

# Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

## ECO ACUÍCOLA S.A.C.

Lima, Perú

### Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 02 de febrero de 2018

#### Contacto:

(511) 616 0400

Carmen Alvarado

Analista

[calvarado@equilibrium.com.pe](mailto:calvarado@equilibrium.com.pe)

Hugo Barba

Analista

[hbarba@equilibrium.com.pe](mailto:hbarba@equilibrium.com.pe)

\*Para mayor información sobre la definición de la categoría otorgada, remitirse al Anexo I.

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o 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.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015 y 2016 de Eco Acuícola S.A.C. y Subsidiaria, así como Estados Financieros No Auditados al 30 de setiembre de 2016 y 2017. Además, se utilizaron los estados financieros reexpresados al 31 de diciembre de 2014 y 2015, y al 30 de setiembre de 2016, haciendo retroactivas las modificaciones a la NIC 41 para fines comparativos. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

**Fundamento:** Luego del análisis realizado, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió otorgar la categoría EQL 2.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Eco Acuícola S.A.C. (en adelante ECOSAC o la Compañía). Cabe señalar que el análisis realizado por Equilibrium hace referencia a las cifras de Eco Acuícola S.A.C. y Subsidiaria.

La decisión del Comité se sustenta en la experiencia de la Compañía en la comercialización tanto de productos agrícolas como de langostinos, destacando en el caso de los primeros el pimiento en conserva y la uva. Se pondera igualmente para la clasificación base de la Compañía el hecho que ésta mantenga una cartera diversificada de clientes, con algunos de los cuales mantiene una relación comercial de largo plazo, lo cual se plasma en la participación de mercado que ostentan en las exportaciones de uva, pimiento y langostinos. Por otro lado, se destaca el marco regulatorio peruano que beneficia al sector exportador a través del *draw-back* y los beneficios tributarios con los que cuentan las empresas del sector agrícola en relación al impuesto a la renta. Resultan positivos también los ahorros en costos obtenidos a partir de las sinergias que ha logrado la Compañía con la formación de un consorcio para negociar los precios de traslado de los contenedores con las navieras. No menos importante resulta el reciente reperfilamiento de sus pasivos, así como la aprobación, en Junta General de Accionistas de fecha 27 de diciembre de 2017, de la Política de Buen Gobierno Corporativo, incluyendo las Normas Internas de

### Instrumento

Instrumentos de Corto Plazo

### Clasificación\*

(nueva)  
EQL 2.pe

Conducta, la Política de Directores Independientes, la Política de Dividendos, la Política de Sucesión y los Lineamientos del Plan Estratégico al 2023.

Respecto de la clasificación de la Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo hasta por US\$7.5 millones, se pondera de manera favorable la constitución de una garantía mobiliaria de US\$ 15 millones sobre Certificados de Participación por US\$7.5 millones, los mismos que estarán garantizados por un fideicomiso de flujos que incorporará la cobranza futura de exportaciones de uva correspondientes a 10 clientes, estableciéndose una condición de cobertura de 2 a 1 entre los Certificados de Participación y los documentos de compraventa, derechos de cobro y flujos dinerarios, mientras que el respaldo que los Certificados de Participación brindarán a la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo será 1 a 1.

Sin perjuicio de los factores antes explicados, a la fecha limita a ECOSAC el poder contar con una mayor clasificación los ajustados indicadores de liquidez que registra la Compañía, lo cual cobra mayor importancia dada la elevada utilización de las líneas de crédito que presenta (93.86% al 30 de setiembre de 2017). A esto se suma la alta palanca financiera (deuda financiera/EBITDA) que muestra al corte de análisis, la misma que, si bien disminuye en relación al ejercicio previo debido a un aumento en la generación del negocio a mayor velocidad que la deuda, la misma se mantiene todavía en un rango alto y por encima de otras compañías comparables del sector. Sobre este punto es importante indicar que, según lo manifestado por la Gerencia de la

Compañía, la palanca financiera se mantiene dentro del rango objetivo, manteniendo como política interna que la misma no supere 5.0 veces. Al mismo tiempo, la Gerencia manifiesta que dicha palanca recoge la inversión efectuada a lo largo del ejercicio anterior en la sustitución de cultivos, lo cual en el mediano plazo les permitiría mejorar de manera importante la generación respecto de lo estimado previo a dicho cambio, producto de la variación de los precios de la uva en el mercado internacional.

Se ponderó igualmente el ajuste en las proyecciones financieras contempladas por Equilibrium en su momento para el cierre del ejercicio 2017, lo cual, aunado al alto nivel del ciclo de conversión de efectivo (371 días al 30 de setiembre de 2017), se traduce en una mayor necesidad de capital de trabajo para la Compañía y por lo tanto en un incremento de la palanca financiera. Si la generación no crece al nivel proyectado por ECOSAC durante el 2018, la palanca financiera podría verse afectada, cobrando esto mayor relevancia toda vez que la Compañía tiene resguardos financieros que cumplir con distintos acreedores, entre ellos el Banco alemán DEG y Metlife.

Entre los principales hechos de relevancia del periodo, es importante mencionar que en el mes de setiembre de 2017 se firmó un protocolo sanitario con China para la exportación de langostinos congelados, siendo ECOSAC una de las empresas peruanas calificadas. Por otro lado, es de señalar que el 20 de octubre de 2017, se realizó el desembolso de un préstamo de largo plazo (13 años) por parte de Metlife por US\$32.0 millones, el mismo que ha permitido a la Compañía reperfilar sus pasivos financieros, destinado los recursos a pagar deuda de corto y mediano plazo con Scotiabank, Banco Financiero, BBVA, Comercio, Interbank y Abaco.

Además, es de señalar que para desarrollar el negocio agrícola ECOSAC cuenta con 5,891 hectáreas propias de terreno ubicadas en Chapairá, Piura, a unos 60 km del Puerto de Paita, de las cuales el 44.83% se encuentra sembradas y el resto constituye una importante reserva de expansión. Cuenta igualmente con una estación de bombeo en el Río Piura y 11 pozos tubulares. Además, se encuentra ubicada en el área de influencia de la Represa de Ejidos, lo que le permite reducir el riesgo de escasez de agua. En cuanto al riesgo de inundación por el desborde del río, se debe señalar que el Fundo se encuentra a una altitud de 47 MSNM, mientras que el río Piura en esta zona se encuentra a 32 MSNM. En este sentido, en los Fenómenos El Niño ocurridos en los años 1983, 1998 y 2017 las cotas máximas del río llegaron a 39 MSNM, no afectando la infraestructura del Fundo, aunque si se vio afectada la productividad en el cultivo de la uva por los cambios en el clima. En cuanto al riesgo de inundación por precipitaciones, la infraestructura de canales, pozas, reservorios, drenajes, drenes y quebradas del fundo está diseñada para canalizar las aguas pluviales y regresarlas al río Piura.

Finalmente, al corte de análisis, la Compañía mantiene como principal reto reducir la palanca financiera y mantener el crecimiento sostenido del EBITDA en los siguientes ejercicios, en línea con las proyecciones remitidas. En este sentido, desviaciones importantes sobre las mismas podría afectar la categoría de riesgo otorgada a la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo.

Equilibrium continuará monitoreando la evolución de los indicadores financieros de ECOSAC, comunicando oportunamente cualquier cambio en el riesgo del mismo.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Clasificación:**

- Reducción sostenida en la Palanca Financiera de la Compañía.
- Mejora en los indicadores de liquidez, con énfasis en el Flujo de Caja Mensualizado, sumado a una mayor disponibilidad de líneas con el sistema financiero.
- Mayor holgura en la cobertura del Servicio de Deuda tanto con el Flujo de Caja Operativo como con el EBITDA.

#### **Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Clasificación:**

- Aumento sostenido en la palanca financiera que supere los niveles que registra al corte de análisis.
- Incumplimiento o retrasos materiales en el pago de alguno/s de los clientes con mayor participación dentro de las ventas de la Compañía.
- Incumplimiento o retraso en el pago de alguna de las 10 empresas compradoras de uva cuyos contratos de cobranza se incorporarán al Fideicomiso de Flujos que garantizarán los Certificados de Participación y que a su vez respaldan la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo.
- Ajuste en el Flujo de Caja Operativo, no cumpliendo con las proyecciones remitidas.
- Cualquier evento de riesgo del sector (precios, clima, entre otros) que pueda limitar la producción o generación futura.

#### **Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- La empresa no cuenta con notas a los Estados Financieros trimestrales interinos.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

ECOSAC inició sus operaciones en Piura el 12 de diciembre de 2001, dedicándose al negocio acuícola y agroindustrial, realizando para ello las actividades de siembra, conducción, cosecha de cultivos, procesamiento, almacenamiento, empaque y distribución para la exportación y cobranza de langostinos, uva y pimientos principalmente, llegando aproximadamente a 34 destinos internacionales.

