91		0.94		1.01		1.01	
Pasivo Total / Capital Social	0.78		2.23		4.48		3.74		5.13		5.41	
Endeudamiento del activo	19.6%		29.7%		47.6%		48.4%		50.1%		50.2%	
Activo Fijo / Patrimonio	67.6%		88.8%		144.4%		148.0%		150.7%		143.6%	
Deuda Financiera / EBITDA *	0.72		2.84		2.70		8.40		4.17		3.93	
Rotación de cobranzas (días)	43		48		28		34		50		43	
Rotación de inventarios (días)	112		86		156		96		103		83	
Rotación de cuentas por pagar (días)	46		79		196		90		33		34	
Capital de Trabajo	5,977		21,790		-131,099		-76,560		-129,652		-110,752	

*datos anualizados