

## PALMAS DEL ESPINO Y SUBSIDIARIAS

<b>Informe con EEFF de 30 de setiembre de 2019<sup>1</sup></b>		<b>Fecha de comité: 29 de noviembre de 2019</b>	
Periodicidad de actualización: Semestral		Sector Agroindustrial, Perú	
<b>Equipo de Análisis</b>			
Carlos Noe Morales Torres <a href="mailto:cmorales@ratingspcr.com">cmorales@ratingspcr.com</a>		Daicy Peña Ortiz <a href="mailto:dpena@ratingspcr.com">dpena@ratingspcr.com</a> (511) 208.2530	
<b>Fecha de información</b>		<b>dic-17</b>	<b>jun-18</b>
<b>Fecha de comité</b>		<b>31/05/2018</b>	<b>30/11/2018</b>
Cuarta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos Palma del Espino S.A.		PEAA	PEAA
Quinta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos Palma del Espino S.A.		PEAA	PEAA
Perspectivas		Estable	Estable
		<b>dic-18</b>	<b>jun-19</b>
		<b>31/05/2019</b>	<b>29/11/2019</b>
		PEAA	PEAA
		PEAA	PEAA
		Estable	Estable

**Categoría PEAA:** Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en periodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. La clasificación otorgada o emitida por PCR constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio 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 PCR (<http://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

### Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, PCR acordó ratificar la clasificación de "PEAA" a la Cuarta y Quinta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino S.A. La clasificación se sustenta en el modelo de integración vertical, que le permite aprovechar las sinergias del proceso productivo y optimizar la producción de cultivos, así como el liderazgo que ostenta la compañía en la región. Asimismo, considera el respaldo económico del Grupo Romero, la reducción de su deuda financiera. Sin embargo, se encuentra limitado por el deterioro de sus niveles de rentabilidad, así como también los bajos niveles de liquidez y la leve disminución de su solvencia.

### Resumen Ejecutivo

- **Modelo de integración vertical.** Palmas del Espino S.A. y Subsidiarias (Grupo Palmas) integra los procesos de cultivo, producción de la materia prima, procesamiento de la materia prima y finalmente la industrialización de los productos. De esta manera, las subsidiarias industriales aseguran el abastecimiento de materias primas, mientras que la producción agrícola es en su mayoría vendida a las subsidiarias, permitiendo la optimización de la producción anual.
- **Líder en un mercado en expansión.** El cultivo de la palma africana es relevante dentro del mercado doméstico dado que es una alternativa que sirve para abastecer la demanda creciente de aceites vegetales y grasas. Dentro de las ventajas ofrecidas de su cultivo se encuentra el alto rendimiento por hectárea, la alta rentabilidad que ofrece debido a que la inversión inicial se recupera desde el cuarto año de producción, teniendo en cuenta que un cultivo de palma tiene una vida útil de aproximadamente 30 años, además de la disposición de áreas disponibles con gran potencial para su cultivo dentro del Perú. Se estima que entre el 25% y 30% de la producción de palma aceitera en el Perú provienen de los cultivos del Grupo Palmas.
- **Respaldo del Grupo Romero.** El Grupo Palmas forma parte del conglomerado económico -Grupo Romero- líder en diversos sectores económicos. Dentro de las compañías que forman parte del Grupo Romero se encuentran a Alicorp, Tisur, Tramarsa, Grupo Palmas, Grupo Ransa, Primax, entre otras. Asimismo, pertenecer a un sólido grupo económico que le permite al Grupo Palmas aprovechar las sinergias que se derivan de la relación *intercompany* del Grupo Romero.
- **Reducción de la deuda financiera.** La empresa realizó una reestructura de su deuda en 2017, con el prepago de su préstamo sindicado a través de la emisión de bonos corporativos y de deuda a mediano plazo, en ambos casos las nuevas tasas de interés fueron inferiores a las pactadas en el préstamo sindicado, a la vez que se amplió la duración de la deuda. En esa línea, la deuda total se redujo S/ 17.6 MM con respecto a diciembre 2018.
- **Bajo niveles de desempeño de los indicadores de rentabilidad.** A setiembre de 2019, el resultado neto<sup>2</sup> del Grupo Palmas fue de -S/ 17.7 MM, cayendo S/ 9.9 MM (-113.0%) respecto a setiembre 2018. Dicho resultado, estuvo influenciado por el descenso del margen bruto. De esta manera el ratio de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)<sup>3</sup> anualizado se ubicó en -1.17% (set-18: -5.05%) y el ratio de rentabilidad sobre los activos (ROA) anualizado se situó en -0.65% (set-17: -2.76%)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> No auditados.

<sup>2</sup> Sin considerar los cambios en el valor razonable de los productos agrícolas y por operaciones con derivados de materia prima.

<sup>3</sup> ROE= Utilidad neta a 12 M/Patrimonio promedio. No incluye el valor razonable de los activos biológicos, debido a que no se considera una variable operativa.

<sup>4</sup> sin considerar la utilidad generada por la Compañía Igasa, el resultado neto del Grupo Palmas cerraría en -S/ 25.7 MM, cayendo S/ 17.8 MM (-228.4%) respecto a setiembre 2018, mientras que el ROE y ROA anualizados se ubicarían en -2.08% y -1.15%, respectivamente.

- **Menor liquidez y leve disminución de la solvencia.** En línea con el incremento de las cuentas por pagar comerciales (+S/ 26.0 MM) y con sus entidades relacionadas (+S/ 22.0 MM), el Grupo Palmas registró un indicador de liquidez general<sup>5</sup> de 0.63x, nivel menor al registrado en diciembre de 2018 (0.70x), la cual se ubica por debajo de la unidad desde 2015. Por su parte, el Grupo Palmas mantuvo endeudamiento patrimonial de 0.79 veces, ligeramente mayor al de diciembre 2018 (0.76 veces), debido a que el pasivo se incrementó 2.0% (+S/ 14.2 MM) y el patrimonio disminuyó 1.9% (-S/ 17.3MM).

#### **Metodología utilizada**

*La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología vigente para calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, cuya aprobación se realizó en sesión N°001 del Comité de Metodologías con fecha 09 de enero 2017.*

#### **Información utilizada para la clasificación**

**Información financiera:** Estados Financieros auditados de los periodos 2014- 2018 y no auditados para setiembre 2018 y setiembre 2019.

#### **Limitaciones y limitaciones potenciales**

**Limitaciones Potenciales (Riesgos Previsibles):** El precio al que las empresas del Grupo Palmas venden los Racimos de Fruto Fresco (RFF) y el CPO<sup>6</sup> se realiza a precios de mercado, y están sujetos a factores macroeconómicos que afectan a la industria, la economía local e internacional. El Grupo puede utilizar instrumentos financieros para protegerse contra el riesgo de fluctuaciones en el precio del CPO.

#### **Desarrollos Recientes**

- El 27 de febrero de 2019, el Grupo Palmas realizó un aporte de capital del valor de S/ 2.7 MM.
- El 01 de febrero de 2019, el Grupo Palmas nombró al Sr. Mario Zanne como Vicepresidente de Operaciones.
- El 28 de diciembre de 2018, Grupo Palmas ha adquirido el 100% de las acciones de la sociedad Industrias de Grasas y Aceites S.A - IGASA
- En el 2018, el Grupo Palmas continúa aplicando la mecanización del trabajo agrícola para incrementar la productividad de las plantaciones de palma. En su primera etapa, serán un total de 51 máquinas, 20 para Palmawasi (Uchiza, San Martín) y 31 para Shanusi (Yurimaguas, Loreto). El proyecto contempla la mecanización de cerca de 7,700 hectáreas de las 26,000 que posee el Grupo.
- En septiembre de 2017, Fiorella Debernardi pasó a formar parte del Grupo Palmas como Gerente Central de Finanzas en reemplazo de Augusto Ugarte.
- En setiembre de 2017, Palmas del Espino emitió bonos corporativos en dos tramos, S/ 165 MM a 6 años y S/ 165 MM a 12 años, obteniendo tasas de emisión de 6.3125% y 7.5000%, respectivamente.
- En mayo 2017, Palmas del Espino se incorporó como miembro a The Forest Trust, organización internacional que asegura la trazabilidad y suministro responsable para los principales compradores de palma aceitera y otras materias primas del mundo. El Grupo Palmas es la primera empresa productora de palma en América Latina que se une como miembro a TFT.
- En marzo 2017, Palmas del Espino hace pública su Política de Sostenibilidad la cual es un compromiso de producción responsable de palma y cacao.
- En abril 2016, el Grupo Palmas se vuelve miembro de RSPO<sup>7</sup> (*Roundtable on Sustainable Palm Oil*)

#### **Desempeño Económico**

Al cierre del setiembre de 2019, la producción nacional registró un crecimiento acumulado de 2.2%<sup>8</sup> respecto al mismo periodo del 2018. En cuanto a los principales sectores productivos<sup>9</sup>, se registraron reducciones en la manufactura (-1.7%), y el sector de minería e hidrocarburos (-0.8%); ligeramente compensados por el crecimiento del comercio (+2.8%). Por otro lado, se registraron incrementos en el resto de los sectores productivos, destacando los registrados en construcción (+4.2%), agropecuario (+2.7%), transportes (+2.1%), servicios prestados a empresas (+3.5%) y administración pública (+4.9%).

