

## CORPORACIÓN AGRICOLA S.A.

### Informe mantenimiento de calificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 4032014

Sesión Extraordinaria de Ratificación: 4042014

**Información financiera:** auditada a diciembre 2013, no auditada a marzo de 2014.

**Contactos:** Marco Orantes M.  
Miguel Lara A.

Analista financiero  
Director país

[morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)  
[mlara@scriesgo.com](mailto:mlara@scriesgo.com)

## Calificación de riesgo

### CALIFICACION DE RIESGO

Calificación de Riesgo				
	Anterior		Actual	
	Nivel	Perspectiva	Nivel	Perspectiva
Emisión de acciones preferentes de la Corporación Agrícola S.A	Nivel 3	Estable	Nivel 3	Estable

*La calificación no varió respecto a la anterior*

**Nivel 3:** Acciones que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

**Perspectiva "Estable":** Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

### Fortalezas

- Líder en el mercado de procesamiento y comercialización de alimentos básicos.
- Innovación en procesos de almacenamiento y logística.
- Sinergias alcanzadas en la importación de materias primas de calidad.
- Amplia red de distribución propia.
- Apoyo que se deriva de su principal socio Grain Hill Corporation, S.A.
- Crecimiento gradual en la diversificación de su portafolio de productos y marcas.

- Expansión en el área de Nicaragua con más de 16,700 puntos de ventas.
- Posicionamiento regional a través de sus aliados estratégicos en la región centroamericana.

### Debilidades

- Rígida estructura de gastos ejerciendo presión sobre las necesidades de financiamiento.
- Retornos volátiles en el pasado reciente.
- Los niveles de eficiencia presentan espacios de mejora.
- Generar avances en el control del gasto operativo y financiero.

### Oportunidades

- Aprovechar las tecnologías incorporadas, para satisfacer la demanda, cuando la oferta local disminuya a causa de los efectos climáticos.
- Diversificación de las fuentes de fondeo, ampliándose al mercado de capitales.

### Amenazas

- Condiciones climáticas que pueden afectar el suministro de materia prima.
- Volatilidad en el precio de los commodities.
- Retraso en los tiempos de entrega de las materias primas.

*"Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos"*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

## Hechos relevantes

El día 7 de noviembre de 2013, Corporación Agrícola S.A. informa que los socios Grain Hill Corporation, S.A. han aportado U\$5.0 millones en capital, los cuales fueron utilizados para reducir cuentas relacionadas con Agricorp, quien a su vez redujo sus pasivos y fortaleció su liquidez.

El día 6 de marzo de 2014, en alusión a la Norma sobre Negociación de Valores de Mercado Secundario, capítulo 5, inciso 11, Agricorp informa que ha tomado la decisión de poner a la venta algunas inversiones, para concentrarse en negocios más rentables.

## Entorno económico

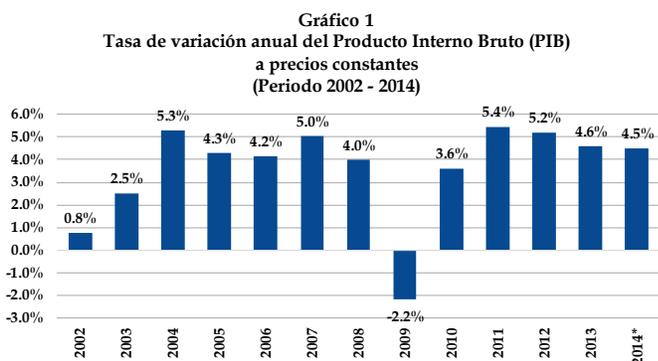
### 1. Producción nacional

De acuerdo con las proyecciones del Banco Central de Nicaragua (BCN) al cierre de 2013, la actividad económica experimentó un crecimiento del 4.6 %, que resulta inferior al compararlo con el promedio de los dos últimos años (5.3%).

A pesar de lo anterior, dicho comportamiento supera al registrado por el resto de los países centroamericanos, con excepción de Panamá.

De acuerdo con estimaciones del BCN y de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), el crecimiento de la economía se situará alrededor del 5.0% en el 2014, manteniendo el segundo mayor de la región centroamericana, sólo superado por Panamá.

Como parte de las amenazas para alcanzar dicha meta, se encuentra una persistente volatilidad de la economía global, el comportamiento de los precios de los principales productos de exportación y los efectos sobre la producción cafetalera a consecuencia del impacto de la roya en el 2013.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.  
\*Tasas proyectadas por el BCN.

### 1.1. Índice mensual de actividad económica (IMAE)

La economía nicaragüense mostró un crecimiento interanual a diciembre 2013 del 3.2% y del 5.0% en el promedio anual, de acuerdo con los datos que refleja el Índice Mensual de Actividad Económica (serie original) publicado por el BCN.

Al analizar la composición del indicador por actividad económica, las mayores tasas de crecimiento interanual se presentaron en silvicultura, pesca y minas con un 29.0%, seguido de construcción con 7.7%, hoteles y restaurantes 7.3%, manufactura 7.0% y financiero con 6.8%. La actividad de agricultura mostró una tasa interanual a diciembre muy cercana a cero, mientras que cuatro actividades evidenciaron tasas negativas; pecuaria (11.1%), alquileres (5.8%), transporte y comunicación (4.6%) y energía y agua (0.3%).

### 1.2. Desempleo

En términos del índice de desempleo abierto de Nicaragua, el Fondo Monetario Internacional (FMI), proyecta al cierre de 2013 una tasa del 6.1%, ligeramente superior a la tasa al cierre de 2012 (5.9%). De esta manera, este indicador resulta menor al registrado en los años posteriores a la crisis cuando se ubicó en 8.1% y 7.8% para los años 2009 y 2010, respectivamente.

### 1.3. Finanzas públicas

Durante el año 2013 los objetivos de la política fiscal continuaron enfocados a garantizar un financiamiento sostenible a los proyectos tendientes a reducir paulatinamente los niveles de pobreza por medio de una mayor inversión en infraestructura y fortalecimiento del capital humano.

Asimismo, el déficit consolidado después de donaciones respecto al PIB fue del 1.0% (-0.2% en 2012).

### 1.4. Comercio exterior

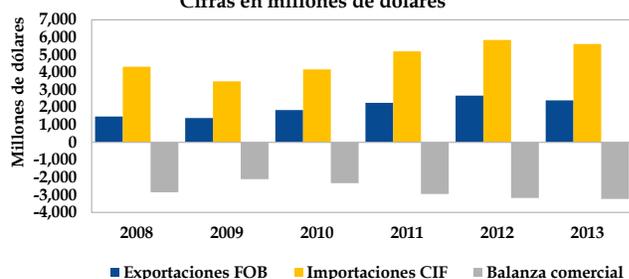
El déficit comercial ascendió a 2.792,3 millones de dólares, incrementándose en 1,9% respecto al déficit mostrado en 2012, esto como resultado de la reducción del valor de las exportaciones FOB (-10,3%) y a una merma en las importaciones FOB del -4,2%.

