

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Sesión de Comité:
23 de octubre de 2019

Actualización

CLASIFICACIÓN*

Ferreycorp S.A.A.

Domicilio	Perú
Acciones Comunes	2ª Clase.pe
Bonos Corporativos	AA-.pe
Papeles Comerciales	EQL 1-.pe

(*) La nomenclatura ".pe" refleja riesgos solo comprables en Perú. Para mayor detalle sobre la definición de las clasificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

Roxana Cornejo
VP - Senior Analyst / Manager
roxana.cornejo@moodys.com

Hugo Barba
Analyst
hugo.barba@moodys.com

Jaime Tarazona
Analyst
jaime.tarazona@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Perú +51 1 616 0400

Ferreycorp S.A.A.

Resumen

Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A. (en adelante, Moody's Local PE) ratifica la categoría 2ª Clase.pe a las Acciones Comunes (FERREYC1) de Ferreycorp S.A.A. (en adelante Ferreycorp o la Compañía), así como las categorías AA-.pe y EQL 1-.pe a los Bonos Corporativos y Papeles Comerciales del Tercer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda Ferreycorp (en adelante, el Programa). El detalle de los instrumentos clasificados se presenta en el Anexo II.

Las decisiones del Comité se sustentan en mayor medida en el liderazgo de Ferreycorp a nivel local, en el rubro de bienes de capital y servicios complementarios, sumado a la creciente presencia en otros países de Latinoamérica mediante la representación y comercialización de diferentes marcas reconocidas en el mercado; resaltando que la Compañía tiene la representación exclusiva de Caterpillar para Perú, Guatemala, El Salvador y Belice. Asimismo, destaca que Caterpillar Inc. cuenta con una clasificación de riesgo A3 otorgada por Moody's Investors Service a su deuda de largo plazo, con perspectiva positiva. La clasificación recoge también la evolución favorable de los ingresos de Ferreycorp -en un contexto de bajo crecimiento de la economía- lo cual se da producto de la estrategia de fortalecer las líneas de negocio relacionadas a post-venta (alquiler de bienes de capital, servicios de taller y venta de repuestos). De igual manera, se tiene en cuenta el incremento de la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA y Flujo de Caja Operativo (FCO). En lo que respecta a las Acciones Comunes, se pondera de manera positiva el hecho que Ferreycorp cuente con Credicorp Capital como formador de mercado o *market maker* desde el 2016, lo que ha incrementado la frecuencia de negociación de sus Acciones Comunes en la Bolsa de Valores de Lima (100% en los últimos meses), brindando una mayor liquidez y contribuyendo a una menor volatilidad en el precio. En cuanto al Programa clasificado, se considera el soporte que otorga la fianza solidaria de Ferreyros S.A., principal subsidiaria de Ferreycorp. Además, dentro del Contrato Marco de Emisión se establecen *covenants* de incurrencia, que limitan las nuevas deudas, al considerar como parámetros que: (i) el Ratio de Cobertura de Intereses, en la fecha en que se incurra en dicha nueva deuda, no sea menor de 3.00 veces; y, (ii) el Ratio de Endeudamiento, en la fecha en que se incurra en dicha nueva deuda, sea menor a 3.50 veces.

Sin perjuicio de los factores antes mencionados, a la fecha limita a Ferreycorp el contar con mayores clasificaciones, la elevada concentración de sus ingresos en los sectores minería y construcción, lo cual repercute en que los resultados de la Compañía sean sensibles al desempeño de dichos sectores. Además, se considera como limitante, la exposición al riesgo cambiario de la Compañía, pues movimientos adversos en el tipo de cambio afectan sus resultados y por lo tanto el patrimonio contable. De acuerdo con lo indicado por la gerencia, la Compañía asume la exposición cambiaria dado que sus principales operaciones las realiza en Dólares Americanos, conllevando a que el efecto sea contable al ser la moneda funcional el Sol. Adicionalmente, la clasificación considera como limitante el comportamiento negativo mostrado en algunos indicadores de cobertura de la Compañía, pese a la mejora mostrada en su nivel de generación. El ratio de cobertura de FCO anualizado respecto a servicio de deuda se ubica por debajo de uno al corte de evaluación, en tanto en el 2018 el FCO no cubrió los gastos financieros ni el servicio de deuda, al ubicarse en terreno negativo. Lo anterior se explica por los mayores pagos realizados a proveedores por la compra de maquinarias, para poder cumplir con las entregas pactadas con clientes mineros; así como la compra de repuestos para prevenir roturas de stock, ante demoras en el abastecimiento.