El desempeño de la manufactura ha sido afectado durante el primer semestre del año por la menor refinación de metales no ferrosos<sup>10</sup> y la reducción en la producción de harina de pescado (manufactura primaria), en conjunto con la menor producción de bienes de consumo masivo (manufactura no primaria); asimismo, ha registrado una mejora durante el tercer trimestre, a raíz de la recuperación en la producción de harina de pescado y el incremento de bienes intermedios<sup>11</sup>.

<sup>5</sup> Activo Corriente/Pasivo Corriente.

<sup>6</sup> *Crude Palm Oil*

<sup>7</sup> Promueve el crecimiento y uso de productos elaborados con aceite de palma sostenible.

<sup>8</sup> Calculado durante el periodo de enero a setiembre.

<sup>9</sup> Los sectores con mayor ponderación dentro de la estructura del PBI son: Manufactura (16.5%), Minería e Hidrocarburos (14.4%) y Comercio (10.2%).

<sup>10</sup> Debido al mantenimiento de Southern Perú.

<sup>11</sup> Fabricación de productos metálicos y producción en aserraderos de madera.

La producción minera se redujo durante el primer semestre<sup>12</sup>, asociada a menores leyes y disminución de la producción en los principales complejos, tendencia que se ha mantenido durante el tercer trimestre. Por su parte, el sector hidrocarburos fue afectado por la paralización del oleoducto norperuano, que afectó la producción de petróleo; mientras que la extracción de gas y líquidos de gas naturales, disminuyó por la menor demanda de generadoras termoeléctricas y menor demanda externa. Al respecto, cabe resaltar que durante el tercer trimestre se incrementó la explotación de petróleo y líquidos de gas natural.

Finalmente, en el caso de las actividades que impulsaron el crecimiento acumulado, se ha registrado un crecimiento constante del comercio al por mayor y minorista, asociado principalmente al aumento de ventas de alimentos, bebidas y tabaco. La construcción fue impulsada por la mayor ejecución de edificaciones residenciales y centros comerciales, en conjunto con las obras de ingeniería desarrolladas por las empresas mineras<sup>13</sup>. Por último, el sector agrícola redujo el crecimiento mantenido durante el primer semestre, debido a la menor producción arroceras, a raíz del ataque de plagas y bajos precios, compensados por la buena performance de los productos agroexportables<sup>14</sup>; mientras que, en el caso del sector pecuario, se ha mantenido un crecimiento constante a raíz de la mayor producción avícola.

#### PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL					Setiembre	PROYECCIÓN ANUAL**	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019	2020
PBI (var. % real)	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.0%	2.2%	2.7%	3.8%
PBI Minería e Hidrocarburos	-0.9%	9.5%	16.3%	3.4%	-1.5%	-0.8%	-0.8%	3.9%
PBI Manufactura	-3.6%	-1.5%	-1.4%	-0.2%	6.2%	-1.7%	-0.9%	3.4%
PBI Electr & Agua	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
PBI Pesca (var. % real)	-27.9%	15.9%	-10.1%	4.7%	39.8%	-19.5%	-13.6%	9.6%
PBI Construcción (var. % real)	1.9%	-5.8%	-3.2%	2.2%	5.4%	4.2%	5.4%	5.8%
PBI Otros Servicios	6.0%	4.9%	25.4%	3.3%	4.4%	3.4%	n. d.	n.d.
Inflación (var. % IPC)	3.2%	4.4%	3.2%	1.4%	2.0%	2.3%	2.0%	2.0%
Tipo de cambio promedio (US\$)	2.84	3.19	3.38	3.26	3.29	3.30	3.35	3.40

Fuente: Reporte de inflación BCRP, INEI, MEF / Elaboración: PCR

\*\*BCRP, Reporte de inflación de setiembre 2019

## Sector

### Mercado Internacional

La Palma Aceitera es un cultivo oleaginoso que se ha extendido en el mundo gracias a su alto potencial productivo. Comparado con otros cultivos oleaginosos, su rendimiento en promedio se encuentra entre 3 a 5 toneladas por hectárea superando a los oleaginosos tradicionales como la soya, canola, girasol y algodón.

En los últimos años el aceite de palma se ha consolidado como el primero del mundo en términos de producción pasando de producir 41 millones de TM en la campaña 2007/08 a más de 76 millones de TM en la campaña 2018/19<sup>15</sup>. Teniéndose como principales impulsores de dicho crecimiento la alta productividad de la palma oleaginosa y el desarrollo de aplicaciones que va más allá del uso comestible y producción de biodiesel.

En términos de oferta productiva, los países del sureste asiático son los que dominan el mercado palmicultor, siendo Indonesia el mayor productor con un aporte de 56% de toda la producción mundial, seguida de Malasia (28%) y de Tailandia (4%). En línea con el crecimiento de la producción mundial, el consumo doméstico también se ha incrementado en 70.9% en los últimos diez años, dentro de los cuales destacan países como Indonesia (16% de consumo mundial), India (16%) y la Unión Europea (10%).

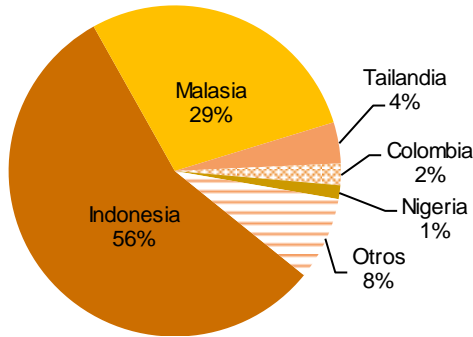
<sup>12</sup> Oro, molibdeno, zinc y hierro (por menores leyes).

<sup>13</sup> Anglo American Quellaveco S.A., Minera Chinalco Perú S.A. y la Sociedad Minera Cerro verde S.A.A., principalmente.

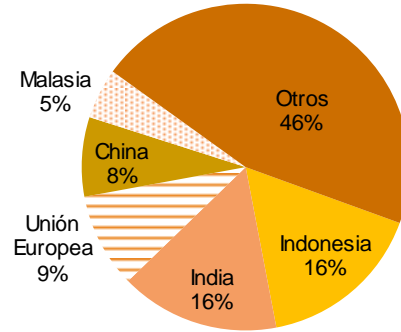
<sup>14</sup> Café, cacao, arándanos y uvas.

<sup>15</sup> United State Department of Agriculture (USDA). Oilseeds World Market and Trade. Octubre 2019.

**PRODUCCIÓN MUNDIAL PALMA ACEITERA 2018/19\***



**CONSUMO DOMÉSTICO PALMA ACEITERA 2018/19\***



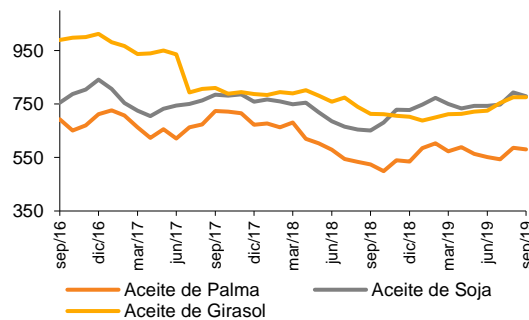
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA) / Elaboración: PCR  
\*Cosecha 2018-2019

La evolución de los precios del aceite de palma se caracteriza por tener un comportamiento cíclico, que principalmente está determinado por: (i) niveles de producción, demanda e inventarios de aceite de palma, (ii) oferta y demanda de sus principales sustitutos como es el caso de la soya, canola y girasol, y (iii) condiciones climáticas y desastres naturales en zonas principales de cultivo.