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

**Gráfico 2**  
Balanza comercial  
a diciembre de cada año  
Cifras en millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN

El resultado observado en el déficit a diciembre de 2013, está influenciado principalmente por el deterioro interanual de los términos de intercambio (8,2%), debido a una reducción promedio interanual de los precios de exportación (9,3%). Tal comportamiento de los precios, afectó el valor de las exportaciones de productos como el café, azúcar, oro, entre otros.

## 1.5 Evolución del tipo de cambio

En términos de la conducción de la Política Cambiaria, en 1993 se estableció por primera vez la devaluación del 5% anual. Después el mismo año, se subió a 12%. En 1999, se bajó a 9% y después a 6%. A partir de 2004, se estableció en 5% anual y se ha mantenido desde entonces.

El tipo de cambio al 31 de diciembre de 2013, fue de C\$25.3318 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5.0%, misma observada al finalizar el 2012.

## 1.6 Inversión extranjera directa

Con datos del BCN al primer semestre de 2013, los flujos de inversión extranjera directa (IED) totalizaron US\$443,5 millones (US\$415.1 millones en igual período de 2012), reportando mayor dinamismo que el primer trimestre del año (US\$330.7 millones versus US\$112,8 millones del segundo) y generando un incremento interanual de US\$28.4 millones (6.8%).

De acuerdo con estimaciones realizadas por la CEPAL, la IED durante el 2013 generó ingresos cercanos a los US\$800 millones, en los sectores de energía, hidrocarburos, zonas francas y construcción

## 1.7 Política monetaria

La conducción de la Política Monetaria durante el 2013 contribuyó a alcanzar un crecimiento económico sostenido, con bajas tasas de inflación y el mejoramiento de indicadores sociales.

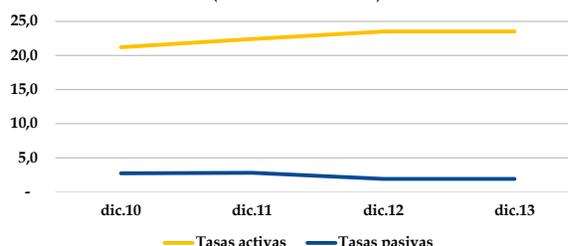
Según se indica en el Informe Monetario Financiero emitido por el BCN, el Programa Monetario Anual del 2013 se apoyó en las operaciones de mercado abierto, con una colocación de 323.5 millones de dólares en Letras a valor facial durante el año, y se redimieron 256 millones de dólares, para una colocación neta de 67.5 millones de dólares, con una tasa promedio de rendimiento del 2,1%.

### 1.7.1 Tasas de interés

Según datos del BCN a diciembre de 2013, la tasa activa, se ubicó en 23.5%; 100,2 puntos base superior a la tasa reportada en el mes anterior (22.5%), producto de un mayor dinamismo de tarjetas de créditos.

Mientras que, la tasa pasiva al mismo periodo se ubicó en 1.9%, equivalente a una reducción de 138.4 puntos base respecto al mes anterior (3.3%).

**Gráfico 3**  
Evolución de las tasas activas y pasivas  
(Período 2010 - 2013)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

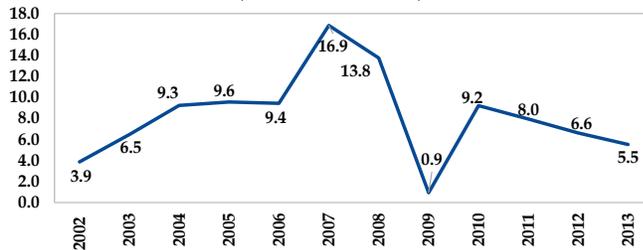
### 1.7.2 Inflación

Con datos del BCN al cierre de diciembre de 2013, la inflación mensual fue de 1.08%, inferior al 1.64% del mismo mes del año anterior. Este comportamiento corresponde a la sensibilidad mostrada en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas, recreación y cultura y transporte.

En términos acumulados, el indicador de inflación reporta a diciembre de 2013 el 5.54%, inferior al registro histórico de los años 2012 (6.62%) y 2011 (7.65%). Este comportamiento es explicado por los menores precios en alimentos y bebidas no alcohólicas, alojamiento, agua,

electricidad, otros combustibles, restaurantes y hoteles, que representaron en conjunto el 61.6% del resultado acumulado (3,41pp).

**Gráfico 4**  
Tasa de variación del indicador de inflación  
Año base 2006  
(Periodo 2002 - 2013)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

### 1.7.3 Remesas

La participación de las remesas en la economía nicaragüense, constituyen un importante aporte al sostenimiento familiar.

Luego de la pasada crisis financiera, la cual hizo caer el ritmo de crecimiento en 6.0% en 2009, las tasas de crecimiento de los últimos cuatro años han sido cada vez mejores.

De esa forma, con cifras del BCN a diciembre de 2013, el saldo acumulado en remesas ascendió a US\$1,077.7 millones, mayor a lo mostrado en igual periodo de 2012 (US\$1.014,20 millones), evidenciando un incremento porcentual del 6.3%. En términos porcentuales el aumento del 6.0% para 2013 fue moderado, respecto al 11.0% del año anterior.

## 2. Retos a mediano plazo

Los principales retos para mantener el crecimiento y la estabilidad económica, requisito fundamental para atender los graves problemas sociales que presenta la nación, seguirán íntimamente vinculados al comportamiento de la economía mundial y especialmente a la de sus principales socios comerciales.

Si bien existen señales de mejoramiento en el desempeño de la economía de los Estados Unidos, todavía su crecimiento no se acerca al experimentado en los años previos a la crisis, por lo que persiste aún la incertidumbre sobre su comportamiento en el mediano plazo y el efecto que ello tendrá en las economías de la región.

## Reseña histórica y perfil de la entidad

Corporación agrícola S.A. inicia operaciones en el 1° de mayo del año 2000 como resultado de la fusión entre las empresas comercializadoras de arroz; Comercial Centroamericana de Inversiones, S.A (COMERSA) e Industrias Nacionales Agrícolas (INA).

En el año 2000 nace Agricorp con 60 colaboradores y con ventas mensuales de 30.000 quintales. En el 2001 Agricorp impulsa el Programa de Apoyo a Productores de Arroz (PAPA).

En el 2003, Agricorp inicia la construcción del primer molino computarizado en el país (el mejor de Centroamérica y el tercero a nivel de Latinoamérica). En el 2004 Agricorp adquiere la empresa GEMINA y da inicio al programa de diversificación con la incorporación del arroz, harina, frijoles, sal, huevos, pan, harina de maíz, tortillas, entre otros. En el 2005 Agricorp adquiere el molino GRA II (Gulf Rice Arkansas en Estados Unidos) y en el 2006 Agricorp adquiere la Sociedad Arrocería Costarricense en Costa Rica.

En 2013, Agricorp llega a tener 754 empleados y ventas anuales de hasta US\$168 millones (2.7 millones de quintales de arroz al año más lo correspondiente a ventas de productos representados).

