

Corporación Azucarera del Perú S.A. (Coazucar)

Informe Inicial

Ratings

Julio 2016

Tipo de Instrumento	Rating Actual*	Rating Anterior	Fecha Cambio
1ra y 2da Emisión dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos*	AA-	N.R.	

N.R. = No registra

* La suma de ambas emisiones no podrá exceder los S/. 300.0 millones.

** Con información financiera auditada diciembre 2015 y no auditada a marzo 2016.

Perspectiva

Estable

Resumen

(S/. MM.)	Últ. 12M a marzo-16	Dic-15	Dic-14
Ingresos	1,623	1,532	1,345
EBITDA	362	338	265
Flujo de Caja Operativo (CFO)	146	251	273
Mg. EBITDA (%)	22.3	22.1	19.7
Deuda Financiera Total	1,489	1,433	1,438
Caja y valores líquidos	41	90	261
Deuda Financiera / EBITDA (x)	4.1	4.2	5.4
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	4.0	4.0	4.4
EBITDA / Gastos Financieros (x)	2.7	2.4	2.0

Fuente: Gloria

*Últimos 12 meses

Analistas

Elke Braun

(511) 444 5588

elke.braun@aai.com.pe
Luz Chozo

(511) 444 5588

luz.chozo@aai.com.pe

Fundamentos

En sesión de comité, Apoyo & Asociados decidió otorgar el rating de AA-(pe) a la Primera y Segunda Emisión dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú S.A., con perspectiva Estable, lo cual se sustenta en:

El sólido respaldo del Grupo Gloria, conglomerado de empresas de intereses en diversos sectores (alimentos, cemento, azúcar, papeles y empaques, transporte y servicios logísticos), el cual se posiciona como uno de los grupos más importantes del país, que cuenta con una amplia presencia regional (Perú, Argentina, Bolivia, Colombia, Ecuador y Puerto Rico). Dicho respaldo e interés en el negocio azucarero se ha evidenciado mediante la fuerte inversión realizada en el proyecto Agrolmos (estimada a la fecha en US\$330 millones).

A ello se suma:

- i) La sólida posición competitiva de Coazucar y sus subsidiarias, al ser el principal productor de azúcar en el Perú (líder con un 53.3% de participación de mercado estimada al 2015).
- ii) El buen desempeño de los campos, con rendimientos de 158 toneladas de caña por ha, explicado en parte por las condiciones climatológicas del Perú y el manejo técnico por parte de la Compañía. A lo que se suma la diversificación de los ingenios.
- iii) La capacidad de molienda (22,200 toneladas/día a nivel local y 14,800 entre Ecuador y Argentina) y de transporte en cada uno de sus ingenios.
- iv) La integración vertical del negocio desde la siembra de la caña de azúcar hasta la distribución y comercialización final del producto, y la interconectividad de Coazucar con los otros negocios del Grupo.

Así, los ingresos de Coazucar durante los últimos 12 meses cumplidos a marzo 2016 ascendieron a S/. 1,623.1 millones (S/. 1,531.5 millones en el 2015) y se obtuvo un margen EBITDA de 22.3% (muy por encima del 20% que mostró en promedio durante 2013- 2014). Ello generó que el nivel de apalancamiento (Deuda Financiera / EBITDA) cerrara en 4.1x a marzo 2016 (4.2x en el 2015). Al respecto, es importante mencionar que la Compañía mantiene una importante exposición a la variabilidad en precios por lo que sus márgenes son muy sensibles a cambios en los mismos. La alta variabilidad en el precio del azúcar (en los últimos cinco años varió 30% respecto de la media) se explica tanto por las fluctuaciones en los rendimientos de la caña a nivel mundial, factores climatológicos, como por los desequilibrios entre oferta y demanda que impactan en el nivel de inventarios.

Actualmente, existen presiones moderadas hacia el alza sobre los precios del azúcar, dado el ajuste a la baja en los niveles de producción mundial, la demanda creciente (2.0% anual en promedio) y los menores inventarios a nivel mundial. Coazucar espera aprovechar dicho escenario (estimado para el 2016 y 2017) con la mayor producción que se generaría con Agrolmos (que empezaría a producir el último trimestre del 2016) y con la producción de la nueva refinería de Casa Grande destinada a abastecer la demanda de clientes industriales; con lo que se reemplazaría parte de lo que hoy siguen cubriendo los importadores.

Entre los otros factores que limitan el *rating* se encuentra el todavía alto nivel de apalancamiento (4.1x para el año móvil a marzo 2016) que registra la Compañía respecto a la generación. Al respecto, la Clasificadora ha incorporado en su evaluación que la deuda actual sería reestructurada con el objetivo de ampliar el *duration* de la misma y reducir la exposición al tipo de cambio mediante emisiones en moneda local. No obstante, no se contempla amortizaciones importantes en la misma ni en el corto ni mediano plazo, por lo que reducciones en el nivel de apalancamiento (medido como Deuda Financiera/EBITDA) sólo provendrían de una mejora en la generación de caja, la cual, como se mencionara anteriormente, está expuesta a los vaivenes de los precios del azúcar.

Adicionalmente, es importante mencionar los riesgos inherentes a la industria agrícola (conflictos sociales, sequías, y los posibles cuestionamientos al sector) han llevado a que el gobierno tenga cierto grado de injerencia en el mismo.

Por otro lado, cabe mencionar que el *rating* otorgado a las emisiones objeto del presente informe recogen la estrategia de Coazucar de manejar un ratio de endeudamiento por debajo de 3.5x a partir del cierre del 2016 en adelante; y que contaría con el respaldo del patrimonio genérico del Emisor, de la fianza solidaria hasta por el 100% de las obligaciones suscritas por Agrolmos, Cartavio y Agroindustrias San Jacinto y de cualquier subsidiaria futura, así como con la fianza solidaria hasta por el 50% de las obligaciones suscritas por Casa Grande.

