

## CORPORACIÓN AGRICOLA S.A.

### Informe mantenimiento de calificación de riesgo

**Sesión Ordinaria: N° 4042015.**

**Información financiera:** No auditada al 31 de marzo 2015, considerando información auditada a diciembre 2014.

<b>Contactos:</b> Nancy Rodríguez Bejarano	Analista Financiero	<a href="mailto:nrodriguez@scriesgo.com">nrodriguez@scriesgo.com</a>
Cindy Alfaro Azofeifa	Analista Senior	<a href="mailto:calfaro@scriesgo.com">calfaro@scriesgo.com</a>

### 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de Corporación Agrícola S.A. y subsidiarias (Agricorp), con información financiera no auditada al 31 de marzo de 2015, considerando información auditada a diciembre del 2014.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente calificación de riesgo:

Calificación de Riesgo				
	Anterior		Actual *	
	Nivel	Perspectiva	Nivel	Perspectiva
Emisión de acciones preferentes de la Corporación Agrícola S.A	Nivel3	Estable	Nivel3	Estable

\*La calificación otorgada no varió con 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.

### 2. FUNDAMENTOS

#### FORTALEZAS

- Líder en el mercado de procesamiento y comercialización de alimentos básicos.
- Innovación en procesos productivos, 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 18,300 puntos de ventas.
- Posicionamiento de marca a nivel nacional a través de sus aliados estratégicos.

#### DEBILIDADES

- Rígida estructura de gastos ejerciendo presión sobre las necesidades de financiamiento.
- Retornos volátiles en el pasado reciente. No obstante, durante el 2014 e inicios del 2015 ha mostrado avances importantes en la generación de utilidades.
- Continuar con los avances en el control del gasto operativo y financiero, que le permitan mejorar los niveles de eficiencia

#### 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)

### 3. ENTORNO MACROECONÓMICO DE NICARAGUA

#### 3.1. BALANCE Y PERSPECTIVAS

La economía mundial presentó un leve signo de recuperación respecto al 2013, pero muy diferenciados entre los países. Mientras Estados Unidos presentó un repunte en su economía, la zona del Euro, Asia, economías emergentes y países subdesarrollados mostraron dificultades que provocó un menor crecimiento.

La caída en el precio de algunas materias primas y del petróleo ejerce más tensión sobre el rumbo de las economías mundiales, así como situaciones geopolíticas (Ucrania y Oriente medio) que causan mayor volatilidad en los mercados financieros. La política monetaria de Estados Unidos seguirá manteniendo una tendencia contractiva que se prevé no provocará presiones sobre las tasas de interés, mientras que en la zona del euro se espera que el Banco Central Europeo siga una política monetaria expansiva.

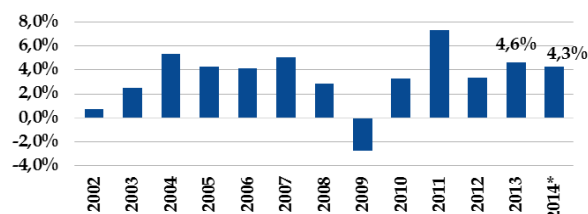
Como consecuencia de lo anterior, se espera que la región Centroamérica enfrente grandes retos para promover su crecimiento. La demanda externa presentará debilidades, por lo que incentivar la demanda interna y promover la inversión es uno de los factores claves en los que cada país debe trabajar.

El Banco Central de Nicaragua estima que el crecimiento será mayor durante el 2015, impulsado principalmente por una mejora en los términos de intercambio y condiciones climáticas favorables. Se espera que la inflación siga con niveles similares a los mostrados hasta el momento (6,5-7,5%), un aumento en las Reservas Internacionales Brutas que les permita seguir respaldando su régimen, mayor profundización del Sistema Financiero y una política fiscal prudente y equilibrada.

#### 3.2. ACTIVIDAD ECONÓMICA

El producto interno bruto (PIB), para el II trimestre del 2014, presentó una variación interanual acumulada del 4,3%. Mediante el enfoque de la producción, este crecimiento se vio sustentando por las actividades de explotación de minas y canteras (24,5%), comercio, hoteles y restaurantes (5,1%) e industrias manufactureras. Al comparar las variaciones interanuales de estas actividades, se encuentra que únicamente la de construcción llegó a ser negativa, lo cual le restó dinamismo al PIB. A continuación se presenta de forma gráfica lo mencionado hasta el momento.

Gráfico 1  
Tasa de variación anual del PIB  
a precios constantes  
(Periodo 2002 - 2014)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.  
\*Cifra acumulada al IIT.

La tasa de crecimiento mostrada por Nicaragua durante el primer semestre del 2014, le permitió encabezar la lista de países con mayor crecimiento en Centroamérica, seguido de Guatemala y Costa Rica con una tasa alrededor del 4%.

Las proyecciones para Nicaragua durante el 2015 sugieren que la economía seguirá creciendo a tasas significativas, manteniendo su posición del país con mayor crecimiento. De esta forma, el Consejo Monetario Centroamericano proyecta un crecimiento del PIB real en un 4,5- 5%, cifras que superan el promedio de crecimiento para la región (3,8-4%).

#### 3.3. COMERCIO EXTERIOR

Al mes de noviembre del 2014, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de 2.399 millones de dólares, lo cual representó un crecimiento respecto al año anterior del 8%. Por otro lado, las importaciones a noviembre del 2014 cerraron en 5.333 millones de dólares, cifra que implicó un crecimiento interanual del 4%. Debido a que las importaciones fueron mayores que las exportaciones, el país registró un saldo negativo en su balanza comercial.