Cabe indicar que, en Junta General de Accionistas de fecha 27 de diciembre de 2017, se realizaron cambios al estatuto de Eco Acuícola S.A.C. En este sentido, la sociedad podrá garantizar el cumplimiento de obligaciones de empresas vinculadas sin límite alguno y asumir las obligaciones que se establezcan en los contratos o instrumentos en los que participe como garante, fiador o avalista. Asimismo, la empresa podrá emitir o invertir en valores mobiliarios.

La operación del negocio agrícola la realiza a través de la subsidiaria ECOSAC Agrícola, la misma que se constituyó el 24 de abril de 2014 e inició actividades el 15 de mayo de 2014. Las ventas se realizan a través de distribuidores que atienden el mercado de *Food Service*, así como directamente al Sector *Retail* (supermercados) a través de alianzas con productores de diferentes partes del mundo que le permiten abastecer a los *retailers* todo el año.

La Compañía produce y exporta a través de Eco Acuícola S.A.C. langostinos congelados enteros, cola de langostinos y langostinos con valor agregado. Por el lado agrícola, sus principales productos de exportación son la uva con distintas variedades, de las cuales dos de ellas son con semilla, destacando la uva Red Globe; mientras que dentro de las variedades sin semilla se encuentran Royal Globe, Crimson, Thompson, entre otras. Destaca también el pimiento con sus variedades piquillo, morrón y páprika; exportándose en conserva y seco. Entre otros productos con menor participación se encuentra la palta.

Es importante mencionar que en Junta General de Accionistas de fecha 27 de diciembre de 2017, se aprobó el Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo en el Mercado de Valores hasta por un monto máximo en circulación de US\$15.0 millones, así como la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo hasta por US\$7.5 millones.

### Grupo Económico

ECOSAC forma parte de un grupo de empresas pertenecientes al grupo económico Costa del Sol relacionado a la familia Mustafá Aguinaga, el mismo que tiene operaciones en los sectores agrícola, industrial, hotelero y automotriz, incursionando recientemente en la administración de centros comerciales. La relación de ECOSAC con estas empresas se da a través de sus accionistas. Las principales empresas se detallan a continuación:

- *Ecosac Agrícola*

Subsidiaria directa de Eco Acuícola S.A.C. - ECOSAC, la misma que tiene una participación de 99.99% en su capital social. Participan además Mario Mustafá Aguinaga y Guillermo León Arámbulo.

- *Promotora y Servicios Lambayeque S.A.C. – Proserla*  
Empresa agrícola ubicada en Lambayeque dedicada a la producción y comercialización de uva, mango y palta. Tiene a su cargo la subsidiaria Jayanca Fruits. ECOSAC exporta algunos de sus productos, habilitando para ello ciertos anticipos. Asimismo, Proserla le vende plantas de uva.

- *Alsurs Perú y Agrícola Alsur Cusco*  
Empresas Agroindustriales ubicadas en Arequipa y Cusco dedicadas a la producción y procesamiento de la alcachofa.

- *La Bocana*  
Empresa langostinera ubicada en Tumbes.

- *Costa del Sol*  
Empresa de la rama hotelera que opera nueve hoteles bajo la marca Costa del Sol y con la franquicia internacional WYDHAM de cuatro y cinco estrellas, respectivamente. Tiene bajo su operación otras empresas del ramo como Turismo Costa del Sol. Adicionalmente viene desarrollando su marca Intiotel de tres estrellas, operando a la fecha dos hoteles bajo la mencionada denominación.

- *Interamericana*  
Empresa automotriz que opera en el norte del país (Piura y Chiclayo). Comercializa marcas como Kia, Mitsubishi, Volkswagen, Cherry y Dongfeng Trucks, contando a la fecha con 15 tiendas.

### Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe.

### Operaciones Productivas

La producción y el procesamiento tanto del langostino como de los productos agrícolas se desarrollan en un Fundo localizado en el caserío Chapairá a 10 Km del casco urbano de la Ciudad de Piura y a 1.5 Km de la zona más cercana del Río Piura, en una extensión aproximada de 6,000 hectáreas, de las cuales aproximadamente 2,400 se encuentran cultivadas y el resto constituye una importante reserva por desarrollar. El área cultivada aproximada de los distintos productos de exportación se muestra en el siguiente cuadro:

Producto	Hectáreas				
	2013	2014	2015	2016	2017 (*)
Langostino	298	403	503	503	503
Pimiento Piquillo	247	293	215	580	580
Pimiento Morrón	69	137	186	132	132
Páprika	250	70	144	0	0
Cristal / Bola	12	20	52	11	11
Maíz	101	-	-	-	-
Quinua / Algodón	-	216	195	-	-
Uva con pepa	228	279	345	324	222
Uva sin pepa	158	208	251	554	784
Palta	43	51	101	145	102
<b>Total</b>	<b>1,406</b>	<b>1,677</b>	<b>1,992</b>	<b>2,249</b>	<b>2,334</b>

(\*) Estimado

Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

En relación a los períodos de siembra y de cosecha, el langostino se cosecha en una sola campaña -a diferencia de Tumbes que cuenta con dos campañas- entre los meses de febrero a julio, toda vez que en los meses fríos el langostino no alcanza el peso necesario para exportación. Por el lado de la uva, se poda de mayo a julio y se cosecha de setiembre a diciembre, mientras que, en el caso de los pimientos, se siembra de abril a agosto y se cosecha de julio a diciembre. El cultivo con mayor riesgo de afectación a fenómenos climáticos como El Niño es la uva; sin embargo, sólo el 5% se cosecha en el mes de enero, mientras que en caso del pimiento sólo el 3% se cosecha en el mes de diciembre.

En cuanto a la infraestructura de riego con la que cuenta el fundo, ECOSAC utiliza una estación de bombeo principal a 800 metros fuera del mismo, a 700 metros del Río Piura. Asimismo, se encuentra en el área de influencia de la Represa de los Ejidos. Adicionalmente, cuenta con 11 pozos tubulares y nueve por perforar.

El Fundo se encuentra ubicado a 47 MSNM, mientras que el Río Piura en su zona más próxima se encuentra a 32 MSNM, habiendo alcanzado 39 MSNM la altitud máxima en los Fenómenos El Niño del 1984, 1998 y en el Fenómeno El Niño Costero de 2017, lo cual mitiga el riesgo de inundación por desborde del río. En cuanto al riesgo de inundación por precipitaciones, la infraestructura de canales, pozas, reservorios, drenajes, drenes y quebradas está diseñada para canalizar las aguas pluviales y regresarlas al Río Piura. En este sentido, cabe mencionar que, durante el Fenómeno El Niño Costero 2017, si bien el área cultivada no sufrió daños, se tuvieron daños en vías internas y en la productividad de la uva.

Para el procesamiento de los productos cultivados, ECOSAC cuenta con tres plantas: de langostinos, de frutas y de conservas, con capacidad de planta de 70, 480 y 140 TM por día, respectivamente, con una capacidad utilizada de 100%. Es importante mencionar, además, que Eco Acuícola SAC y ECOSAC Agrícola tienen aseguradas las tres plantas de proceso; las instalaciones y equipamiento agrícola; las instalaciones y equipamiento langostinero; y, las existencias hasta por US\$81.6 millones con la aseguradora Mapfre.

### Mercado y Competencia

En relación a la participación de mercado de Eco Acuícola S.A.C. y ECOSAC Agrícola en los distintos productos de exportación que ofrece, al 31 de diciembre de 2016 se tiene el siguiente detalle:

Producto	US\$ FOB 2016 (millones)			
	Perú	ECOSAC	% de Particip.	Posición en el Sector
Langostinos	155.3	10.5	6.7%	4
Pimiento Morrón	84.3	5.9	7.0%	4
Pimiento Piquillo	51.5	17.6	34.1%	1
Uvas	661.0	40.2	6.1%	3

Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de setiembre de 2017, ECOSAC ocupa la tercera posición con 12.1% del mercado de exportación de langostinos, la segunda posición con 31.3% en la exportación de

conservas de pimiento piquillo, la quinta posición con 7.5% de la exportación de conservas de pimiento morrón y la sexta posición con 3.4% del mercado en la exportación de la uva.

Por país destino, más del 90% de las ventas de langostinos van dirigidas a los Estados Unidos, concentrando los 10 principales clientes la participación antes mencionada. En cuanto a los pimientos, la cartera de clientes asciende a aproximadamente 40 para conserva, siendo el mercado más importante España con la exportación de pimiento piquillo, en la cual ECOSAC es líder en el mercado peruano. El 80% aproximadamente de las ventas se dirigen a los 10 principales clientes. Por el lado de la uva, el mercado está más diversificado por país destino llegando a unos 35 países, mientras que la cartera de clientes asciende a 45 aproximadamente.