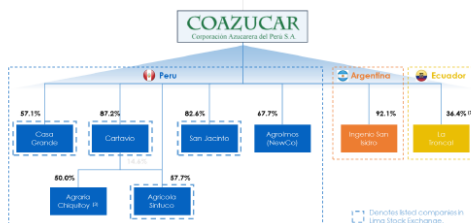
¿Qué podría modificar el *rating*?

El *rating* podría verse modificado de manera negativa ante: i) un escenario de precios adversos que ejerza presiones en la generación de caja; ii) un incremento sostenido del apalancamiento a niveles superiores al 3.5x; iii) una política de crecimiento más agresiva que incluya adquisiciones principalmente financiadas con deuda; y, iv) cambios en la regulación que hagan que la Empresa sea más sensible a las volatilidades en el precio del azúcar.

Perfil

Corporación Azucarera del Perú (Coazucar en adelante) es la holding del Grupo Gloria que abarca a todas las empresas agroindustriales dedicadas a la producción y comercialización de azúcares, mieles y alcohol; y que tiene presencia en Perú, Ecuador y Argentina. Coazucar en su conjunto, opera de manera integrada desde el cultivo de la caña de azúcar hasta la distribución y comercialización del azúcar y sus derivados, lo cual constituye una ventaja en cuanto a las sinergias que se producen a lo largo de la cadena productiva.

Coazucar posee seis ingenios: Casa Grande, Cartavio, San Jacinto y Agrolmos (aún en una etapa pre-operativa) en el Perú; La Troncal en Ecuador; y, San Isidro en Argentina. Cabe mencionar que los dos últimos ingenios se encuentran en países cuyas clasificaciones de riesgo son B en ambos casos, mientras que Perú cuenta con un rating internacional de BBB+, por lo que se considera que esos dos ingenios operan en plazas con mayor inestabilidad.



En conjunto posee más de 87,929 ha cultivables entre los tres países y a marzo 2016 el área neta cultivada ascendió a 60,502 ha de caña, lo que equivalía al 68.8% del área cultivable, cifra que considera las del Proyecto Olmos, mientras que el área cosechada con caña fue 39,879 ha. En Perú se concentra el grueso de las operaciones, y es ahí donde se ubica el 64.7% del área cosechada.

Del total de caña procesada, la caña de terceros representa alrededor del 30%. La baja dependencia a terceros en el suministro de materia prima garantiza el abastecimiento y una mayor homogeneidad en la calidad de la misma, lo cual constituye una fortaleza para la Empresa.

A ello se suma los altos rendimientos de los ingenios, que en parte se explican por las condiciones climatológicas favorables con las que cuenta Perú, lo que lo ubica al país como el líder en lo que a rendimientos se refiere, como se verá más adelante.

Posición Competitiva

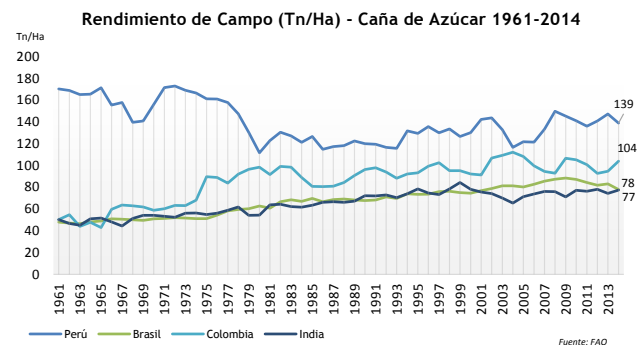
El azúcar es un producto que se obtiene en un 82% de la caña de azúcar y en un 18% de la remolacha azucarera. La caña de azúcar se cultiva principalmente en regiones tropicales y subtropicales del hemisferio sur; mientras que el azúcar de remolacha se produce en las zonas templadas del hemisferio norte. En general, los costos de producción de azúcar de caña son inferiores a los costos en base a remolacha.

El azúcar se puede clasificar por su grado de refinación en: i) azúcar rubio, contiene entre 96 y 98° de sacarosa; ii) azúcar blanco, presenta 99.5° de sacarosa; y, iii) azúcar refinado, con 99.8 y 99.9° de sacarosa. Adicionalmente, de la caña de azúcar se obtienen otros derivados como, el bagazo, utilizado en la fabricación de combustible y papel, y la melaza que es utilizada en la producción de ron y alcohol etílico (etanol).

El ciclo productivo de la caña es generalmente de 6-8 años. La edad de cosecha o corte varía entre 12 y 18 meses, y se asocia directamente con el nivel de sacarosa almacenado en la caña, el cual oscila entre 8 y 15%.

La temperatura, humedad y luminosidad son los principales factores para el desarrollo de la caña, por lo que es de mucha importancia el abastecimiento del agua en el campo. Por otro lado, la caña se caracteriza por mostrar una alta tolerancia a patógenos y plagas, por lo que se le puede considerar un cultivo noble.

Como se mencionara anteriormente, el Perú posee óptimas condiciones agroclimáticas que lo diferencia positivamente de las demás áreas de cultivo de caña de azúcar en la región. Asimismo, si bien en el Perú aproximadamente el 60% de la producción se concentra en el segundo semestre del año, la posibilidad de cosecha de la caña se da a lo largo de éste. Ello hace que la productividad del Perú sea una de las mayores del mundo (131 TM/ha en el 2015 versus 79 y 76 TM/ha para Brasil y Colombia, respectivamente). No obstante, dicha productividad aún se encuentra por debajo de la alcanzada en la década de los 70's (160 TM/ha), tal y como se puede apreciar en la siguiente gráfica.

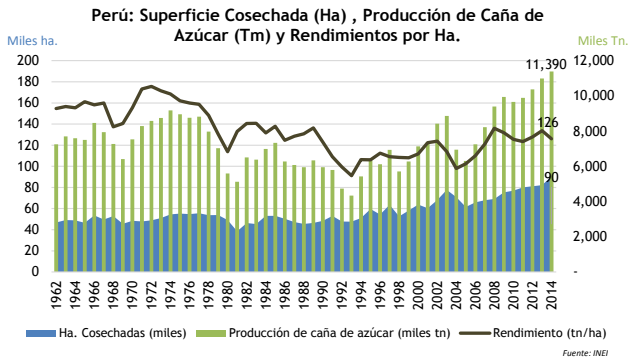


Respecto a la normatividad del sector, los ingenios cuentan con los beneficios previstos en la Ley 27360- Ley de Promoción del Sector Agrario, vigente hasta el 2021, por lo que desde el punto de vista legal cuentan con un entorno favorable para el desarrollo y consolidación de la industria azucarera.

