

Corporación Azucarera del Perú S.A. (Coazucar)

Informe Semestral

Ratings
Noviembre 2019

Tipo de Instrumento	Clasificación Actual	Clasificación Anterior
1ra y 2da Emisión dentro del Primer Programa de Bonos Corporativos	A+ (pe)	A+ (pe)

Con información financiera a junio 2019.

Clasificaciones asignadas en fechas de Comité de 29/11/2019 y 31/05/2019

Perspectiva

Estable

Resumen

(S/ MM)	Jun-19 *	Dic-18	Dic-17
Ingresos	1,380.9	1,313.3	1,549.0
EBITDA	206.2	163.7	269.0
Flujo de Caja Operativo (CFO)	74.4	-25.0	162.6
Mg. EBITDA (%)	14.9	12.5	17.4
Deuda Financiera Total	1,624.6	1,673.3	1,479.1
Caja y valores líquidos	26.7	43.8	51.3
Deuda Financiera / EBITDA (x)	7.9	10.2	5.5
Deuda Financiera Neta / EBITDA (x)	7.7	10.0	5.3
EBITDA / Gastos Financieros (x)	1.7	1.3	2.1

* Últimos 12 meses finalizados a junio 2019

Fuente: Coazucar

Metodología aplicada: Empresas no financieras (enero 2017).

Analistas
Omar Maldonado

(511) 444 5588

omarmaldonado@aai.com.pe
Anel Casas

(511) 444 5588

anelcasas@aai.com.pe
Fundamentos

En sesión de Comité de Apoyo & Asociados se acordó modificar la perspectiva del *rating* de la Primera y Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de Corporación Azucarera del Perú S.A (Coazucar), el cual se mantiene en A+ (pe), de negativa a estable. Lo anterior se fundamenta en la recuperación en el ratio de endeudamiento, medido como Deuda Financiera / EBITDA, el cual fue de 7.9x en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019 (10.2x al cierre del 2018), como consecuencia del mayor nivel de volumen de ventas obtenido y la menor incidencia de los costos y gastos operativos. Incluso, siguiendo la tendencia, este índice llegó a 6.6x en los últimos 12 meses finalizados a setiembre 2019, acorde a las proyecciones de la Clasificadora.

Asimismo, se considera:

El sólido respaldo del Grupo Gloria, conglomerado de empresas de intereses en diversos sectores (alimentos, cemento, azúcar, papeles y empaques, y transporte), 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 aportes por S/ 95.1 MM en el 2018 y S/ 137.8 MM durante el 2017.

La sólida posición competitiva de Coazucar y sus subsidiarias, al ser el principal productor de azúcar en el Perú (líder con un 54.6% de participación de mercado en el 2018, según dato proporcionado por la Empresa).

El buen desempeño de los campos en condiciones climatológicas normales, explicado en parte por las condiciones climatológicas del Perú y el manejo técnico por parte de la Compañía. Asimismo, se resalta la capacidad de molienda y de transporte en cada uno de sus ingenios; y 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.

Asimismo, entre otros factores que limitan el *rating* se encuentra la exposición a la alta variabilidad en precios por lo que los márgenes son muy sensibles a cambios en los mismos. La variabilidad en el precio del azúcar (desde el 2015 a junio 2019 fue alrededor de 17% 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 los niveles de inventario a nivel mundial.

Adicionalmente, es importante mencionar que 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.

De otro lado, cabe mencionar que el *rating* otorgado considera que las emisiones cuentan 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*?

La Clasificadora no prevé un ajuste en el *rating* de manera positiva en el mediano plazo. Caso contrario, el *rating* podría verse modificado de manera negativa ante un incremento en los niveles de endeudamiento de la Compañía.

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, tras la venta de los activos de la subsidiaria Verha en Argentina (por un monto total de US\$26 MM), en Perú y Ecuador. 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.