En la actualidad Agricorp se consolida como líder en la producción y distribución de alimentos de consumo básico y de consumo masivo en Nicaragua con más de 16,000 puntos de venta en el país y 7 plantas industriales ( 5 de procesamiento de arroz, una molinera de trigo y una planta procesadora de sal en Nicaragua). Con una concentración en el segmento de mayoreo del 57.9% y al detalle del 12%, y un nivel de exportaciones del 6%.

### Estructura financiera

Líder del mercado de procesamiento y distribución de granos básicos, Agricorp acumuló activos totales por C\$2,850.3 millones a marzo 2014, reportando una contracción del orden del 12.5%, mientras que a marzo de 2013, los mismos sostuvieron una expansión interanual del 18.7%. Esta dinámica en los activos estuvo determinada por una caída en el volumen de los inventarios (asociado a una mayor rotación y manejo eficiente del inventario), y en menor medida la partida de cuentas por cobrar con partes relacionadas.

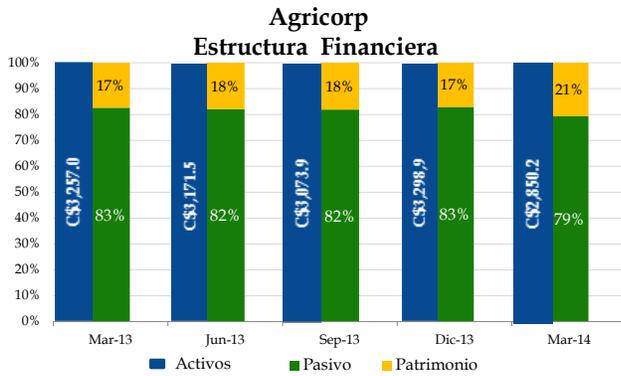
## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

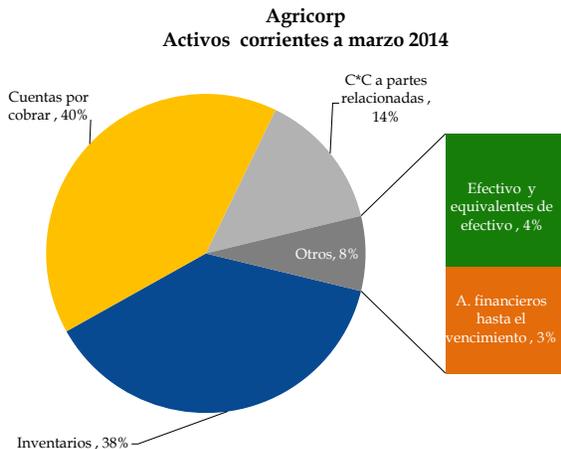
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A



\*Activos en millones de córdobas

Las líneas de productos diversificadas, el conocimiento de su nicho de mercado, y el posicionamiento de marca a nivel regional, ubican a la corporación en una destacada posición dentro del mercado de granos básicos, que le genera acceso a una amplia base de clientes.

A marzo de 2014, los activos no corrientes avanzan a un 33% de participación del activo total, desde un 29% en marzo 2013. Este incremento es explicado por una mayor concentración de la partida mobiliario y equipo rodante, que acumuló C\$53.6 millones más que el periodo anterior.

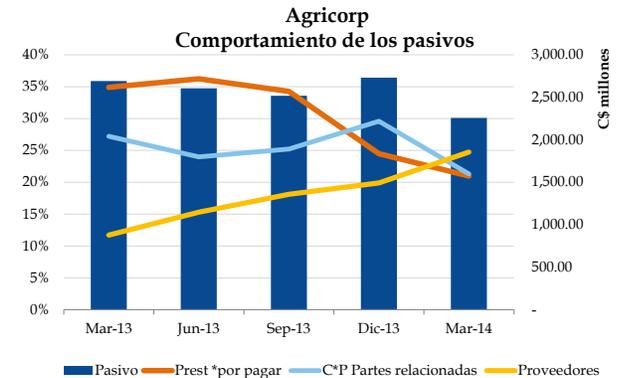


En relación al giro comercial de Agricorp, los componentes más importantes del activo continúan siendo los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. En nuestra opinión, el mejor manejo de estas partidas incrementará la productividad de los activos, apoyado por la maduración de sus estrategias de expansión, al tiempo que mejorará su canasta de productos.

Con cifras acumuladas a los doce meses finalizados marzo 2014, los pasivos fueron de C\$2,261.4 millones, registrando una contracción del orden del 16.0%, contrario a la expansión interanual observada al finalizar marzo de 2013 (+25.0%). Este cambio es explicado por una menor concentración de los préstamos por pagar a corto plazo,

que pasaron desde un 30% a un 17% con respecto a los pasivos totales durante el mismo periodo.

Asimismo, otra partida que reviste importancia es la de cuentas por pagar a partes relacionadas, que concentró el 16% desde un 21% a marzo de 2013. Lo anterior, en línea con los planes estratégicos 2014-2016, que determinan que Agricorp reduzca el nivel de endeudamiento hasta un 70% al finalizar el año 2016.



Los recursos propios experimentaron un crecimiento del 4.0% equivalente a C\$22.6 millones en los doce meses a marzo de 2014, mientras que al interanual de marzo 2013, sostuvo una contracción del 3.6%.

No obstante, con el propósito de robustecer su capital, fortalecer su posición de liquidez y reducir sus costos financieros, Agricorp gestiona en el mercado bursátil una emisión de acciones preferentes no acumulativas por un monto de US\$10,000,800.00 divididas en 240,000 acciones, con un valor en acciones de US\$41.67. La emisión será hasta un monto máximo de doscientos cuarenta millones de córdobas (C\$ 240,000,000.00).

En tal sentido, las acciones preferentes se colocan en tramos, según las necesidades del emisor y la demanda del mercado. Los fondos obtenidos por el emisor a raíz de sus actividades recurrentes serán la fuente principal para la acumulación de utilidades y para los pagos de dividendos a los tenedores de acciones preferentes y comunes.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

## Características de los dividendos

Características de la emisión	
Emisor	Agricorp S.A.
Clase de instrumento	Acciones preferentes no acumulativas
Monto autorizado del programa	No excederá un monto máximo colocado de C\$ 240.000.000,00 (Doscientos cuarenta millones de córdobas), equivalente a US \$10.000.800 (Diez millones ochocientos dólares)
Moneda de la emisión	Se emitirán en Córdoba, moneda oficial de Nicaragua
Denominación o valor facial de cada acción preferente	C\$ 1,000.00 (Un mil Córdoba netos), equivalente a US\$ 41.67. Las acciones se colocarán en el Mercado Primario en lotes de 240 acciones
Forma de representación	Valores dematerializados
Plazo para la colocación	Dos años, contados a partir de la fecha de autorización del mismo por parte de la SIBOIF
Dividendos por acción	En el primer año, las acciones preferentes devengarán un dividendo por acción de US\$3,75. A partir del segundo año en caso que la Asamblea de Accionistas del emisor declare dividendos, estos serán por el mismo valor.
Forma de colocación	A través del Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN), mediante los Puestos de Bolsa autorizados para operar en el país.
Garantías	No cuentan con garantías reales ni personales, ni con un fondo económico que garantice el pago de dividendos.
Opción de recompra	Las acciones preferentes no tendrán fecha de vencimiento, sin embargo la sociedad se reserva el derecho u opción de poder comprar en cualquier momento en forma parcial o total, directa o indirecta, las acciones preferentes a un precio por acción de US \$41,67, más los dividendos declarados pero pendientes de pago (en caso que los hubiese), en cualquier momento posterior a su colocación en el mercado primario. La opción de compra de las acciones preferentes es un derecho de la sociedad y una obligación de venta que tiene el accionista preferente.
Agente de pago	INVERCASA, Puesto de Bolsa