Marco Regulatorio Sector Azucarero - Perú

	Régimen General	Sector Azucarero
Tasa Impuesto a la Renta (IR)	30%	15%
% del pago a cuenta del IR	2%	1%
Aportación a ESSALUD	9%	4%
% Depreciación de equipos de riego	10%	20%

En el Perú, el cultivo de la caña de azúcar se concentra principalmente en la costa norte (78.8% en el 2014). Al cierre del 2014 el área cosechada alcanzó 90.4 mil ha, la mayor superficie cosechada registrada históricamente en el Perú. Lo anterior, producto de la continua recuperación del sector y la consolidación del mismo.



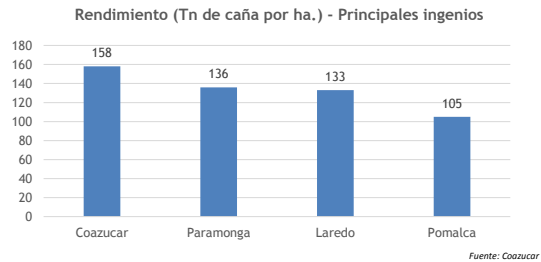
En Perú, las principales variaciones negativas en la producción de caña de azúcar se asocian más a sequías que a la ocurrencia del fenómeno El Niño, por lo que la evidencia hasta ahora permite afirmar que no existe una correlación clara entre la intensidad de éste y la producción de caña de azúcar.

Del área total cosechada, en promedio 70% se encuentra bajo la conducción de los ingenios azucareros, mientras que 30% es manejado por sembradores independientes. Ello determina que la producción peruana esté organizada, básicamente, en 11 empresas azucareras: En Lambayeque se ubican los ingenios de Pucalá, Tután, Pomalca y Azucarera del Norte; en La Libertad están Cartavio, Casa Grande y Laredo; en Ancash se encuentra San Jacinto; en el norte de Lima se ubican Andahuasi y Paramonga; y finalmente en Arequipa se encuentra Chucarapi. A ellos se sumaría pronto Agrolmos.

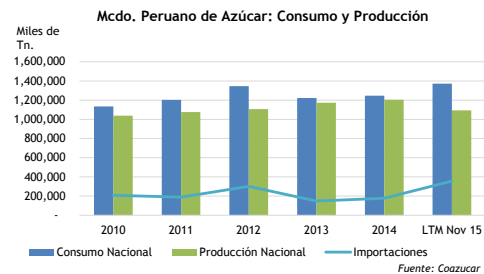
De las empresas productivas, ocho cuentan en su accionariado con el respaldo mayoritario de un grupo importante, y las restantes (Pomalca y Tután) aún continúan en manos de sus trabajadores y del Estado, aunque vienen siendo administradas por privados.

La empresa Casa Grande es la mayor productora de azúcar (25% al cierre del 2015), seguida de Cartavio (15%), Laredo (15%), Paramonga (13%) y San Jacinto (10%). Entre estas cuatro empresas se produce alrededor del 78% del total nacional.

El grueso de la producción nacional se concentra en azúcar rubia (aprox. 70%). La elaboración de azúcar blanca y refinada depende de la tecnología de cada ingenio y sólo Laredo, Cartavio, Andahuasi y recientemente Casa Grande las producen, lo cual pone a Coazúcar en una situación más ventajosa para abastecer al mercado industrial. A ello se suma que Coazúcar cuenta con los mayores rendimientos en términos relativos a otros ingenios locales.



Por su parte, en los últimos cinco años (2010-2015) el consumo nacional ha mantenido una tendencia creciente, 3.9% en promedio, pasando de 1.1 millones de TM en el 2010 a más de 1.4 millones en el 2015 aproximadamente. En este sentido, durante los últimos cinco años la producción nacional neta de exportaciones, ha abastecido en promedio el 82% del consumo nacional. La diferencia es abastecida por las importaciones, las mismas que corresponden principalmente a azúcar refinada y cubren parte de la demanda de las empresas industriales (principalmente la industria de bebidas).



Cabe mencionar que si bien, en términos absolutos, las importaciones han venido en aumento, durante los últimos cinco años, sólo han representado el 21% de la producción en promedio, cuando en la década de los 90's representaban más del 55%. De esta manera, se viene consolidando un proceso sostenido de sustitución de importaciones.

Mercado Mundial del Azúcar

En el 2014/15 los diez principales productores de azúcar concentraron cerca del 77% de la producción global, siendo Brasil el mayor productor (20.8%) y el principal exportador a nivel mundial (44.7% de las exportaciones mundiales).

Al cierre de la campaña 2014/15 la producción mundial de azúcar alcanzó las 172.5 millones TM, según el departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés), la cual fue inferior a la producción de los dos años precedentes. Asimismo, ha proyectado una reducción de tres millones de TM para la campaña 2015/16 debido a la menor producción de los principales ofertantes de azúcar a nivel mundial (Brasil, India, Unión Europea), por lo que habría una reducción en los niveles de stock a nivel global.