A la fecha, Coazucar posee cinco ingenios: Casa Grande, Cartavio, San Jacinto y Agrolmos en el Perú; y, La Troncal en Ecuador. Cabe mencionar que el último ingenio en mención se encuentra en un país cuya clasificación de riesgo internacional es B-, mientras que Perú cuenta con un *rating* internacional de BBB+, por lo que se considera que este ingenio opera en una plaza con mayor inestabilidad.

Asimismo, a junio 2019, la Compañía contaba en conjunto con aproximadamente 83,849 ha cultivables y el área neta cultivada ascendió a 61,249 ha de caña, lo que equivalía al 73.0% del área cultivable. En Perú se concentra el grueso de las operaciones, y es ahí donde se ubica el 74.9% del área cultivada.

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 en circunstancias normales (es decir, sin sequía y sin fenómeno El Niño), que en parte se explican por las condiciones climatológicas favorables con las que cuenta Perú, lo que ubica al país como el líder en lo que a rendimientos se refiere.

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 rubia, contiene entre 96 y 98° de sacarosa; ii) azúcar blanca, presenta 99.5° de sacarosa; y, iii) azúcar refinada, 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 a 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 mencionó 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.

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.

En los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, según el reporte estadístico del Minagri, la producción de caña de azúcar fue de 10,977 miles de TM, superior en 6.1% a lo mostrado en el 2018 (10,343 miles de TM). Esta mayor producción se debe a la recuperación paulatina de los terrenos tras los estragos del fenómeno El Niño.

En Perú, las principales variaciones negativas en la producción de caña de azúcar (en términos de daños al cultivo) se asocian más a sequías que a la ocurrencia del fenómeno El Niño.

De otro lado, del área total cosechada, en promedio 70% se encuentra bajo la conducción de los ingenios azucareros, mientras que 30% es manejado por sembradores independientes, datos obtenidos del Minagri. Ello determina que la producción peruana esté organizada, básicamente, en 12 empresas azucareras. De las empresas productivas, nueve cuentan en su accionariado con el respaldo mayoritario de un grupo importante, y las restantes, dos

(Pomalca y Tumán) aún continúan en manos de sus trabajadores y del Estado, aunque vienen siendo administradas por privados.

Según data del 2018, la empresa Casa Grande es la mayor productora de azúcar (23.0%), seguida de Laredo (14.8%), Cartavio (12.5%), Paramonga (11.3%), Agrolmos (7.5%), San Jacinto (8.6%) y Coazucar (3.0%). Entre estas empresas se produce alrededor del 83.1% del total nacional. La elaboración de azúcar blanca y refinada depende de la tecnología de cada ingenio y sólo Laredo, Cartavio, Andahuasi y Casa Grande las producen, lo cual pone a Coazucar en una situación más ventajosa para abastecer al mercado industrial.

Mercado Mundial del Azúcar

Al cierre de la campaña 2016/17 la producción mundial de azúcar alcanzó las 174.0 millones TM, según el departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA por sus siglas en inglés), la cual se encontró 5.6% por encima de lo exhibido en la anterior campaña. En la campaña 2017/18, la producción de azúcar ascendió a 194.6 millones TM, superior en 11.8%, debido principalmente a un incremento de los rendimientos en India, Tailandia y la Unión Europea (UE). Esto redujo aún más la brecha entre la demanda y oferta a nivel global. Ello, junto con un consumo doméstico estable, ajustó los precios a la baja.

A su vez, durante la campaña 2018/19 se registró una producción mundial de 178.9 millones TM, inferior en 8.8% a lo obtenido en la campaña previa, como consecuencia de los menores niveles que se registraron en Brasil, por condiciones climáticas desfavorables y una mayor cantidad de caña de azúcar que se desvía a la producción de etanol.

