

Julio 27, 2010

CARTAVIO S.A.A.

CARTAVCI

Seguimiento de Cobertura: Inversión constante, Enfoque en mejorar la eficiencia de operaciones

Recomendación de Inversión: MARKET OUTPERFORM

Precio de la Acción

	2006	2007	2008	2009
Utilidad Neta (PEN)	35,650,000	43,617,000	24,471,000	56,858,000
Acciones en Circulación	20,676,000	20,676,000	20,676,000	20,676,000
Utilidad por Acción (UPA)	1.72	2.11	1.18	1.72
Precio de la Acción	10.14	17.78	9.47	11.81

Valuación (en Miles de Nuevos Soles)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo de Caja Libre	47,475	47,435	49,919	51,280	53,426	54,796	815,099
VAN	690,458						

Método	Poderación	Precio Objetivo	Precio Ponderado
Flujo de Caja Descotado	50%	33.39	16.70
PEG (Crecimiento Precio a Utilidad)	20%	14.36	2.87
Precio / Utilidad por Acción	10%	34.23	3.42
Precio / Valor en Libros	10%	3.74	0.37
Valor de la Empresa / EBITDA	10%	24.66	2.47

Precio objetivo a 12 meses (PEN)

25.83

- Inversión constante en maquinaria, infraestructura y tecnología para mejorar rendimiento, eficiencia de cosecha y eliminar desperdicios.
- Implementación de SAP para mejorar eficiencia de administración.
- Acceso a know-how y recursos compartidos de principal accionista.

Perfil General de la Empresa

Ubicación: Oficinas corporativas y planta en Acope, La Libertad, Perú.

Industria: Agroindustrial (Azucarera).

Descripción: La compañía cultiva e industrializa la caña de azúcar y comercializa los productos y subproductos.

Productos y Servicios: Azúcar rubia y blanca, alcohol rectificado, miel, melaza y bagazo.

Dirección de Internet: <http://www.complejocartaviocom.pe>

Analistas:

Javier Borda
javier.borda@pucp.edu.pe

Kevin Fitzpatrick
Kevin.fitzpatrick@pucp.edu.pe

Dianacarolina Cotera Paucar
Dianacarolina.cotera@pucp.edu.pe

Director de Investigación:

Eduardo Court
ecourt@pucp.edu.pe

Asesor:

Miguel Panéz
mpanez@pucp.edu.pe

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN



Figura 1. Precios de las Acciones de Cartavio

Nota: de Economática

RESUMEN DE INVERSIÓN

Cartavio S.A.A. (Cartavio) es el ingenio azucarero segundo más grande por producción en el Perú. Tiene 11,000 hectáreas de terrenos, una planta de producción de azúcar y derivados, y una destilería de alcohol en el departamento de La Libertad.

El principal accionista de Cartavio es Corporación Azucarera del Perú S.A. (Coazúcar) perteneciente al Grupo Gloria desde 2007 con 87.17% de las acciones. La gerencia de Coazúcar está a cargo de las operaciones y decisiones de inversión de Cartavio y de sus otros ingenios en las oficinas de Cartavio en Ascope.

En el 2009, Cartavio invirtió PEN 17,378 mil, y está rumbo a invertir más de PEN 12,000 mil en el 2010 en planta y equipo para mejorar rendimiento de cultivos y la eficiencia de cosecha y producción. La gerencia de la empresa tiene planificado seguir una inversión constante en los próximos años.

La capitalización bursátil de la empresa es PEN 355,515,140. Utilizando el método de flujo de caja descontado, la empresa está valorizada en PEN 690,458,000, y posee un WACC de 8.48%.

TESIS DE INVERSIÓN

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Alto rendimiento de sus tierras, en relación a la alcanzada a nivel mundial y nacional (productividad de 137.4 toneladas métricas/hectárea).	Falta de terrenos disponibles para aumentar su capacidad de producción.
El azúcar, como productos principal, posee una elasticidad de precio baja.	Aéreas de cultivos no aptas para la cosecha mecanizada.
La gerencia está ubicada en el ingenio.	Trabajadores no capacitados en técnicas de producción tecnificadas.
Acceso al know-how de otras empresas similares manejado por su principal accionista.	Capacidad moderada de negociación del sindicato de trabajadores.
Planta, maquinaria y equipo modernizados (inclusive la destilería).	
Conocimiento y contactos necesarios para vender su producción en el mercado nacional o internacional.	
Calidad de la producción de la caña.	
Inclusión de técnicas modernas de producción que buscan incrementar la productividad.	
Implementación del SAP, para mejorar la eficiencia de su empresa.	
Inversión constante en tecnología (riego tecnificado, canalización del agua de riego, etc.).	

OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Producción mundial que no abastece al consumo mundial.	Problemas endémicos del mercado laboral.
Disminución de las tasas de interés para las inversiones del sector agrícola.	Fenómenos climatológicos adversos (Incremento de lluvias, sequias, oleada de frío, etc.), que podrían generar plagas u otros.
Precios competitivos del azúcar gracias a la producción del etanol.	Cambios en la legislación tributaria y laboral que perjudiquen su actividad (en especial cambios de la ley del impuesto a la renta).
Implementar funciones avanzadas del SAP para mejorar eficiencia de operaciones y facilitar la toma de decisiones financieras.	Baja imprevista del precio internacional de azúcar (por ser commodity).
	Modificación de las tasas de interés en el sistema bancario (créditos).

Tabla 1: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas de Cartavio.

VALUACIÓN

Se ha utilizado una valuación mixta para calcular el precio objetivo de la acción a 12 meses en PEN 25.83.

Método	Poderación	Precio Objetivo	Precio Ponderado
Flujo de Caja Descontado	50%	33.39	16.70
PEG (Crecimiento Precio a Utilidad)	20%	14.36	2.87
Precio / Utilidad por Acción	10%	34.23	3.42
Precio / Valor en Libros	10%	3.74	0.37
Valor de la Empresa / EBITDA	10%	24.66	2.47
Precio objetivo a 12 meses (PEN)			25.83

Tabla 2: Precio Objetivo a 12 meses de Cartavio

Flujo de Caja Descontado

Valuación (en Miles de Nuevos Soles)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Flujo de Caja Libre	47,475	47,435	49,919	51,280	53,426	54,796	815,099
VAN	690,458						

Tabla 3: Flujo de Caja Descontado Proyectado.

El flujo de caja descontado tiene asignado un peso de 50% en la valuación mixta, dado que este método capta mejor los resultados proyectados de la inversión y mejoras planificado por los próximos años.

WACC (Costo Promedio Ponderado de Capital)

El WACC de 8.48% utilizado para descontar los flujos de caja proyectado ha utilizado los siguientes datos:

WACC			
Tasa Libre de Riesgo	4.80%	Costo de Acciones (Ke)	9.38%
Retorno del Mercado	10.99%	Beta del Sector	0.68
Tasa Riesgo País	1.18%	WACC	8.48%

Tabla 4: Variables utilizado en el cálculo del WACC.

Fuentes: Economática, NYU Country Default Spreads, MEF, BCRP.

PEG (Crecimiento de Precio a Utilidad)

Tiene asignada un peso de 20%. Se ha considerado el crecimiento promedio de la utilidad por acción de los últimos 5 años.

Precio / Utilidad por Acción

Tiene asignada un peso de 10%. Se estima utilizando el promedio de los ratios de los 3 principales competidores.

Precio / Valor en Libros

Tiene asignada un peso de 10%. Se estima utilizando el promedio de los ratios de los 3 principales competidores.

Valor de la Empresa / EBITDA

Tiene asignada un peso de 10%. Se estima utilizando el promedio de los ratios de los 3 principales competidores

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En el año 2009 la producción de caña de azúcar alcanzó los 10.8 millones de TM (1 millón de TM de azúcar). Este crecimiento ha obedecido a importantes inversiones y reformas de la industria, así como incrementos de las áreas destinadas a este cultivo y la productividad por hectárea.

La industria está estimulada por la ley de promoción del sector agrario y agroindustrial (DL 27360 del año 2001). La cual sólo exige el pago del 15% de impuesto a la renta, y cuya vigencia fue ampliada hasta el final del año 2021.

Si bien el volumen de producción de caña de azúcar del Perú no se acerca a los de sus vecinos Brasil y Colombia, es importante la marcada ventaja que posee en cuanto a rendimiento. Esto es debido a las condiciones climatológicas favorables que le permite cultivar y cosechar todos los meses del año.

El sector azucarero está compuesto principalmente por 9 empresas, 5 de las cuales concentran el 70% del total de producción, y el restante son sembradores independientes.

	Participación	Producción de Azúcar (TM)	Número de trabajadores	Productividad x trabajador (TM)
CASA GRANDE	21%	226,800	3,018	75.15
CARTAVIO	14%	151,200	1,540	98.18
LAREDO	13%	140,400	1,403	100.07
PARAMONGA	11%	118,800	1,467	80.98
TUMÁN	10%	108,000	2,616	41.28

Tabla 5: Principales productores de azúcar en el Perú.

Fuentes: MINAG, SUNAT

Estas empresas, por el giro de sus actividades se encuentran ubicadas en la zona norte del país. Algunas de estas son de propiedad parcial del estado, lo que no ha eliminado el riesgo de colusión de precios en la industria. Inclusive a inicio de año se ha venido impulsando una mayor importación de azúcar para no afectar al consumidor final.

Por las características de la industria, los altos costos en tecnología e inversión en capital fijo, son las principales barreras de entrada a la industria. Además, de la constante inversión que es necesaria para el mantenimiento de las actividades y la búsqueda de mejora de procesos, innovación e investigación.