Finalmente, Moody's Local PE continuará monitoreando la evolución de los principales indicadores financieros de Ferreycorp, así como la cotización de sus Acciones Comunes; comunicando al mercado oportunamente cualquier variación en el nivel de riesgo de los instrumentos clasificados.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación

- » Mejora sostenida en la generación de la Compañía.
- » Mayor diversificación de los ingresos por sector económico y/o país.
- » Disminución de la exposición al riesgo cambiario.
- » Menor variabilidad en el rendimiento de las Acciones Comunes.
- » Incorporación de garantías reales y/o líquidas suficientes en la estructura del Programa de Instrumentos Representativos de Deuda.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación

- » Incremento en los niveles de endeudamiento de la Compañía, acompañado de ajustes en la cobertura del Servicio de Deuda.
- » Disminución sostenida en el Flujo de Caja Operativo de la Compañía.
- » Menor liquidez de las Acciones Comunes y/o alta variabilidad en el rendimiento de las mismas.
- » Incumplimiento de los *covenants* establecidos en los documentos del Programa.
- » Subordinación de los instrumentos clasificados respecto a otras deudas de la Compañía.
- » Contracción de los sectores construcción y minería que conlleve a menores ingresos y ajustes en los indicadores de rentabilidad.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1

Indicadores	Jun-19 LTM	Dic-18	Dic-17	Dic-16	Dic-15
Activos (\$/MM)	5,655	5,409	4,848	4,769	4,917
Ingresos (\$/MM)	5,410	5,201	4,840	4,847	5,212
EBITDA (\$/MM)	648	552	503	542	649
Deuda Financiera / EBITDA	3.10x	3.62x	3.09x	3.12x	3.07x
EBITDA / Gastos Financieros	7.25x	7.55x	5.91x	4.35x	6.10x
FCO / Servicio de la Deuda	0.37x	n.a.	1.21x	1.48x	1.13x

Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Perfil

Ferreycorp S.A.A. se constituye en Lima en setiembre de 1922 bajo el nombre de Enrique Ferreyros y Cía. Sociedad en Comandita. Posteriormente, efectuó diversos cambios en su denominación social hasta que, el 28 de marzo de 2012, la Junta General de Accionistas aprobó una reorganización simple y la modificación de la denominación social a Ferreycorp S.A.A. La Compañía desarrolla una estrategia de diferenciación que permite satisfacer las exigencias de clientes que buscan equipos de mayor calidad y buen servicio post-venta. Este último considera dos frentes de servicio: el que se ofrece en los propios talleres de la Compañía y el que se brinda in situ en las operaciones del cliente. La Compañía cuenta con más de 60 puntos de atención a lo largo del país, que incluyen sucursales, oficinas y sedes, así como la presencia permanente en proyectos de sus clientes.

Ferreycorp organiza los negocios de sus subsidiarias en tres grupos: i) las empresas encargadas de la representación de Caterpillar y marcas aliadas en el Perú, ii) las dedicadas a la comercialización de Caterpillar y marcas aliadas en Centroamérica; y, iii) las empresas que complementan la oferta de bienes y servicios al negocio Caterpillar en el Perú y Sudamérica para los diferentes sectores productivos. El primer grupo es el que genera el mayor porcentaje de las ventas de la corporación y está conformado por Ferreyros, Unimaq y Orvisa, siendo el primero el más importante al representar el 76% de las ventas totales del primer semestre de 2019. La Compañía mantiene un importante posicionamiento en el mercado peruano de maquinarias y equipos pesados a través de la marca Caterpillar, alcanzando una participación de mercado de 82% en minería subterránea, 69% en minería de tajo abierto, 54% en construcción ligera y 53% en

construcción pesada, según información anualizada de importaciones en valores FOB proporcionada por la Compañía a junio de 2019. A continuación, se presenta la participación directa de la Compañía en sus subsidiarias:

Tabla 2

Inversiones de Ferreycorp S.A.A en Subsidiarias

Al 30 de junio de 2019

Subsidiaria	Participación (%)
Ferreycorp S.A.	99.99
Inti Inversiones Interamericanas Corp. y subsidiarias ¹	100.00
Unimaq S.A.	99.99
Maquicentro S.A.	99.00
Trex Latinoamerica SpA y Subsidiarias ²	100.00
Motriz S.A.	99.00
Fargoline S.A.	99.91
Motored S.A.	99.99
Orvisa S.A. y subsidiarias	99.37
Soltrak S.A.	99.99
Cresko S.A.	99.99
Soluciones Sitech Perú S.A.	99.80
Forbis Logistics S.A.	99.98
Xpedite Procurement vices S.A.C.	90.00

¹ Esta Holding incluye principalmente las subsidiarias que se encuentran en Centroamérica y Norteamérica, que son: Compañía General de Equipos S.A. (El Salvador), Corporación General de Tractores S.A. (Guatemala), General Equipment Company (Belize), Mercado Centroamericano de Lubricantes S.A. (Nicaragua), Transportes Pesados S.A. (El Salvador) y Forbis Logistics Corp. (Estados Unidos de América). Las actividades de las subsidiarias que conforman el Grupo Inti están relacionadas a la compra y venta de maquinaria, vehículos y repuestos y prestación de servicios de taller.

² Esta Holding incluye principalmente las subsidiarias que se encuentran en Sudamérica, que son: que son: Trex Latinoamerica SpA, que es la matriz de Equipos y Servicios Trex SpA y Trex Overseas Investment S.A. (ambas domiciliadas en Chile), esta última a su vez tiene una subsidiaria en Colombia.

Fuente: Ferreycorp S.A.A / Elaboración: Moody's Local PE

Desarrollos Recientes

En Junta General Obligatoria Anual de Accionistas (JGOA) de fecha 27 de marzo de 2019 se acordó, entre otros puntos, lo siguiente: (i) la aplicación de utilidades del 2018 (S/22.5 millones a reserva legal, S/121.5 millones a pagar como dividendos y el saldo de S/81.0 millones se mantuvo como resultados acumulados); (ii) modificar la política de dividendos, incorporando la posibilidad de aprobar la distribución de dividendos extraordinarios cuando se generen ingresos extraordinarios o se den circunstancias del mercado o negocio que produzcan un exceso de liquidez, siempre y cuando no se contemplen usos alternativos para los excedentes y no afecte el cumplimiento de obligaciones ni resguardos financieros; y, (iii) delegar facultades al Directorio para aprobar la distribución de un dividendo extraordinario, bajo los términos de la política aprobada. En ejercicios de dichas facultades, en sesión de Directorio del 15 de mayo de 2019 se acordó la distribución de un dividendo extraordinario en efectivo por S/50.0 millones, el cual se pagó el 17 de junio del mismo año.

Por otra parte, el 7 de mayo de 2019 se llevó a cabo la liquidación de la recompra total de los bonos internacionales (4.875% *Senior Guaranteed Notes due 2020*) por un total de US\$100.15 millones, la cual fue financiada con caja y préstamos bancarios. Además, el 17 de mayo de 2019 la Compañía comunicó mediante hecho de importancia, que participaría de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) iniciada por Fid Perú S.A. dirigida a todos los tenedores de acciones comunes representativas de capital social de La Positiva Vida Seguros y Reaseguros S.A.A. El 21 de mayo de 2019, Ferreycorp instruyó a la Sociedad Agente de Bolsa para que proceda a vender las 8'580,290 acciones de las cuales era titular la sociedad, ejecutándose la venta al precio de S/ 1.91 por acción, lo que representó un ingreso para la Compañía de S/16'388,353.90, monto del cual se descontaron las comisiones y gastos correspondientes. Adicionalmente, el 16 de agosto informaron que se suscribió la Primera Adenda al Contrato Marco de Emisión del "Tercer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda Ferreycorp", mediante la cual se acordó modificar el numeral 7.1 de la cláusula Séptima del Contrato Marco, referida a los pagos restringidos. Al respecto, se eliminó la segunda excepción a la obligación de no pagar dividendos durante el plazo en que los Instrumentos de Deuda a ser emitidos se encuentren vigentes, que contemplaba la posibilidad de distribuir dividendos por la ocurrencia del supuesto establecido en el artículo 231º de la Ley General de Sociedades.