#### 3.4. SITUACIÓN INTERNACIONAL

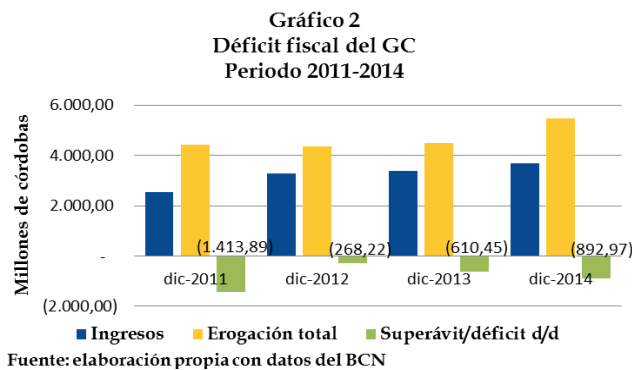
Según el último informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), los principales acontecimientos que se están dando en la economía mundial y generan incertidumbre en los mercados internacionales se resumen en la caída de los precios del petróleo y algunas materias primas, así como proyecciones a la baja del crecimiento de las economías mundiales debido a situaciones de contracción o desaceleración económica que han presentado la zona euro, Japón y mercados emergentes.

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2015-16, la tasa de crecimiento de Estados Unidos superará el 3%, con una mayor demanda producto del abaratamiento del petróleo, la moderación del ajuste

fiscal y una política monetaria ajustándose gradualmente. Para la zona euro se proyecta un crecimiento en el 2015 del 1,2%, debido a la debilidad en la inversión. Por otro lado, para Japón se estima un crecimiento del 0,1%, a pesar de que entró en recesión técnica durante el tercer trimestre del 2014, sin embargo, la expansión monetaria y postergación del impuesto al consumo, propiciarán el leve repunte.

### 3.5. FINANZAS PÚBLICAS

A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, la tasa de crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se siguiera observando déficit fiscal, incluso después de donaciones (d/d).



La situación de debilidad de las finanzas públicas es un problema a nivel regional y también en economías avanzadas. La Comisión Monetaria de Centroamérica recomienda a los países de la región implementar políticas fiscales que les permita cierto nivel de sostenibilidad, ya que no se vislumbra un equilibrio fiscal en el mediano plazo debido al contexto internacional y específico de cada país.

### 3.6. MONEDA Y FINANZAS

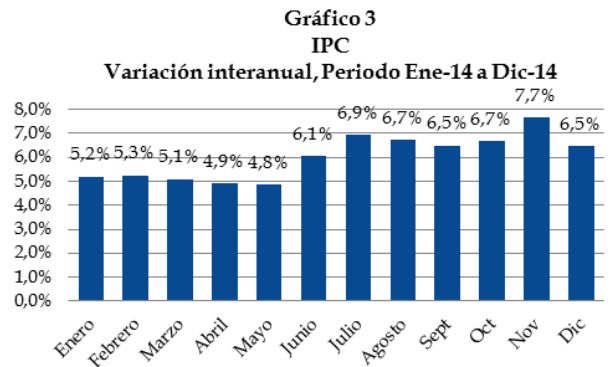
A diciembre del 2014, las Reservas Internacionales Netas sufrieron una disminución como consecuencia de la disminución en el encaje de moneda extranjera, el pago de servicio de deuda externa, entre otros. No obstante, el nivel de reservas brutas alcanzado fue suficiente para dar credibilidad al régimen cambiario nicaragüense.

Por otro lado, el Sistema Financiero Nacional presentó congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos. Las inversiones tuvieron un comportamiento positivo durante el año y los indicadores de rentabilidad muestran un panorama positivo (por el aumento en la colocación de la cartera).

Finalmente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,62%, representando una disminución de 1 pp. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 1,55%, lo cual significó un aumento de 0,19 puntos porcentuales con respecto a diciembre del 2013. Debido a las variaciones mínimas que han tenido tanto las tasas activas como pasivas, el margen de intermediación financiera ha presentado un comportamiento estable.

### 3.7. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

A inicios del 2014, el Índice de Precios al Consumidor mostró bajas presiones inflacionarias como respuestas a las condiciones favorables ambientales. No obstante, en el segundo trimestre del año y en el mes de noviembre, éste comportamiento se vio interrumpido debido a condiciones climáticas, encarecimiento del frijol y alza en los precios de productos agrícolas. A pesar de esto, la inflación logró ubicarse dentro del rango meta 6,5-7,5%, ya que la misma a diciembre del 2014 fue de 6,5%.



Del lado del mercado laboral, a diciembre del 2014 se presenta un leve crecimiento en los salarios reales, tanto de los asegurados del Instituto Nacional de Seguro Social (INSS) como el Gobierno general. La tasa de desempleo que se proyectó fue del 6,16%, cifra que aún no ha sido validada por las autoridades nicaragüenses.

## 4. RESEÑA HISTÓRICA Y PERFIL DE LA ENTIDAD

Corporación Agrícola S.A. inicia operaciones 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 Agri-Corp con 60 colaboradores y con ventas mensuales de 30.000 quintales. En el 2001 Agri-Corp impulsa el Programa de Apoyo a Productores de Arroz (PAPA).