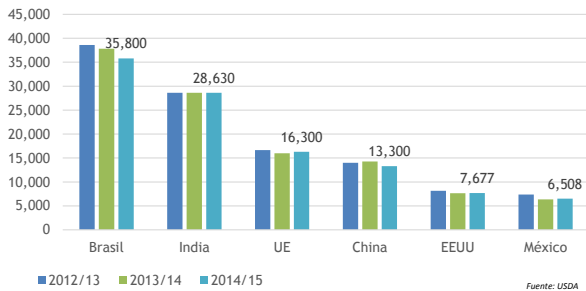
Mercado Mundial de Azúcar

(Millones de tm)	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16 e
Producción	162.2	172.3	177.6	175.0	172.5	170.6
Consumo	156.4	159.8	165.9	168.3	169.3	173.4
Sup./Def.	5.8	12.5	11.7	6.7	3.2	-2.8
Exportaciones	53.9	55.0	55.3	57.4	53.7	n.d.
Importaciones	49.3	48.4	51.0	51.8	51.8	n.d.
Existencias finales	29.3	35.1	42.5	43.6	42.2	n.d.
Existencias / Consumo	18.7%	22.0%	25.6%	25.9%	24.9%	n.d.

e: estimado Fuente: USDA, OIA

En el caso particular de Brasil, el principal productor a nivel mundial, éste ha venido reduciendo el nivel de producción de azúcar al destinar una mayor proporción de la cosecha de caña de azúcar a la producción de etanol. Por su parte, India registra menores índices de rendimiento, lo que incide directamente en la oferta de azúcar.

Producción de Azúcar (MM Tn) - Principales Productores

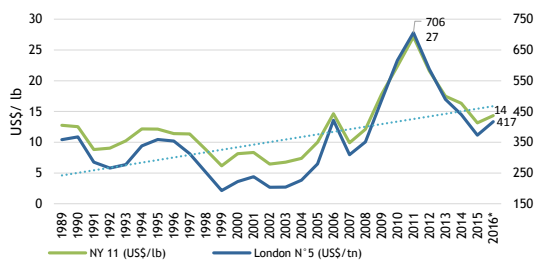


Cabe señalar que Sudamérica constituye un exportador neto de azúcar, principalmente Brasil y Colombia; mientras que Norteamérica (EEUU), Asia (China) y Europa constituyen los principales importadores a nivel mundial.

El mercado mundial del azúcar es comúnmente regulado a través de subsidios, aranceles, cuotas de importación y otras medidas para-arancelarias que hacen que los productores realicen ganancias en el mercado local y coloquen sus excedentes en el mercado internacional a precios por debajo de los internos e incluso de los costos de producción. Es por este motivo que normalmente la producción local se destina al mercado interno.

En relación a la cotización internacional del azúcar, al ser éste un *commodity*, su precio es muy variable y depende de: i) la oferta y la demanda; ii) el clima; iii) la inversión de fondos especulativos y la especulación en mercados de futuros; iv) el manejo de inventarios; y, v) los precios del petróleo, entre otros.

Cotización promedio del azúcar - Contratos N° 05 y 11



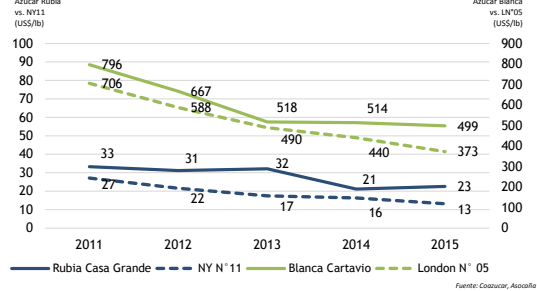
Contrato N° 11 NY - Azúcar cruda de caña a granal (96' de polarización)
 Contrato N° 05 FOB Londres - Azúcar blanca cristalizada (99.8' de polarización)
 (*)2016: Promedio simple del primer trimestre.

Durante el 2009 se registró un alza pronunciada en los precios como resultado del aumento de las importaciones de India e insuficiente crecimiento de oferta en Brasil. Por su parte, en el 2010 se registró una fuerte volatilidad al alza en precios, tendencia que se dio en todos los *commodities* y que llevó a elevar los niveles de producción. Así, Tailandia aumentó su producción sin precedentes, India reapareció como exportador, y Brasil tuvo una producción récord en la temporada 2011/12.

El incremento en el nivel de producción durante el periodo 2011 - 2014 no pudo ser absorbido por la demanda, lo que impulsó el crecimiento en los stocks, situación que se reflejó en una caída pronunciada en el precio hasta el 2015, cuando alcanzó un precio mínimo de US\$10.67 para el Nueva York N°11 y US\$343.38 para el London N°05, ambos en agosto 2015.

Actualmente, se espera que el déficit proyectado para la campaña 2015/16 impacte en los precios de manera positiva.

Precios: Coazucar vs. Mcd. Internacional



Según el desempeño histórico de los precios de Coazucar, éstos muestran un piso respecto del precio internacional, tal y como se puede apreciar en la gráfica de arriba. Ello dado que el mercado peruano es aún deficitario. De esta manera, se puede decir que los precios locales son el resultado de la interacción entre demanda, oferta provista por los ingenios locales y las importaciones, las mismas que cada vez participan menos.

Operaciones

Como se mencionara anteriormente, Coazucar mantiene presencia en Perú con los ingenios de Casa Grande, Cartavio, Agrolmos y San Jacinto; en Ecuador con La Troncal; y, en Argentina con San Isidro. Al cierre del 2015 Coazucar registró un área cultivable de 84,929 ha con un ratio de utilización de 69.5% (área cultivada de 59,144 ha).