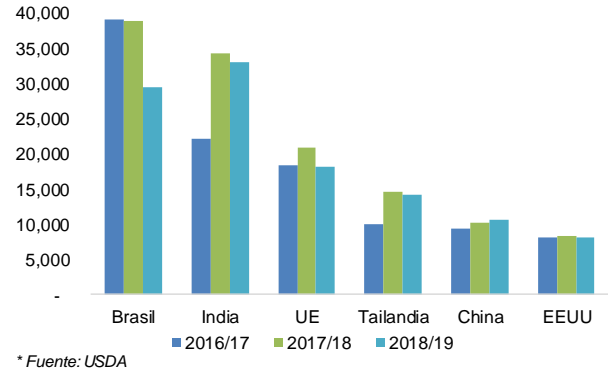
Mercado Mundial de Azúcar

(Millones de tm)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
Producción	177.6	164.9	174.0	194.6	178.9
Consumo doméstico	168.0	169.5	170.8	173.6	174.0
Sup./Def.	9.5	-4.6	3.2	21.0	5.0
Exportaciones	55.0	54.0	58.7	64.5	56.4
Importaciones	50.2	54.8	54.4	54.7	51.1
Existencias finales	48.8	44.1	42.2	52.2	50.9
Existencias/Consumo	29.0%	26.0%	24.7%	30.1%	29.3%

e: estimado
* Fuente: USDA, OIA

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

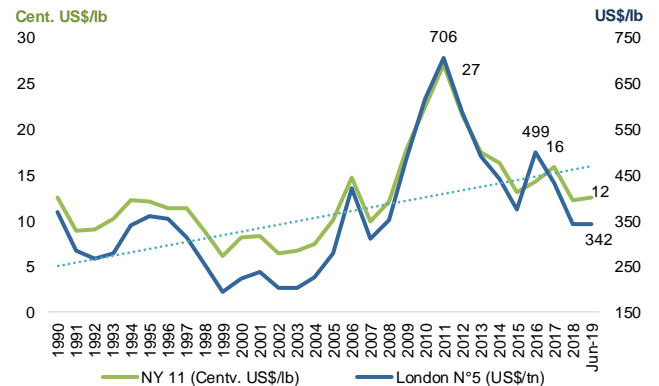
Principales Productores de Azúcar (millones TM)



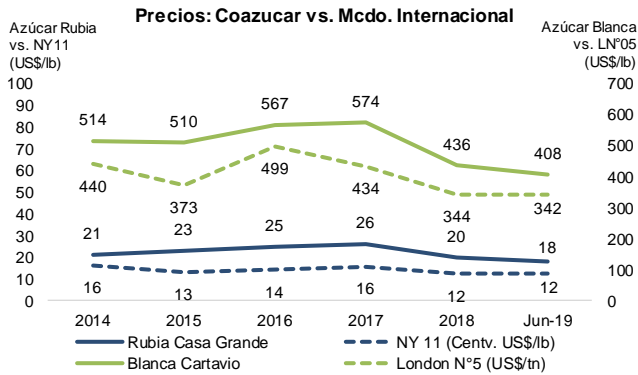
El mercado mundial del azúcar es comúnmente regulado a través de subsidios, aranceles, cuotas de importación y otras medidas para-arancelarias, que hacen que los productores realicen ganancias en el mercado local y coloquen sus excedentes en el mercado internacional a precios por debajo de los internos 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. Cabe mencionar que la cotización del azúcar mostró continuos ajustes en los últimos años.

Cotización promedio del azúcar - Contratos N° 05 y 11



Según el desempeño histórico de los precios de Coazucar, éstos muestran un piso respecto del precio internacional, tal como se puede apreciar en la gráfica de abajo. Ello dado que el mercado azucarero 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.



* Fuente: Coazucar, Asocaña

Operaciones

Coazucar mantiene una presencia en Perú con los ingenios de Casa Grande, Cartavio, Agrolmos y San Jacinto; y, en Ecuador con La Troncal. Cabe recordar que hasta setiembre 2018 tenía presencia en Argentina con San Isidro. De esta manera, la Compañía registró un área cultivable de 83,849 ha a junio 2019 (similar a lo mostrado en el 2018) con un ratio de utilización de 73.0% (área cultivada de 61,249 ha). Asimismo, la Compañía mantuvo su capacidad de molienda de caña a 38,700 TM/día.