Es importante recordar que, durante el 2016, la escasez de existencias a nivel mundial y la prolongada precariedad de la oferta empujaron al alza los precios. No obstante, a partir de febrero 2017 la tendencia del precio del aceite de palma se modificó hacia la baja debido a una recuperación de la producción tras diluirse los efectos negativos causados por El Niño. En 2017 el precio internacional del aceite de palma cerró el año en 672 US\$/TM, registrando una caída de 5.6% respecto a diciembre de 2016. De igual manera, el 2018 se mantuvo la tendencia decreciente, registrando una reducción en diciembre de 7.8% respecto al mismo periodo de 2017 (580 US\$/TM), en línea con el aumento de las existencias, la mayor producción y las débiles perspectivas de exportación mundiales

A setiembre 2019, el precio del aceite de palma se viene recuperando, debido a una reducción en la producción en los principales países productores y una mayor reducción en los inventarios aunados al aumento del consumo mundial del biodiesel, pasando de 524 US\$/TM, en setiembre 2018, a 591 US\$/TM.

**PRECIO DEL ACEITE DE PALMA, SOJA Y GIRASOL (USD/TM)**



Fuente: Index Mundi / Elaboración: PCR

## Aspectos Fundamentales

### Reseña

Las compañías del Grupo Palmas tienen como giro de negocio la producción, industrialización y comercialización de la palma aceitera, así como de sus productos derivados, además de la producción y comercialización del cacao.

- i **Palmas del Espino:** Compañía matriz del grupo, tiene como principal actividad, la siembra, cosecha y producción del fruto fresco de palma. Fue fundada en 1979 y se dedica además a la producción agrícola del cacao. En el departamento de San Martín, a setiembre de 2019 cuenta con 13,312 Ha destinadas a la producción de palma aceitera y 205 Ha a la producción de cacao.
- ii **Industrias del Espino:** Fue constituida en el departamento de San Martín, en 1982. Esta compañía transforma el fruto de palma en sus productos derivados, como aceites y grasas; industrializa, envasa y comercializa jabones de tocador y de lavar; y produce, almacena, distribuye, comercializa y transporta Biodiesel (B100), un biocombustible fabricado a partir del aceite de palma. De igual manera, a través de su planta de biogas, Industrias del Espino aprovecha el gas metano como parte del Mecanismo de Desarrollo Limpio (MDL), de esta manera buscan contribuir al cuidado del medio ambiente.
- iii **Palmas del Shanusi:** Se constituyó como sociedad anónima en agosto de 2006, a setiembre de 2019 cuenta con 10,036 Ha destinada al cultivo de palma aceitera en el departamento de Loreto. Asimismo, a partir del 2007 empezó a cultivar cacao, y a setiembre de 2019 contaba con 997 Ha destinadas a dicho cultivo.
- iv **Palmas del Oriente:** Se constituyó como sociedad anónima en el año 2010 e inició sus operaciones al año siguiente, se enfoca en la producción de fruto fresco de palma, a setiembre de 2019 cuenta con 2,344 Ha destinado a dicho producto.
- v **Industrias del Shanusi:** Empresa subsidiaria de Palmas del Espino S.A., inicia actividades en enero 2006 en la localidad de Yurimaguas en el departamento de Loreto, dedicada principalmente a la industrialización de Palma Aceitera, así como a la producción, envasado, distribución y comercialización de palmitos, frutas, jugos y mermeladas.
- vi **Industrias de Grasas y Aceites:** Empresa subsidiaria de Palmas del Espino S.A. que inicia operaciones en 1993, la cual se dedica a la producción y comercialización de aceites comestibles, mantecas y jabones. Poseen una planta en Huachipa (Lima), y cuentan con una nueva refinería importada en el 2017 e instalada en marzo de 2018.

### ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL-SETIEMBRE 2019



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

El 30 de octubre de 2015, mediante Junta General de Accionistas se acordó la escisión del bloque patrimonial compuesto por las inversiones en valores de propiedad de Palmas del Espino S.A. en la empresa Agrícola del Chira S.A., a favor de la empresa Inversiones Valle del Chira S.A., mediante el proceso de escisión establecido en la Ley General de Sociedades, dicha escisión entró en vigencia el 1° de noviembre de 2015. El importe aportado a la empresa Inversiones Valle de Chira S.A. fue de S/ 607.94 MM. Cabe mencionarse, que El Grupo Chira se inició como un proyecto bajo el respaldo del Grupo Palmas, sin embargo, debido al desarrollo alcanzado durante el 2014 y 2015 se consideró que el Grupo se encontraba en la capacidad de asumir su autonomía la cual se materializó con la escisión total. Cabe resaltar que el 28 de diciembre, Palmas del Espino y Subsidiarias adquirió el 100% de acciones de Industrias de Grasas y Aceites S.A, por lo cual fue considerado en la estructura organizacional al cierre del 2018.

### Grupo Económico

Grupo Palmas forma parte del Grupo Romero, considerado uno de los principales grupos económicos en el Perú debido al liderazgo multisectorial que ejerce por medio de Alicorp, Grupo Palmas, Primax, Ransa, Tisur, Tramarsa, entre otros; los cuales focalizan sus operaciones en el sector de consumo masivo, agrícola, energía, servicios logísticos, marítimos y portuarios, etc.

### Responsabilidad Social Empresarial y Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, consideramos que el Grupo Palmas tiene un nivel de desempeño Sobresaliente<sup>16</sup> (RSE1), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial y un nivel de desempeño Bueno<sup>17</sup> (GC3), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. El detalle de los aspectos considerados que justifican los niveles de desempeño otorgados en ambos casos se incluye en la sección ESG del informe de cierre anual, presentado en comité del 31/05/2019.

Es importante mencionar que el 27 de febrero de 2019, el Grupo Palmas realizó un aporte de capital del valor de S/ 2.7 MM, con lo cual, al 30 de setiembre de 2019, el capital social de la compañía está representado por 501'235,173 acciones comunes con un valor nominal de S/ 1.00 cada una y asciende a S/ 501.24 MM.

Los principales accionistas del Grupo Palmas son Birmingham Merchant S.A (34.96%), Fideicomiso Oncar (12.79%), Maray S.A. y Rosalina Helguero en ambos casos con una participación individual del 9.45% de las acciones. El Directorio lo preside el Sr. Dionisio Romero Paoletti desde el 2002, quien cuenta con más de diez años de experiencia a la cabeza del Grupo Romero mientras que la Plana Gerencial es dirigida por el Sr. Renzo Balarezo Cino, quien ejerce el cargo de Gerente General desde enero de 2014 y cuenta con más de 15 años de experiencia en empresas del Grupo Romero.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL – SETIEMBRE 2019

Accionistas	Participación	Plana Gerencial	
Birmingham Merchant S.A.	34.96%	Renzo Balarezo Cino	Gte. General
Fideicomiso Oncar	12.79%	Fiorella Debernardi Baertl	Gte. Ctral. de Finanzas
Rosalina Helguero Romero (Grupo Romero)	9.45%	Pedro Chigchon Castillo	Gte. Ctral. Operación Shanusi
Maray S.A. (Grupo Romero)	9.45%	Alfredo Trelles	Gte. Ctral. Operación Palmawasi
Otros	33.35%	Sandra Doig Diaz	Gte. Ctral. Sostenibilidad
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>	Rodrigo Melgar Belmont	Gte. Ctral. Comercial
<b>Directorio</b>		Freddy Gasco	Gte. Ctral. RRHH
Dionisio Romero Paoletti	Presidente	Héctor Dongo Martinez	Gte. Ctral. de Proyectos
José Antonio Onrubia Holder	Vicepresidente	Mario Zanne	Vicepresidente de Operaciones
Ángel Manuel Irazola Arribas	Director		
Luis Enrique Romero Belismelis	Director		
Calixto Romero Guzmán	Director		
Ronald Mario Campbell García	Director		
Paolo Mario Sacchi Giurato	Director		
Marco Aurelio Peschiera Fernández	Director		