### ANÁLISIS FINANCIERO

Previo al análisis financiero, es de mencionar que para fines comparativos se utilizaron los estados financieros reexpresados al 31 de diciembre de 2015 y 2016, y al 30 de setiembre de 2016, considerando de manera retroactiva los últimos cambios en la NIC 41.

#### Activos y Liquidez

Al 30 de setiembre de 2017, el activo total de ECOSAC asciende a US\$339.20 millones, el mismo que disminuye en 21.82% respecto de setiembre de 2016 (+3.53% en los primeros nueve meses de 2017), lo cual se explica principalmente por la cuenta activos biológicos de largo plazo que se registraba a setiembre de 2016 (US\$108.63 millones), toda vez que a raíz de la aplicación de los cambios en la NIC 41, a partir de los estados financieros auditados del ejercicio 2016, dicha partida ya no se registra en el largo plazo.

El activo corriente se incrementa en 6.32% en los últimos 12 meses (+1.29% al tercer trimestre del año). Este incremento en los activos de corto plazo, se sustenta en el mayor saldo registrado en las cuentas por cobrar comerciales que se incrementan en US\$7.45 millones (+93.26%) en línea con el crecimiento en el nivel de ventas principalmente de langostino, sin embargo, retrocede en los primeros nueve meses del año (-48.86%), considerando que las cobranzas de las últimas campañas de uva y pimiento (piquillo y morrón) se concentran en mayor proporción en el primer semestre del año. Además, coadyuvaron al incremento en el saldo, el mayor nivel de existencias en US\$5.52 millones (+10.57% interanualmente y 33.61% en el ejercicio) relacionado con los mayores inventarios de conservas de pimiento que se registraron, así como de mayores productos en proceso en proceso por las campañas que se encuentran en curso de pimiento y uva, y al mayor saldo en caja y bancos (+37.95% interanualmente).

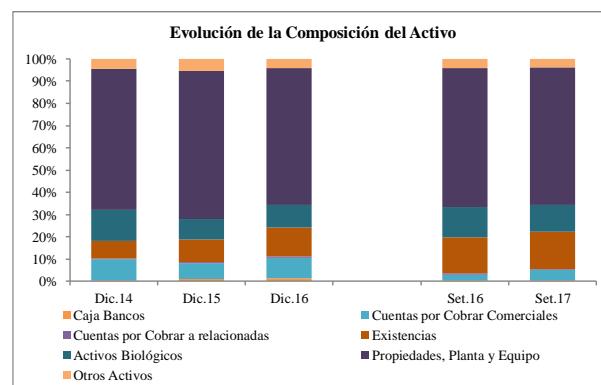
Por otra parte, mitigaron los incrementos en las cuentas del activo explicadas en el párrafo previo, la disminución en US\$3.66 millones (-8.37% en términos interanuales) en el activo biológico de activo corriente, reflejando una menor productividad en el cultivo de uva por efecto del Fenómeno del Niño Costero. Sin embargo, crece respecto de diciembre de 2016 (+20.04%) reflejando las mayores hectáreas sembradas. Cabe mencionar que el activo biológico registra el

margen de contribución a obtener por la crianza de langostinos en proceso, así como por los cultivos permanentes como uva y palta, y los rotativos como el pimiento, por lo cual el incremento en esta cuenta se da por los mayores productos en proceso y el incremento en la productividad.

Es de señalar que la cuenta de fondos restringidos incluye las cobranzas depositadas en las cuentas del Fideicomiso celebrado con ACRES Sociedad Titulizadora S.A., como garantía de las emisiones privadas de Papeles Comerciales, la misma que se reduce al destinarse los fondos al pago de la Tercera Emisión Privada de Papeles Comerciales que se realizó en noviembre de 2017.

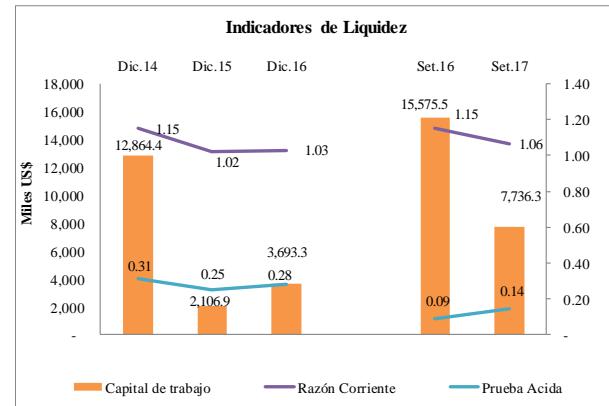
Por el lado de las cuentas por cobrar a relacionadas, se registran operaciones con las siguientes empresas: Costa del Sol, La Bocana, Proserla, Jayanca Fruits y Agrícola Santa Angela, principalmente. Dichas cuentas por cobrar ascendieron a US\$1.22 millones, menor en 59.23% en relación a setiembre de 2016.

En tanto en el activo no corriente, la cuenta propiedades, planta y equipo a setiembre de 2017 se incrementa interanualmente en 3.12% reflejando principalmente, las nuevas plantaciones de uva que se encuentran en estadio de formación. A continuación, se puede apreciar la evolución en la composición del activo de los últimos períodos:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

Respecto al análisis de la capacidad de pago de ECOSAC en el corto plazo, se evidencia un deterioro en los indicadores de liquidez entre setiembre de 2016 y setiembre de 2017, aunque estos mejoran en relación al mes de diciembre de 2016. De esta manera, el ratio de liquidez corriente pasó de 1.15 veces a setiembre de 2016 a 1.06 veces a setiembre de 2017, mientras que al cierre de 2016 fue de 1.03 veces. Sin embargo, el ratio de prueba ácida se situó en 0.14 veces, cuando fue de 0.09 veces a setiembre de 2016 y 0.28 veces al cierre del periodo. En relación al capital de trabajo, el mismo ascendió a US\$7.74 millones al 30 de setiembre de 2017, disminuyendo en US\$7.84 millones en relación al mismo periodo del año anterior, producto del mayor pasivo corriente por la emisión de papeles comerciales. El capital de trabajo refleja principalmente el nivel de existencias y activo biológico de la Compañía. La evolución en el capital de trabajo, razón corriente y prueba ácida, se muestra en el cuadro siguiente.

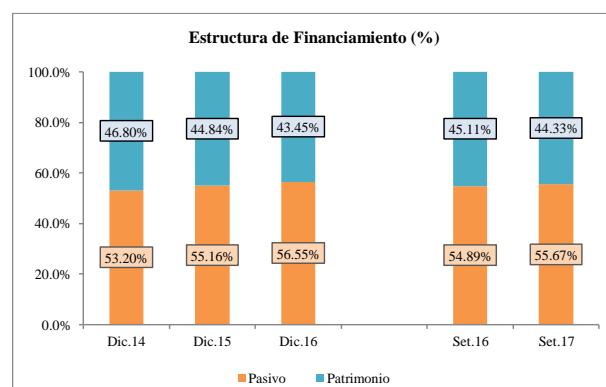


Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

El ciclo de conversión de efectivo se ubicó en 371 días al 30 de setiembre de 2017, por debajo de los 451 días registrados en el mismo periodo de 2016. Sin embargo, el mismo se encuentra por encima de lo registrado al cierre del ejercicio anterior (205 días), conllevo a mayores necesidades de capital de trabajo, lo cual constituye un mayor riesgo considerando los ajustados indicadores de liquidez y la reducida disponibilidad de líneas de crédito con las que cuenta la Compañía (utilización de 92.52% a setiembre de 2017). La mayor necesidad de capital de trabajo se explica por los requerimientos para el cultivo de uva, que en gran parte se encuentran en tercera cosecha.

### Estructura Financiera y Solvencia

Al 30 de setiembre de 2017, el pasivo de ECOSAC se incrementa en 5.77%, mientras que el patrimonio solo en 2.48%. Esto último como consecuencia del menor resultado del ejercicio (-25.71%), que si bien fue contrarrestado por el incremento de los resultados acumulados (+18.60%), limitó su crecimiento. En este sentido, el patrimonio paso de representar 45.11% en setiembre de 2016 a 44.33% en el corte de análisis. La evolución en la estructura financiera se puede ver a continuación:

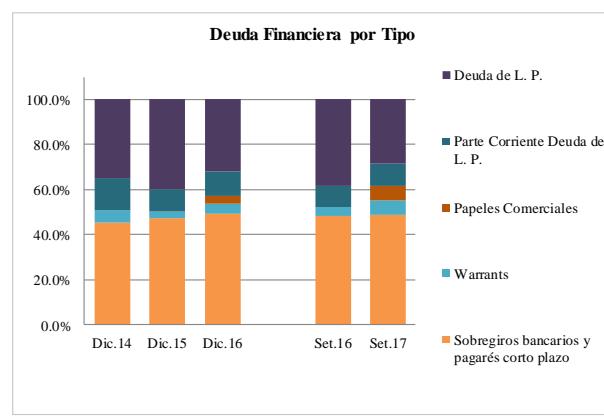


Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

En relación al pasivo, el pasivo corriente asciende a US\$119.40 millones y se incrementó interanualmente en 14.80% en línea con las emisiones de papeles comerciales que no registran saldo a setiembre 2016. Se debe destacar, que la parte corriente de la deuda a largo plazo pasa de US\$11.71 millones a US\$12.86 millones en los últimos doce meses, manteniéndose en un nivel elevado en relación a la capacidad de generación de efectivo de la Compañía.