Mercado Interno

Se espera que la demanda en los próximos años se incremente, por la dinámica de crecimiento que el país y la industria están alcanzando. Las expectativas de crecimiento están en promedio por encima del 6% de crecimiento de PBI para este año (BCR, 2010). Y como se puede observar en la tabla 6, la contribución del sector agrícola está en real crecimiento.

PRODUCTO BRUTO INTERNO POR SECTORES PRODUCTIVOS (Millones de nuevos soles de 1994)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Agropecuario 2/	11,629	12,259	13,286	13,718	14,712	15,050
- Agrícola	7,274	7,578	8,215	8,378	8,994	9,076
- Pecuario	3,430	3,668	3,971	4,180	4,432	4,627
Pesca	779	804	823	879	934	861
Minería	9,031	9,790	9,926	10,195	10,974	11,040
- Minería metálica y no metálica	7,740	8,305	8,395	8,540	9,162	9,033
- Hidrocarburos	617	761	805	857	945	1,097
Manufactura	21,300	22,887	24,607	27,328	29,804	27,672
- Procesador de recursos primarios	4,773	4,957	5,161	5,022	5,405	5,407
- Manufactura no primaria	16,527	17,930	19,446	22,169	24,133	22,078
Electricidad y agua	2,931	3,094	3,307	3,588	3,865	3,910
Construcción	6,712	7,276	8,350	9,737	11,340	12,036
Comercio	19,604	20,821	23,248	25,495	28,808	28,693
Otros servicios	53,621	57,029	61,001	66,870	72,636	75,676
Impuestos a los productos y derechos de importación	13,534	14,679	15,599	16,596	18,432	18,217
PRODUCTO BRUTO INTERNO	139,141	148,640	160,145	174,407	191,505	193,155

Tabla 6: Producto Bruto Interno por Sectores Productivos. Fuente: INEI – BCRP.

Para evaluar la evolución de los precios al consumidor final, presentamos datos de IPC al mercado de Lima para el azúcar, que demuestran su

oscilación, dada la naturaleza de la actividad. Sin embargo en los últimos meses, el precio del azúcar se ha incrementado mucho más que en el mercado externo. Lo que impulsó la importación de este producto, a inicios de este año. Se puede observar los precios históricos en en la figura x.

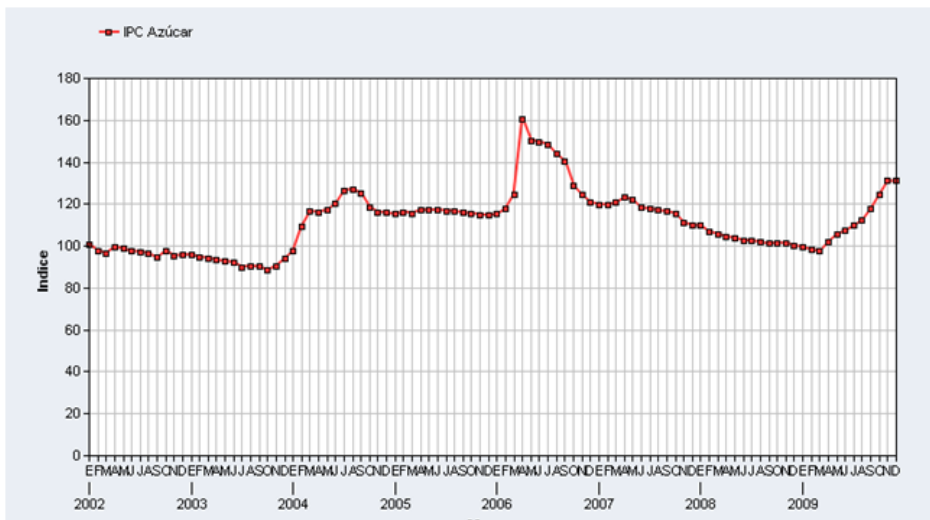


Figura 2: Grafico de Precios Históricos de IPC Azucar en el Perú. (En nuevos soles por bolsa de 50 kg.) Fuente: INE.

A inicios del 2010, las empresas acordaron dejar de exportar este producto hasta que se garantice la demanda interna, por iniciativa del Ministro de Agricultura. Después de suerar el problema, se inició nuevamente la exportación de la cuota a los principales países de destino. Así, el año 2009 y este año, se ha exportado azúcar a Haití, Canadá, USA entre otros. Siendo las principales empresas exportadoras: Casa Grande, EAI Pomalca, Cartavio y Paramonga.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

La compañía tiene sus inicios en 1782 cuando Domingo Cartavio formó la hacienda. Fue adquirida en 1972 por W. R. Grace & Co. Dicha empresa amplió los terrenos e instalaciones hasta 1968, año que fue expropiada y convertida en cooperativa por el gobierno peruano mediante la reforma agraria. En 1996, por medio del DL 802, ley de saneamiento económico financiero de las empresas agroindustriales azucareras, Cartavio fue convertida en sociedad anónima.