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

## Estrategia y Operaciones

### Estrategia Corporativa

La estrategia corporativa del Grupo se basa en la integración vertical, es decir, aprovecha todas las sinergias que se derivan del cultivo, producción de la materia prima, procesamiento de la materia prima, y finalmente la comercialización de los productos derivados del aceite de palma y cacao. Las ventajas que se generan de este modelo de negocio consisten en el aprovechamiento de sinergias del proceso productivo, generación de economías de escala, generación de mayor valor agregado y ampliar el portafolio de productos de la compañía. De esta manera, se reducen los tiempos de espera y los costos logísticos, además de disminuir el riesgo de dependencia de terceros para el abastecimiento de la materia prima. Las ventas de las compañías agrícolas del grupo se encuentran virtualmente aseguradas, debido a que la totalidad de la producción agrícola es adquirida por las subsidiarias industriales del Grupo, minimizando con ello los gastos de venta, además de facilitar una cuantificación más acertada de los flujos futuros de la empresa por parte de las empresas agrícolas y garantizar una calidad del fruto acorde a lo requerido por parte de las empresas industriales del Grupo.

Otro pilar en la estrategia es la diversificación de los productos a través de la industrialización del fruto de la palma (aceites, alimentos, aditivos, etc). Esta variedad de productos le permite disminuir el riesgo por estacionalidad de la cosecha, además de optimizar el consumo de materia prima, disminuyendo las mermas. Asimismo, pertenecer a un sólido grupo económico (Grupo Romero) le permite aprovechar las sinergias que se derivan de la relación *intercompany*. Algunos de los lineamientos del Grupo Palmas en el marco de su Planeamiento Estratégico con miras hacia el 2022 son: Rentabilidad y Valor Agregado, Eficiencia Operativa, Crecimiento Sostenible y Desarrollo de Colaboradores.

### Operaciones

Las operaciones del Grupo Palmas se dividen en dos, las relacionadas a la producción e industrialización de la palma africana y el cacao como se detalla a continuación:

- Operaciones agrícolas e industriales de la palma africana:** El proceso empieza con la compra de las semillas importadas del Golfo de Guinea (África Occidental) y/o Ecuador, las cuales se instalan en un vivero por el lapso de doce

<sup>16</sup> Categoría RSE1, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima

<sup>17</sup> Categoría GC3, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima

meses, para luego ser trasladadas al campo para que continúen desarrollándose por tres años más empezando a producir a partir del cuarto año. La vida teórica productiva de la palma es de aproximadamente 30 años, alcanzando su mayor productividad dentro de los años 8 – 10 de vida. Una vez que se tiene el fruto fresco, este se deriva a las fábricas con las que cuenta el Grupo (Industrias del Espino e Industrias del Shanusi), donde se inicia el proceso de extracción del aceite.

- ii Operaciones agrícolas e industriales del cacao:** A partir del 2007, el Grupo empezó a sembrar cacao en los fundos de Palmas del Shanusi y en Palmas del Espino, este luego se procesa y se vende a diversas empresas de consumo masivo e industrias.

Los productos del Grupo Palmas pueden ser catalogados en 5 líneas de negocios, como se muestra a continuación:

PAMAS DEL ESPINO: PRINCIPALES LÍNEAS DE NEGOCIO	
Productos	Descripción
Aceite crudo de palma	Corresponde a la comercialización de la materia prima para la industria oleaginosa.
Consumo masivo	Los productos que comercializa el Grupo son aceites domésticos a través de la marca Tondero Palmerola, jabones de lavar y tocador, con las marcas de Pop eye y Spa; así como mantecas con las marcas de Manpán y Tropical, entre otros. Asimismo, tras la adquisición de IGASA, ahora se posee las marcas de jabones San Isidro, Marino, Denise, Gusto Selecto, Delicia D'oro, Deleite y otros
Consumo industrial	En esta línea se comercializan los insumos (aceites y mantecas) para las industrias de alimentos, panificación, snacks, helados, galletas, golosinas y chocolates.
Olequímica	Comercialización de la producción de biodiesel para las refinerías y grandes mayoristas, quienes abastecen a grifos y estaciones de servicios además de empresas industriales y mineras. Es importante mencionar, que a partir del 2014 la empresa detuvo sus operaciones de producción de biodiesel por prácticas de competencia desleal ejercida por proveedores internacionales en el mercado peruano; en enero y octubre 2016 el Grupo obtuvo las resoluciones a favor, con lo que estarían retomando la producción de biodiesel en un entorno más competitivo.
Cacao	El Grupo abastece el grano seco de cacao para la comercialización en el mercado local e internacional.

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

### **Producción**

La producción de Racimo en Fruto Fresco (RFF) se localizan en los departamentos de San Martín y Loreto en los fundos de Palmawasi, Palmas del Shanusi y Palmas del Oriente, las cuales a setiembre de 2019 sumaron una frontera agrícola de 26,894 Ha. divididas en 25,692 Ha de cultivo de palma aceitera y 1,202 Ha de cultivo de cacao.

A setiembre 2019, el nivel de producción acumulada RFF fue de 381,25 TM, superior en 377,546 TM con respecto a setiembre 2018 (+1.0%), de esta manera la producción se mantuvo estable, y la empresa estima que ello se mantendría para las próximas cosechas.

Cabe resaltar, que a partir del Fruto Fresco de la Palma se obtiene dos subproductos: (i) El aceite crudo de palma, conocido también como CPO (Crude Palm Oil) cuya producción acumulada a setiembre de 2019 fue de 109,903 TM y el aceite de Palmiste, conocido también como PKO (Palm Kernel Oil), considerado un insumo relevante para la elaboración de aceites utilizados en la industria cosmética registró una producción de 6,466 TM, al cierre de setiembre 2019.

### **Clientes**

Dado el modelo de integración vertical aplicado por el Grupo Palmas, la producción en RFF obtenida tanto en Palmas del Espino, Palmas del Oriente y Palmas del Shanusi se destina en su totalidad a abastecer a las subsidiarias encargadas de extraer el fruto de la palma para la elaboración de productos como el aceite crudo de la palma, aceites, alimentos balanceados y otros productos; por lo que la totalidad de la producción de RFF cuenta con una demanda garantizada por parte de sus subsidiarias operativas (Industrias del Shanusi e Industrias del Espino).

Asimismo, las ventas de su canal de alimentación se encuentran diversificadas entre clientes industriales y distribuidores de consumo masivo. Entre sus principales clientes destacan: Pasternak Baum and Co, Mondelez (Perú), R. Trading, Camilo Ferron Chile, y Almacenes de la Selva.

Al cierre de setiembre 2019, la Empresa Industrias del Espino registró que sus principales 10 clientes en el mercado doméstico representan 41.5% del total de ventas mientras que para la Empresa Industrias de Grasas y Aceites sus 10 principales clientes representan el 72.3%.

### **Posición Competitiva**

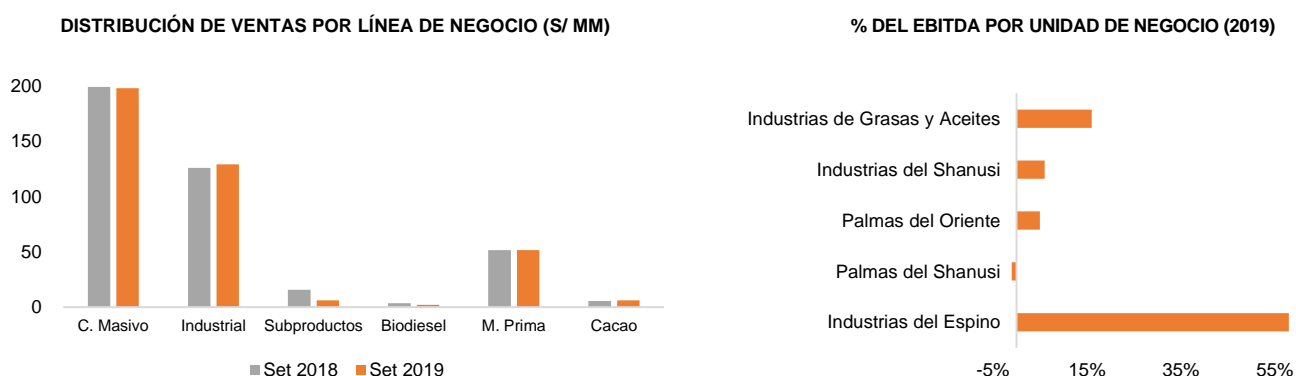
En términos de competencia local, la Compañía tiene como principales competidores a las plantas extractoras ubicadas estratégicamente en concentraciones de cultivos de palma. Cabe destacar que el Grupo Palmas concentra alrededor del 25-30% de la producción nacional de palma aceitera, siendo el rendimiento de sus cultivos superior al promedio nacional.