En el pasivo no corriente, se registra una disminución de 6.83% en los últimos 12 meses, situándose en US\$69.42 millones al 30 de setiembre de 2017, esto principalmente por un menor saldo en obligaciones financieras de largo plazo (-26.10%), debido a la cancelación del préstamo que se tenía con Responsability, así como amortizaciones que se pagaron al Banco Alemán DEG, Interbank y Bancolombia, entre otros menores. Asimismo, se registraron menores saldos en impuestos diferidos (-19.85%) y otras cuentas por pagar (-39.89%) que registra un préstamo de accionistas por US\$5.92 millones. Por otro lado, hubieron cuentas que contrarrestaron parcialmente la reducción en el pasivo no corriente, siendo la principal las ventas diferidas que ascendieron a US\$9.28 millones, en vista que a setiembre de 2016 no se tenían saldos por este concepto, debido a que estas se generan después del cierre de campaña de la uva en marzo y, al cierre del año, ya se encuentran liquidadas. Asimismo, las cuentas por pagar a relacionadas (+80.63%) y cuentas por pagar comerciales (47.10%), contrarrestaron la caída en el pasivo corriente.

La deuda financiera se constituye en la principal cuenta del pasivo con el 30.67% del total de los activos, no registrándose mayores variaciones a nivel interanual, sin embargo, se registra una disminución con respecto a diciembre de 2017 de 6.36%, reflejando estacionalidad, pues en el último trimestre del año se hace necesario más capital de trabajo para financiar las campañas de uva y pimiento. En este sentido, préstamos de corto plazo revolventes, concentran el 48.79% del total de la deuda financiera, seguido de préstamos de largo plazo (28.21%), parte corriente de la deuda de largo plazo (10.30%), papeles comerciales (6.43%) y warrants (6.27%). En este punto, es importante resaltar que desde el ejercicio 2016 la Compañía ha participado activamente en la colocación de Papeles Comerciales, habiéndose realizado a la fecha cinco emisiones privadas por un total de US\$16.58 millones, en vista de la mayor necesidad de capital de trabajo y la elevada utilización de sus líneas de crédito. Del total mencionado, US\$12.08 millones fueron emitidos a setiembre de 2017, estando vigentes dos de las emisiones (Cuarta y Quinta) por un total de US\$8 millones. En el siguiente cuadro se detalla la estructura de la deuda financiera:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

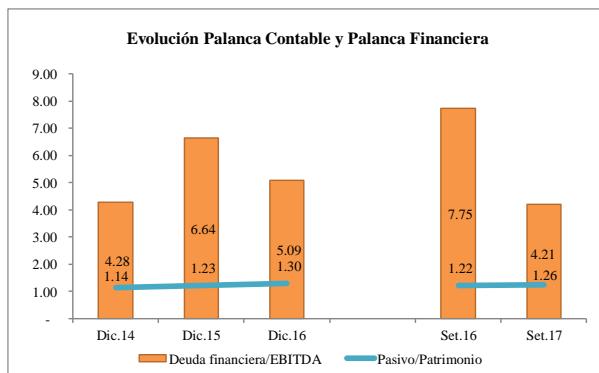
En el detalle de las obligaciones financieras de largo plazo a setiembre de 2017 (US\$35.24 millones), se tiene que la mayor concentración se mantiene con el Banco DEG por US\$19.64 millones, destinado a financiar 100 hectáreas de langostino, 440 hectáreas de uva y 16 pozos tubulares; seguido del Banco Continental con US\$5.45 millones, por un

préstamo que fue solicitado para la compra de terrenos; Interbank con US\$4.49 millones correspondiente a créditos de leasing, financiamiento de cultivos y de pozos tubulares; Banco Financiero por US\$ 4.05 millones para el financiamiento de equipos y obras civiles de packing; Banco Pichincha con US\$1.18 millones para la compra de terrenos y Banco GNB por US\$428.40 miles. Cabe destacar que la Compañía tiene que cumplir con *covenants* financieros por el préstamo obtenido de DEG, los mismos que se cumplen al corte de análisis.

Es importante mencionar que posteriormente a la fecha de análisis, el 20 de octubre de 2017 se desembolsó un préstamo por US\$32 millones de la Empresa Metlife a 13 años que permitió pagar deuda de corto y mediano plazo con Scotiabank, Banco Financiero, BBVA, Comercio, Interbank y Abaco. Este préstamo incluye *covenants* financieros que se deberán cumplir a partir del próximo ejercicio. La deuda financiera luego del reperfilamiento de la deuda, con lo fondos provenientes de Metlife asciende a US\$136.60 millones a octubre de 2017.

En el patrimonio se evidencia un incremento interanual de 2.48%, dado principalmente por los mayores resultados acumulados alcanzados (+18.60%), que fue contrarrestado parcialmente por la disminución reflejada en el resultado a setiembre de 2017 en comparación al mismo mes del año anterior (-25.71%). Cabe recordar que la Compañía no ha pagado dividendos desde sus inicios, contando para ello con una política aprobada recientemente la cual consiste en el pago de dividendos de hasta 20% de utilidades de libre disposición de la Compañía. En este punto es relevante precisar también que el último aumento de capital social por parte de los accionistas se realizó en el año 2015, con la capitalización de los resultados del 2014, ascendiendo el mismo a US\$71.6 millones a la fecha del presente informe. Asimismo, como parte del patrimonio se encuentra la cuenta de Revaluación de Activos, la misma que asciende a US\$29.6 millones, como consecuencia de una revaluación de terrenos, instalaciones y construcciones por US\$11.3 millones en 2015 (US\$27.0 millones en el 2014), resultando en un Excedente de Revaluación por US\$8.5 millones (US\$21.3 millones en el 2014). Al respecto, cabe mencionar que el Excedente de Revaluación no puede ser distribuido ni capitalizado mientras no se terminen de depreciar o vender los activos relacionados que dieron origen al excedente.

Debido a la dinámica antes explicada del pasivo y patrimonio la palanca contable se incrementó al tercer trimestre de 2017, al pasar de 1.22 veces de setiembre de 2016 a 1.26 veces a setiembre de 2017, sin embargo, disminuye desde las 1.30 veces registrada al cierre de diciembre de 2016. En el mismo sentido, la palanca financiera pasó de 7.75 veces de setiembre de 2016 a 4.21 veces a setiembre de 2017, de igual manera respecto a diciembre de 2016 cuando fue de 5.09 veces, lo que se explica por el mayor crecimiento de la generación de la Compañía, tal como se evidencia en el gráfico que sigue.

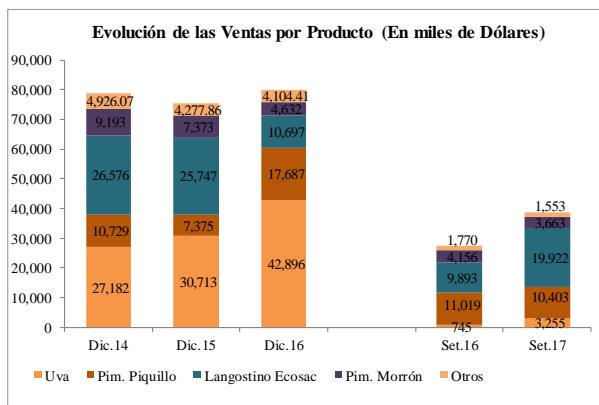


Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

### Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Al 30 de setiembre de 2017, las ventas netas de la Compañía se situaron en US\$40.37 millones, lo cual significa un incremento de 40.43% en comparación al mismo periodo de 2016. Al respecto, las ventas se conforman de la comercialización propia de los productos de la Compañía (96.11%) y la diferencia se genera por la restitución de derechos arancelarios conocido como *drawback* (3.89%), cuentas en las que se registran incrementos de 40.64% y 35.63%, respectivamente.