En 1998 las acciones de la compañía fueron transferidas a Azucargo S.A. En 2004 la compañía adquirió 1022 hectáreas adicionales. En 2006 la compañía adquirió acreencias de las empresas Agraria Chiquitoy S.A., Fodinsa S.A. y Tableros Peruanos S.A., así como la transferencia de 427 hectáreas de Empresa Agrícola Sintuco S.A. En 2007, Azucargo S.A. transfirió sus acciones a Corporación Azucarera del Perú S.A., una

empresa del Grupo Gloria.

La compañía tiene 11,000 hectáreas en el valle del río Chicama en el departamento de La Libertad. 10,000 de esas están destinadas para el cultivo de caña de azúcar. La planta de industrialización de azúcar y subproductos, así como la destilería de alcohol están ubicadas en Cartavio, Ascope, La Libertad.

Al final de 2009, la empresa tenía 1054 trabajadores estables y 520 contratados.

La empresa produce y comercializa azúcar rubia y blanca, alcohol rectificado, miel, melaza y bagazo. Todas las ventas están pagado a contado contra entrega.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Casa Grande S.A.A.

Perteneciente al Grupo Gloria, está ubicado en el valle de Chicama, provincia de Ascope, La Libertad. Es la empresa azucarera más grande del país con 29,383 hectáreas para cultivos de caña de azúcar. Produce azúcar comercial, melaza, bagazo y alcohol. Invirtió PEN 68,537 mil en 2009, más de la mitad en la fábrica.

Agro Industrial Paramonga S.A.A.

Perteneciente al Grupo Wong cuya planta y terrenos se encuentran en el distrito de Paramonga, Lima. Su producción está basada en azúcar comercial, melaza, bagazo y alcohol. Está ejecutando un proyecto de inversión de \$14 millones para instalar un turbo generador de energía eléctrica con el fin de reducir gastos en combustible y vapor.

Empresa Agroindustrial Laredo S.A.A.

Miembro del grupo empresarial colombiano Inversiones Manuelita S.A., está localizada en el distrito de Laredo, La Libertad. Produce y comercializa azúcar comercial y derivados. Invirtió PEN17,833 mil en 2009, principalmente en campos y cosecha mecánica. En 2010, tiene previsto invertir alrededor de PEN 3,000 mil en cada una de sus cuatro áreas: cosecha mecánica, terrenos, preparación y siembra, y fábrica.

Empresa	Market Cap	Valor / EBITDA	Deuda / Equity	Rend por Div	ROE (%)	ROA (%)
Cartavio	355,515,140	3.94	24.94%	2.83%	21.25%	10.95%
Casa Grande	641,870,700	3.65	17.47%	0.00%	30.12%	10.81%
Paramonga	159,684,165	2.93	35.54%	0.00%	18.51%	11.23%
Laredo	283,306,832	5.91	41.85%	3.88%	12.27%	7.05%

Tabla 7: Ratios financieros de los principales competidores de Cartavio
Fuente: Economática

Empresa	Dias de Caja	Dias de Inventario	Dias de Cuentas por Cobrar	Dias de Cuentas por Pagar
Cartavio	8.1	85.9	69.0	77.1
Casa Grande	11.3	118.5	70.4	84.4
Paramonga	24.7	100.8	42.3	20.5
Laredo	49.1	62.0	42.1	22.4

Tabla 8: Ratios de actividades de los principales competidores de Cartavio
Fuente: Economática

DESEMPEÑO Y CONOCIMIENTO DE LA GERENCIA

Nombre	Cargo	Desde
Jorge Rodriguez Rodriguez	Gerente General	Mayo del 2007
John Carty Chirinos	Apoderado General con Facultades de Representación	Febrero de 2004
Robert Foulkes Aguad	Sub-Gerente General / Gerente Legal	Agosto de 2007
Pablo Berdejo Decourt	Gerente de Administración y Finanzas	Setiembre de 2009
Jose Sarda Flores	Gerente de Recursos Humanos	Setiembre de 2009
Walter Culqui Carrera	Contador General	Octubre de 2007

Tabla 9: Cargos Fechas de Inicio de la Gerencia de Cartavio.

Jorge Rodriguez Rodriguez, el gerente general, tiene amplia experiencia en dirección de negocios, específicamente en el rubro de industrias alimentarias. Inició la empresa familiar José Rodríguez Banda SA con su hermano Vito Rodríguez Rodriguez, la cuál es el principal accionista en el Grupo Gloria.

Pablo Berdejo Decourt es contador público con Maestría en Administración y Dirección de Empresas. Ha desempeñado en cargos de gerencia administrativa y financiera en empresas como Paramonga Ltda SA, Gloria SA y el Grupo Distriluz antes de tomar el cargo como Gerente de Administración y Finanzas en Setiembre de 2009.