Indicadores de Desempeño Operativo

Desempeño histórico	2017 *	2018	12M Jun-19
Ha. Cultivables Totales	88,175	83,849	83,849
Ha. Cultivadas Neta	60,328	61,785	61,249
Ha. Cosechadas con caña	42,397	44,727	46,323
Capacidad Molienda (TM/día)	42,650	38,700	38,700
Rendimiento (TM de Caña / Ha)	113	118	145
% de Azúcar / TM de Caña	9.4%	10.2%	10.0%
Azúcar Producida (TM)	676,797	769,562	826,052
Producido de Importaciones (TM)	119,376	23,875	30,455
Total azúcar producido	796,173	793,437	856,507
Alcohol Producido (miles de Lt.)	59,311	67,440	69,642
Número de trabajadores	13,767	12,813	10,862
Precio Promedio (PEN x kg.)	1.90	1.58	1.48
Ventas (\$/ MM)	1,676	1,313	1,381

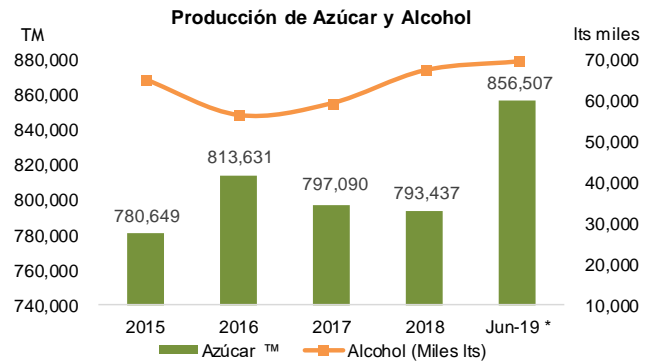
* Se incluyen los datos del ingenio San Isidro de Argentina.

Fuente: Coazucar

En el caso del rendimiento en los campos, este continuo con una tendencia favorable, luego de que viera impactado por la fuerte sequía durante el 2016 y los efectos del fenómeno El Niño Costero a inicios del 2017 (inundaciones y difícil acceso en la infraestructura vial), lo cual se tradujo en una baja producción local y la oportunidad para incrementar la presencia de los importadores en el mercado local. Así, se registró un rendimiento de 145 TM/Ha (118 y 113 TN/Ha, en el 2018 y 2017, respectivamente).

Asimismo, en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, Coazucar cosechó 46,323 has y registró una producción de 826.1 miles de TM de azúcar comercial (no considera las importaciones), este último superior en 7.3% a lo exhibido en el 2018 (769.6 miles de TM). Adicionalmente, si dentro de la producción de azúcar, se consideran los 30.4 miles de TM de producción a base a importaciones, da un total de 856.5 miles TM, superior en 7.9% a lo registrado en el 2018.

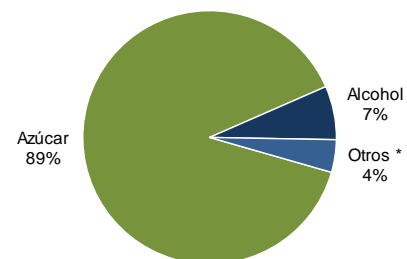
Por su parte, respecto a la producción de alcohol, esta ascendió a 69,642 miles lts en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, siendo abastecida por los ingenios de Casa Grande, Cartavio y San Jacinto en Perú, y por Producarg en Ecuador.



* Ultimos 12 meses finalizados a junio 2019
Fuente: Coazucar

Sobre el total de ingresos provenientes de la venta de azúcar, en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, el 41.8% correspondió a azúcar rubia, 32.1% a azúcar blanca, 14.5% a azúcar refinada y el 0.5% a azúcar orgánica. Se debe destacar la mayor proporción de los ingresos de azúcar refinada ante la puesta en operación de Casa Grande desde el 2015. La capacidad instalada de la refinería de Casa Grande asciende a 11,000 TM / día.

Composición de Ingresos por Línea de Negocio 12M jun-2019



* Otros: Bagazo y Melaza
Fuente: Coazucar

Ingenio Agrolmos

El ingenio comenzó a funcionar a finales del 2016. Este tiene una capacidad de moler caña de 5,500 toneladas al día y

extraer 600 toneladas de azúcar rubia, donde se destaca la capacidad de autogenerar la energía que requieren con el bagazo de la caña de azúcar.