En el 2003, Agri-Corp inicia la construcción del primer molino computarizado en el país (el mejor de Centroamérica y el tercero a nivel de Latinoamérica). En el 2004 Agri-Corp 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 Agri-Corp adquiere el molino GRA II (Gulf Rice Arkansas en Estados Unidos) y en el 2006 Agri-Corp adquiere la Sociedad Arrocería Costarricense en Costa Rica.

Al cierre de 2014, Agri-Corp llega a tener 754 empleados y ventas anuales que se acercaron a los US\$170 millones.

En la actualidad, la Corporación se consolida como líder en la producción y distribución de alimentos de consumo básico y de consumo masivo en Nicaragua con más de 18,300 puntos de venta en el país y 4 plantas industriales de arroz, 4 centros de distribución, adicional posee una molinera de trigo, una planta procesadora de sal, 2 centros de secado y almacenamiento y una planta productora de huevos avícolas para consumo humano. Actualmente, concentra sus operaciones en el segmento mayorista en un 57%, seguido de al detalle con un 16%, supermercados con 9%, exportaciones e instituciones con 9%, oficina con 5% y semi-mayorista con 4%.1

## 5. HECHOS RELEVANTES

El 4 de setiembre de 2014, Agricornp comunica que ha ganado el Premio Nacional de Producción más Limpia 2014 categoría a la "Excelencia", galardón que es entregado a las empresas que implementan estrategias ambientales preventivas que se aplican a los procesos, productos y servicios a fin de aumentar la eficiencia y reducir los riesgos para los seres humanos y el ambiente. Asimismo, se le otorgó a la Compañía el Premio a la Empresa Líder en Higiene y seguridad Ocupacional 2014.

El 19 de diciembre de 2014, Agricornp y comunica la venta de algunos activos tangibles e intangibles tales como, Marcas Aurora vendida a Aurami, S.A., así como el equipo y maquinaria propiedad de Panificadora La Moderna. También se llevó a cabo la venta de parte de IP Management Company, S.A., subsidiaria de Agricornp, de la marca Puro Pan a Aurami. Por su parte, la Sociedad Industrial Arrocería, S.A., subsidiaria de Agricornp, fue disuelta, liquidada y sus operaciones fueron absorbidas por Agricornp.

El 25 de mayo de 2015, Corporación Agrícola, S.A. comunica que ha acordado la venta del molino de harina de trigo en Nicaragua a la División de Molinos Modernos de Corporación Multi inversiones (CMI) y el establecimiento de una relación comercial para distribuir las marcas de harinas CMI en Nicaragua. Una vez realizada la venta,

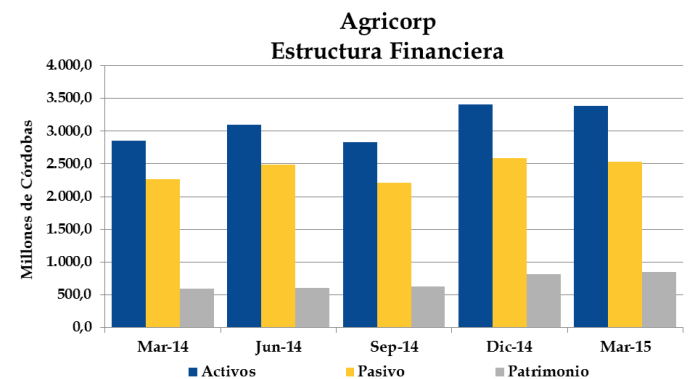
Agri-Corp continuará con la comercialización de harinas de trigo de CMI en el país.

## 6. ESTRUCTURA FINANCIERA

Agri-Corp continúa siendo líder en el procesamiento y distribución de granos básicos dentro del mercado agrícola nicaragüense.

Al cierre de marzo 2015, Agricornp y subsidiarias contabilizan un monto total de activos por C\$3.386,35 millones, equivalente a US\$125,79 millones, presentando una variación positiva tanto anual como semestral de 19%. El crecimiento en los activos en el período en análisis responde principalmente al aumento en la partida de inventarios, la cual aumenta en 34% con respecto a marzo 2014 y en 55% con respecto a setiembre 2014. Asimismo, dicha variación obedece al aumento en la partida de propiedad, planta y equipo, la cual aumenta en 20% a nivel anual.

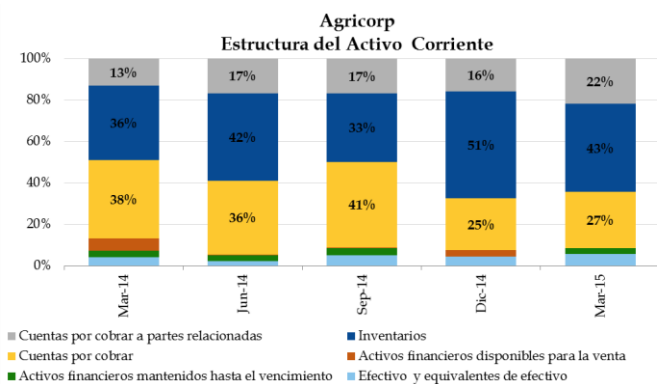
La totalidad de los activos han sido financiados en un 75% por medio de pasivos y el restante 25% lo han hecho con patrimonio.



La Corporación mantiene una amplia base de clientes, fundamentada en un destacado posicionamiento dentro del mercado de granos básicos nicaragüense, que se favorece de sus líneas de productos diversificadas, conocimiento del nicho de mercado, y una marca fuerte a nivel regional.