Los principales gerentes, incluyendo Rodriguez y Berdejo, son gerentes además de las otras empresas azucareras de la Corporación Azucarera del Perú SAA. Se reúnen una vez al mes para revisar el desempeño de los ingenios del grupo y coordinar los planes de trabajo.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

La empresa Cartavio emite acciones en la Bolsa de Valores de Lima. El capital social está representado por 20,675,896 acciones comunes de 10 PEN como valor nominal.

Corporación Azucarera del Perú S.A., perteneciente al Grupo Gloria S.A., es el principal accionista con el 87.17% del capital social. El

12.83% restante está distribuido entre 1,377 accionistas, cada uno con una participación menor al 1%.

ANÁLISIS DE RIESGO

Las actividades operativas y financieras de Cartavio la exponen a una variedad de riesgos entre que podemos mencionar:

Riesgo de tipo de cambio

Cartavio factura sus ventas generalmente en nuevos soles. El riesgo surge básicamente de los préstamos que otorga la empresa en dólares a empresas afiliadas por las transacciones pasivas y endeudamiento con determinadas entidades financieras en esa moneda. Por ello, la constante tendencia a la baja del tipo de cambio podría hacer que en el largo plazo pierda dinero o necesite liquidez. Así, para el 31 de marzo de 2010, Cartavio declaró el monto en pérdidas por cambio de PEN 1,136 mil (PEN 3,334 mil en 2009) y en ganancias por cambio de PEN 1,105 mil (PEN 2,468 mil en 2009).

Específicamente para cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio, Cartavio no hace uso de los forwards o contratos a futuro. Por eso, mantiene una “posición neta mínima” para evitar exponerse a cualquier variación desfavorable en el tipo de cambio.

Riesgo de tasas de interés

Cartavio actualmente no posee activos significativos que devenguen intereses, ello significa que la totalidad de sus ingresos y flujos de efectivo operativos son independientes de las variaciones en las tasas de interés del mercado. Sin embargo, para evitar este riesgo la compañía asume una política de tasas fijas para su endeudamiento de corto y largo plazo. Este endeudamiento a tasas fijas expone a Cartavio al riesgo que deviene de la tasa de interés sobre el valor de sus pasivos.

Riesgo de precio

Al ser el azúcar un *commodity*, se reconoce que Cartavio no ejerce ninguna influencia sobre su precio. Es decir, asume la cotización internacional del azúcar como dado. Por tanto, se ve expuesta constantemente al riesgo de variaciones desfavorables en el precio del azúcar y el alcohol. Sin embargo, la empresa no espera que dichas variaciones se den en el corto plazo, por ello no ha firmado contratos de derivados u otros, que la salvaguarden de este riesgo.

Riesgo crediticio

La Gerencia de Cartavio considera que las operaciones de la compañía no están expuestas al riesgo crediticio debido a que sus clientes no han presentado problemas de cobranza dudosa. Al no sobrepasar periodos de cobro de 45 días o, en el caso de las empresas afiliadas, 60 días, tampoco se han presentado problemas significativos de cobranza dudosa. En consecuencia, no se prevén pérdidas significativas por la exposición a este riesgo. Además, los riesgos de concentración de crédito que surgen de las colocaciones de excedentes de liquidez, se regulan gracias a la política de distribuir sus depósitos entre diferentes instituciones financieras (de calificación “A”) al término de las operaciones del día.

Riesgo de liquidez

Cartavio administra este riesgo de manera óptima, para ello mantiene buenas relaciones con los principales bancos locales con el fin de asegurar suficientes líneas de crédito en todo momento. Además, mantiene una cantidad óptima de efectivo y equivalentes de efectivo, lo que le permite a Cartavio solventar su capital de trabajo con los flujos de efectivo propios de la realización de sus operaciones.

Riesgo de regulación

El incremento de un 100% del precio del azúcar del año pasado a este año, ha provocado que el arancel a la importación de azúcar rubia se reduzca del 9% a 0%. Esto no afectará significativamente las operaciones de Cartavio en el corto plazo, pues principalmente produce azúcar blanca.

Riesgo ecológico

La compañía Cartavio ha logrado implementar exitosamente los lineamientos de cuidado ambiental, basados en la Ley General del Ambiente N° 28611. Los ha combinado en su estrategia empresarial como factor de desarrollo estratégico y de competitividad, ejecutando su planeamiento estratégico ambiental. Este planeamiento involucra el seguimiento y monitoreo preliminares como el estudio de línea base para identificar posibles fuentes de contaminación y componentes que puedan causar impactos ambientales. Ello permite a la empresa minimizar el impacto ambiental y el peligro a la salud como resultado de las actividades productivas, optimizar el consumo de materias primas, recursos y energía, y manejar adecuadamente los residuos vertidos y emisiones.