Este ingenio consta de un total de 13,294 ha cultivables. El área cultivada neta ascendió a 11,780 ha, cifra superior a la que maneja Cartavio y San Jacinto (7,085 y 6,461 ha, respectivamente).

Para el abastecimiento de agua, Coazucar firmó un contrato con H2OImos 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.

Cabe mencionar que tanto el campo como la fábrica cuentan con tecnología de punta, la siembra y cosecha están totalmente automatizadas. 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.

■ Desempeño financiero

En términos de facturación de la Compañía, entre los años 2015 – 2016 el promedio anual fue de S/ 1,656.9 millones. Posteriormente, en el 2017 y 2018, las ventas mostraron una reducción anual de 13.1% y 15.2%, respectivamente, producto de la caída en el precio promedio del azúcar y menores volúmenes de venta.

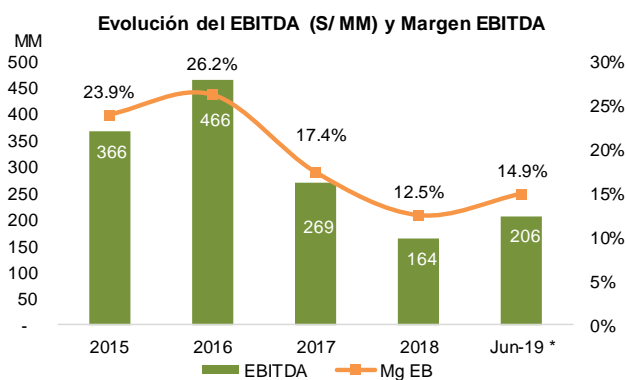
Posteriormente, en el 2018, se exhibió una disminución anual de 15.2%, debido principalmente a que se mantuvo la tendencia a la baja en el precio del azúcar.

En los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, los ingresos ascendieron a S/ 1,380.9 millones, superiores en 5.1% respecto a lo registrado al cierre del año anterior, debido principalmente a un mayor volumen vendido, a pesar de que se mantuvo la tendencia a la baja en el precio del azúcar.

De esta manera, en lo referente al precio ponderado de azúcar de la Compañía, éste mostró en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019 una caída anual de 5.3% en comparación a lo mostrado en el 2018. En cuanto al volumen vendido, este fue de 797 mil toneladas, lo que representó un incremento de 9.6% a lo registrado durante el año anterior (727 mil toneladas).

En lo referente al costo de ventas, este ascendió a S/ 1,272.6 millones, mientras que los gastos operativos fueron de S/ 144.4 millones, los que representaron, en términos relativos, el 92.2% y 10.5%, del total de los ingresos, respectivamente (95.1% y 11.5%, respectivamente, en el 2018).

De este modo, dado el mayor nivel de volumen de ventas obtenido, sumado a la menor incidencia de los costos y gastos operativos, se registró una recuperación en la generación de flujos. Así, en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, el EBITDA ascendió a S/ 206.2 millones, con un margen EBITDA de 14.9% (S/ 163.7 MM y 12.5%, respectivamente, en el 2018).



* Últimos 12 meses finalizados a junio 2019

Fuente: Coazucar

En cuanto a los gastos financieros, estos ascendieron a S/ 120.0 millones, inferiores en 4.5% a lo mostrado en el 2018, dado un menor saldo de deuda financiera promedio. Lo anterior, sumado al mayor nivel de generación, ocasionó que la Compañía registrara una cobertura de gastos financieros / EBITDA de 1.7x en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, por encima del 1.3x mostrado a fines del año anterior.

A su vez, la Compañía registró una pérdida neta por S/ 108.4 millones (pérdida de S/ 227.9 MM durante el 2018).