Al cierre del primer trimestre del 2015, los activos corrientes representan el 63% de los activos totales. Los activos corrientes están compuestos principalmente por los inventarios con un 43% de participación, seguido de las cuentas por cobrar con 27% y las cuentas por cobrar con partes relacionadas con 22% de participación, dichas partidas como las más representativas.





Los activos no corrientes representan el restante 37% de los activos totales, estos mantienen una mayor concentración en la partida de propiedad, planta y equipo, que acumuló un saldo por C\$161,77 millones más, que al cierre de marzo 2014.

Agri-Corp continuará manteniendo como eje central de apoyo, la maduración de sus estrategias de expansión, reducción los niveles de deuda y estabilidad de su margen de operación. Además de realizar inversiones estratégicas en el área operativa que le permitirá ser más eficiente operativamente.

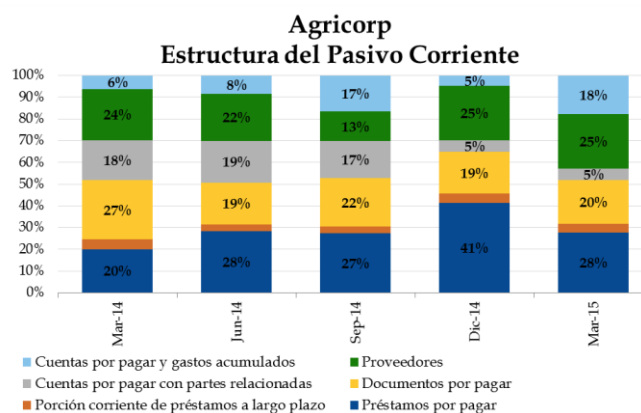
Por su parte, los pasivos totales alcanzaron un total de C\$2.532,41 millones al cierre del primer trimestre del 2015 equivalentes a US\$94,07 millones. Los mismos mostraron un incremento anual del 12%, variación que responde principalmente al aumento en los préstamos por pagar tanto a corto como a largo plazo. A nivel semestral, los pasivos mostraron un incremento de 15% que responde al incremento, del mismo modo, en los préstamos por pagar.

Los pasivos corrientes representan el 83% de los pasivos totales y están compuestos principalmente por préstamos por pagar con 28% de participación, seguido de proveedores con 25% y documentos por pagar con 20% de participación, las tres anteriores como las partidas más representativas.

Los pasivos no corrientes conforman el 17% restante de los pasivos y estos están compuestos en su mayoría por préstamos por pagar a largo plazo, los cuales ocupan un 13% del total de pasivos.

Es importante destacar, la disminución en la participación de las cuentas por pagar a partes relacionadas, las cuales a marzo 2015 cuentan con una participación de 4% de los pasivos totales, ubicándose por debajo del 16% de participación registrado a marzo 2014 y al 15% reportado al cierre de setiembre 2014. Lo anterior, en línea con los planes estratégicos 2014-2016, donde una de sus prioridades es reducir los niveles de deuda hasta un 70%, incluyendo

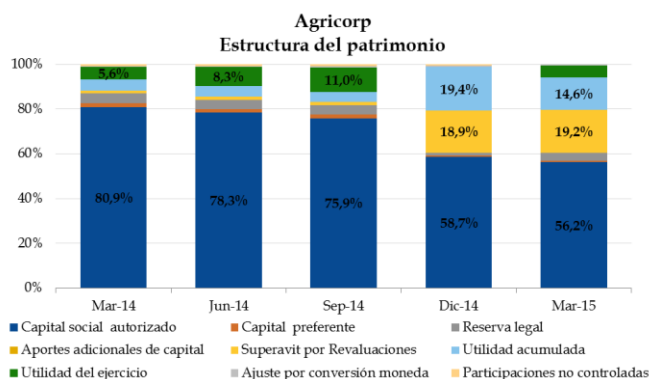
también la deuda con las empresas del grupo, esto en lo que resta hasta finalizar el año 2016.



Por último, el patrimonio de Agricorp y subsidiarias, al cierre de marzo 2015 registró un total de C\$847,46 millones, equivalentes a US\$31,48 millones, el cual mostró un crecimiento interanual de 44% y semestral de 35%. Dichas variaciones responden al incremento que presentaron las partidas de superávit por revaluaciones (2.000%) y la utilidad acumulada (354%). El incremento que se registró en el superávit por revaluaciones responde a que se realizó una revaluación de activos, principalmente de terrenos, a todas las empresas del Grupo.

En cuanto a la utilidad acumulada, según comenta la administración, el aumento en la misma se debe a los esfuerzos que ha realizado la Corporación en los últimos dos años por mejorar los resultados, los cuales han sido más visibles al cierre de 2014 donde se presentó una ganancia de C\$96 millones versus la pérdida de C\$11 millones al cierre del 2013.

El patrimonio de la entidad está conformado en un 56% por lo que es Capital Social Autorizado, seguido de 19% en la partida de Superávit por Revaluaciones y 15% de la utilidad acumulada, los tres anteriores como los más representativos. Cabe destacar, la disminución en la participación relativa, no así en la participación absoluta, del Capital Social Autorizado, esto debido al aumento en la participación del superávit por revaluaciones y de la utilidad acumulada, por las razones mencionadas anteriormente.



Con el propósito de robustecer su capital, fortalecer su posición de liquidez y reducir sus costos financieros, Agri-Corp 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.