Así, el excedente de bagazo que no es utilizado como fuente de energía,

es comercializado a la empresa Trupal para la fabricación de papeles y cartones, contribuyendo de esta manera con el medio ambiente, utilizándose el bagazo como materia prima en vez de la madera.

Actualmente está implementando el proyecto de “MDL de cogeneración de Biomasa”. Este proyecto contempla el autoabastecimiento de calor y electricidad para el complejo agroindustrial Cartavio, a través de la implementación de un sistema de cogeneración que incorpora una nueva caldera de bagazo a un turbo generador, ello le permitirá reducir sustancialmente sus costos y, reiterar su compromiso con la calidad y el cuidado del medio ambiente.

Riesgo laboral

Cartavio se preocupa constantemente por cumplir con los acuerdos colectivos que asume y mejorar permanentemente sus relaciones con la comunidad y el sindicato de trabajadores. A pesar de las huelgas de principios de año, se ha implementado un programa que permita el continuo desarrollo de las competencias del personal. Además de un sistema que permite atender a los reclamos de los stakeholder, y velar por el cumplimiento riguroso de la normatividad municipal y nacional.

VISITA A LA EMPRESA

La visita a la empresa se realizó el 24 de junio de 2010, donde se sostuvo entrevista con el Sr. Pablo Berdejo Decourt, gerente de administración y finanzas.

Según comentó, todas las empresas del grupo se manejan del bajo la misma estrategia y política austera respecto a los gastos.

Creación de Valor

A mediano plazo, la creación de valor está basada en la reducción constante de costos.

A nivel operativo, se continuará invirtiendo en el corte mecanizado, aunque cabe señalar que no todos los campos son apropiados para esta técnica. Asimismo, se invertirá en la técnica de riego por goteo, mejoramiento de canales para reducir desperdicios, y el riego controlado por computadora.

A nivel administrativo, se está implementando el sistema SAP para integrarlo a las operaciones del grupo en conjunto. De este modo, se ha logrado eficiencia en la función administrativa y reducción de cualquier redundancia operativa.

La estrategia de reducción de costos obedece también a una contingencia ante cualquier modificación de leyes, ya que contemplan dentro de su riesgo la modificación de la política estatal o regional.

Proyecto de crecimiento

Cartavio no tiene mucha proyección de crecimiento en términos de espacio, debido limitaciones geográficas. Así que sus esfuerzos están concentrados en lograr el máximo de productividad por hectárea.

RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES

Se presente los estados financieros históricos de los últimos 5 años y proyecciones de los próximos 7 años.

Tabla 10

Balance General (en Miles de Nuevos Soles)

Balance General	2006	2007	2008	2009	2010 Q1
Efectivo y Equivalentes de efectivo	7,817	2,800	2,987	3,837	6,289
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	923	7,709	25,779	22,772	24,736
Otras Cuentas por Cobrar a Partes	0	2,648	7,000	21,150	27,049
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	1,870	1,682	3,802	3,648	1,467
Existencias (neto)	23,095	24,095	25,288	27,141	25,195
Activos Biológicos	31,561	26,122	26,584	36,850	41,126
Gastos Contratados por Anticipado	45	242	3,097	2,155	3,402
Total Activo Corriente	65,311	65,298	94,537	117,553	129,264
Inversiones Financieras	5,109	5,109	5,109	5,109	5,109
- Otras Inversiones Financieras	5,109	5,109	5,109	5,109	5,109
Otras Cuentas por Cobrar a Partes	18,673	17,757	24,236	30,654	30,150
Activos Biológicos	12,366	27,436	27,108	36,455	35,438
Inversiones Inmobiliarias	0	0	8,360	8,360	8,360
Inmuebles, Maquinaria y Equipo (neto)	289,890	301,045	294,459	391,315	390,047
Activos Intangibles (neto)	1,293	708	1,655	1,367	1,241
Otros Activos	8,379	8,373	0	0	0
Total Activo No Corriente	335,710	360,428	360,927	473,260	470,345
TOTAL ACTIVO	401,021	425,726	455,464	590,813	599,609

Sobregiros Bancarios	0	0	12,398	2,742	1,838
Obligaciones Financieras	13,533	11,941	16,680	10,646	39,177
Cuentas por Pagar Comerciales	8,305	16,532	19,431	36,799	38,661
Otras Cuentas por Pagar a Partes	52	273	5,522	3,749	51,124
Impuesto a la Renta y Participaciones	6,895	5,234	0	0	3,355
Otras Cuentas por Pagar	31,819	23,599	21,126	17,990	22,671
Provisiones	471	159	0	0	2,516
Total Pasivo Corriente	61,075	57,738	75,157	71,926	159,342
Obligaciones Financieras	18,576	13,979	13,930	80,272	42,549
Pasivo por Impuesto a la Renta y	5,311	7,046	31,624	60,383	60,421
Otras Cuentas por Pagar	7,331	1,011	4,952	10,037	9,591
Total Pasivo No Corriente	31,218	22,036	50,506	150,692	112,561
Total Pasivo	92,293	79,774	125,663	222,618	271,903
Capital	198,881	206,759	206,759	206,759	206,759
Capital Adicional	4,998	7	7	7	7
Reservas Legales	42,780	42,780	42,780	17,958	23,643
Otras Reservas	0	0	0	81,536	81,041
Resultados Acumulados	62,069	96,406	80,255	61,935	16,256
Total Patrimonio Neto	308,728	345,952	329,801	368,195	327,706
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	401,021	425,726	455,464	590,813	599,609