Entre las principales extractoras que adquieren el fruto a los agricultores, se encuentran: (i) Indupalsa, ubicada en la región San Martín con una capacidad de 6 TM/Ha, (ii) Olamsa y Olpesa ubicadas en la región Ucayali con una capacidad de 24 TM/Ha y 6 TM/Ha, respectivamente, (iii) Olpesa, ubicada en la región San Martín con una capacidad de 10 TM/Ha. Asimismo, existen otras pequeñas extractoras que en su conjunto hacen una capacidad de 18 TM/Ha en la región Ucayali.

## Análisis Financiero

### Eficiencia Operativa

A setiembre de 2019, las ventas registraron un aumento (+20.3%) respecto al mismo periodo de 2018, alcanzado los S/ 482.5 MM; esto es explicado principalmente por el Impacto de la adquisición de Industria de Grasa y Aceite S.A. (Igasa). Sin embargo, se registraron disminuciones en las ventas de subproductos (-61.4%, -S/9.6 MM), biodiesel (-38.8%, -S/ 1.4 MM) y consumo masivo (-0.6%, -S/ 1.2 MM). Es importante mencionar que, aislando el efecto de la Compañía en mención, las ventas disminuyeron 6.4% interanualmente (-S/ 25.5 MM).



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

El costo de ventas se incrementó 25.9% (+S/72.9 MM) y representó el 73.4% de las ventas totales. El incremento del costo de venta se explica por: el mayor volumen de ventas comercializado, generado por la incorporación de la Compañía Igasa

Con ello, la utilidad bruta se incrementó 7.2%, alcanzando los S/ 128.5 MM, cifra superior en S/8.6 MM respecto a setiembre de 2018<sup>18</sup>. Cabe destacar que este resultado también fue afectado por la reducción en el precio de algunos sus principales productos; donde cayeron los precios de consumo masivo, industrial y materias primas. Así, el margen bruto se ubicó en 26.6%, cayendo en 3.3 p.p..

Por su parte, los gastos operativos netos<sup>19</sup> presentaron un incremento de 19.0% (+S/17.6 MM) frente setiembre de 2018, explicado por el crecimiento de los gastos administrativos (+S/5.8 MM), el aumento de los gastos de ventas y distribución (-S/ +5.9 MM) y el descenso de otros gastos ingresos operacionales (-S/ 6.3 MM), influenciados parcialmente por la absorción de la Compañía Industrias de Grasas y Aceites. De esta manera, la utilidad operativa (sin cambio en el valor razonable de los activos biológicos y operaciones de derivados de materia prima) se ubicó en S/ 17.8 MM, cayendo en S/ 9.0 MM (-33.5%) respecto a setiembre de 2018<sup>20</sup>.

En tanto, el margen operativo se situó en 3.7%, monto 3.2 p.p. por debajo del margen de setiembre de 2018. Con ello, el EBITDA<sup>21</sup> a 12 meses cerró en S/ 123.7 MM (set-18: S/86.4 MM) y se reportó un margen EBITDA de 25.6% (set-18: 21.5%).

En cuanto a la exposición que tienen las ventas ante posibles variaciones del precio de la palma aceitera, se resalta que la compañía efectúa transacciones de derivados con opciones de los precios del crudo de soya y aceite de crudo de palma con el objetivo mitigar dicho riesgo, las mismas que registraron ingresos por S/3.5 millones en setiembre de 2019 (set-18: S/11.1 MM).

<sup>18</sup> Sin considerar el efecto de la absorción de la Compañía Industria de Grasa y Aceite S.A., la utilidad bruta decrecería 8.6% (-S/ 10.3 MM).

<sup>19</sup> Sin considerar los cambios en el valor razonable de los productos agrícolas y por operaciones con derivados de materia prima.

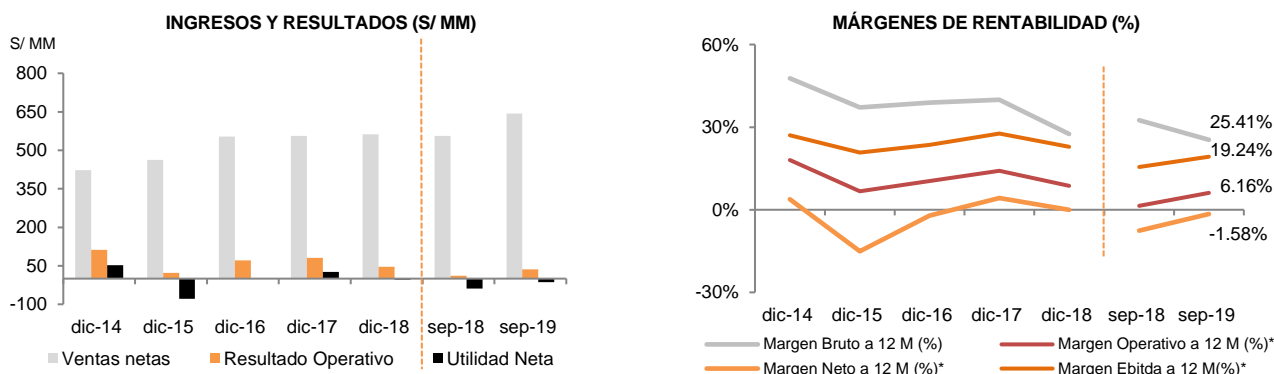
<sup>20</sup> Sin considerar el efecto de la absorción de la Compañía Industria de Grasa y Aceite S.A., la utilidad operativa decrecería 76.1% (-S/ 20.4 MM).

<sup>21</sup> sin cambio en el valor razonable de los activos biológicos y operaciones de derivados de materia prima.



## Rendimiento Financiero

A setiembre de 2019, el resultado neto<sup>22</sup> del Grupo Palmas fue de -S/ 17.7 MM, cayendo S/ 9.9 MM (-127.0%) respecto a setiembre 2018. Dicho resultado, como se ha explicado previamente, estuvo influenciado por el descenso del margen bruto. De esta manera el ratio de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)<sup>23</sup> anualizado se ubicó en -1.17% (set-18: -5.05%) y el ratio de rentabilidad sobre los activos (ROA) anualizado se situó en -0.65% (set-17: -2.76%). Es importante considerar que sin considerar la utilidad generada por la Compañía Igasa, el resultado neto del Grupo Palmas cerraría en -S/ 25.7 MM, cayendo S/ 17.8 MM (-228.4%) respecto a setiembre 2018, mientras que el ROE y ROA anualizados se ubicarían en -2.08% y -1.15%, respectivamente.



(\* Cálculo sin considerar los cambios en el valor razonable.

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

## Riesgo de tipo de cambio

La empresa realiza sus ventas en soles y dólares; sin embargo, dado el modelo de negocio, la empresa realiza compra de materia prima en dólares, y posee además ciertos activos (cuentas por cobrar) y pasivos (obligaciones financieras y cuentas por pagar) denominados en moneda extranjera. A setiembre de 2019, la compañía registró una pérdida por diferencia de cambio de -S/ 0.8 MM (set-17: -S/ 4.6 MM).