Análisis Financiero¹

Activos y Liquidez

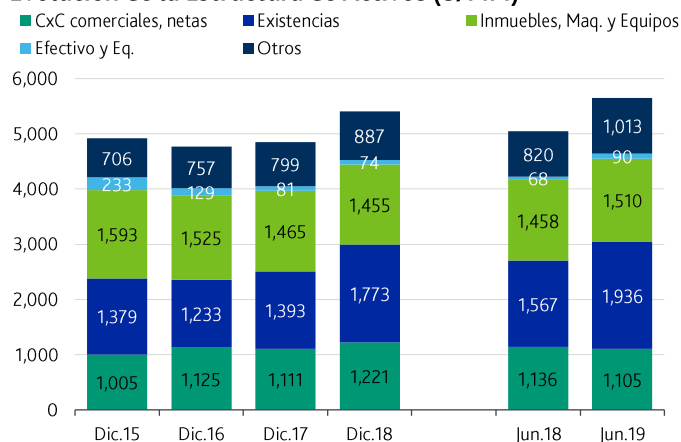
ACTIVOS IMPULSADOS POR AUMENTO DE EXISTENCIAS Y APLICACIÓN DE LA NIIF 16, MIENTRAS QUE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE LIQUIDEZ SE AJUSTAN

Al 30 de junio de 2019, el activo total de Ferreycorp S.A.A. y subsidiarias (en adelante, Ferreycorp Consolidado) registró un aumento interanual de 12.02%. Dicho comportamiento se explicó principalmente por el incremento de las existencias (+23.59%), originado a su vez por la compra de maquinarias mineras a ser entregadas en los próximos trimestres, así como por la mayor compra de repuestos para prevenir roturas de stock ante demoras en el abastecimiento de repuestos de fábrica por parte de Caterpillar. Asimismo, el crecimiento de los activos recoge el registro de activos por derecho de uso por S/147.6 millones, dado por la aplicación de la NIIF 16 (vigente desde el 1 de enero del 2019). Respecto a la composición del activo (Gráfico 1), al 30 de junio de 2019 la mayor concentración se observó en la cuenta de existencias (34.24%) e inmuebles, maquinaria y equipo (26.71%). Si bien se incrementa la participación relativa de las existencias, es coyuntural dado que la estrategia de la Compañía es lograr una gestión más eficiente de sus activos, lo cual implica un mejor control y reducción de inventarios.

Por otra parte, a junio de 2019 el saldo de efectivo y equivalentes registrado por Ferreycorp Consolidado mostró un crecimiento de 33.01% en comparación similar periodo del año previo, con lo cual pasó a representar 1.59% del total de activos al corte de análisis, desde 1.34% en junio de 2018, lo que se debió al mayor flujo de caja operativo por las cobranzas dentro de los plazos comerciales otorgados a los clientes. Sin embargo, los principales indicadores de liquidez registraron cierto ajuste como consecuencia del aumento de las obligaciones con terceros de corto plazo (Gráfico 2). De acuerdo con lo informado por la Gerencia, el incremento de la deuda financiera de corto plazo fue para financiar inventarios, por lo cual sería temporal.

Gráfico 1

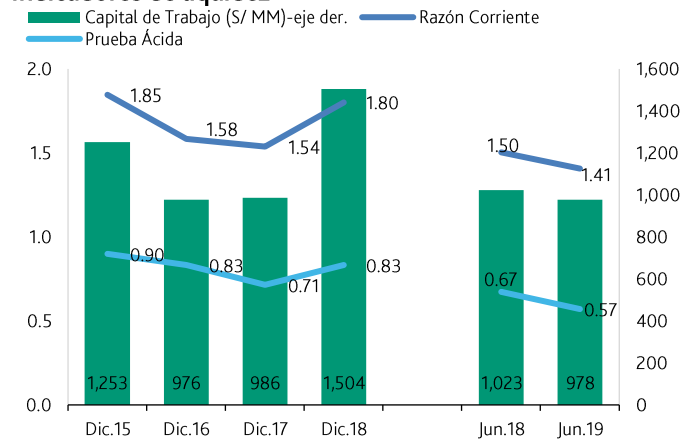
Evolución de la Estructura de Activos (S/MM)



Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Gráfico 2

Indicadores de liquidez



Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Estructura Financiera y Solvencia