El importante dinamismo observado en las ventas se da por los mayores ingresos derivados de la exportación de langostinos, que pasaron de US\$9.89 millones al tercer trimestre de 2016 a US\$19.92 millones al 30 de setiembre de 2017 (+101.37%), toda vez que en este periodo no se tuvo el impacto negativo de la mancha blanca (*white spot*), que afectó la productividad de la cosecha anterior del langostino. Asimismo, se obtuvieron mayores ingresos por la venta de uva y de palta, aunque en menor magnitud (+336.83 y 59.67%, respectivamente), a diferencia del pimiento que cayó en 7.30%. En el siguiente gráfico se presenta la evolución de las ventas por producto:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

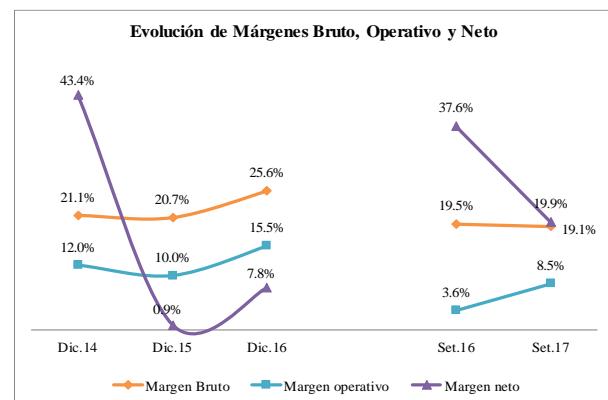
Las ventas por producto al tercer trimestre de 2017 mostraron un comportamiento mixto como se menciona en el párrafo anterior. La uva registra un crecimiento interanual de 336.83% a un nivel de US\$3.26 millones, producto de un crecimiento en hectáreas de 14.6% aproximadamente. Sin embargo, si bien no hubo afectación en la infraestructura productiva debido al Fenómeno del Niño Costero, si se vio afectada la productividad de la uva, al cosechar el fruto con un peso 30% por debajo de lo normal, esto como consecuencia de las fuertes lluvias. Sin embargo, se espera que las liquidaciones que se realizan en el mes de enero y febrero

asuman un mayor precio, no afectando así las ventas. Por otro lado, las ventas de langostinos se incrementaron en 101.37% a un nivel de US\$19.92 millones, reflejando la recuperación del *white spot* como se mencionó anteriormente, mientras que, en el caso de conservas de pimientos, las ventas han disminuido en 7.30% a un nivel de US\$14.07 millones como consecuencia de un menor precio en el mercado, por lo cual la compañía ha preferido incrementar sus inventarios, reduciendo el área sembrada para el próximo año.

En el costo de ventas, se registra un incremento interanual de 41.20% al 30 de setiembre de 2017, situándose en US\$32.66 millones y representando el 80.90% de las ventas, ligeramente por encima de lo que representó en el mismo periodo de 2016 (80.46%), generando que el margen bruto pase de representar del 19.54% al 19.10% en el mismo periodo de análisis.

En lo referido a los gastos de administración, se registra una disminución del 31.92% en los últimos 12 meses, alcanzando los US\$1.82 millones, mientras que los gastos de ventas se incrementan en 28.83% al ubicarse en US\$2.46 millones al tercer trimestre de 2017. La variación en gastos administrativos está relacionada con la implementación de distintos softwares (SAP Business One, Recursos Humanos y Exportaciones) que ha permitido generar ahorros, mientras que por el lado de las ventas, se refleja la recuperación de la campaña del langostino, restituyéndose los gastos comerciales de dicho producto al 100%.

Dada la mayor utilidad bruta y la dinámica de las cuentas de gastos de ventas y administración, se logra un incremento en la utilidad operativa de 231.80% entre ejercicios, con lo cual el margen operativo mejora al pasar de 3.60% a 8.50% en el periodo de análisis (ver gráfico inferior). En este sentido, los principales indicadores de eficiencia mejoraron en relación al mismo periodo de 2016, como el indicador de gastos operativos respecto a ventas que pasa de 15.94% a setiembre de 2016 a 10.60% al corte de análisis.

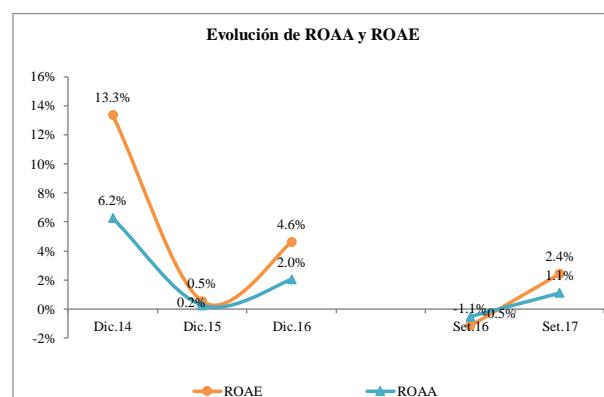


Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

Los gastos financieros de la Compañía ascienden a US\$7.00 millones al 30 de setiembre de 2017, observándose un incremento de 18.335% en relación al tercer trimestre de 2016, lo que se generó por las necesidades de capital de trabajo por el desarrollo normal de la campaña de langostino y las mayores necesidades relacionadas a la campaña de uva, esto último dado que gran parte de los cultivos se encuentran en tercera campaña y requieren de mayor inversión.

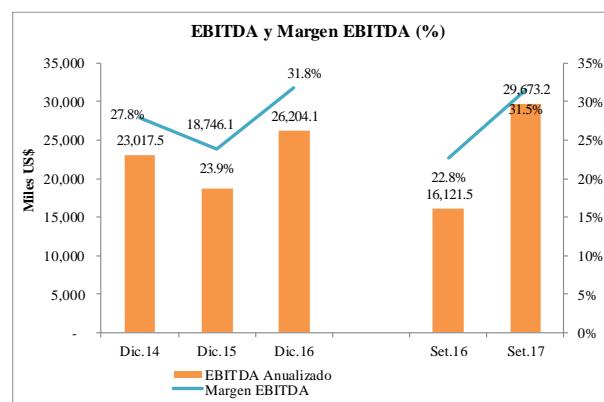
Asimismo, se generaron mayores ingresos extraordinarios, explicados por el reembolso del seguro con Mapfre por los daños registrados a partir del fenómeno El Niño Costero y los ingresos generados por *rebate*. Dichos *rebates* fueron generados por un consorcio formado con otras empresas exportadoras para lograr mejores condiciones en las negociaciones con las navieras, quienes les ofrecen un descuento con el compromiso de que envíen un número de contenedores establecido en un periodo de tiempo determinado.

En cuanto a la valoración de los activos biológicos, estos se situaron en US\$6.69 millones, por debajo en 57.63% respecto a setiembre de 2016, lo cual responde a un crecimiento muy reducido de hectáreas sembradas y a la maduración que va alcanzando la planta de uva, contrarrestando la mejora del margen operativo y los mayores ingresos extraordinarios. Lo anterior conllevó a que la utilidad neta se reduzca en 25.71% en el periodo analizado, logrando un margen neto de 19.89%, por debajo del margen neto obtenido a junio de 2016 de 37.59%. No obstante, lo anterior, se muestra una mejora de los indicadores de rentabilidad, toda vez que el ROAA pasa de -0.53% a 1.09% entre ejercicios, mientras que el ROAE se incrementó de -1.14% a 2.45% en el mismo periodo de análisis, tal como se muestra a continuación:



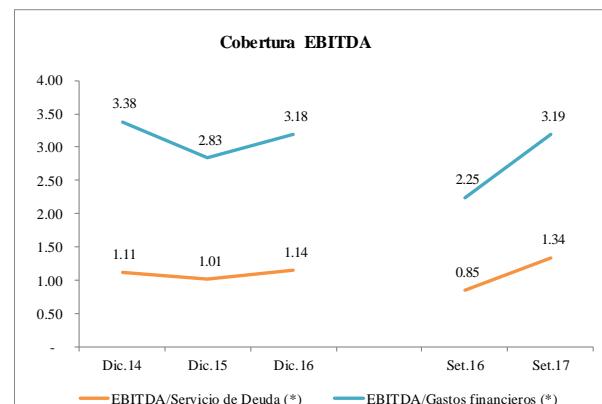
Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

El mejor resultado operativo obtenido por la Compañía, permitió una mejora del EBITDA (sin activos biológicos), el mismo que alcanza los US\$10.99 millones al tercer trimestre de 2017 y US\$29.67 millones en términos anualizados. En este sentido, el margen EBITDA mejora al ubicarse en 31.52%, frente al 22.75% registrado al 30 de setiembre de 2016, como se observa en el siguiente gráfico:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

Resulta relevante precisar que el incremento del EBITDA permitió la mejora tanto del indicador de Cobertura de Gastos Financieros que pasa de 2.25 a 3.19 veces entre ejercicios, así como la cobertura del Servicio de Deuda que logra ubicarse por encima del 100%, al alcanzar 1.34 veces al 30 de setiembre de 2017 (0.85 veces en el mismo periodo de 2016). Es destacable la mejora del EBITDA y las coberturas a través del mismo, como se puede evidenciar en el siguiente gráfico:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (FCO) Anualizado se sitúa en US\$15.38 millones al corte de análisis, nivel que se considera suficiente más no holgado para cubrir el Servicio de Deuda que incluye la parte corriente de la deuda a largo plazo y los gastos financieros. En este sentido, el (FCO + gasto financiero) / gasto financiero se sitúa en 2.65 veces (3.93 veces a setiembre de 2016), mientras que el (FCO + gasto financiero) / servicio de deuda se ubica en 1.11 veces (1.49 veces en el mismo periodo de 2016).