Por su parte, en los últimos 12 meses finalizados a junio 2019, considerando un efectivo proveniente de las actividades de operación (CFO) por S/ 74.4 MM (pérdida por S/ 25.0 MM en el 2018), así como un *capex* por S/ 106.4 MM y pago de dividendos por S/ 4.6 MM, la empresa generó un Flujo de Caja Libre (FCF) negativo de S/ 36.7 MM. Asimismo, la Compañía recibió aportes de capital por S/ 30.0 millones, obtuvo una variación positiva de deuda financiera en S/ 54.9 MM, cobros por venta de activos fijos y venta de subsidiarias, en conjunto, por S/ 27.6 MM y pagó interés por S/ 106.7 MM. Lo anterior, entre otros, generó una disminución de caja por S/ 22.7 millones (no incluye la diferencia en cambio del efectivo y equivalentes).

Estructura de capital

Al cierre del primer semestre del 2019, la deuda financiera de la Compañía ascendió a S/ 1,624.6 millones, saldo menor en 2.9% a lo mostrado a diciembre 2018. Cabe mencionar que el saldo de estas obligaciones se encontraba estructurado en su mayoría en el largo plazo (82.1% de la deuda total).

Respecto a la composición de la deuda financiera, ésta se concentra en:

i) Los bonos internacionales, emitidos en el 2012 por US\$325 millones, amortización *bullet*, a una tasa de 6.375% y con vencimiento en el 2022. Cabe mencionar que en noviembre 2015 se recompraron US\$82.2 MM por un valor nominal inferior, que le permitió generar una ganancia de US\$14.8 MM. La recompra se realizó con el objetivo de reducir la exposición cambiaria.

Así, a junio 2019, el saldo fue de US\$242.8 MM y mantiene una garantía por US\$121.4 MM, compuesta por la fianza solidaria, incondicional e irrevocable del 50% de las obligaciones garantizadas suscritas por Casa Grande y del 100% de las suscritas por Cartavio, Agroindustrial San Jacinto y Agrolmos. Cabe mencionar que a la fecha estos bonos cuentan con una clasificación de riesgo internacional (IDR) de B+ con perspectiva estable otorgado por *FitchRatings*.

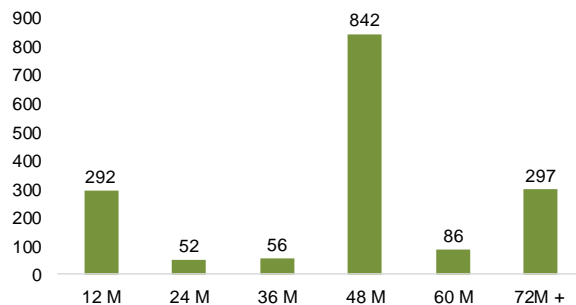
ii) Los bonos corporativos locales emitidos en agosto 2016 por un total de S/ 295 millones divididos en dos emisiones de S/ 150 y 145 millones. Estos bonos cuentan con un periodo de gracia de 8 y 15 años, respectivamente. Los bonos fueron colocados a 8.125% y 9.0%, respectivamente, y vencen en agosto 2024 y en agosto 2031, respectivamente. Estos bonos también cuentan con la fianza solidaria de las subsidiarias arriba mencionadas y por los mismos porcentajes.

iii) Préstamos y pagarés por S/ 504.4 millones (S/ 520.1 MM a diciembre 2018) que incluye principalmente la deuda que mantiene el Consocio Azucarero Ecuatoriano con la Corporación Financiera Nacional.

iv) Otros menores, entre los que se incluyen intereses por pagar por S/ 33.3 millones a junio 2019.

Se debe señalar que la mayoría de las deudas (básicamente los bonos emitidos en el mercado local e internacional) cuenta con vencimiento *bullet*. Así, según el cronograma de amortización a junio 2019, durante los próximos 12 meses se debería amortizar un saldo por S/ 292 millones, y posterior a ello, el saldo de amortizaciones disminuiría drásticamente hasta el pago de los bonos internacionales.