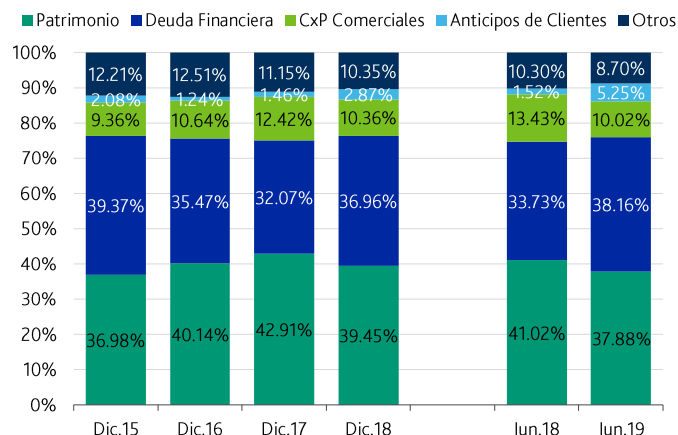
PARTICIPACIÓN DE LAS OBLIGACIONES CON TERCEROS EN LA ESTRUCTURA DE FONDEO SE INCREMENTA POR LA MAYOR DEUDA FINANCIERA

Al cierre del primer semestre del 2019 los pasivos de Ferreycorp Consolidado mostraron un incremento interanual de 17.97%, lo cual se explicó principalmente por el aumento de la deuda financiera (+26.74%), debido a que en el periodo analizado se realizaron compras de repuestos y maquinarias que fueron financiadas en parte con proveedores y deudas de corto plazo, así como por el impacto de la NIIF 16, que generó un pasivo por derechos de uso de S/150.5 millones. En consecuencia, la deuda financiera se mantuvo como la principal fuente de fondeo (Gráfico 3), resaltando también la mayor participación de las obligaciones de corto plazo, dado por el financiamiento de las existencias y la recompra de los bonos internacionales (4.875% *Senior Guaranteed Notes due 2020*) realizada en mayo del año en curso por un total de US\$100.15 millones, que fue financiada parcialmente con deudas de corto plazo. Además, destaca que en el cuarto trimestre de 2018 las empresas de Ferreycorp Consolidado obtuvieron préstamos de mediano plazo por US\$140.0 millones que utilizaron para reperfil de deuda financiera de corto plazo. Adicionalmente, la variación de los pasivos recoge el crecimiento del saldo registrado en anticipos de clientes (+285.94%), producto de la venta de maquinarias y equipos que serán entregados los próximos trimestres, principalmente a clientes del sector minería.

¹ La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, así como Estados financieros no Auditados al 30 de junio de 2018 y 2019 de Ferreycorp S.A.A. y Subsidiarias. Cabe mencionar, que el análisis se realiza sobre cifras consolidadas, teniendo en consideración que la estructura del Programa de Instrumentos Representativos de Deuda evaluado incluye una fianza de Ferreyros S.A. (principal subsidiaria de la Compañía).

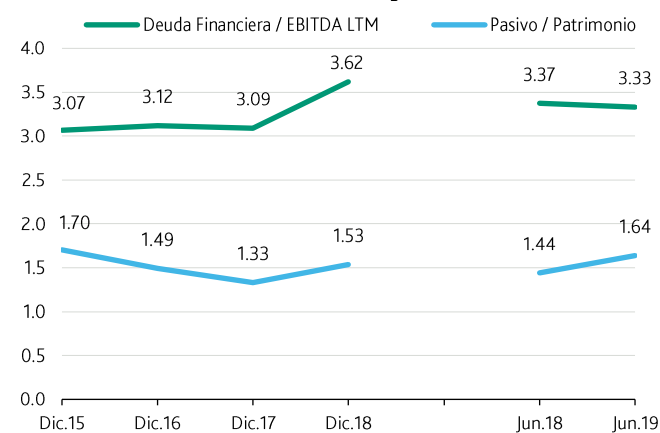
Por otra parte, el patrimonio neto de Ferreycorp Consolidado a junio de 2019 mostró un crecimiento interanual de 3.46%, lo cual recoge el aumento del resultado del ejercicio (+45.40%), de los resultados acumulados (+10.54%) y reserva legal (+11.90%). El incremento del patrimonio fue contrarrestado parcialmente por las distribuciones de dividendos realizadas en el semestre por S/171.5 millones. No obstante, el aumento de las obligaciones con terceros repercutió en que la palanca contable de la Compañía se incremente, en tanto la palanca financiera reflejó una ligera mejora por la mayor generación registrada en el periodo (Gráfico 4).