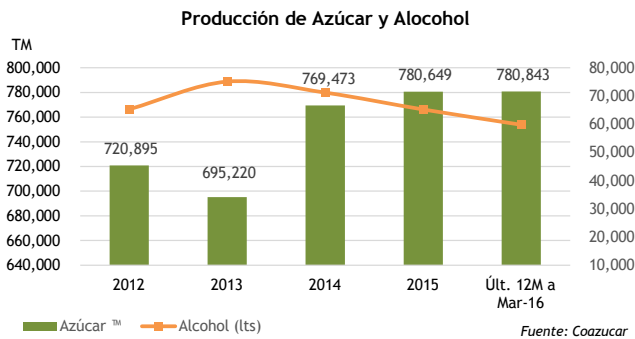
Coazucar - Información por Subsidiaria

	Perú					Ecuador		Argentina		Total
	Casa Grande	Cartavio	San Jacinto	Agrolmos	Otros	La Troncal	San Isidro			
Ha. Cultivables Totales	28,128	7,486	9,066	15,600	3224	17,526	3,899	84,929		
Ha. Cultivadas Neta	19,447	6,705	7,042	6,147	1147	15,956	2,700	59,144		
Ha. Cosechadas con caña	14,159	5,348	4,666	n.a.	1613	11,599	2,495	39,879		
Capacidad Molienda (TM/día)	11,000	7,000	4,200	n.a.		11,000	3,800	37,000		
TM de Caña / Ha	158	157	167	n.a.		88	78	133		
% de Azúcar / TM de Caña	10.1%	10.2%	10.5%	n.a.		8.2%	8.6%	9.6%		
Azúcar Producida (Miles de TM)	273	167	108	n.a.	32	144	56	781		
Alcohol Producido (miles de Lt.)	23,754	22,936	840	n.a.	1700	0	15979	65,208		
Número de trabajadores	4,564	1,973	1,638	337	118	3,842	640	13,112		

Fuente: Coazucar

Durante el 2015 Coazucar registró una capacidad de molienda de caña de 37,000 TM/día, cosechó 39,879 has y produjo 781 miles de TM de azúcar comercial. Adicionalmente, produjo 64,961 miles de lts. de alcohol destinados en su mayoría a exportación.

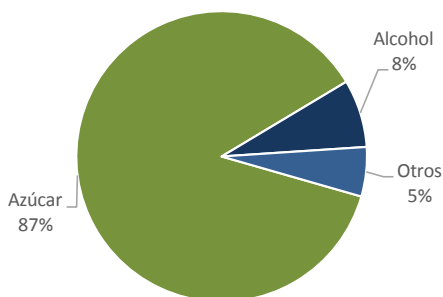
Sobre el total de ingresos provenientes de la venta de azúcar en el 2015, el 59% correspondió a azúcar rubia (49% en el 2014); 32% a azúcar blanca (48% el año anterior); 7% a refinada (1% en el 2014) y 2% a azúcar orgánica (similar a lo registrado al año anterior y al año móvil terminado a marzo 2016).



Al cierre del año móvil cumplido a marzo 2016 la producción de azúcar ascendió a 781 miles de TM, similar al mostrado en el 2015. Dentro de la composición de los ingresos provenientes del azúcar (que representaron el 87.0% del total facturado), ya se aprecia el ingreso de la producción de la nueva refinería de Casa Grande (setiembre 2015), por lo que la participación de azúcar refinada se elevó de 7.4% en el 2015 a 10.8% en el año móvil a marzo 2016.

Cabe mencionar que la capacidad instalada de la refinería de Casa Grande asciende a 800 TM / día.

Composición de Ingresos por Línea de Negocio
Últ. 12 meses a Marzo 2016



Otros: Bagazo, Melaza y Energía

Fuente: Coazucar

No obstante, el azúcar rubia continúa registrando la mayor participación (56.1% de los ingresos provenientes del azúcar al año móvil cumplido a marzo 2016).

Por su parte, respecto a la producción de alcohol, la capacidad es de 65,208 lts/ día; y es abastecida por los

ingenios de Casa Grande, Cartavio y San Jacinto en Perú, y por San Isidro en Argentina.

Proyecto Agrolmos

El Proyecto Olmos de Coazucar se encuentra actualmente en la etapa de culminación de la construcción del ingenio, el mismo que sería el más eficiente a nivel regional y que contaría con tecnología de vanguardia.

Se espera que para el último trimestre del presente año empiece a producir azúcar y que en el 2017 se tenga la primera producción anual.

El proyecto consta de un total de 15,600 ha cultivables (11,100.15 ha adquiridas por Coazucar y 4,500.07 ha adquiridas por Gloria S.A.), a las que recientemente se le han adicionado 3,000 ha más. Sin considerar estas últimas, el área cultivada neta asciende a 8,107 ha; monto superior al que maneja Cartavio.

Para el abastecimiento de agua, Coazucar firmó un contrato con H2Olmos por el servicio de captación, conducción y distribución de agua, el mismo que entró en vigencia el 30 de mayo del 2012 y tiene vencimiento en el 2035. La prestación del servicio es bajo la modalidad *Take or Pay*, e implica el pago de manera independiente al nivel de uso del agua o la disponibilidad del agua en el punto de captación, por lo que el riesgo hídrico es asumido por la propia Agrolmos.

Por el momento, considerando el agua disponible (el excedente sobre lo ofrecido es gratis) y para el área sembrada, no se tienen problemas de abastecimiento. No obstante, se cuenta con licencia para construir 60 pozos; sin embargo, el proyecto contempla la construcción de 26 pozos.

Cabe mencionar que tanto el campo como la fábrica cuentan con tecnología de punta y contaron con asesores expertos a nivel mundial. A ellos se suma la automatización de la siembra y cosecha. De esta manera, en término de número de trabajadores, Agrolmos contaba con 305 al cierre del 2015, mientras que Casa Grande, Cartavio y San Jacinto contaban con 3,311, 1,414 y 1,310.

Cabe resaltar que el sistema de riego utilizado de Agrolmos es por pivote (el primer campo en el Perú que cuenta con dicho sistema), el cual trae consigo una serie de ventajas entre los que se pueden citar el menor gasto operativo, la mayor facilidad para detectar fallas en el riesgo frente al sistema por goteo, y la mayor protección del sistema ante el corte de la caña. Esta primera etapa cuenta con 34 pivotes, la 2da etapa se implementarían 52 pivotes más y con ellos se llegarían a las 13,500 ha cultivadas. En el 2017 se esperaría una producción de 170,000 TM (similar a Cartavio) de azúcar, con un rendimiento promedio de 170 TM/ha.