- Los dividendos de las acciones preferentes serán declarados por la Junta General de Accionistas y los Accionistas Preferentes tendrán prelación en relación al pago de los dividendos de las acciones comunes para cada período.
- El primer año pagará un dividendo de tres dólares con setenta y cinco centavos (US\$3,75) por cada acción preferente pagada y en circulación.
- A partir del segundo año, inclusive, se declararán dividendos de acuerdo a los resultados y la posición financiera de la empresa en cada período. Si el emisor decidiese declarar dividendos a partir del segundo año, inclusive, los

dividendos de las acciones preferentes serán de tres dólares con setenta y cinco centavos (US\$3,75) por cada acción preferente pagada y en circulación.

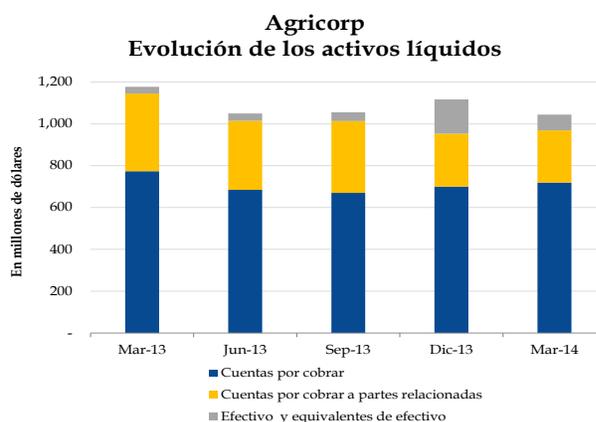
- Los dividendos declarados, menos la retención de cualquier impuesto sobre dividendos que pudiesen derivarse de la inversión según la legislación vigente, serán pagados anualmente mediante cuatro pagos, de manera trimestral y consecutiva por trimestre vencido.
- Los dividendos de las acciones preferentes no serán acumulativos, es decir, los dividendos que el emisor no haya declarado en cualquier año no se acumularán para pagarse en periodos siguientes.

## Análisis de estabilidad

### 1. Liquidez

Al cierre de marzo de 2014, las disponibilidades en efectivo fueron C\$43.02 millones más que las reportadas a marzo de 2013. La generación de liquidez fue determinada por la capacidad de la empresa de generar flujo operativo a través de sus actividades principales, aunado a las aportaciones que realizaron sus principales accionistas en la segunda mitad del 2013 para el fortalecimiento del capital de trabajo.

Actualmente, la compañía se beneficia de estrategias para mejorar perfil de liquidez, (inversiones financieras) a través de la participación en el mercado de valores de Nicaragua. Asimismo, Agricorp cuenta con adecuadas líneas de créditos con instituciones especializadas, esto también es un soporte a su calidad crediticia.



Dentro de su estrategia para controlar el riesgo de liquidez, Agricorp cuenta con un departamento de

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

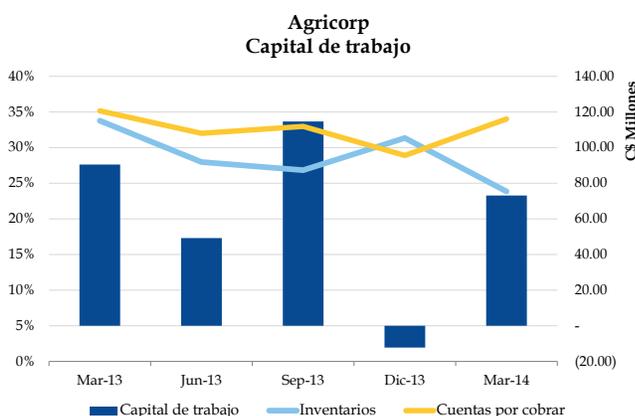
tesorería, que tiene la capacidad y habilidad técnica para el monitoreo de las entradas y salidas de efectivo en tiempo real; a la vez que establece proyecciones que le permiten observar los cambios según la maduración de sus activos y pasivos de corto plazo.

A marzo de 2014, la generación de flujo operativo favoreció la posición de liquidez de la corporación. De esta manera, el *ratio* que mide la relación de activos circulantes a pasivos de corto plazo (razón circulante) fue de 0.98 veces, mejorando con relación a los 0.95 veces a marzo 2013. La compañía aún se mantiene en un proceso de transición de sus estrategias operativas.

A diciembre 2013, la prueba ácida (que excluye los inventarios), no mostró variaciones importantes con respecto a los resultados observados en igual periodo hace un año. No obstante, la misma pasa de 0.50 veces a 0.63 veces entre marzo 2013 y marzo 2014, respectivamente, lo cual denota una mejora moderada en el indicador. Dado el nicho de mercado y volumen de operaciones, es normal que el *ratio* se vea presionado en industrias con un giro comercial de este tipo (empresas agroindustriales).

Se destaca la relativa estabilidad del período de recuperación en las cuentas por cobrar comerciales de 57 días para marzo 2014, mejorando con respecto a los 67 días de marzo 2013, mientras que al agregar las cuentas por cobrar con partes relacionadas de corto plazo, el *ratio* se incrementa a 76.2 (marzo 13: 99 días).

La mejora en la recuperación de las cuentas por cobrar comerciales, obedece a estrategias que determinaron otorgar a ciertos clientes importantes, un periodo más extenso de crédito.



El capital de trabajo disminuyó nominalmente, producto de una contracción en los saldos de los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales. A la vez, que la deuda a

largo plazo incrementó significativamente en C\$81.4 millones al cierre de marzo de 2014.

Ante la contracción mostrada en los niveles de capital de trabajo a finales del 2013, Agricorp realiza emisiones de papeles comerciales y bonos, el monto de tales emisiones (papeles comerciales y bonos) ascienden a un monto de C\$352.8 millones.

El indicador de porción de capital de trabajo, el cual mide la relación del capital de trabajo frente al activo circulante, reportó un 3.9% a marzo de 2014, tal indicador no registró variación con respecto a marzo de 2013. No obstante, mejoró respecto a diciembre de 2013, cuando sostuvo una contracción del 0.51%. Se espera que con la venta de algunos activos, Agricorp se enfoque en rentabilizar activos más productivos, a la vez que alivie presiones en el gasto operativo con la implantación del sistema SAP.