Gráfico 3

Evolución de la Estructura de Fondo

Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Gráfico 4

Evolución de la Palanca Contable y Financiera

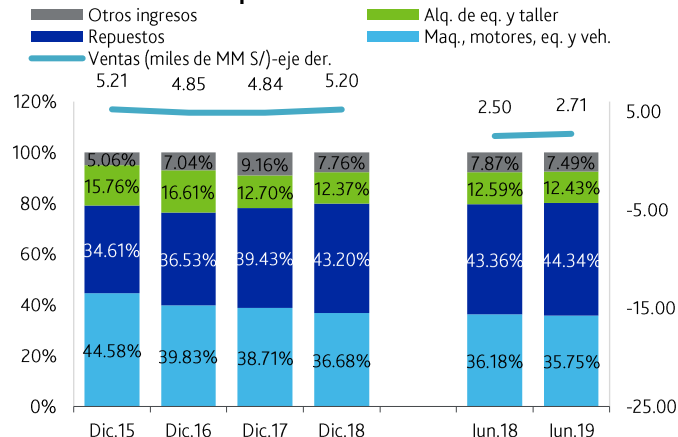
Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Rentabilidad y Eficiencia**UTILIDAD NETA MEJORA PRODUCTO DEL INCREMENTO DE LAS VENTAS Y POR DIFERENCIA DE CAMBIO**

En el primer semestre de 2019 la utilidad neta de Ferreycorp Consolidado evidenció un aumento de 45.40% en comparación al mismo periodo del año previo, lo cual se explica por el crecimiento de las ventas netas (+8.36%) y por la evolución favorable del resultado por diferencia de cambio (+411.40%). El incremento de las ventas se explicó por la línea de repuestos, que mostró un aumento interanual de 10.81% a junio de 2019, manteniéndose como la principal fuente de ingresos al representar 44.34% del total de ventas netas (Gráfico 5). Lo anterior, se encuentra en línea con la estrategia de Ferreycorp de incrementar los ingresos relacionados a la post-venta, con lo cual se busca lograr una mayor estabilidad en sus ingresos. Por sector económico, el mayor porcentaje de las ventas de la Compañía a junio de 2019 se generó en el sector minería (57.70%), seguido del sector construcción (16.00%) e Industria, Comercio y Servicios (9.80%).

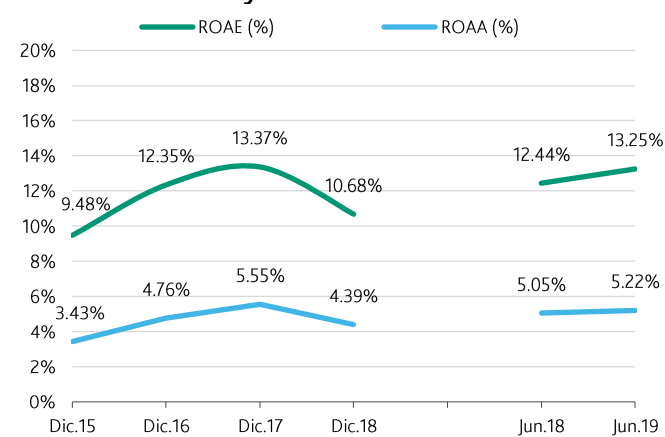
Acorde con lo anterior y tal como se puede apreciar en el Gráfico 6, al corte de análisis los principales indicadores de rentabilidad reflejaron una mejora, tanto en el ratio de retorno promedio anualizado sobre activos (ROAA), como en el indicador de retorno promedio anualizado sobre el patrimonio (ROAE). Por su parte, el ciclo de conversión de efectivo aumentó a 195 días a junio de 2019 desde 168 días en junio de 2018, debido a la menor rotación de los inventarios de la Compañía.