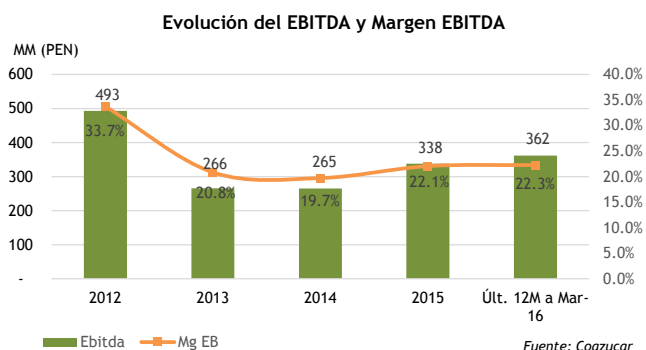
Desempeño financiero

En los últimos tres años la facturación de la Compañía ha estado en torno a S/. 1,383.8 millones. Dado que el azúcar es un *commodity*, el nivel de ventas varía significativamente en función a los precios de éstos y al entorno local. Así, las ventas del 2015 ascendieron a S/. 1,531.5 millones y mostraron un incremento del 13.9% respecto al año anterior,

lo cual se vio influenciado por un ligero recupero en los precios, situación muy diferente a la mostrada en el 2013 en que mostraron una reducción del 12.8%.

La tendencia favorable en los precios siguió dinamizando las ventas de Coazucar durante el primer trimestre del 2016. Así, los ingresos generados en los últimos 12 meses cumplidos a marzo 2016 ascendieron a S/. 1,623.1 millones, superiores en 6.0% respecto a los registrados en el 2015, explicado principalmente por un efecto precio, dado que la producción se mantuvo similar.

Si se considera sólo el primer trimestre del año, los ingresos se elevaron en un 25.3% respecto a similar periodo del año anterior.



El incremento en los niveles de producción de azúcar, junto con la reciente recuperación de precios, permitieron mejorar el margen de 19.7% en el 2014, a 22.1% en el 2015, y a 22.3% para el año móvil cumplido a marzo 2016. Así, el EBITDA ascendió a S/. 361.5 millones (aislando el efecto del cambio en el valor razonable del activo biológico y los costos asociados al mismo), cifra superior en 7.0% respecto a la del 2015. Para lo que resta del presente año y el 2017, los especialistas proyectan una mejora adicional en los precios, la cual impactaría positivamente en el margen. A ello se le debe adicionar la entrada en producción de Agrolmos, lo cual ha sido incorporado por la Clasificadora en su evaluación.

Por otro lado, la Compañía alcanzó una cobertura de gastos financieros de 2.7x, cifra que si bien muestra una mejora respecto al 2.4 y 2.0x de los años precedentes (2015 y 2014, respectivamente), todavía está por debajo de la cobertura mostrada en el 2012 (6.6x), año en que la deuda financiera ya superaba los S/. 1,100.0 millones.

Por su parte, el flujo de caja operativo (CFO) ascendió a S/.146.0 millones a marzo 2016 considerando los últimos 12 meses, monto que con parte de la caja (S/. 90.3 millones al inicio del año) permitieron cubrir inversiones en activo fijo por S/. 162.0 millones, entre otras menores, pagar dividendos por S/. 29.7 millones, y pagar las obligaciones financieras, entre las que se encuentra la operación de recompra de parte de la emisión de bonos internacionales. De esta manera, el saldo de caja al cierre de marzo 2016 se redujo a S/. 40.5 millones.

Si bien se logró recomprar parte importante de los bonos mencionados, dada la apreciación del dólar respecto al sol, no se aprecia una reducción importante de la deuda financiera en moneda nacional.

■ Estructura de capital

Durante el periodo 2012-2015, Coazucar registró una estructura de capital (Deuda Financiera/Capitalización) entre 30.4 y 34.6%, mayor a la registrada en el 2011 (18.4%) dado el inicio de las inversiones para el desarrollo del proyecto de Agrolmos. Así, al cierre del 2015 este ratio ascendió a 34.2% y subió ligeramente a 35.1% a marzo 2016; y se espera que se mantenga en un nivel similar durante los próximos periodos.

Al cierre del primer trimestre del 2016 la deuda financiera ascendía a S/. 1,488.7 MM, y se encontraba estructurada en el largo plazo casi en su totalidad (Deuda de largo plazo / Deuda Total de 91.2%). De esta manera, estaba compuesta por:

- i) Los bonos internacionales, antes mencionados, emitidos en el 2012 por US\$325 millones *bullet* a una tasa de 6.375% y con vencimiento en el 2022. Cabe mencionar que en noviembre 2015 se recompraron US\$82.156 millones por un valor nominal inferior, que le permitió generar una ganancia de US\$14.788 millones. La recompra se realizó con el objetivo de reducir la exposición cambiaria y la Empresa esperaba seguir recomprando los mismos. A marzo 2016 el saldo fue de US\$242.8 millones.
- ii) Préstamos y pagarés por S/. 677.8 millones (S/.603.9 millones a diciembre 2015), dentro de los cuales se considera el préstamo sindicado entre el BCP y Scotiabank.
- iii) Otros menores, entre los que se incluyen intereses por pagar sobregiros por S/. 13.9 y S/.7.1 millones, respectivamente.

Cabe mencionar que los bonos internacionales actualmente cuentan con una clasificación de riesgo (IDR) de BB por Fitch Ratings, con perspectiva estable (modificada el 08 de julio del presente, de negativa a estable).

Respecto al nivel de apalancamiento, medido como Deuda Financiera respecto al EBITDA, se ubicó en 4.1x a marzo 2016 (4.2x al cierre del 2015), nivel que está por encima del 2.3x mostrado en el 2012, año en que se emitió el bono internacional pero que la coyuntura de precios era favorable y se tuvo una mayor generación de flujos.

Cabe mencionar que con la caída de precios del 2013 el nivel de apalancamiento se elevó considerablemente a 5.1x, lo que puso en evidencia la alta sensibilidad de la industria a cambios en el precio.

La Clasificadora considera que para el cierre del 2016 y 2017 el ratio de apalancamiento debería tender a la baja dado que se espera una mayor producción de azúcar con la incorporación de la producción de Agrolmos. Por otro lado, la coyuntura de precios sería favorable para los años

mencionados dado que los inventarios a nivel mundial habrían disminuido, al igual que la producción esperada para el 2016-2017. No obstante, se debe mencionar que el grueso de la deuda actual no contempla amortizaciones parciales, por lo que reducciones en el nivel de apalancamiento vendrían por una mayor generación, más no por una reducción de la deuda.