## PAPELES COMERCIALES DE ECO ACUÍCOLA S.A.C.

En Junta General de Accionistas de fecha 02 de mayo de 2017, se aprobó la toma de financiamiento a través del mercado de capitales mediante la emisión por oferta pública o privada de instrumentos de deuda hasta por un monto en circulación de US\$30.0 millones, así como la constitución de Fideicomisos en Garantía y/o de Titulización en respaldo de las obligaciones contraídas por el Emisor en virtud de las emisiones que pueda realizar. En este marco, se han realizado cinco emisiones privadas que totalizan US\$16.58 millones, de las cuales el monto vigente es de US\$8.0 millones al corte de análisis, habiéndose cancelado la Tercera Emisión Privada el 14 de noviembre de 2017. Estas emisiones han estado respaldadas con un fideicomiso de flujos de cuentas por cobrar de cultivos de pimiento y de uvas de clientes con varios años en el mercado y de relación comercial con ECOSAC.

En línea con lo anterior, la Compañía colocó la Cuarta Emisión Privada de Papeles Comerciales por un total de US\$3.0 millones en dos series: Serie A, emitida el 26 de mayo de 2017 (US\$1.8 millones) y Serie B, emitida el 25 de julio de 2017 (US\$1.2 millones), a un plazo de 270 días y a una tasa de 9.0% nominal anual, la misma que está garantizada por un fideicomiso de flujos provenientes de las cobranzas futuras de las exportaciones a cinco clientes de uva. Por otro

lado, la Quinta Emisión Privada de Papeles Comerciales, se colocó por US\$5 millones, a través de dos series: Serie A, emitida el 15 de setiembre de 2017 (US\$3 millones) y Serie B, emitida el 29 de setiembre de 2017 (US\$2 millones), a un plazo de 180 días y a una tasa de 9.0% nominal anual, la misma que está garantizada igualmente por un fideicomiso de flujos provenientes de las cobranzas futuras de las exportaciones a seis clientes de uva.

Posteriormente, en Junta General de Accionistas de fecha 27 de diciembre de 2017, la Empresa aprobó los términos, características y condiciones del programa de emisión denominado Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo - Eco-Acuícola hasta por un monto máximo en circulación de US\$ 15 millones o su equivalente en soles, bajo el régimen de oferta pública primaria establecido mediante el Reglamento del Mercado Alternativo de Valores - MAV, a ser emitido a través de una o más emisiones individuales. En los siguientes apartados se detallan las principales características del programa en mención y su primera emisión.

### PRIMER PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO ECO ACUÍCOLA

- Emisor: Eco Acuícola S.A.C.
- Denominación del Programa: Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Eco Acuícola.
- Monto: Hasta por un monto máximo de US\$15.0 millones o su equivalente en soles.
- Moneda: Dólares.
- Tipo de Oferta: Oferta Pública Primaria a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV).
- Plazo: Valores emitidos al interior de cada emisión, con plazos no mayores a un año computado a partir de la fecha de emisión.
- Rendimiento: La tasa de interés o el rendimiento aplicable a los Instrumentos de Corto Plazo de cada una de las series o emisiones a emitir en el presente Programa serán definidos en los complementos del Acto Marco y del Prospecto Marco.
- Destino de los Recursos: Para capital de trabajo de Eco Acuícola S.A.C., así como de su subsidiaria ECOSAC Agrícola S.A.C.
- Opción de Rescate: La Empresa no efectuará el rescate anticipado.
- Representante de los Obligacionistas: No se designará a un representante de los obligacionistas para la emisión de Instrumentos de Corto Plazo, quedando a salvo el derecho de sus titulares de designar a un representante, cuando así lo consideren pertinente.
- Garantías: Los Valores del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Eco Acuícola, adicional a la garantía genérica sobre el patrimonio de la Empresa, podrán contar con garantías específicas, que podrá ser una garantía mobiliaria, cuyos términos y condiciones se determinarán en cada Acto Complementario de Emisión.

### Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo

- Monto: US\$7.5 millones.
- Tipo de Oferta: Pública.
- Valor Nominal: US\$1,000.
- Plazo: La Serie o Series que se emitán tendrán un plazo de vencimiento de hasta 365 días calendario computados a partir de la Fecha de Emisión de cada Serie, el cual será indicado en el respectivo Aviso de Oferta.
- Series: Una o más Series.
- Rendimiento: Será definido en los respectivos Complementos del Prospecto Marco.
- Precio de colocación: Bajo la par (con descuento).
- Pago del Principal e Intereses: Al vencimiento.
- Garantía: Adicionalmente a la garantía genérica sobre el patrimonio de la Empresa, los Instrumentos de Corto Plazo contarán con garantía específica, mediante la constitución de una garantía mobiliaria sobre Certificados de Participación de titularidad del Emisor. El contrato de constitución de garantía mobiliaria será suscrito por el Emisor (el "Constituyente"), ACRES Sociedad Agente de Bolsa S.A. como Agente de los Acreedores Garantizados y el Representante de Garantía, labor que será ejercida por Representante Mobiliario S.A. La Garantía Mobiliaria se constituye hasta por la suma determinada de US\$15.0 millones. Asimismo, únicamente para efectos de la inscripción de la Garantía Mobiliaria en el Registro Mobiliario de Contratos, se otorga a los Certificados de Participación un valor inicial referencial de US\$15.0 millones. Cabe mencionar que esta garantía mobiliaria sólo garantiza a la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo y cubre en 2 veces el monto de la emisión.

Los Certificados de Participación que garantizan la Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo serán emitidos por US\$7.5 millones, los mismos que serán adquiridos por Eco Acuícola S.A.C. en oferta privada dirigida a inversionistas institucionales<sup>1</sup>. Estos Certificados estarán garantizados por un fideicomiso de flujos provenientes de las cobranzas futuras de las exportaciones a clientes de uva. En este sentido, el Emisor ha tomado 10 clientes con quienes mantiene relación comercial hace varios ejercicios, según se detalla:

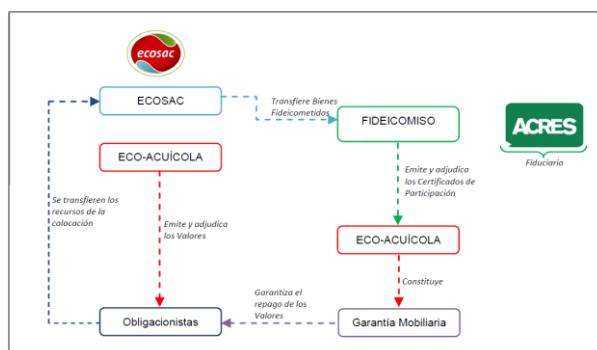
Clientes	Relación con ECOSAC desde	País
Divine Flavor LLC	2016	USA
Richard Hochfeld Limited	2015	Reino Unido
TGC Europe B.V	2016	Países Bajos
Wal-Mart Stores Inc. USA	2014	Estados Unidos
Imex Agro Inc.	2014	Canadá
Almacenes Éxito S.A.	2016	Colombia
Polar Fruit International S.A.C.	2011	Panamá
Delica Ltd.	2014	Nueva Zelanda
Ahmad Eid Hamed Al Bishri Est.	2016	Arabia Saudita
Valley Fresh Australia PTY Ltd.	2016	Indonesia

Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

<sup>1</sup> Según declaración jurada de Eco Acuícola S.A.C., la Compañía calificaría como Inversionista Institucional.

El resumen de las principales características del Fideicomiso de Titulización (emisor de los Certificados de Participación) se detallan en el Anexo III del presente informe. Cabe mencionar que el Fideicomiso de Titulización tiene una condición de cobertura que debe cumplirse entre el monto del principal de la emisión de los Certificados de Participación y el valor de los bienes fideicometidos. De esta manera, se deberá cumplir con un indicador de 2 a 1 con los flujos dinerarios, los derechos de cobro y los documentos de compra venta que obtenga el Fideicomiso con los Certificados de Participación, mientras que estos últimos serán emitidos por un monto equivalente a la Primera Emisión de Instrumentos de Corto Plazo. La estructura analizada contempla, además, la incorporación de nuevos clientes o documentos de compraventa de clientes elegibles en caso se dé un cambio significativo en las condiciones o proyecciones de flujos de alguno de los documentos de compraventa, a fin de mantener la condición de cobertura de manera automática entre los Certificados de Participación y los flujos dinerarios, derechos de cobro y documentos de compraventa.