Características de la emisión	
Emisor	Corporación Agrícola, S.A. (Agri-Corp)
Clase de instrumento	Acciones preferentes no acumulativas
Monto autorizado del programa	No excederá un monto máximo colocado de C\$240.000.000,00, equivalente a US\$10.000.800,00
Moneda de la emisión	Se emitirán en Córdoba
Denominación o valor facial de cada acción preferente	C\$1.000,00 equivalente a US\$41,67. Las acciones se colocarán en el Mercado Primario en lotes de 240 acciones
Forma de representación	Valores dematerializado
Plazo para la colocación	Dos años, a partir de la fecha de autorización 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
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

## 7. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 7.1. Liquidez

La posición de liquidez de la empresa, se fundamenta por la capacidad que tiene de generar flujo operativo derivado de su principal giro transaccional. De esta manera, las disponibilidades en efectivo fueron C\$118,50 millones al término de marzo 2015, presentando un crecimiento de 58% con respecto a marzo del año anterior.

A pesar que Agri-Corp cuenta con adecuadas líneas de créditos que le brindan soporte a su calidad crediticia a través de instituciones especializadas; también cuenta con otras estrategias para mejorar el perfil de liquidez, una de ellas, la participación dentro del mercado de valores de Nicaragua (inversiones financieras).

La Corporación cuenta con un departamento de tesorería que brinda soporte al control de los riesgos asociados a las actividades del negocio. Uno de sus objetivos principales es monitorear potenciales eventos de riesgo de liquidez. Este equipo cuenta con el perfil, capacidad y habilidad técnica para controlar las entradas y salidas de efectivo en tiempo real. Asimismo, desarrolla análisis de sensibilidad que permiten observar los cambios según la maduración de sus activos y pasivos de corto plazo.

De este modo, la razón circulante a marzo 2015, se ubica en 1,01 veces, aumentando con respecto a lo presentado a marzo 2014 (0,98) y a setiembre 2014 (0,94), superando ligeramente la unidad. En ese sentido, la entidad mantiene márgenes de maniobra para honrar sus deudas de corto plazo.

La prueba ácida, la cual excluye del análisis a la variable inventarios, disminuye con respecto a lo mostrado al cierre de marzo y setiembre 2014, registrándose en 0,58 veces. Lo anterior dado el comportamiento creciente de los inventarios a nivel absoluto y en su participación relativa dentro de los activos corrientes, aumento que responde a que durante el primer trimestre del 2015 llegaron más embarques de materia prima importada en comparación con marzo 2014.

Producto de su giro transaccional, y el nicho de mercado atendido; específicamente tratándose de empresas agroindustriales, es normal que las razones de liquidez se observen un poco presionadas.

El período medio de cobro, al cierre de marzo 2015, se registró en 45 días, este resultado mejora con respecto a lo mostrado en marzo y setiembre 2014, cuando se ubicaba en 57 y 58 días respectivamente. Por su parte, al adicionar las cuentas por cobrar a partes relacionadas de corto plazo, la razón se incrementa a 95 días (96 días a marzo 2014).

La mejora en la recuperación de las cuentas por cobrar comerciales, obedece a estrategias implantadas en la recuperación. Esto ha logrado de manera ordenada la reducción en el período medio de cobro, mejorando el ciclo de efectivo.

El capital de trabajo aumentó de forma significativa, favorecido por un aumento en los saldos de efectivo y equivalentes de efectivo y en mayor medida por el dinamismo observado en la partida de cuentas por cobrar con partes relacionadas. A la vez, que las cuentas por pagar con partes relacionadas y los documentos por pagar disminuyeron al cierre del período en análisis.

La empresa mejoró su participación de capital de trabajo frente a sus activos corrientes al alcanzar un 19% frente al 4% que mostró al cierre de marzo 2015.

AGRICORP					
Indicadores de Liquidez	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Razón circulante	0,98	0,93	0,94	0,99	<b>1,01</b>
Prueba ácida	0,63	0,54	0,63	0,48	<b>0,58</b>
Proporción del capital de trabajo	3,85%	1,97%	11,53%	3,68%	<b>18,80%</b>
Cobertura del capital de trabajo	0,11	0,05	0,35	0,07	<b>0,44</b>

## 7.2. Endeudamiento

Al cierre de marzo 2015, la deuda de corto plazo acumuló un saldo de C\$2.110,08 millones representando el 83% de los pasivos totales. Las principales partidas que componen el pasivo de corto plazo son préstamos por pagar con 28% de participación, seguido de proveedores con 25%, documentos por pagar con 20% y cuentas por pagar y gastos acumulados con 18% de participación, los anteriores como los más representativos. En el último año, ha existido una tendencia a la baja de las cuentas de corto plazo del pasivo, que explican los esfuerzos de la entidad de operar con niveles de deuda más controlados.

La deuda en su totalidad es orientada principalmente a fortalecer los activos principales, tales como inventarios e inversión de maquinaria y en menor medida a la mejora de procesos. SCRiesgo opina, que de mantener un adecuado manejo en los pasivos se continuarán generando cambios importantes en las condiciones del perfil de endeudamiento, creando una mayor flexibilidad en sus deudas.

A marzo 2015, los activos totales son financiados con el 75% de los pasivos (razón de deuda), manteniéndose por debajo de las políticas prudenciales de endeudamiento de la

Corporación, el cual establece como límite no ser mayor al 80%. Con esto, Agri-Corp maneja una estructura financiera alineada a sus propósitos de reducir a futuro los pasivos más exigibles.