Si bien la Empresa espera seguir trabajando en sustituir sus pasivos en moneda extranjera, por pasivos en moneda local con emisiones en el mercado de capitales peruano, las emisiones que viene evaluando serían a 8 y 15 años, con periodos de gracia de 5 y 10 años, respectivamente, con lo que el nivel de apalancamiento estaría en función de la generación operativa, la misma que si bien puede considerar un mayor nivel de producción, seguirá expuesta a las volatilidades de los precios.

Bonos Corporativos

Primer Programa de Bonos Corporativos

Actualmente, la Compañía viene evaluando la inscripción del Primer Programa de Bonos Corporativos Corporación Azucarera del Perú S.A., el mismo que sería hasta por US\$300 millones o su equivalente en soles.

La Primera Emisión dentro del Programa sería hasta por S/.300.0 millones a emitirse en moneda local, lo cual encaja con el objetivo de reducir la exposición de la Compañía al riesgo cambiario. El plazo de la emisión sería a ocho años, con cinco de gracia, y tanto el pago de intereses como de capital sería semestral. El uso de los fondos obtenidos sería para el pago del préstamo puente que se mantiene con BCP y Scotiabank.

La Segunda Emisión dentro del Programa también sería hasta por S/. 300.0 millones en moneda local; sin embargo, la suma de la Primera y Segunda Emisión no podrá exceder los S/. 300.0 millones. El plazo de la emisión sería 15 años, con diez de gracia, y tanto el pago de intereses como de capital sería semestral. El uso de los fondos obtenidos sería para el mismo fin de la Primera Emisión.

Es importante mencionar que el Programa mantendría similares características a las establecidas en el Acto Constitutivo del Bono Internacional. En línea con ello, los *covenants* establecidos son:

- Deuda Financiera Total / EBITDA < 3.5x
- EBITDA / Gastos Financieros > 2.50x

Cabe mencionar que los resguardos mencionados no son de cumplimiento, sino más bien, son resguardo de incurrencia, los mismos y que buscarían limitar el tomar más deuda si ello implicaría exceder lo establecido. Para el cálculo de estos *covenants* se considerarán los otros ingresos netos operativos.

Adicionalmente, los bonos emitidos bajo el Programa contarían con las garantías antes mencionadas que son: i) el patrimonio genérico de Coazucar; ii) fianza solidaria hasta por el 100% de las obligaciones garantizadas suscrita por

Agrolmos S.A., Cartavio S.A., Agroindustrias San Jacinto S.A.A. y cualquier otra subsidiaria futura; y, iii) fianza solidaria hasta por el 50% de las obligaciones garantizadas suscrita por Casa Grande S.A.A. Las fianzas mencionadas serán de carácter solidario, incondicional, irrevocable, de realización automática y sin beneficio de excusión.

Escenarios de Estrés

Respecto a la evaluación de los escenarios de estrés por Apoyo y Asociados, éstos se han realizado considerando como principal factor la sensibilidad que mantiene la estructura de ingresos respecto a los cambios en el precio del azúcar y la consecuente volatilidad en los márgenes, dado que dicha variable es la que tiene mayor impacto en los ingresos y resultados de la Compañía a nivel consolidado.

No obstante, para el periodo 2016-2017 los precios se mantienen similares a los registrados durante el 2015 dada las expectativas de estabilidad y/o mejora en los mismos. Para los años siguientes se ha considerado, para el escenario de estrés, una reducción en precios, llevándolos a niveles similares a los registrados en el 2013 a nivel local.

Cabe mencionar que no se han considerado ajustes a los niveles de rendimientos de campos, dado que para la Clasificadora los menores rendimientos en algunos campos por diversos factores que podrían ser climatológicos, podrían verse compensados por los mayores rendimientos en otros campos al contar con diversas ubicaciones geográficas, y porque se considera el conocimiento y *expertise* que tiene la Compañía como una fortaleza, además de las inversiones que se vienen realizando para elevar la productividad de los campos. Por lo mencionado, Apoyo y Asociados no ha considerado que los niveles de rendimientos a nivel consolidado disminuyan, menos aun considerando la incorporación de Agrolmos y los niveles técnicos empleados en dicho ingenio.

Sin embargo, es importante mencionar que en el caso de Agrolmos, Apoyo y Asociados solo ha considerado la 1ra fase del proyecto (8,059 ha de 18,600 ha cultivables totales), las mismas que ya son una realidad.

Así, en el escenario de estrés descrito, el nivel de apalancamiento (Deuda Financiera / EBITDA) máximo que registraría Coazucar durante el periodo 2016 – 2020 ascendería a niveles cercanos a 5.1x en el 2018, año en que por el ajuste en precios realizado los flujos se verían ajustados y la Empresa tendría que recurrir a un mayor endeudamiento (S/. 150.0 millones aproximadamente) para poder cumplir con todas sus obligaciones financieras y no financieras (FDF/SD de 1.0x). Cabe mencionar que el nivel de apalancamiento estimado (5.1x) sería bastante inferior al nivel mostrado por la Compañía en el 2013 (11.9x) por el mayor nivel de producción y eficiencias logradas.

Considerando lo anterior, así como la posición de liderazgo de la Compañía y el soporte del Grupo, Apoyo y Asociados otorgó un rating indicativo de largo plazo de AA-(pe) a las dos emisiones objeto del presente informe, que en su conjunto no podrán exceder de los S/. 300.0 millones.