A continuación, se detalla el proceso que se deberá seguir hasta la emisión de los Instrumentos de Corto Plazo:



Fuente: ECOSAC / Elaboración: Equilibrium

- (1) Se aportan los documentos de compra de futuras explotaciones a un Patrimonio Fideicometido (PF).
- (2) Se realiza la emisión de Certificados de Participación adquiridos por Eco Acuícola S.A.C.
- (3) Se constituye la Garantía Mobiliaria sobre los Certificados de Participación.
- (4) Se realiza la emisión de Instrumentos de Corto Plazo.

Cabe indicar que, en caso se presente algún evento de incumplimiento, el Agente de los Acreedores Garantizados deberá enviar una solicitud para que se proceda con la ejecución de la Garantía Mobiliaria y requerir al Constituyente que entregue los Certificados de Participación al Representante dentro del plazo máximo de cinco días hábiles desde la fecha de solicitud antes indicada. Posteriormente, el Agente de los Acreedores Garantizados solicitará la redención de los Certificados de Participación respectivos al Representante establecido en el Contrato de Fideicomiso, quien deberá depositar los montos de la redención en las cuentas que el Agente de los Acreedores Garantizados le indique.

## ECO ACUÍCOLA S.A.C. Y SUBSIDIARIA

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de dólares americanos)	Dic. 14 US\$	Dic. 15 US\$	Set. 16 US\$	Dic. 16 US\$	Set. 17 US\$
<b>ACTIVOS</b>					
<b>Activo Corriente</b>					
Caja Bancos	1,535	2,847	1,156	2,055	1,595
Fondos restringidos	0	0	0	1,969	1
Cuentas por Cobrar Comerciales	25,197	21,864	7,987	30,180	15,435
Otras Cuentas por Cobrar	10,229	14,284	4,215	12,083	3,991
Cuentas por Cobrar a relacionadas	1,077	1,634	2,996	2,027	1,222
Existencias	21,260	30,867	52,270	43,255	57,794
Gastos Pagados por Anticipado	190	538	7,245	588	7,050
Activos Biológicos	38,336	27,928	43,712	33,365	40,053
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>97,823</b>	<b>99,961</b>	<b>119,581</b>	<b>125,522</b>	<b>127,139</b>
Activos Biológicos	0	0	0	0	0
Inversiones Mobiliarias	0	0	4	0	4
Propiedades, Planta y Equipo	171,532	201,754	204,182	200,736	210,549
Intangibles	1,858	1,451	1,482	1,367	1,504
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>173,390</b>	<b>203,205</b>	<b>205,668</b>	<b>202,103</b>	<b>212,057</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>271,213</b>	<b>303,166</b>	<b>325,249</b>	<b>327,625</b>	<b>339,196</b>
<b>PASIVOS</b>					
<b>Pasivo Corriente</b>					
Sobregiros bancarios y pagarés corto plazo	44,831	58,741	60,250	66,008	60,947
Warrants	5,320	4,140	5,276	5,580	7,829
Cuentas por Pagar Comerciales	17,528	18,968	24,526	27,304	27,192
Otras Cuentas por Pagar	3,379	4,066	2,244	3,731	2,534
Papeles Comerciales	0	0	0	4,500	8,038
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	13,900	11,939	11,710	14,706	12,864
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>84,958</b>	<b>97,854</b>	<b>104,006</b>	<b>121,829</b>	<b>119,403</b>
Obligaciones Financieras	34,436	49,746	47,689	42,607	35,243
Cuentas por Pagar Comerciales	1,671	3,585	1,993	1,553	2,931
Cuentas por Pagar a Relacionadas	3,279	1,981	3,088	6,038	5,578
IR y Part. de los Trabajadores Diferido	15,969	10,083	11,031	10,039	9,944
Otras cuentas por pagar	3,984	3,987	10,707	3,210	6,436
Ventas Diferidas	0	0	0	0	9,285
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>59,339</b>	<b>69,382</b>	<b>74,508</b>	<b>63,448</b>	<b>69,417</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>144,298</b>	<b>167,236</b>	<b>178,514</b>	<b>185,277</b>	<b>188,820</b>
Capital social	58,732	71,577	71,583	71,577	71,577
Capital Adicional	186	186	186	189	189
Excedente de Revaluación	21,315	29,626	29,626	29,626	29,626
Participación Minoritaria	13	9	0	10	0
Resultados Acumulados	29,731	33,828	34,534	34,531	40,956
Resultado del Ejercicio	16,938	703	10,805	6,415	8,028
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>126,915</b>	<b>135,930</b>	<b>146,735</b>	<b>142,348</b>	<b>150,376</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>271,213</b>	<b>303,166</b>	<b>325,249</b>	<b>327,625</b>	<b>339,196</b>

ESTADO DE RESULTADOS (En miles de dólares americanos)	Dic. 14 US\$	Dic. 15 US\$	Set. 16 US\$	Dic. 16 US\$	Set. 17 US\$
<b>Ventas Netas</b>					
<b>Costo de Ventas</b>					
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>17,493</b>	<b>16,256</b>	<b>5,616</b>	<b>21,133</b>	<b>7,709</b>
Gastos de Administración	-3,981	-4,007	-2,674	-3,356	-1,821
Gastos de Venta	-3,624	-4,379	-1,908	-5,007	-2,458
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>9,888</b>	<b>7,871</b>	<b>1,034</b>	<b>12,771</b>	<b>3,431</b>
Ingresos Financieros	0	673	0.0	0	0
Gastos Financieros	-6,807	-6,621	-5,919.8	-8,231	-7,005
Valorización de NIC 41	20,155	-10,408	15,784.0	5,437	6,688
Otros Ingresos (Gastos) Neto	750	214	1,475.7	412	3,876
<b>Utilidad antes de Diferencia en Cambio</b>	<b>23,987</b>	<b>-8,269</b>	<b>12,374</b>	<b>10,389</b>	<b>6,989</b>
Diferencia en cambio	128	317	-714	-2,653	944
<b>Utilidad antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>24,115</b>	<b>-7,953</b>	<b>11,660</b>	<b>7,736</b>	<b>7,933</b>
Participación de los Trabajadores	0	0	0	0	0
Impuesto a la Renta	-7,177	8,657	-854	-1,320	95
<b>Utilidad antes de Interés Minoritario</b>	<b>16,938</b>	<b>704</b>	<b>10,805</b>	<b>6,416</b>	<b>8,028</b>
Interés Minoritario	0	-1	0	-1	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>16,938</b>	<b>703</b>	<b>10,805</b>	<b>6,415</b>	<b>8,028</b>

## ECO ACUÍCOLA S.A.C. Y SUBSIDIARIA

Indicadores Financieros	Dic. 14	Dic. 15	Set. 16	Dic. 16	Set. 17
<b>Solvencia</b>					
Pasivo / Patrimonio Neto	1.14	1.23	1.22	1.30	1.26
Pasivo / Capital Social	2.46	2.34	2.49	2.59	2.64
Pasivo / Activo	0.53	0.55	0.55	0.57	0.56
Deuda Financiera Total / Pasivo	0.68	0.74	0.70	0.72	0.66
Deuda Financiera/Patrimonio	0.78	0.92	0.85	0.94	0.83
Deuda Largo Plazo / Patrimonio	0.27	0.37	0.33	0.30	0.23
Pasivo Corriente / Pasivo	0.59	0.59	0.58	0.66	0.63
Pasivo No Corriente/Pasivo	0.41	0.41	0.42	0.34	0.37
Resultados Acumulados/ Capital Social	0.79	0.48	0.63	0.57	0.68
Deuda Financiera/EBITDA anualizado	4.28	6.64	7.75	5.09	4.21
<b>Liquidez</b>					
Liquidez Corriente (veces)	1.15	1.02	1.15	1.03	1.06
Prueba Ácida (veces)	0.31	0.25	0.09	0.28	0.14
Prueba Ácida Operativa (veces)	0.31	0.25	0.09	0.26	0.14
Liquidez Absoluta	0.02	0.03	0.01	0.02	0.01
Activo Corriente / Pasivo	0.68	0.60	0.67	0.68	0.67
Capital de Trabajo	12,864	2,107	15,576	3,693	7,736
<b>Gestión</b>					
Gastos Operativos / Ventas	9.19%	10.69%	15.94%	10.13%	10.60%
Gastos Financieros / Ventas	8.23%	8.44%	20.59%	9.98%	17.35%
Días promedio de Cuentas por Cobrar	110	108	80	114	78
Días promedio de Cuentas por Pagar	102	105	140	125	162
Días promedio de Inventarios	117	151	511	217	455
Ciclo de conversión de efectivo (días)	125	154	451	205	371
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto	21.15%	20.73%	19.54%	25.61%	19.10%
Margen Operativo	11.95%	10.04%	3.60%	15.48%	8.50%
Margen Neto	20.48%	0.90%	37.59%	7.77%	19.89%
ROAE *	13.35%	0.54%	-1.14%	4.61%	2.45%
ROAA *	6.25%	0.24%	-0.53%	2.03%	1.09%
<b>Generación</b>					
EBITDA (sin activos biológicos)	23,018	18,746	7,522	26,204	10,991
EBITDA Anualizado (sin activos biológicos)	23,018	18,746	16,122	26,204	29,673
Margen EBITDA	27.83%	23.91%	22.75%	31.76%	31.52%
FCO del periodo (Miles S./.)	16,700	5,755	5,794	1,121	20,055
FCO Anualizado *	16,700	5,755	21,047	1,121	15,382
<b>Coberturas</b>					
EBITDA/Gastos financieros	3.38	2.83	2.25	3.18	3.19
EBITDA/Servicio de Deuda	1.11	1.01	0.85	1.14	1.34
FCO + Gastos Financieros/Gastos financieros	3.45	1.87	3.93	1.14	2.65
FCO+ Gastos Financieros/Servicio de Deuda	1.14	0.67	1.49	0.41	1.11