Agricorp mantiene un riesgo de tipo cambiario que se deriva de la adquisición de materias primas, debido a que todos los pagos a proveedores son hacia Estados Unidos de América y Brasil, cuyas facturaciones son en dólares, y por el lado de los pasivos, la corporación mantiene contratados pasivos financieros en moneda extranjera.

No obstante, la entidad ejerce un control de este riesgo a través de análisis de sensibilidad, donde se monitorea y compara el deslizamiento de las bandas cambiarias establecidas anualmente por el BCN.

AGRICORP: Indicadores de Liquidez					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
<b>Razón circulante</b>	0.95	0.95	0.98	0.95	0.98
<b>Prueba ácida</b>	0.50	0.59	0.60	0.52	0.63
<b>Proporción del capital de trabajo</b>	3.9%	2.1%	5.4%	-0.5%	3.9%
<b>Cobertura del capital de trabajo</b>	0.08	0.06	0.14	(0.01)	0.11

## 2. Endeudamiento

Al finalizar marzo de 2014, la deuda de corto plazo respecto al pasivo total se concentró más en documentos por pagar (23%), proveedores (20%), préstamos por pagar (17%) y cuentas por pagar a partes relacionadas, las cuales significaron el 16%.

El pasivo con costo fue menor en C\$316.9 millones, al finalizar el primer trimestre de 2014. Lo anterior significó una contracción del 29.3%, explicados por una relativa disminución de los préstamos de corto y largo plazo. No obstante, al cierre de marzo de 2014, continúan manteniendo una concentración del 34% dentro de los pasivos totales (marzo 2013: 40%).

### OFICINAS REGIONALES

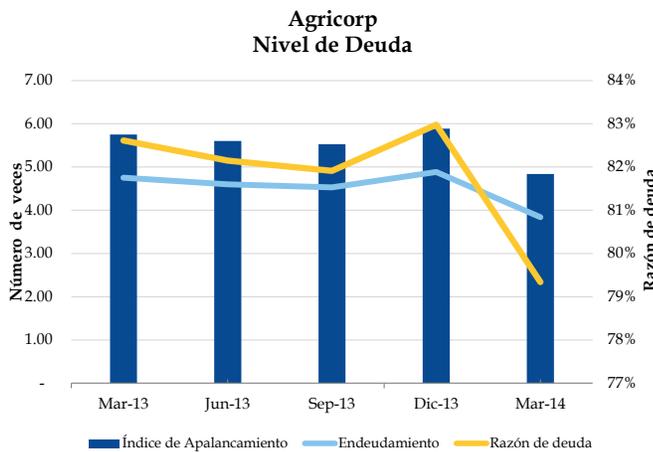
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

La deuda es canalizada para el abastecimiento de sus activos principales (inventarios e inversión de maquinaria, y en menor medida para la mejora de procesos). La reconfiguración de los pasivos generó cambios importantes en las condiciones del perfil de endeudamiento, proporcionando mayor flexibilidad en los pagos en términos de mayores plazos.

Dado la implementación del sistema SAP, y la mejora de los procesos para la preservación de sus productos, Agricorp realiza inversiones importantes para su financiamiento. Así, los activos totales son financiados con el 79% de los pasivos (*ratio* de deuda), manteniéndose ligeramente por debajo de las políticas prudenciales de endeudamiento de la corporación, el cual establece como límite no ser mayor al 80%.

El *ratio* que mide las veces que la deuda cubre los recursos propios de la corporación se ubicó en 3.8 veces al finalizar marzo 2014, menor a lo observado en marzo de 2013 de 4.8 veces. Esto evidencia el menor uso de deuda para el financiamiento de los activos. Mientras que el índice de apalancamiento (activos/patrimonio) resultó menor en 4.8 veces, en relación al 5.8 veces observado en su interanual a marzo 2013.



En nuestra opinión, la maduración de las estrategias de expansión, el adecuado control de las cuentas por pagar con partes relacionadas, y la diversificación adecuada del financiamiento de los activos, mantendrán relativamente controlados los ratios de deuda, a la vez, que continuarán alineados a las políticas internas de la corporación.

Actualmente, Agricorp realiza esfuerzos por contener el gasto financiero, y busca afianzar otras fuentes de financiamiento (mercado de valores y control de líneas de préstamos), que le brinden mayor flexibilidad en el manejo de sus pasivos con costos.

Dado los últimos financiamientos en documentos por pagar a largo plazo, el indicador de cobertura de intereses registró 2.6 veces en marzo 2014; mejor al resultado reportado de 1.7 veces en marzo 2013. Lo cual indica que el flujo operativo se vio favorecido por una disminución por el pago de servicio de la deuda. Además, la tasa de interés promedio sobre los pasivos retrocedió a 6.3%, desde 6.4% registrado a marzo de 2013.

Al término de marzo de 2014, Agricorp muestra un mejor desempeño de su flujo operativo, el indicador de deuda financiera a EBITDA, el cual mide el número de veces que la deuda financiera (bancaria más valores emitidos) cubre los flujos que provienen del giro principal del negocio, fue de 2.7 veces, mejorado con respecto al 4.3 veces observado en marzo 2013.

AGRICORP: Indicadores de Endeudamiento					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
Cobertura de intereses	1.65	1.31	1.44	1.63	2.55
TIP	6.4%	6.9%	7.0%	6.4%	6.3%
Gtos Financieros /P. con costo	15.8%	16.7%	16.3%	16.9%	17.0%
Índice de Apalancamiento	5.75	5.60	5.53	5.89	4.84
Razón de deuda	83%	82%	82%	83%	79%
Endeudamiento	4.75	4.60	4.53	4.89	3.84
Deuda EBITDA	2.9	4.3	4.0	2.9	1.7

## Análisis de gestión

### 1. Actividad

La compañía enfoca sus esfuerzos en aumentar la diversificación de sus líneas de productos claves, de igual manera, parte de su estrategia se centra en incrementar el margen de sus ingresos derivados de los subproductos de alimentos de consumo tradicional. En tal sentido, la consolidación de la estrategia para ampliar sus líneas de comercialización y diversificación de productos será clave para robustecer el concepto de ser una empresa multi-segmentos a nivel nacional y regional.

Al cierre de marzo de 2014, la rotación de inventarios mejora su desempeño en 4.1 veces, al compararlo con la rotación de 2.8 veces en marzo de 2013. El impacto de las nuevas estrategias ha retornado en un mejor manejo de los inventarios. La implementación de silos y bolsas para la mejora del almacenaje ha incrementado la eficiencia en la operatividad de los inventarios, a la vez que se ha beneficiado del ahorro en el costo de almacenamiento.