## Liquidez

A setiembre de 2019, el Grupo Palmas registró S/ 199.7 MM en activos corrientes, el cual se incrementó 4.2% (+S/ 8.1 MM), respecto a lo presentado al cierre de 2018. Ello fue explicado principalmente por el aumento del inventario (+S/ 10.1 MM) y las cuentas por cobrar con entidades relacionadas (+S/ 7.1 MM) efectos que se vieron contrarrestados por la reducción de las cuentas por cobrar comerciales (-S/ 11.6 MM). El aumento de los inventarios está en línea con la estrategia orientada a elevar la manufactura de productos de mayor valor agregado en desmedro de las ventas de materias primas, por lo que el incremento de los inventarios no está relacionado a una baja rotación sino a un cambio en el mix de producción

Los pasivos corrientes totalizaron en S/ 315.6 MM, creciendo 14.8% (+ S/ 40.6 MM) comparado con los S/ 275.0 MM presentados al cierre de 2018. Ello fue del resultado del incremento de las cuentas por pagar comerciales (+23.6%, +S/ 26.0 MM) y las cuentas por pagar a entidades relacionadas (+302.7%, +S/ 22.0 MM). Por el contrario, se presentó una ligera variación en las obligaciones financieras (-10.9%, -S/12.3) producto del vencimiento de préstamos con los Banco Itau BBA (vencimiento en febrero 2019 por S/ 10.14 MM) y Scotiabank Perú (vencimiento enero-febrero 2019 por S/ 15.2 MM). Cabe destacar que la empresa cuenta con diversas líneas de capital de trabajo las cuales son renovadas constantemente a lo largo del año, según las condiciones de mercado. Como resultado, el Grupo Palmas registró un indicador de liquidez general<sup>24</sup> de 0.63x, nivel menor al registrado en diciembre de 2018 (0.70x), la cual se ubica por debajo de la unidad desde 2015. Por su parte, la prueba ácida<sup>25</sup> se situó en 0.32x (dic.18: 0.38x), mientras que el capital de trabajo<sup>26</sup> cerró un saldo negativo de S/ 116.0 MM, menor al registrado en diciembre de 2018 (-S/ 83.4 MM).

Cabe indicar que si bien los indicadores de liquidez de Palmas del Espino se ven afectados por el registro contable del aceite de palma solo se reconoce una cosecha en los Productos Agrícolas y no los siguientes 12 meses de extracción, de realizar un ajuste al activo corriente igual se registraría déficit en el capital de trabajo. Se debe señalar que la Gerencia viene trabajando en la negociación de la extensión de los días de pago a proveedores y se viene reduciendo los plazos promedios de cobro, con el objetivo de mejorar el ciclo de capital de trabajo. De esta manera, el periodo medio de pago cerro en 49 días (dic. 18: 41 días), mientras que el periodo medio de cobro terminó en 31 días (dic. 18: 39 días). Por su parte el periodo medio de permanencia del inventario culminó en 59 días (dic. 18: 57días), por lo que el ciclo de conversión de efectivo culminó en 41 días (dic 18: 55 días).

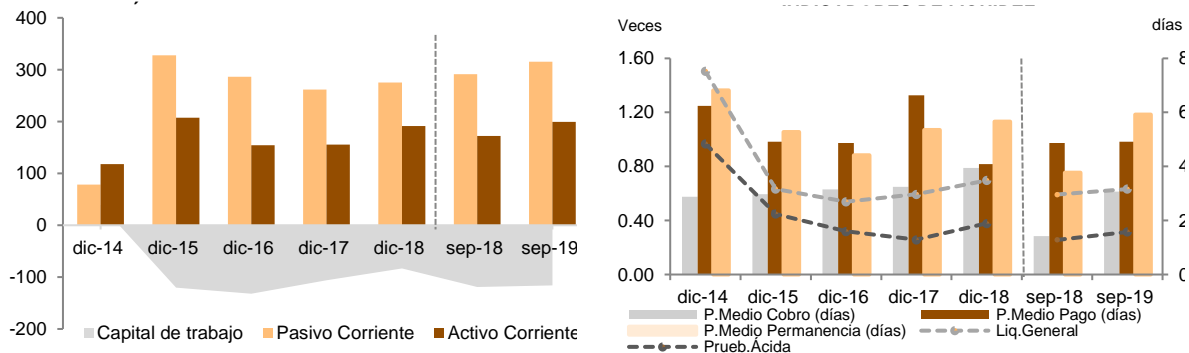
<sup>22</sup> Sin considerar los cambios en el valor razonable de los productos agrícolas y por operaciones con derivados de materia prima.

<sup>23</sup> ROE= Utilidad neta a 12 M/Patrimonio promedio. No incluye el valor razonable de los activos biológicos, debido a que no se considera una variable operativa.

<sup>24</sup> Activo Corriente/Pasivo Corriente.

<sup>25</sup> (Activo corriente-Existencias-Gastos pagados por anticipado-Productos agrícolas) / Pasivo corriente.

<sup>26</sup> Capital de trabajo=Activo Corriente-Pasivo Corriente.



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

En cuanto al flujo de generación de efectivo del Grupo Palmas producido en el periodo paso, de S/ 5.9 MM, en diciembre de 2018, a - S/ 1.0 MM, (- S/ 7.0 MM), explicado principalmente, una mayor salida de efectivo provenientes de las actividades del inversión (+ S/ 20.0 MM; +52.1%), en línea con la mayor compra de propiedades, plantas y equipos, efecto que se vio compensado por una menor salida de efectivo provenientes de las actividades del financiamiento (- S/ 4.0 MM; -19.2%), en línea con el menor pago de préstamos comparado con diciembre 2018, y por el descenso de la salida de efectivo proveniente de las actividades de operación, la cual se redujo en S/ 9.0 MM (-14.1%), por el menor nivel de inventario y el descenso de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar. En cuanto al flujo de efectivo de la Compañía del inicio del ejercicio se incrementó en 51.5% (+ S/ 4.2 MM), mientras que el flujo generado por la tasa de cambio utilizada en el periodo se redujo 117.5% (- S/ 7.0 MM), por lo que el flujo de efectivo del Grupo Palmas al final del periodo presentó un descenso de S/ 2.7 MM con respecto a diciembre 2018.

### Endeudamiento y Solvencia

Grupo Palmas presenta su deuda financiera como principal componente dentro del pasivo total, con una participación del 65.6%, manteniendo un nivel menor a diciembre de 2018 (69.5%). Dentro de la estructura de las obligaciones financieras, la deuda de vencimiento corriente representa el 21.7% mientras que la deuda de largo plazo tiene una participación de 78.3%. En cuanto a su evolución, al corte de evaluación, las deudas de corto y largo plazo disminuyeron 10.9% y 1.4%, respectivamente en comparación a los montos reportados en diciembre de 2018, en línea con el vencimiento de sus préstamos bancarios.

Es importante recordar que la empresa llevó a cabo una reestructuración de su deuda al cancelar el remanente del préstamo sindicado (S/ 480 MM) con los fondos obtenidos de la emisión de bonos corporativos<sup>27</sup> por un monto de S/ 330 MM junto con la obtención de un préstamo a mediano plazo por US\$ 40 MM. Cabe destacar que el préstamo sindicado pagaba una tasa promedio de 8.5% con vencimiento en 2020, mientras que los bonos corporativos fueron emitidos en dos bloques, la cuarta emisión por S/ 165 MM a una tasa de 6.3% con vencimiento en 2023, y la quinta emisión por S/ 165 MM a una tasa de 7.5% con vencimiento en 2029, por su parte el préstamo a mediano plazo por US\$ 40 MM paga una tasa de 3.65% con vencimiento en 2020. Por lo tanto, la reestructuración de la deuda redujo el costo financiero de la misma, así como extendió duración de la deuda. Es importante recalcar que, a setiembre de 2019, la Compañía tomó acciones para reperfil su deuda y tener un menor compromiso de pago en el corto plazo a través de una nueva facilidad de mediano, cuyo destino fue la cancelación del saldo remanente del préstamo de mediano plazo

La compañía ha establecido el cumplimiento de los siguientes ratios financieros:

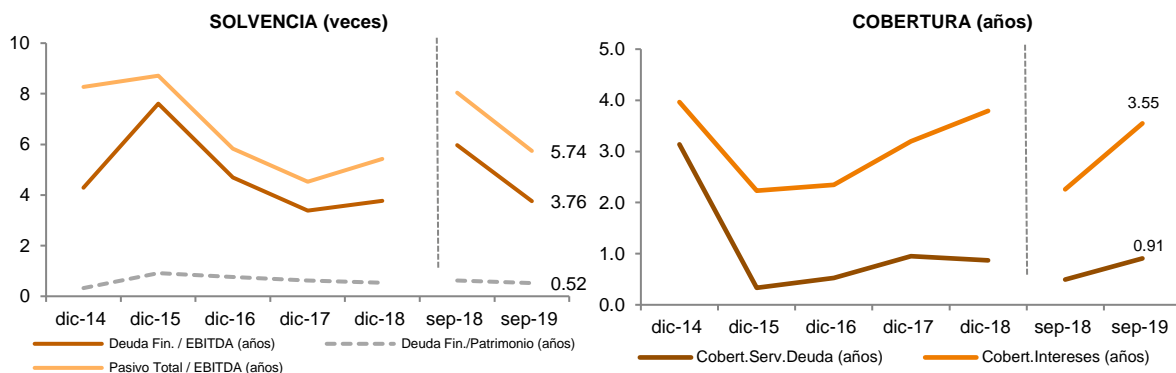
Indicadores Financieros	Límite	Set 19
Ratio de cobertura de servicio de deuda <sup>28</sup>	>= 1.25 veces	2.20 veces
Ratio de endeudamiento	< 3.50 veces	3.46 veces

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

En cuanto a la composición de deuda según moneda, 32.0% del total de deuda se encuentra en moneda extranjera mientras que 68.0% se encuentra en moneda nacional.

<sup>27</sup> Emitidos en setiembre de 2017, bajo la cuarta y quinta emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos.

<sup>28</sup> EBITDA Ajustado / Servicio de la Deuda. Donde el Servicio de la Deuda es igual a: (i) Gastos Financieros y (ii) la amortización de la Deuda Financiera de largo plazo.



Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR

El Grupo Palmas mantuvo endeudamiento patrimonial de 0.79 veces, ligeramente mayor al de diciembre 2018 (0.76 veces), debido a que el pasivo se incrementó 2.0% (+S/ 14.2 MM) y el patrimonio disminuyó 1.9% (-S/ 17.3MM). El leve incremento del pasivo fue generado por el aumento del pasivo corriente (+S/ 40.6MM), efecto que se vio contrarrestado por el descenso de las cuentas por pagar no corrientes a entidades relacionadas (-S/ 16.9 MM). Por su parte, el decrecimiento del patrimonio respondió principalmente a la reducción de los resultados acumulados (-S/ 17.8MM).

Asimismo, en línea con el incremento del EBITDA Anualizado, el ratio Deuda Financiera/EBITDA 12M se redujo a 3.8 años (dic-18: 3.8 años). Por su parte, el Ratio de cobertura de servicio de deuda<sup>29</sup> se situó en 0.91x (dic.18: 0.87x).

### Instrumento Calificado

Mediante Junta General del Accionistas de fecha 30 de octubre de 2015, Palmas del Espino S.A. aprobó llevar a cabo el “Segundo Programa de Bonos Corporativos Palmas del Espino”. El Programa establece la realización de una o más emisiones del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino S.A., hasta por un monto máximo de USD 250.00 MM. Cada emisión tendrá un número de series, importe, términos y condiciones a ser determinadas por Palmas del Espino S.A en el respectivo Contrato Complementario de cada Emisión.

#### Cuarta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos

La cuarta emisión de Bonos Corporativos correspondiente al Segundo Programa de Bonos Corporativos tiene un monto máximo en circulación de S/ 250 MM, donde cada bono tendrá un plazo de 6 años con un periodo de gracia de 2 años. A junio de 2019, cuenta con un monto de utilización de S/ 165 MM, el cual fue colocado el 26 de noviembre de 2017 con una tasa de interés de 6.25%.

Cuarta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino S.A.	
<b>Emisor</b>	Palmas del Espino S.A.
<b>Tipo de Oferta</b>	Dirigido a Inversionistas Institucionales
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta por un importe total en circulación de S/ 250 MM
<b>Moneda</b>	Soles
<b>Plazo de la Emisión</b>	6 años, contados a partir de la Fecha de Emisión
<b>Tasa de Interés</b>	Conforme a lo indicado en Contratos y Prospectos Complementarios
<b>Cupón</b>	Semestral
<b>Amortización</b>	Pagos semestrales iguales a partir de la quinta Fecha de Vencimiento hasta la Fecha de Redención
<b>Garantías</b>	Genérica sobre el patrimonio del Emisor, así como por el Contrato de Fianza en las que actúan conjuntamente Palmas del Shanusi, Palmas del Oriente, Industrias del Shanusi e Industrias del Espino.
<b>Destino de recursos</b>	Pago adeudado bajo el Contrato de Préstamo Sindicado (S/ 440.07 MM). Una vez cancelado dicho financiamiento, los recursos podrán ser utilizados para el refinanciamiento de pasivos, financiamiento de inversiones, financiamiento de capital .de trabajo u otros fines corporativos del Emisor.
<b>Entidades Estructuradoras</b>	Credicorp Capital Servicios Financieros S.A. / Scotiabank Perú S.A.A.
<b>Agentes Colocadores</b>	Credicorp Capital S.A.B S.A. / Scotia Sociedad Agente de Bolsa S.A.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A.
<b>Resguardos Financieros</b>	De incumplimiento, Deuda Financiera/EBITDA Ajustado < 3.70 veces (durante el 2017 y hasta el 30 de setiembre de 2018), y < 3.50 veces (a partir de octubre 2018); EBITDA Ajustado/ Servicio de Deuda > 1.25 veces.

Fuente: Grupo Palmas. / Elaboración: PCR

<sup>29</sup> EBITDA a 12 meses/ (Gastos Financieros a 12 meses + Porción corriente de deuda LP + Deuda corto plazo). Considerar que, dicho cálculo es diferente al resguardo financiero (EBITDA Ajustado/ Servicio de Deuda) propuesto para las emisiones donde el servicio de deuda considera la amortización de deuda de largo plazo y gastos financieros.

### **Quinta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos**

La quinta emisión de Bonos Corporativos correspondiente al Segundo Programa de Bonos Corporativos tendrá un monto máximo en circulación de S/ 300 MM, donde cada bono tendrá un plazo máximo de 12 años cuyo periodo de gracia será de 6 años. A junio de 2019, cuenta con un monto de utilización de S/ 165 MM, el cual fue colocado el 26 de noviembre de 2017 con una tasa de interés de 7.50%.

<b>Quinta Emisión del Segundo Programa de Bonos Corporativos de Palmas del Espino S.A.</b>	
<b>Emisor</b>	Palmas del Espino S.A.
<b>Tipo de Oferta</b>	Dirigido a Inversionistas Institucionales
<b>Monto de la Emisión</b>	Hasta por un importe total en circulación de S/ 300 MM
<b>Moneda</b>	Soles
<b>Plazo de la Emisión</b>	12 años, contados a partir de la Fecha de Emisión
<b>Tasa de Interés</b>	Conforme a lo indicado en Contratos y Prospectos Complementarios
<b>Cupón</b>	Semestral
<b>Amortización</b>	Pagos semestrales iguales a partir de la decimotercera Fecha de Vencimiento hasta la Fecha de Redención.
<b>Garantías</b>	Genérica sobre el patrimonio del Emisor, así como por el Contrato de Fianza en las que actúan conjuntamente Palmas del Shanusi, Palmas del Oriente, Industrias del Shanusi e Industrias del Espino. Pago adeudado bajo el Contrato de Préstamo Sindicado (S/ 440.07 MM). Una vez cancelado dicho financiamiento, los recursos podrán ser utilizados para el refinanciamiento de pasivos, financiamiento de inversiones, financiamiento de capital de trabajo u otros fines corporativos del Emisor.
<b>Destino de recursos</b>	
<b>Entidades Estructuradoras</b>	Credicorp Capital Servicios Financieros S.A. / Scotiabank Perú S.A.A.
<b>Agentes Colocadores</b>	Credicorp Capital Servicios Financieros S.A. / Scotiabank Perú S.A.A.
<b>Representante de Obligacionistas</b>	Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A.
<b>Resguardos Financieros</b> <sup>30</sup>	De incumplimiento, Deuda Financiera/EBITDA Ajustado < 3.70 veces (durante el 2017 y hasta el 30 de setiembre de 2018), y < 3.50 veces (a partir de octubre 2018); EBITDA Ajustado/ Servicio de Deuda > 1.25 veces.