Cronograma de Amortización de Deuda (S/ MM)

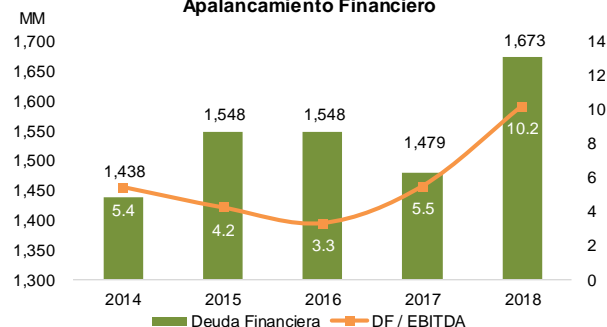


* Fuente: Coazucar

En lo referente a la composición de la deuda financiera por moneda, se debe señalar que, si bien el Grupo sustituyó parte de sus pasivos en moneda extranjera con emisiones en el mercado peruano, la deuda en dólares sigue siendo importante (71% del total) por lo que adicionalmente a la exposición al precio internacional del azúcar y cambios climatológicos, está expuesto a la volatilidad en dólares.

De otro lado, tras dos años de un incremento en el nivel de apalancamiento, se mostró una recuperación producto de una mejora en la generación de flujos y una disminución en el saldo de obligaciones. Así, el índice Deuda Financiera / EBITDA fue de 7.9x (10.2x a fines del 2018).

Apalancamiento Financiero



* Fuente: Coazucar

Es importante rescatar el compromiso del Grupo, el cual se refleja en los aportes de capital que se vienen realizando. Así, durante el 2017 y 2018 se realizaron inyecciones por S/ 137.8 y 95.1 millones, respectivamente.

La Clasificadora espera que, al cierre del 2019, se registre un índice de endeudamiento cercano al 7x, considerando una mejora en rendimientos y en volumen, así como un precio del azúcar sin mayor variación al que se viene manejando a la fecha.

Bonos Corporativos

Primer Programa de Bonos Corporativos

En el 2016 la Compañía inscribió el Primer Programa de Bonos Corporativos Corporación Azucarera del Perú S.A., el

mismo que es hasta por US\$300 millones o su equivalente en soles, lo cual encaja con el objetivo de reducir la exposición de la Compañía al riesgo cambiario.

En agosto 2016 la Compañía emitió bonos por un total de S/295.0 millones, la Primera Emisión por S/ 150 millones con una tasa de 8.125% y vencimiento en agosto 2024; y, la Segunda Emisión por S/ 145.0 millones con una tasa de 9.0% y vencimiento en agosto 2031. El uso de los fondos obtenidos de ambas emisiones se destinó para el pago del préstamo puente con BCP y Scotiabank.

Es importante mencionar que el Programa mantiene 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 son de incurrencia. Para el cálculo de estos *covenants*, se considerarán como parte del EBITDA los otros ingresos netos operativos.

Los bonos emitidos bajo el Programa cuentan 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 son de carácter solidario, incondicional, irrevocable, de realización automática y sin beneficio de excusión.

Resumen Financiero - Coazucar y Subsidiarias

(\$/ 000)