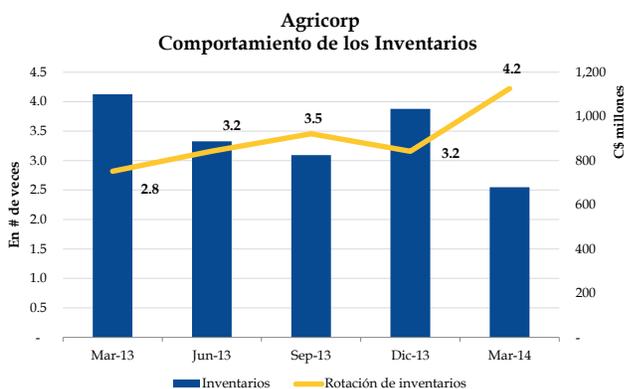
## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A



Al término de marzo 2014, el saldo en las ventas fue determinado por la dinámica de sus principales productos (arroz y harina de trigo) aunado al crecimiento de la demanda local. En tal sentido, el mejor desempeño de los inventarios, y el mayor volumen en ventas, mejoró la rotación del activo circulante (RAC) a 2.2 veces, al cierre de marzo de 2014, desde el 1.7 veces reportado a marzo de 2013.

SCRiesgo, opina que los activos mejorarán su desempeño, en la medida que inversiones en tecnologías y procesos, implantados alcancen un nivel óptimo de eficiencia. Tomando en cuenta la estacionalidad de los inventarios, donde el corte de las cosechas en arroz se presenta 2 veces al año, Agricorp, podrá satisfacer la demanda de manera más eficiente durante las estaciones secas, permitiendo estabilizar el volumen de los ingresos totales.

La capacidad de absorción del gasto administrativo por los flujos generados de la actividad principal del negocio, mejora al reportar un nivel de cobertura de 3.7 veces al cierre de marzo de 2014, (marzo 2013: 2.6 veces). El *ratio* experimentó el avance más importante en los últimos cinco trimestres (dic-12/dic-13), el cual en promedio fue de 2.5 veces.

En nuestra opinión, la mayor concentración del ingresos seguirá derivándose de la producción de arroz y subproductos, mientras que la harina seguirá manteniéndose como el segundo producto, el cual ganará espacio en la medida que se fortalezca el posicionamiento de marca y el crecimiento de sus líneas de productos.

La presencia regional con 550, mayoristas y 147 supermercados, y más de 16,700 puntos de ventas a lo largo del territorio nicaragüense. Le permitirá posicionarse como la empresa líder en el segmento de productos de alimentos de consumo básico.

AGRICORP S.A : Indicadores de Actividad					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
Rotación del activo Circulante	1.66	1.66	1.83	1.79	2.16
Rotación de Activo a largo Plazo	4.34	4.49	4.53	4.51	4.66
Rotación de Activo fijo	7.47	7.99	7.81	8.15	8.74
Rotación de Activo total	1.20	1.21	1.31	1.28	1.50

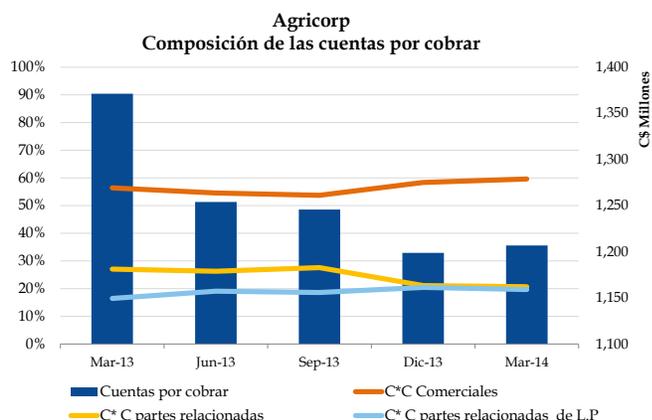
## 2. Cuentas por cobrar

La evaluación crediticia a sus clientes, el comportamiento histórico de pagos de los mismos con otras empresas, el otorgamiento de garantías de calidad y la frecuencia con que estos realizan sus pagos, son algunas de las estrategias que Agricorp implementa para el control de riesgo en el otorgamiento de ventas al crédito.

Con todo, los esfuerzos de la compañía en la recuperación de sus créditos se evidencian en la mejora de algunos indicadores en la gestión del cobro crediticio. El indicador que mide el nivel de rotación de las cuentas por cobrar registró un avance al cierre de marzo de 2014 (4.3 veces), desde un 3.6 veces en igual periodo de 2013. Esto explica, el mejor desempeño de Agricorp, al hacer líquidas sus operaciones.

Al término de marzo de 2014, las cuentas por cobrar comerciales acumularon C\$729.07 millones (25.6% del activos totales), mostrando una contracción del orden del 7.4%, contrario a marzo de 2013, cuando sostuvo una expansión del 46%.

Por su parte, las cuentas por cobrar con partes relacionadas de corto plazo disminuyeron interanualmente en el orden del 32.7% al finalizar marzo 2014. A partir del tercer trimestre del 2013, esta partida ha venido desacelerando su participación producto de los pagos efectuados por sus socios comerciales



### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

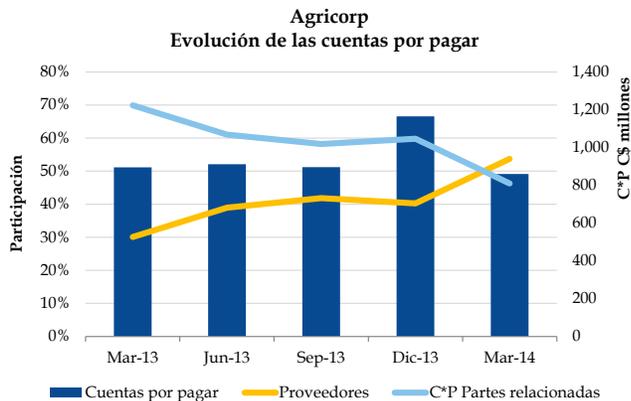
Dado el giro de negocio, la rotación de las cuentas por cobrar resulta moderada, y correlaciona al desempeño de los inventarios. En línea de lo anterior, Agricorp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un periodo promedio a 57 días, mejorando este *ratio* con respecto al observado en marzo 2013 de 67 días. Esta tendencia mejora en la medida que la estrategia avanza, y la empresa mantenga monitoreados los límites de créditos individuales.

Los 20 mayores clientes representaron el 36.7% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran una concentración del 19.4%. En nuestra opinión, dado el tipo de negocio, las concentraciones son altas.

AGRICORP : Indicadores de cuentas por cobrar					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
Rot. C*C con partes relacionadas	3.6	3.6	4.1	4.3	4.7
PMC con partes relacionadas	99.0	100.9	87.8	83.8	76.2
Rot. C*C Comerciales	5.4	5.7	6.1	6.1	6.3
Ventas/C* C comerciales	67.2	63.3	59.0	59.1	56.8

### 3. Cuentas por pagar

La contratación de deuda por parte de la compañía, es utilizada para fortalecer el capital de trabajo, y de esta manera expandir el volumen de operaciones y diversificar sus líneas de productos. Al finalizar marzo 2014, las cuentas por pagar ascendieron a C\$818.6 millones, de las cuales el 56% pertenece a proveedores y el resto a cuentas por pagar a partes relacionadas.