Como evidencia del menor uso de deuda para el financiamiento de los activos, la razón que mide las veces que la deuda cubre los recursos propios de la Corporación, mejora, al ubicarse en 3,0 veces al cierre del período en análisis, colocándose por debajo de lo registrado en marzo del 2014 (3,8 veces). Por su parte, el índice de apalancamiento resultó menor en relación al observado en marzo 2014.

La tendencia creciente en la generación de flujo operativo refleja el comportamiento de las relaciones de apalancamiento, mismas que continuarán fundamentándose por la maduración de las estrategias de expansión, un buen control de las cuentas por pagar y con partes relacionadas, y un adecuado financiamiento de sus los activos.

El indicador de cobertura de intereses mejoró a 2,8 veces, frente a las 2,6 veces reportado al finalizar marzo 2014. Por su parte, la tasa de interés promedio sobre los pasivos disminuyó a 5,7%, desde un 6,3% registrado a marzo 2014.

AGRICORP					
Indicadores de Endeudamiento	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Cobertura de intereses	2,55	2,24	2,19	2,24	<b>2,85</b>
TIP	6,29%	6,09%	6,43%	5,93%	<b>5,66%</b>
Gastos Financieros / Pasivo con costo	11,37%	11,10%	11,50%	9,72%	<b>8,95%</b>
Índice de Apalancamiento	4,84	5,10	4,52	4,20	<b>4,00</b>
Razón de deuda	79,34%	80,39%	77,88%	76,17%	<b>74,78%</b>
Endeudamiento	3,84	4,10	3,52	3,20	<b>2,99</b>

## 7.3. Riesgo Cambiario

El riesgo cambiario proviene de la adquisición de materias primas, y es producto de la relación comercial con sus principales socios y proveedores domiciliados en Estados Unidos, Brasil, Uruguay y Guyana.

Cabe destacar, que la entidad ejerce un control de este riesgo por medio de análisis de sensibilidad, esto con el propósito de monitorear el deslizamiento de las bandas cambiarias establecidas anualmente por el Banco Central de Nicaragua (BCN). Dado que las fluctuaciones de la moneda están predeterminadas anualmente, esto le permite a la corporación contemplar dentro de los precios de venta dicha fluctuación.

## 8. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 8.1. Actividad

Con una diversificación de sus productos comestibles de consumo masivo, y la incorporación de nuevas tecnologías, Agri-Corp continúa consolidando su posicionamiento como empresa multi-segmentos líder en el procesamiento y distribución de productos de consumo masivo, a nivel local.

Actualmente, enfocan sus esfuerzos a incrementar los ingresos que provienen de los subproductos, alimentos de consumo masivo y valor agregado, todos considerados de consumo tradicional, logrando de esta manera acceder a nuevos grupos de consumidores y alejarse de la imagen de una empresa enfocada exclusivamente en el segmento del arroz.

Al cierre de marzo 2015, se aprecia una reducción en los indicadores de actividad de la Corporación, lo anterior debido a que el crecimiento mostrado por las ventas fue menor en relación al presentado por la posición activa de la entidad.

Las ventas netas presentaron un crecimiento anual de 6% al finalizar el primer trimestre del 2015, mientras los activos totales mostraron un incremento anual de 19% para el mismo período, lo que hizo que el indicador de rotación de activo total disminuyera con respecto al registrado en el año anterior.

Asimismo, dado el crecimiento presentado por la partida de propiedad, planta y equipo en un 20% y en el activo no corriente en un 32%, es que los indicadores de rotación de activo fijo y activo de largo plazo presentan una disminución al cierre del período en análisis. Por el contrario, dado el menor crecimiento mostrado por los activos corrientes a marzo 2015, el indicador de rotación de activo circulante mostró un ligero aumento con respecto al año anterior.

La capacidad de absorción del gasto administrativo por los flujos generados de la actividad principal del negocio, desmejora al reportar un nivel de cobertura de 3,3 veces al cierre de marzo 2015 (3,7 veces el año anterior), lo anterior debido al incremento en mayor proporción que presentaron los gastos administrativos en dicho período.

La presencia nacional se mantiene con más de 18.300 puntos de ventas a lo largo del territorio nicaragüense, lo que le permite posicionarse como la empresa líder en el segmento de productos de alimentos de consumo básico.

Indicadores de Actividad	AGRICORP				
	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Rotación del Activo Circulante	2,16	2,02	2,18	2,04	2,24
Rotación de Activo a Largo Plazo	4,66	4,23	4,34	4,04	3,84
Rotación de Activo Fijo	8,74	8,48	8,69	7,76	7,30
Rotación de Activo Total	1,48	1,37	1,45	1,35	1,41

### 8.2. Cuentas por cobrar

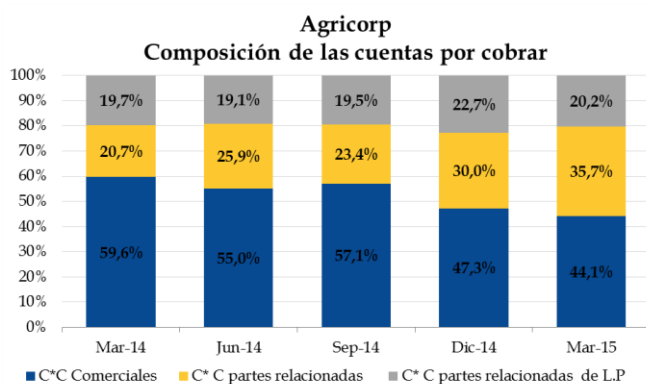
Las cuentas por cobrar de Agricornp, a marzo 2015 contabilizan un total de C\$1.309,91 millones, mostrando un incremento de 9% con respecto al mismo período del año anterior. Se componen en un 44% por las cuentas por cobrar comerciales, seguido de 36% por las cuentas por cobrar a partes relacionadas a corto plazo y 20% de cuentas por cobrar a partes relacionadas a largo plazo.