La información del 2006 al 2009 corresponde a información anual auditada. La información del 2010 es trimestral no auditada, al 31 de marzo del 2010. Fuente: CONSEV.

Tabla 11
Estado de Resultados (en Miles de Nuevos Soles)

Estado de Ganancias y Pérdidas	2006	2007	2008	2009	2010 Q1
Ventas Netas (ingresos operacionales)	182275	186425	188096	256747	78262
Otros Ingresos Operacionales	0	0	1265	18045	0
Total de Ingresos Brutos	182275	186425	189361	274792	78262
Costo de Ventas (Operacionales)	-105012	-111502	-125141	-170293	-48853
Total Costos Operacionales	-105012	-111502	-125141	-170293	-48853
Utilidad Bruta	77263	74923	64220	104499	29409
Gastos de Ventas	-2791	-2425	-5376	-6375	-3162
Gastos de Administración	-24076	-19699	-22327	-12819	-3163
Ganancia (Pérdida) por Venta de Activos	95	56	0	0	132
Otros Ingresos	7640	11608	4426	7392	1610
Otros Gastos	-4663	-3273	-4513	-5711	-3990
Utilidad Operativa	53468	61190	36430	86986	20836
Ingresos Financieros	8407	3945	447	1721	1426
Gastos Financieros	-11813	-7662	-4701	-12742	-3311
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a	50062	57473	32176	75965	18951
Participación de los trabajadores	-6133	-5896	-3279	-8131	-1889
Impuesto a la Renta	-8279	-7960	-4426	-10976	-2551
Utilidad (Pérdida) Neta de Actividades Continuas	35650	43617	24471	56858	14511
Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio	35650	43617	24471	56858	14511

La información del 2006 al 2009 corresponde a información anual auditada. La información del 2010 es trimestral no auditada, al 31 de marzo del 2010. Fuente: CONSEV.

Tabla 12
Flujo de Caja Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

Flujo de Caja Proyectado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	219,744	224,139	228,622	230,908	233,217	235,549	237,904
Costo de Ventas	147,228	149,052	150,890	151,245	151,591	151,929	152,259
Margen Bruto	72,515	75,086	77,731	79,663	81,626	83,620	85,646
Gastos Administrativos	15,382	15,129	14,860	14,432	13,993	14,133	14,274
Gastos de Ventas	11,778	11,552	11,317	10,965	10,611	10,635	10,658
EBIT	45,355	48,406	51,554	54,266	57,022	58,852	60,713
Impuestos	6,803	7,261	7,733	8,140	8,553	8,828	9,107
Depreciación	21,807	21,564	21,333	21,114	20,906	20,709	20,521
NOPAT	60,358	62,709	65,154	67,241	69,375	70,733	72,127
CAPEX	16,954	16,954	16,954	16,954	16,954	16,954	16,954
Inversión de Capital de Trabajo Operativo	-4,071	1,680	1,718	993	1,005	1,018	1,030
Perpetuidad							758,895
Flujo de Caja Libre	47,475	47,435	49,919	51,280	53,426	54,796	815,099
VAN	690,458						

Se estima ventas utilizando el promedio de los precios de azúcar refinada global deestacionalizadas de los últimos 5 años y 2% de crecimiento en la producción anual durante 2010 – 2012 y 1% anual 2013 – 2016. Los costos de ventas se considera el promedio de los últimos 2 años y una reducción de porcentaje sobre ventas en 0.5% anual hasta 2016. Los gastos administrativos y de ventas se estima reducir 0.25% sobre ventas anualmente hasta 2014 debido al enfoque en reducción de costos. La tasa de impuestos mantiene en 15%. Se estima CAPEX constante por un monto igual al promedio de los últimos 3 años. El VAN se calcula con una tasa de descuento de 8.48%, asumiendo tasa de bono soberano de 8.20%, riesgo del país de 1.18%, tasa libre de riesgo de 4.8%, beta de la industria de .68, retorno del mercado de 10.99% y costo de deuda de 6.72%. Se considera una tasa de crecimiento a perpetuidad de 1%, consistente con el crecimiento de los flujos de caja en los últimos años y las características de la industria. Fuentes: USDA, Entrevista con Decourt, Economatica, NYU Country Default Spreads, MEF, BCRP.