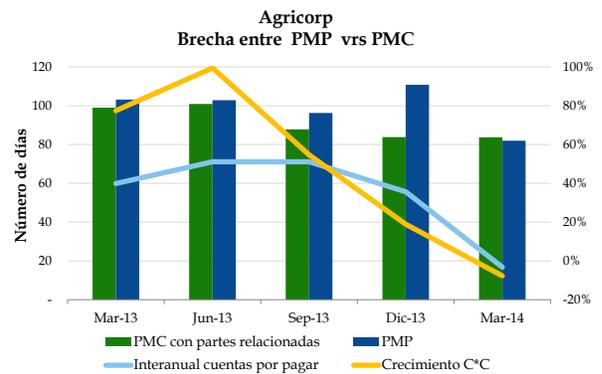


Las cuentas por pagar a partes relacionadas registraron una contracción del 36% a marzo 2014. Lo anterior es explicado, por pagos que efectuó Grain Hill (derivados de la capitalización de 5 millones de dólares). Con esto su participación con respecto del pasivo total pasa desde un 23.3% en marzo 2013, hasta un 17.6% al cierre de marzo 2014. Los principales destinos de estos créditos son para la

adquisición de granza, trigo, fortalecimiento de la liquidez y capital de trabajo, en vista que las transacciones de compra y venta de arroz se dan a través de Grain Hill.

A marzo de 2014, los préstamos por pagar retrocedieron su participación a 27.9% del pasivo total desde el 34.7% observado en marzo 2013. El riesgo principal en este tipo de partida, se deriva de los cambios o variaciones en los tipos de tasas de interés. Lo anterior, explica que la compañía contrate líneas de créditos a tasas variables, lo cual le permite realizar ajustes en caso de fluctuaciones en las de tasas de interés.

La mayoría de los préstamos están garantizados con bonos de prenda de arroz en granza. Al cierre de marzo de 2014, el volumen de préstamos por pagar ascendió a C\$391.6 millones, los cuales han mostrado una tendencia decreciente en el último año.



Por su parte, los proveedores experimentaron una expansión del orden del 71.7% al finalizar marzo de 2014, mayor al incremento observado en igual periodo del 2013 (30.4%). En tal sentido, la rotación de las cuentas por pagar fue en promedio de 82 días, menor al *ratio* con respecto al periodo anterior (marzo 2013: 103.2 días), con esto Agricorp sostiene cierta flexibilidad en su ciclo de efectivo, al mantener un periodo controlado en la rotación de cuentas por cobrar comerciales (60 días), para hacer líquidos activos operativos.

### 4. Inventarios

La vulnerabilidad de la región ante los cambios climáticos, el abastecimiento de los inventarios en la estación seca, y una demanda creciente, son algunos de los retos que enfrenta la corporación dentro de los parámetros de eficiencia para el buen desempeño de los inventarios. Esto reviste importancia en la medida que la demanda de arroz ha crecido de manera importante en los últimos cinco años.

Luego de la fuerte expansión experimentada en marzo de 2013 (29.5%), los inventarios reportan una caída del 38.2% al finalizar marzo de 2014. Lo anterior, evidencia que los mismo pierdan participación al pasar de un 34% a un 24% del total de los activos. Esta caída obedece, a un efecto estacional, propio del giro principal del negocio y del menor abastecimiento producto del tiempo de entrega de la materia prima importada a través de sus respectivas embarcaciones.

Es importante mencionar, que el menor volumen de inventarios no implica una afectación en el desempeño operativo. Por el contrario, con la incorporación de nuevas tecnologías (silos bolsas) para un acopio más eficiente durante la estación seca, Agricorp se benefició de manera importante, para satisfacer el excedente de la demanda, originado por el efecto estacional y las condiciones climáticas que afectaron a la producción local. Lo anterior, se refleja en el aumento en ventas interanual de 12% entre marzo 2014 y marzo 2013.

Los efectos climáticos, la calidad de arroz en granza el incremento de la demanda y la capacidad de almacenamiento, fueron uno de los aspectos más aprovechados durante el primer trimestre del 2014, para hacer más eficiente el desempeño de los inventarios.

El periodo medio de los inventarios a marzo de 2014 registró un promedio de 88.5 días frente al indicador de 127.7 días a marzo de 2013, esto implica una mejora en el periodo de días que la corporación necesita para la realización de sus activos operativos.

Agricorp, muestra mejoras a nivel de indicadores de actividad de inventarios. En nuestra opinión, esto se deriva de la mejor integración de las estrategias de expansión, adecuada selección de los puntos de venta y el desplazamiento más efectivo de los tiempos de entrega (transporte), además de una mayor eficiencia de los procesos demostrado por una mayor rotación de inventarios..

AGRICORP : Indicadores de Actividad					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
Rotación de inventarios	2.8	3.2	3.5	3.2	4.2
Período medio de inventarios	127.7	113.9	104.2	114.0	85.2

## Análisis de resultados

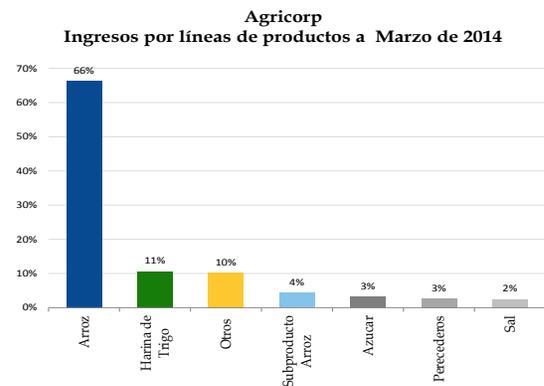
### 1. Estado de resultados

Dado la implementación de las nuevas estrategias de expansión, mayor volumen de ventas, ajustes en la

estructura de precios, la diversificación de la canasta de productos y el mejor manejo de los inventarios, aunado a la reducción del periodo de cobranza, Agricorp mejoró el desempeño de los resultados al finalizar marzo de 2014.

Una estrategia más selectiva en la compra de la granza (contemplado en el plan de ahorro), el incremento de la demanda local, y la capacidad de acopio de sus productos durante los intervalos de cosechas, benefició el crecimiento de los ingresos totales de Agricorp, frente a los demás participantes del mercado.

En ese sentido, Agricorp, reportó C\$169.6 millones más en ingresos totales que los registrados en marzo 2013. Lo anterior, resultó en una expansión interanual del 17.6% al cierre de marzo 2014, frente a la contracción del 3.9% a marzo de 2013. La corporación reafirma su posición como líder del mercado, al tiempo que expande sus puntos de ventas de manera gradual.



En términos de aportación de ingresos, el arroz continúa efectuado las contribuciones más importantes. Al finalizar el primer trimestre de 2014, este contribuyó con el 66% de los ingresos, seguido de productos de harina de trigo 11%, mientras que los subproductos del arroz representaron el 4%. Cabe mencionar que Agricorp, tiene como meta estabilizar una buena base de sus principales productos, lo cual consideramos acertado para fortalecer la generación del EBITDA.