Tipo de Cambio \$/ US\$ a final del Periodo	3.29	3.37	3.24	3.36	3.41
	12M Jun-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Rentabilidad					
EBITDA*	206,178	163,688	269,024	466,483	366,251
Mg. EBITDA	14.9%	12.5%	17.4%	26.2%	23.9%
FCF / Ingresos	-2.7%	-14.2%	-13.6%	-6.3%	-2.1%
ROE	-4.3%	-8.7%	-3.3%	4.8%	-3.7%
Cobertura					
EBITDA / Gastos financieros	1.72	1.30	2.08	3.60	2.47
EBITDA / Servicio de deuda	1.72	0.33	0.33	0.78	2.47
FCF / Servicio de deuda	-0.31	-0.38	-0.26	-0.19	-0.22
(FCF + Caja + Valores líquidos) / Servicio de deuda	0.92	-0.03	-0.04	0.12	1.39
CFO / Inversión en Activo Fijo	0.70	-0.16	0.47	0.71	0.98
Estructura de capital y endeudamiento					
Deuda financiera total / EBITDA	7.88	10.22	5.50	3.32	3.95
Deuda financiera neta / EBITDA	7.75	9.96	5.31	3.20	3.70
Costo de financiamiento estimado	7.3%	8.0%	8.5%	8.6%	10.3%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	17.9%	17.8%	6.1%	11.2%	6.8%
Deuda Financiera/Capitalización	39.5%	39.6%	35.7%	35.1%	34.8%
Balance					
Activos totales	5,205,984	5,441,314	5,520,707	5,528,360	5,154,050
Caja e inversiones corrientes	26,713	43,819	51,322	55,813	90,284
Deuda financiera Corto Plazo	291,607	297,320	90,826	172,852	98,050
Deuda financiera Largo Plazo	1,332,951	1,376,020	1,388,316	1,375,062	1,348,270
Deuda financiera total	1,624,558	1,673,340	1,479,142	1,547,914	1,446,320
Patrimonio Total	2,492,601	2,556,078	2,659,551	2,867,089	2,704,996
Flujo de caja					
Flujo de caja operativo (CFO)	74,354	(24,998)	162,598	210,938	202,496
Inversiones en Activos Fijos	(106,403)	(155,971)	(347,905)	(298,071)	(205,617)
Dividendos comunes	(4,610)	(5,200)	(25,816)	(25,983)	(29,740)
Flujo de caja libre (FCF)	(36,659)	(186,169)	(211,123)	(113,116)	(32,861)
Adquisiciones y Ventas de Activo Fijo, Netas	16,774	10,605	233,544	(290,171)	(198,185)
Otras inversiones, neto	10,787	10,548	(5,753)	(24,420)	(208,474)
Variación neta de deuda	54,939	144,408	(67,579)	131,360	(91,102)
Variación neta de capital	30,000	95,077	137,800	29,385	-
Otros financiamientos, netos	(98,573)	(82,560)	(89,758)	(61,877)	(84,758)
Variación de caja	(22,732)	(8,091)	(2,869)	(30,768)	(409,763)
Resultados					
Ingresos	1,380,858	1,313,314	1,548,965	1,782,229	1,531,522
Variación de Ventas	5.1%	-15.2%	-13.1%	16.4%	13.9%
Utilidad operativa (EBIT)	(36,127)	(86,655)	8,109	45,121	32,139
Gastos financieros	120,035	125,667	129,284	129,436	148,334
Resultado neto	(108,446)	(227,895)	(89,865)	133,763	(99,784)

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 avals

Servicio de deuda: Gastos financieros + deuda de corto plazo

ANTECEDENTES

Emisor:	Corporación Azucarera del Perú S.A.
Domicilio legal:	Av. República de Panamá 2461, La Victoria – Lima, Perú
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
Andre Cunha Martins	Gerente de Campo
Victor Cano Ramírez	Gerente de Producción CG/CT/SJ
Hugo Dávila Trinidad	Gerente de Producción Agrolmos
Nora Alva Villareal	Gerente de Administración
Fernando Devoto	Director Corporativo Legal y de Relaciones Institucionales
César Falla Olivo	Gerente Corporativo de Tesorería
Renato Zolfi Federici	Director Corporativo de Finanzas
Roberto Bustamante Zegarra	Director Corporativo de Logística
César Abanto Quijano	Gerente Corporativo de Planeamiento Financiero
Gonzalo Rosado Solís	Gerente Corporativo de Contabilidad

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Clarcres Investment S.A.	44.56%
Vito Modesto Rodríguez Rodríguez	26.58%
Jorge Columbo Rodríguez Rodríguez	25.07%
Otros	3.80%

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 SMV N°032-2015-SMV/01, acordó la siguiente clasificación de riesgo para 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 A+ (pe)
Perspectiva	Estable

Definiciones

CATEGORIA A (pe): Corresponde a una alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados; sin embargo, esta capacidad puede ser vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

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.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no 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 A&A considera confiables. A&A 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 A&A 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.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A 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 A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. 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.