Resumen Financiero - Coazucar y Subsidiarias

(\$/ 000)

Tipo de Cambio \$/US\$ a final del Período	3.27	3.41	2.99	2.80	2.55
	12M Mar-16	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12
Rentabilidad					
EBITDA*	361,522	337,871	265,174	265,816	493,266
Mg. EBITDA	22.3%	22.1%	19.7%	20.8%	33.7%
FCF / Ingresos	-2.8%	3.8%	6.2%	-6.5%	-12.6%
ROE	6.4%	1.9%	-2.5%	-3.6%	
Cobertura					
EBITDA / Gastos financieros	2.66	2.43	2.03	2.72	6.62
EBITDAR / (Gastos financieros + Alquileres)	2.66	2.43	2.03	2.72	6.62
EBITDA / Servicio de deuda	1.36	1.45	1.00	0.93	3.02
FCF / Servicio de deuda	0.34	0.85	0.81	0.05	-0.67
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.49	1.24	1.79	0.79	1.12
CFO / Inversión en Activo Fijo	0.90	1.54	1.61	0.72	0.51
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	4.12	4.24	5.42	5.06	2.33
Deuda financiera neta / EBITDA	4.01	3.97	4.44	4.27	1.74
Costo de financiamiento estimado	9.2%	9.7%	9.4%	7.8%	
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	8.8%	6.5%	9.4%	13.9%	7.7%
Deuda Financiera/Capitalización	35.1%	34.2%	34.6%	34.5%	30.4%
Balance					
Activos totales	5,226,059	5,182,997	4,934,356	4,751,838	4,654,496
Caja e inversiones corrientes	40,520	90,284	260,730	210,507	293,335
Deuda financiera Corto Plazo	130,311	93,322	135,215	186,791	88,976
Deuda financiera Largo Plazo	1,358,393	1,339,904	1,302,420	1,159,372	1,060,285
Deuda financiera total	1,488,704	1,433,226	1,437,635	1,346,163	1,149,261
Deuda ajustada total	1,488,704	1,433,226	1,437,635	1,346,163	1,149,261
Patrimonio Total	2,758,548	2,753,109	2,714,731	2,554,376	2,626,183
Capitalización ajustada	4,247,252	4,186,335	4,152,366	3,900,539	3,775,444
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	146,033	250,712	272,966	157,018	105,203
Inversiones en Activos Fijos	-162,029	-162,374	-169,744	-218,754	-206,576
Dividendos comunes	-29,742	-29,740	-19,724	-21,158	-83,206
Flujo de caja libre (FCF)	-45,738	58,598	83,498	-82,894	-184,579
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	-207,622	-154,942	-169,717	-218,478	-206,153
Otras inversiones, neto	-4,245	-1,927	-4,168	-2,235	-1,161
Variación neta de deuda	-77,737	-111,007	-6,048	58,038	387,682
Otros financiamientos, netos	-20,273	-63,608	-99,639	-75,585	-18,117
Variación de caja	-193,586	-110,512	-26,330	-102,400	184,248
Resultados					
Ingresos	1,623,112	1,531,522	1,344,749	1,275,169	1,461,872
Variación de Ventas	6.0%	13.9%	5.5%	-12.8%	
Utilidad operativa (EBIT)	56,828	57,929	78,691	72,160	385,240
Gastos financieros	136,124	139,043	130,437	97,571	74,540
Resultado neto	173,002	51,162	-66,254	-92,495	233,217

EBITDA (*) : Utilidad operativa (sin otros ingresos/egresos) + gastos de depreciación y amortización + efecto por cambio en el valor razonable del activo biológico a partir del 2013

FFO: Resultado neto + Depreciación y Amortización + Resultado en venta de activos + Castigos y Provisiones + Otros ajustes al resultado neto + variación en otros activos + variación de otros pasivos - dividendos preferentes

Variación de capital de trabajo: Cambio en cuentas por cobrar comerciales + cambio en existencias -cambio en cuentas por pagar comerciales

CFO: FFO + Variación de capital de trabajo

FCF= CFO + Inversión en activo fijo + pago de dividendos comunes

Cargos fijos= Gastos financieros + Dividendos preferentes + Arriendos

Deuda fuera de balance: Incluye fianzas y avales

Servicio de deuda:Gastos financieros + deuda de corto plazo

ANTECEDENTES

Emisor:	Corporación Azucarera del Perú S.A.
Domicilio legal:	Av. Parque Frabrica Nro. S/N. La Libertad – Ascope – Casa Grande
RUC:	20511866210
Teléfono:	(5144) 432677
Fax:	(511) 4707170

DIRECTORIO

Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	Presidente
Vito Modesto Rodríguez Rodríguez	Vicepresidente
Claudio José Rodríguez Huaco	Director

PLANA GERENCIAL

John Carty	Vicepresidente U.N. Agroindustrial
Antonio Diniz	Gerente de Campo
Hernando Montalvo	Gerente de Producción
Carlos Montalvo	Gerente de Administración
Francis Pilkington	Director Corporativo de Finanzas
Fernando Devoto	Director Corporativo Legal y de Relaciones Ins.
Néstor Astete	Director Corporativo de Recursos Humanos
Juan Luis Krüger	Contralor General Corporativo
César Abanto	Gerente Corporativo de Planeamiento Financiero
Luis Alberto Chinchilla	Gerente Corporativo de Contabilidad

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Clarcrest Investment S.A.	70.61%
Vito Modesto Rodríguez Rodríguez	11.69%
Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	11.69%
Otros	6.01%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la empresa **Corporación Azucarera del Perú S.A.:**

<u>Instrumentos</u>	<u>Clasificación</u>
1ra y 2da Emisión dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú S.A.*	Categoría AA- (pe)
Perspectiva	Estable

* La suma de ambas emisiones no podrá exceder los S/. 300.0 millones.

Definiciones

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde una muy alta capacidad de pago oportuno de las obligaciones, reflejando un muy bajo riesgo crediticio. Esta capacidad no es significativamente vulnerable a eventos imprevistos.

Los símbolos desde AA hasta BB inclusive pueden ser modificados con los signos "+" o "-".

(+) Corresponde a instrumentos con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instrumentos con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (Apoyo & Asociados), constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que Apoyo & Asociados considera confiables. Apoyo & Asociados no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y Apoyo & Asociados no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

Limitaciones- En su análisis crediticio, Apoyo & Asociados se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, Apoyo & Asociados no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Apoyo & Asociados, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Apoyo & Asociados. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.