Al cierre de marzo 2015, las cuentas por cobrar comerciales acumularon un saldo total de C\$577,33 millones, mostrando una reducción de 20% comparado con lo registrado a marzo 2014. Las cuales redujeron su participación relativa dentro de los activos totales al cierre del período en análisis, pasando de representar el 25% al cierre de marzo 2014, a representar el 17% del total de activos.

Por el contrario, las cuentas por cobrar a partes relacionadas de corto plazo muestran un incremento de 87% al cierre del primer trimestre del 2015, aumentado asimismo su participación relativa dentro de los activos totales, alcanzando un 14% (9% a marzo 2014). La administración comenta que dicho aumento responde principalmente a anticipos que se dan a Agrícola Miramontes, los cuales a marzo 2014 ya se habían cancelado y entregado la cosecha pero a marzo 2015 aún no se había entregado la cosecha de Agrícola Miramontes. Asimismo, se hizo una reclasificación de una cuenta relacionada que contribuyó en el aumento de la misma.

Por su parte, las cuentas por cobrar a partes relacionadas de largo plazo crecen en 11% de forma anual al cierre de marzo 2015, manteniendo la participación relativa de las mismas dentro de los activos totales, muy cercana a la mostrada al cierre del primer trimestre del año 2014.





La calidad de las cuentas por cobrar han estado fundamentadas por el esfuerzo conjunto de la Corporación en materia de recuperación, valiéndose de estrategias tales como: buena evaluación crediticia, el otorgamiento de garantías de calidad, el análisis del comportamiento histórico de sus asiduos clientes, y la frecuencia con que estos mismos realizan sus pagos.

El indicador que mide el nivel de rotación de las cuentas por cobrar comerciales se ubicó en 7,97 veces, colocándose por encima de lo registrado al cierre de marzo de 2014 (6,34 veces).

Agri-Corp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un período promedio de 45 días, mejorando con respecto lo registrado a marzo 2014, cuando tomaba en promedio un total de 57 días. La mejora en dicho indicador es resultado de los esfuerzos en materia de recuperación y en la medida en que la empresa mantenga monitoreados los límites de créditos individuales.

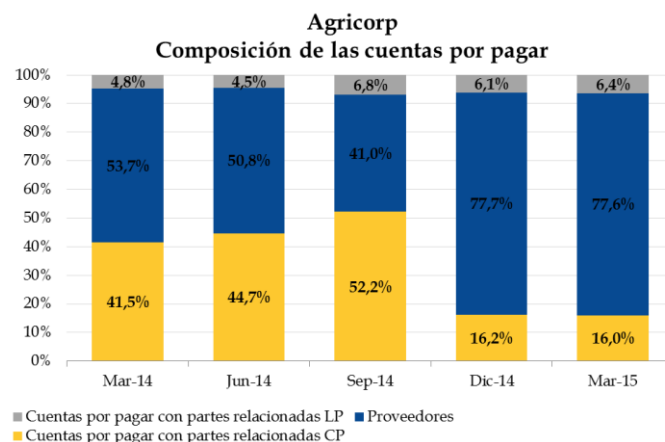
Los 20 clientes más importantes concentran, a marzo 2015, el 35% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran una participación del 17%. Dichas concentraciones, en opinión de SCRiesgo, se consideran moderadas dado el tipo de negocio del que se trata, asimismo, no han presentado mayor variación en relación a lo mostrado en períodos anteriores.

Indicadores de las Cuentas por Cobrar	AGRICORP				
	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Rotación de las CxC	6,34	6,14	6,18	7,04	7,97
Rotación de las CxC y CxC a partes relacionadas	3,76	3,48	3,57	3,79	3,78
PMC	56,77	58,64	58,25	51,12	45,16
PMC con partes relacionadas	95,84	103,37	100,74	94,87	95,29

### 8.3. Cuentas por pagar

Al cierre de marzo del 2015, las cuentas por pagar totales contabilizaron un total de C\$681,38 millones, las cuales presentan una disminución a nivel interanual de 21%, impulsada principalmente por la disminución de las cuentas por pagar con partes relacionadas a corto plazo.

La composición de las cuentas por pagar al cierre de marzo 2015, varía con respecto a la mostrada en el mismo período del año anterior. De este modo, se incrementa la participación relativa de la partida proveedores, pasando de 54% en marzo 2014 a representar el 78% de las cuentas por pagar en el período en análisis. Por su parte, las cuentas por pagar con partes relacionadas a corto plazo reducen su participación relativa a 16% (41% a marzo 2014), dada la disminución anual que presentaron al cierre del primer trimestre del 2015. Por último, las cuentas por pagar con partes relacionadas a largo plazo, cuentan con el 6% de participación relativa, manteniéndose muy similar a la mostrada en el año anterior.



Las cuentas por pagar con partes relacionadas a corto plazo presentaron una disminución anual de 69% al cierre de marzo 2015. Dado la anterior, la participación de dicha partida dentro de los pasivos totales se reduce, alcanzando el 4% del total (14% a marzo 2014).