\*Indicadores Anualizados

**ANEXO I**

**HISTORIA DE CLASIFICACIÓN**  
**PRIMERA EMISIÓN DEL PRIMER PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO DE**  
**ECO ACUÍCOLA S.A.C.**

Instrumento	Clasificación Anterior	Clasificación Actual (Al 30.09.17)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo - Eco - Acuícola (Primera Emisión - hasta por US\$7.5 millones)	-	(nueva) EQL 2.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de capital e intereses dentro de los términos y condiciones pactados.

**ANEXO II****Accionistas al 30.09.2017**

Accionistas	Participación
Mario Mustafá Aguinaga	26.99%
Ricardo Mustafá Aguinaga	23.79%
Rachida Mustafá Aguinaga	7.61%
Ismael Mustafá Aguinaga	0.81%
Anissa Mustafá Aguinaga	0.81%
Guillermo Leon Arambulo	19.99%
Eduardo Ernesto Vera Gutierrez	9.99%
Diego Fabricio Vera Flores	9.99%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fuente: ECOSAC/ Elaboración: Equilibrium

**Directorio al 30.09.2017**

Directorio	
Mario Mustafá Aguinaga	Presidente
Ricardo Mustafá Aguinaga	Director
Guillermo Leon Arambulo	Director
Eduardo Ernesto Vera Gutierrez	Director

Fuente: ECOSAC/ Elaboración: Equilibrium

**Plana Gerencial al 30.09.2017**

Nombre	Cargo
Guillermo Leon Arámbulo	Gerencia General
Gustavo León Temple	Gerencia de Administración y Finanzas
Gerd Burmester Bast	Dirección Comercial
Jorge Caballero Hoyos	Gerencia de Recursos Humanos
Javier Delgado Alarcón	Gerencia de Aseguramiento de la Calidad
Vicente Alfaro Chávez	Gerencia de Producción Acuícola
Luis Alonso Bustamante Pinallos	Gerencia Agrícola Cultivos Rotativos y Palto
Paulo Duarte De Taso	Gerencia de Agrícola Uva
Ricardo Arrese Pérez	Gerencia de Planta

Fuente: ECOSAC/ Elaboración: Equilibrium

## ANEXO III

**ESTRUCTURA DE FIDEICOMISO DE FLUJOS QUE GARANTIZAN LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN QUE CONSTITUYEN LA GARANTÍA MOBILIARIA DE LA PRIMERA EMISIÓN DEL PRIMER PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO**

<b>Bienes Fideicometidos:</b>	Son de manera conjunta: (i) todos los Documentos de Compraventa presentes y futuros entre el Fideicomitente y los Clientes; (ii) todos los Derechos de Cobro a los Clientes derivados de los Documentos de Compraventa en favor de los Fideicomitentes; (iii) todos los Flujos Dinerarios derivados de las Operaciones de Compraventa y documentados relacionados entre el Fideicomitente y los Clientes o de otras fuentes que consideren el Fideicomitente; y (iv) en general, todo aquel fondo que se encuentre acreditado en las Cuentas del Fideicomiso.
<b>Certificados de Participación:</b>	Son aquellos valores mobiliarios que conceden a su titular el derecho a percibir una parte alícuota de los recursos provenientes del Patrimonio Fideicometido, de acuerdo con lo establecido en el artículo 314º de la LMV. Asimismo, los Certificados de Participación son los títulos valores nominativos, libremente negociables y transferibles y de representación por certificados físicos o por anotaciones en cuenta, según se determine en el Contrato Complementario. El valor nominal es de US\$500 mil. Los Certificados cuentan con una opción de redención, por la cual los titulares de los Certificados de Participación tendrán derecho a ejercer dicha opción por la parte del rendimiento que corresponda. El titular de los Certificados de Participación sólo podrá ejercer la opción de redención cuando se realice la ejecución de la garantía mobiliaria.
<b>Clientes:</b>	Son aquellas Personas con las que el Fideicomitente ha celebrado o celebrará Operaciones de Compraventa sustentadas en los Documentos de Compraventa y cuyos Derechos de Cobro y Flujos Dinerarios serán transferidos al Patrimonio Fideicometido, los cuales se detallan en el Anexo 4 del Contrato de Fideicomiso.
<b>Clientes Elegibles:</b>	Son aquellas Personas que no han sido incluidas como Clientes en el momento de la firma del Contrato de Fideicomiso, pero que pueden ser consideradas como tales posteriormente.
<b>Condición de Cobertura:</b>	Es la condición que debe cumplirse entre el monto del Principal de la Emisión de Certificados de Participación y el valor de los Bienes Fideicometidos, de acuerdo con la siguiente relación: $2^{\circ}\text{Principal} \leq \text{Flujos dinerarios} + \text{Derechos de Cobro} + \text{Documentos de Compraventa}$
<b>Depositario:</b>	Se designa al señor Guillermo Alejandro León Arámbulo como Depositario. En el eventual caso que el Fideicomitente no deposite los fondos recaudados de los Bienes Fideicometidos a nombre del Patrimonio Fideicometido en la Cuenta Recolectora, el Depositario se encontrará obligada a depositar dichos fondos conforme con lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso. A tal efecto, el Depositario quien asume, a título gratuito, las responsabilidades civiles y penales que conforme a las Leyes Aplicables y al Contrato de Fideicomiso le corresponden. Asimismo, el Depositario será el responsable de la correcta recaudación de los Derechos de Cobro.
<b>Emisión:</b>	Es el acto en virtud del cual el Fiduciario emitirá los Certificados de Participación con el respaldo del Patrimonio Fideicometido. Los términos y condiciones de la Emisión serán determinados por el Fiduciario y el Fideicomitente para la Emisión específica, a través del Contrato Complementario. En el marco del Contrato de Fideicomiso solo existirá una única Emisión de Certificados de Participación.
<b>Fideicomisarios:</b>	Son los titulares de los Certificados de Participación.
<b>Fideicomitente:</b>	ECOSAC Agrícola S.A.C.
<b>Fiduciario del fideicomiso de titulización:</b>	Acres Sociedad Titulizadora S.A.
<b>Garantía:</b>	La emisión de Certificados de Participación estará garantizada por los activos conformantes del Patrimonio Fideicometido. El Fiduciario no estará obligado a entregar fondos propios al Patrimonio Fideicometido en caso éste no cuente con los fondos necesarios para hacer efectivo el pago a los tenedores de los Certificados de Participación de la emisión.
<b>Oferta Privada:</b>	Es aquella oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales de acuerdo al artículo 5º de la Ley de Mercado de Valores.
<b>Patrimonio Fideicometido:</b>	Es el patrimonio autónomo a que se refiere el Artículo 310º de la LMV establecido en virtud del Contrato de Fideicomiso, conformado por los Bienes Fideicometidos, los cuales respaldan la emisión de los Certificados de Participación Según los términos y condiciones generales establecidos en el Contrato de Fideicomiso y en los respectivos Contratos Complementarios. El Patrimonio Fideicometido se denominará “Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, Ecoacuícola ICP1-1” pudiendo emplear también la abreviación “PF Eco”.
<b>Representante de los Fideicomisarios:</b>	Acres Sociedad Titulizadora S.A.
<b>Monto de La Primera Emisión de Certificados de Participación:</b>	US\$7.5 millones.
<b>Monto de la Garantía Mobiliaria de Certificados de Participación</b>	US\$15 millones

© 2018 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

**LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACION O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.**

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERIA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.