Tabla 13
Balance General Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

Balance General Proyectado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo	3,362	3,429	3,498	3,533	3,568	3,604	3,640
Inventarios	57,133	58,276	59,442	60,036	60,636	61,243	61,855
Cuentas por Cobrar	41,751	42,586	43,438	43,872	44,311	44,754	45,202
Total Activo Corriente	102,247	104,292	106,378	107,441	108,516	109,601	110,697
Activo Fijo Neto	431,278	426,668	422,288	418,128	414,175	410,421	406,854
Inversiones Finacieras	91,274	122,839	159,840	196,296	231,690	265,028	296,018
Intangibles	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367
Activo Total	626,165	655,165	689,873	723,233	755,748	786,416	814,936
Deuda Financiera Corto Plazo	43,949	44,828	45,724	46,182	46,643	47,110	47,581
Deuda a Proveedores Corto Plazo	29,446	29,810	30,178	30,249	30,318	30,386	30,452
Deuda Financiero LP Porción Corto Plazo	22,476	18,430	20,273	22,301	24,531	26,984	29,682
Pasivo Corriente	95,871	93,069	96,176	98,731	101,492	104,480	107,715
Prestamos a Largo Plazo	65,823	72,405	79,646	87,610	96,372	106,009	116,610
Impuesto de la Renta, Participaciones y otras cuentas	70,420	70,420	70,420	70,420	70,420	70,420	70,420
Pasivo No Corriente	136,243	142,825	150,066	158,030	166,792	176,429	187,030
Pasivo Total	232,114	235,894	246,242	256,762	268,284	280,908	294,745
Capital Social	206,766	206,766	206,766	206,766	206,766	206,766	206,766
Reservas Legales	20,543	23,065	25,501	27,785	29,884	31,688	33,157
Otras Reservas	81,041	81,041	81,041	81,041	81,041	81,041	81,041
Utilidades Retenidas	85,702	108,399	130,323	150,879	169,773	186,013	199,228
Patrimonio Neto	394,052	419,271	443,631	466,471	487,464	505,508	520,191
Pasivo + Patrimonio Neto	626,165	655,165	689,873	723,233	755,748	786,416	814,936

Se estima efectivo, inventarios y cuentas por cobrar utilizando los porcentajes promedios sobre ventas de los últimos 3, 3 y 2 años. Se estima que intangibles se mantiene. Deuda financiera a corto plazo se estima con el promedio sobre ventas de los últimos 5 años. Préstamos a largo plazo se estima aumentar 10% por año. Impuestos de la renta corriente se mantiene. Se estima que los únicos cambios en el patrimonio son los aumentos en las utilidades retenidas, aumentado por la utilidad neta. Fuentes: Entrevista con Decourt, Economatica.

Tabla 14
Estado de Resultados Proyectado (en Miles de Nuevos Soles)

Estado de Ganancias y Perdidas Proyectado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas	219,744	224,139	228,622	230,908	233,217	235,549	237,904
Costo de Ventas	147,228	149,052	150,890	151,245	151,591	151,929	152,259
Utilidad Bruta	72,515	75,086	77,731	79,663	81,626	83,620	85,646
Gastos Administrativos	15,382	15,129	14,860	14,432	13,993	14,133	14,274
Gastos de Ventas	11,778	11,552	11,317	10,965	10,611	10,635	10,658
Otros Ingresos (Gastos)	19,726	19,726	19,726	19,726	19,726	19,726	19,726
Utilidad Operativa	65,081	68,132	71,280	73,992	76,748	78,578	80,439
Ingresos Financieros	7,554	7,554	7,554	7,554	7,554	7,554	7,554
Gastos Financieros	38,836	42,719	46,991	51,690	56,859	62,545	68,800
Resultado antes de Participaciones y del Impuestos	33,800	32,966	31,843	29,856	27,442	23,587	19,194
Participación de los Trabajadores	2,873	2,802	2,707	2,538	2,333	2,005	1,631
Impuestos de la Renta	5,070	4,945	4,776	4,478	4,116	3,538	2,879
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	25,857	25,219	24,360	22,840	20,993	18,044	14,683

Se estima ventas utilizando el promedio de los precios de azúcar refinada global desestacionalizadas de los últimos 5 años y 2% de crecimiento en la producción anual durante 2010 – 2012 y 1% anual 2013 – 2016. Los costos de ventas se considera el promedio de los últimos 2 años y una reducción de porcentaje sobre ventas en 0.5% anual hasta 2016. Los gastos administrativos y de ventas se estima reducir 0.25% sobre ventas anualmente hasta 2014 debido al enfoque en reducción de costos. La tasa de impuestos mantiene en 15%. Se estima que otros ingresos y ingresos financieros se mantiene en el nivel de 2009. Se calcula que los gastos financieros se mantienen en el porcentaje sobre las obligaciones financieras del promedio de los 5 años. Fuentes: USDA, Entrevista con Decourt, Económica.