La participación de mercado y la diversificación de la canasta de productos, serán importante para mantener una estable generación de ingresos y flujo operativo; tomando en cuenta, la evolución de procesos que ayuden a sortear el impacto en el volumen de las operaciones a causa de la estacionalidad. Dado que los ingresos oscilan de acuerdo al comportamiento de los precios, presionado por los intervalos en las cosechas.

El rediseño de los procesos, conllevó a un incremento de los gastos operativos, y una desaceleración de las ventas

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

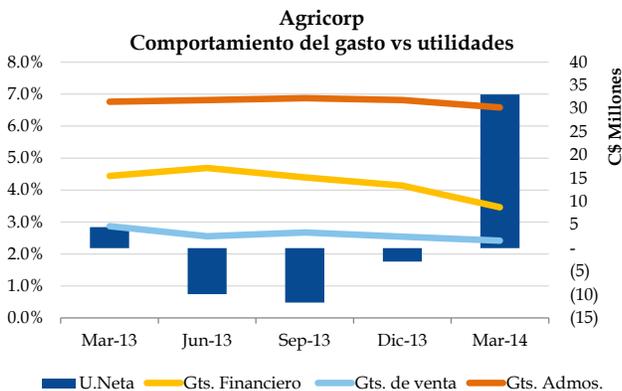
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

(esta última, afectada por la migración de datos en el proceso de actualización de la base de clientes producto de la implementación del sistema SAP). De acuerdo con lo anterior, Agricorp reconoció pérdidas con tendencias decrecientes durante los últimos tres trimestres del 2013. No obstante, al finalizar marzo de 2014, la corporación registró un importante aumento de las utilidades que ascendieron a C\$33.05 millones, permitiendo un margen neto del 2.9%, mayor al 0.47% de marzo 2013.

De esta manera, el volumen de ingresos originó la mejor absorción del gasto operativo, lo que reafirma el compromiso de la corporación de alinear sus estrategias a una diversificación de la base de sus ingresos y elevar los niveles de eficiencia.

El enfoque de segmentos más estables, el seguimiento de un control de gastos corporativos, la implementación de procesos para maximizar la eficiencia de transporte y almacenamiento, determinaron el control del gasto al finalizar marzo 2014. La administración mantiene una iniciativa de plan de ahorro, que ha resultado en un mejor funcionamiento de la estrategia de logística comercial. Actualmente, la corporación implementa el control de presupuesto en línea, siendo uno de los beneficios brindados por el sistema SAP.

La estructura de gastos operativos, siguen determinados por la carga financiera, la compra de materia prima, y la concentración de pagos producto de la implantación de nuevos sistemas.



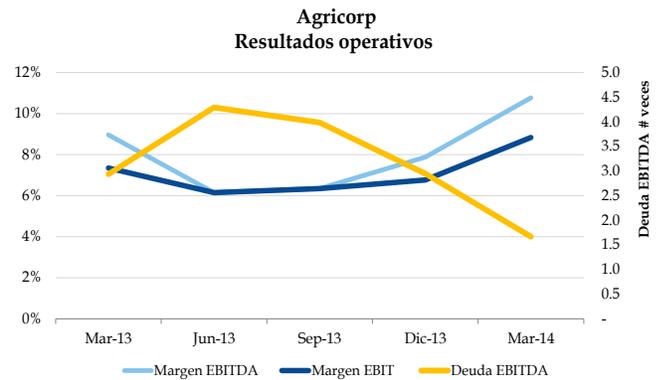
## 2. Rentabilidad

A marzo de 2014, el margen operativo mostró un mejor desempeño en comparación con periodos anteriores. El EBIT fue de C\$100.4 millones, con lo que el margen pasó a 8.8% desde un 7.3% al cierre de marzo de 2013, favorecido tanto por ajustes en la estructura de precios y un mayor

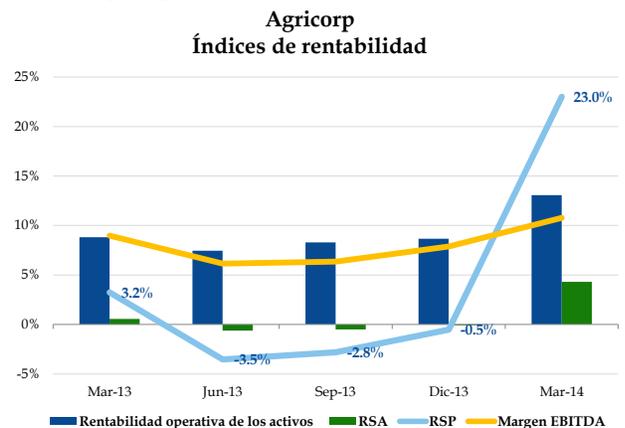
volumen de transacciones comerciales derivados de las ventas de sus principales productos y subproductos.

Los flujos derivados de sus principales operaciones comerciales muestran una tendencia creciente al término de marzo 2014, la concentración en segmentos más rentables, y el aprovechamiento de marca, permite a Agricorp expandir de manera gradual sus ingresos. Dado la transición a la nueva estrategia de comercialización, el flujo operativo se vio presionado en los últimos tres trimestres del 2013. Sin embargo, la mejora al inicio del año es muy significativa.

El margen EBITDA reportó un 10.8% a marzo de 2014 (Marzo 2013: 9.0%), a diciembre 2013, este indicador fue de 7.9%. Por su parte, la cobertura de la deuda sobre el flujo operativo (*ratio* Deuda EBITDA), mejora a 2.7 veces, frente a 4.3 veces de marzo de 2013.



El retorno sobre inversión en activos (marzo 2014: 4.3%) mostró avances importantes, en línea con el mejor desempeño de la generación de los ingresos. Este indicador fue mayor al de marzo 2013, cuando promedió un 0.6%. Por su parte, el retorno del patrimonio reportó un 23.0%, creciendo significativamente al compararlo con el 3.2% en igual periodo hace un año.



### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

SCRiesgo considera que mejoras en la rentabilidad de la compañía provendrán en su mayor parte de avances en el control de costos, gastos y por ende de las mayores eficiencias por alcanzar. En tal contexto, resulta positivo el compromiso demostrado por los socios, al aportar capital y establecer medidas para mejorar el perfil crediticio de la compañía.

Se prevé que los cambios climáticos (asociados al fenómeno del Niño) afecten a las cosechas locales, dado esta situación podría existir un beneficio derivado del incremento de precios, el cual la corporación podría aprovechar en virtud de los avances tecnológicos generados para la preservación de sus materias primas. Lo anterior ayudaría para atender el excedente de la demanda local.

AGRICORP : Indicadores de Rentabilidad					
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14
ROA	8.8%	7.4%	8.3%	8.7%	13.1%
RSI	0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.1%	4.3%
RSP	3.2%	-3.5%	-2.8%	-0.5%	23.0%
Margen Neto	0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.1%	2.9%
Margen EBITDA	9.0%	6.1%	6.3%	7.9%	10.8%
Margen EBIT	7.3%	6.1%	6.3%	6.8%	8.8%

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en septiembre del 2010. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. "SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."*

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A