**Fuente:** Grupo Palmas. / **Elaboración:** PCR

<sup>30</sup> Las definiciones financieras se encuentran en el Contrato Marco de Emisión.

## Anexo

Palmas del Espino S.A. y Subsidiarias							
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (S/ MM)	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	set-18	set-19
Activo Corriente	117.74	207.38	154.36	155.47	191.59	172.47	199.65
Activo Corriente ácida	75.76	146.78	91.40	67.48	104.17	74.57	99.61
Activo No Corriente	2,341.40	1,428.11	1,410.28	1,381.32	1,416.93	1,354.47	1,405.70
<b>Activo Total</b>	<b>2,459.14</b>	<b>1,635.49</b>	<b>1,564.63</b>	<b>1,536.78</b>	<b>1,608.52</b>	<b>1,526.94</b>	<b>1,605.35</b>
Pasivo Corriente	78.26	327.46	286.36	261.72	274.98	291.45	315.61
Pasivo No Corriente	866.10	509.23	474.99	434.43	420.83	403.56	394.37
<b>Pasivo Total</b>	<b>944.36</b>	<b>836.69</b>	<b>761.36</b>	<b>696.14</b>	<b>695.81</b>	<b>695.01</b>	<b>709.97</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>1,514.78</b>	<b>798.80</b>	<b>803.27</b>	<b>840.64</b>	<b>912.72</b>	<b>831.94</b>	<b>895.38</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,459.14</b>	<b>1,635.49</b>	<b>1,564.63</b>	<b>1,536.78</b>	<b>1,608.52</b>	<b>1,526.94</b>	<b>1,605.35</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>489.91</b>	<b>730.62</b>	<b>611.76</b>	<b>520.61</b>	<b>480.96</b>	<b>516.12</b>	<b>465.63</b>
Corto Plazo	7.59	246.17	194.25	113.34	113.52	136.58	101.19
Largo Plazo	482.33	484.44	417.51	407.27	367.44	379.54	364.44
Parte corriente de DLP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Corto Plazo	1.55%	33.69%	31.75%	21.77%	23.60%	26.46%	21.73%
Largo Plazo	98.45%	66.31%	68.25%	78.23%	76.40%	73.54%	78.27%
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS (S/MM)</b>							
Ventas netas	422.11	461.94	554.14	555.85	561.70	400.95	482.50
Costo de Ventas	220.63	290.45	338.28	333.86	406.92	281.06	353.97
<b>Utilidad bruta</b>	<b>201.48</b>	<b>171.49</b>	<b>215.86</b>	<b>221.98</b>	<b>154.78</b>	<b>119.89</b>	<b>128.53</b>
Gastos operacionales*	89.44	149.52	145.40	141.10	109.23	92.18	110.70
<b>Resultado de Operación</b>	<b>112.05</b>	<b>21.97</b>	<b>70.46</b>	<b>80.89</b>	<b>45.55</b>	<b>27.71</b>	<b>17.83</b>
<b>Resultado de Operación sin valor razonable</b>	<b>76.20</b>	<b>30.86</b>	<b>58.09</b>	<b>78.72</b>	<b>48.65</b>	<b>26.83</b>	<b>17.83</b>
Otros Ingresos y Egresos	-9.85	-55.08	29.08	37.45	-0.65	17.92	36.30
Gastos Financieros	28.78	43.02	55.59	48.12	33.82	24.83	25.89
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>51.75</b>	<b>-78.53</b>	<b>0.83</b>	<b>25.84</b>	<b>-3.37</b>	<b>-6.93</b>	<b>-17.73</b>
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio sin valor razonable</b>	<b>15.90</b>	<b>-69.65</b>	<b>-11.54</b>	<b>23.67</b>	<b>-0.26</b>	<b>-7.81</b>	<b>-17.73</b>
<b>COBERTURA</b>							
Total de Ingresos Brutos a 12 M	422.11	461.94	554.14	555.85	561.70	556.31	643.25
Utilidad Bruta a 12 M	201.48	171.49	215.86	221.98	154.78	181.06	163.42
Utilidad Operativa a 12 M	112.05	21.97	70.46	80.89	45.55	11.01	35.67
Utilidad Operativa a 12 M*	76.20	30.86	58.09	78.72	48.65	7.95	39.66
Gastos financieros a 12 M	28.78	43.02	55.59	48.12	33.82	38.27	34.88
Utilidad neta a 12 M	51.75	-78.53	0.83	25.84	-3.37	-39.20	-14.17
<b>Utilidad neta a 12 M*</b>	<b>15.90</b>	<b>-69.65</b>	<b>-11.54</b>	<b>23.67</b>	<b>-0.26</b>	<b>-42.25</b>	<b>-10.18</b>
EBIT*	76.20	30.86	58.09	78.72	48.65	26.83	17.83
EBIT a 12 M*	76.20	30.86	58.09	78.72	48.65	7.95	39.66
Depreciación y Amortización (12 M)	37.90	65.16	72.35	75.12	79.64	78.44	84.08
EBITDA* a 12M	114.10	96.02	130.44	153.84	128.29	86.39	123.74
Gastos. Fin. y Parte corriente LP	28.78	43.02	55.59	48.12	33.82	24.83	25.89
Gastos. Fin. y Parte corriente LP a 12 M	36.37	289.20	249.85	161.46	147.34	174.85	136.08
Servicio Cobert. Deuda*	3.14	0.33	0.52	0.95	0.87	0.49	0.91
Servicio Cobert. Intereses*	3.96	2.23	2.35	3.20	3.79	2.26	3.55
<b>SOLVENCIA</b>							
Pasivo Total / Patrimonio (años)	0.62	1.05	0.95	0.83	0.76	0.84	0.79
Deuda financiera/Patrimonio (años)	0.32	0.91	0.76	0.62	0.53	0.62	0.52
Pasivo No Corriente / EBITDA (años)	7.59	5.30	3.64	2.82	3.28	4.67	3.19
Deuda Fin. / EBITDA (años)	4.29	7.61	4.69	3.38	3.75	5.97	3.76
Pasivo Total / EBITDA (años)	8.28	8.71	5.84	4.53	5.42	8.04	5.74
<b>RENTABILIDAD</b>							
Margen Bruto a 12 M (%)	47.73%	37.12%	38.95%	39.94%	27.56%	32.55%	25.41%
Margen Operativo a 12 M (%)*	18.05%	6.68%	10.48%	14.16%	8.66%	1.43%	6.16%
Margen Neto a 12 M (%)*	3.77%	-15.08%	-2.08%	4.26%	-0.05%	-7.59%	-1.58%
Margen Ebitda a 12 M (%)*	27.03%	20.79%	23.54%	27.68%	22.84%	15.53%	19.24%
ROA a 12 M (%)	0.70%	-3.40%	-0.72%	1.53%	-0.02%	-2.76%	-0.65%
ROE a 12 M (%)	1.06%	-6.02%	-1.44%	2.88%	-0.03%	-5.05%	-1.17%
<b>LIQUIDEZ</b>							
Liquidez General	1.50	0.63	0.54	0.59	0.70	0.59	0.63
Prueba Acida	0.97	0.45	0.32	0.26	0.38	0.26	0.32
Ratio Cash	0.24	0.45	0.03	0.03	0.05	0.05	0.04
Capital de Trabajo (S/ MM)	39.48	-120.08	-132.01	-106.25	-83.39	-118.98	-115.96
Periodo medio de cobro (días)	29	30	31	32	39	14	31
Periodo medio de pago (días)	62	49	49	66	67	49	49
Periodo medio de inventarios (días)	68	53	44	54	57	38	59
Ciclo de conversión neto	34	33	27	20	29	3	41

(\*) No se incluyen los cambios en el valor razonable de los productos biológicos y por operaciones con derivados de materia prima.

Fuente: Grupo Palmas / Elaboración: PCR