Gráfico 5

Evolución de la Composición de Ventas

Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Gráfico 6

Evolución del ROAA y ROAE

Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Generación y Capacidad de Pago

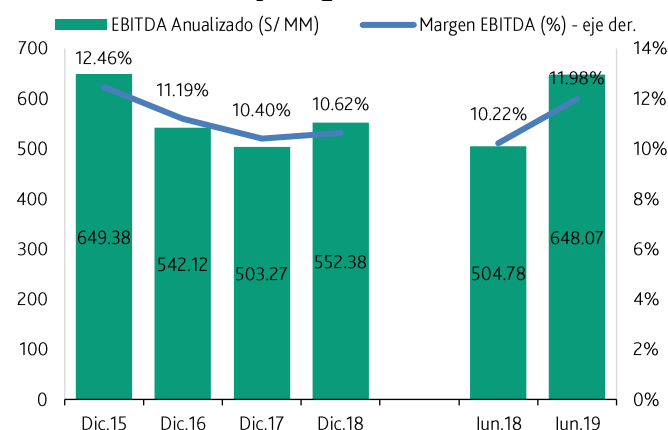
INCREMENTO DEL EBITDA Y FLUJO DE CAJA OPERATIVO LTM, SIN EMBARGO, COBERTURAS MUESTRAN COMPORTAMIENTO MIXTO

En los primeros seis meses del año, el EBITDA de la Compañía sumó S/364.9 millones, mostrando un crecimiento de 35.55% en comparación a similar periodo del año anterior, lo cual se debió a la mayor utilidad operativa del periodo, explicado a su vez por el incremento de las ventas. Asimismo, en términos anualizados el EBITDA reflejó una variación interanual de 28.39%, lo cual repercutió en una evolución favorable del margen EBITDA (Gráfico 7). No obstante lo anterior, las coberturas con EBITDA anualizado evidenciaron un comportamiento mixto (Gráfico 8).

Por otro lado, el Flujo de Caja Operativo (FCO) de Ferreycorp Consolidado a junio de 2019 sumó S/306.7 millones, presentando un crecimiento interanual de 295.27%, explicado por las mayores cobranzas dentro de los plazos comerciales otorgados a los clientes y teniendo en cuenta también que una parte de los equipos vendidos ya se encontraban registrados en existencias, generando una menor carga en pago de proveedores. No obstante, en términos anualizados el FCO disminuye, pues recoge el flujo operativo negativo registrado en el ejercicio 2018.

Gráfico 7

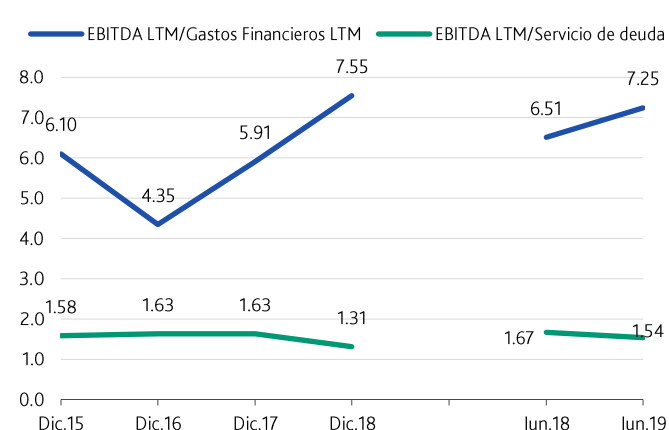
Evolución del EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Gráfico 8

Evolución de los Indicadores de Cobertura*



* Las coberturas con FCO se presentan en el anexo de Indicadores Financieros.

Fuente: Ferreycorp S.A.A. / Elaboración: Moody's Local PE

Acciones

PARTICIPACIÓN DE CREDICORP CAPITAL COMO MARKET MAKER PERMITE QUE LAS ACCIONES MANTENGAN UNA ELEVADA LIQUIDEZ

Al 30 de junio de 2019, el capital social de Ferreycorp estuvo conformado por 975'683,000 Acciones Comunes a un valor nominal de S/1.00 cada una, las cuales cotizan en la Bolsa de Valores de Lima con el nemónico FERREYC1. Al respecto, al corte de evaluación se registró una disminución interanual en el precio de la acción de 3.83%. Existe una alta correlación de la cotización de la acción de la Compañía con las expectativas de crecimiento de la economía peruana, por la elevada participación de las ventas de Ferreycorp en los sectores minería y construcción. Por otra parte, resalta que la Compañía mantiene a Credicorp Capital como *market maker* desde el año 2016, lo cual ha permitido incrementar la liquidez de la acción y la frecuencia de su cotización (100% en los últimos meses).