Los principales destinos de estos créditos son para la adquisición de grana, trigo, fortalecimiento de la liquidez y capital de trabajo.

El indicador de período medio de pago se registra en 260 días al cierre de marzo 2015, disminuyendo con respecto al año anterior (403 días) debido al menor volumen de cuentas por pagar registradas en dicho período.

### 8.4. Inventarios

La industria de arroz en Nicaragua, en años previos, presentó afectaciones importantes derivadas del cambio climático que deterioró la oferta de granos básicos a nivel

local. A pesar de ser el mayor importador nacional de arroz, su principal riesgo se deriva de las variaciones en la calidad de la granza; las cuales pueden ser afectadas por cambios ambientales en los países de donde se importa.

La administración comenta que las cosechas tanto en quintales como en calidad del arroz han estado muy buenas; aproximadamente el 60% de las siembras cuentan con sistema de riego por lo que presentan muy poca afectación ante las recientes sequías.

La aplicación de nuevas tecnologías para la conservación de los inventarios fue importante durante la estación seca, brindándole mejores márgenes de maniobra para satisfacer la demanda interna. Lo cual generó mayores retornos.

Los inventarios de la Corporación al cierre de marzo 2015, acumularon un saldo de C\$907,93 millones, mostrando un crecimiento de 34% a nivel anual. Incremento que responde a que al cierre del primer trimestre de 2015 llegaron más embarques de materia prima importada que a marzo del 2014. La administración comenta que el comportamiento de las compras de materia prima de Agricorn y subsidiarias es cíclico, según comenta la administración, tienen dos periodos de acopio en el año (marzo-mayo y octubre-diciembre), por eso el comportamiento de subidas y bajadas en los inventarios.

La partida inventarios representa el 27% del total de activos, aumentando su participación relativa con respecto a la registrada al cierre de marzo 2014.

Dado el aumento en los inventarios en mayor proporción que lo hicieron los costos de las ventas, la rotación de inventarios mostró una desmejora con respecto a lo registrado al cierre de marzo 2014, registrándose en 3,80 veces (4,22 veces a marzo 2014). Por su parte, el promedio de días que tarda el inventario en ser vendido se registra en 95 días, aumentando con respecto a lo mostrado al cierre de marzo 2014 (85 días).

Indicadores de Inventarios	AGRICORP				
	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Rotación de inventarios	4,22	3,69	4,39	3,38	3,80
Periodo medio de inventarios	85,24	97,54	81,93	106,58	94,66

La menor tenencia de inventarios no implica un deterioro en el desempeño operativo de los mismos. Por el contrario, la entidad continúa fortaleciendo sus procesos y volviéndolos más eficientes. Esto puede explicarse con la incorporación de tecnologías (silos bolsas), que brindan un mejor tratamiento en calidad y costos de almacenamiento. Con estas disposiciones, la Corporación puede predecir de

manera más estándar, el desabastecimiento durante periodos de crisis.

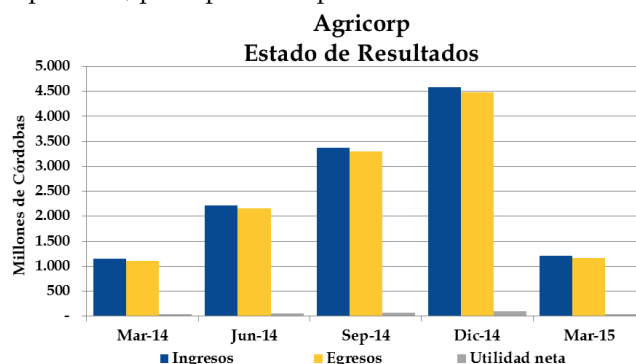
El buen desempeño de las estrategias de expansión, la adecuada selección de los puntos de venta y el desplazamiento más efectivo de los tiempos de entrega, han determinado de manera conjunta la eficiencia de los procesos, la rotación de inventarios y demás activos de calidad.

## 9. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 9.1. Estado de resultados

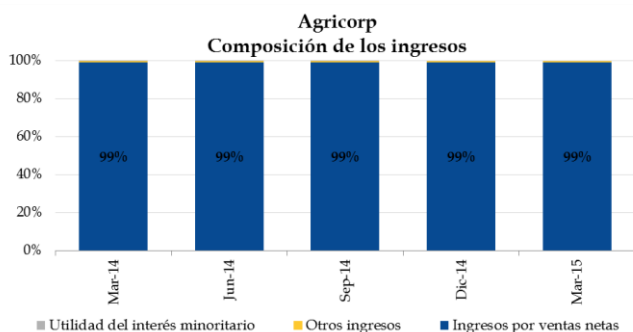
Agricorn y subsidiarias reportaron una utilidad neta acumulada de C\$43,64 millones al cierre de marzo 2015 registrando un aumento interanual de 32%, lo que responde al aumento más que proporcional que presentaron los ingresos antes los egresos. Cabe destacar que es en enero de 2014 que la Corporación inicia a registrar resultados positivos, lo anterior tras presentar pérdidas por varios periodos. Los resultados positivos continuaron una expansión gradual durante el 2014 e inicios del 2015.

La administración comenta que la mejora en los resultados ha sido resultado de los esfuerzos de la entidad por controlar el gasto, las mejoras en el manejo de los costos y la reducción en los precios de las materias primas importadas, principalmente por el costo del combustible.



Los ingresos acumulados de la entidad alcanzan, al cierre del primer trimestre del 2015, un total de C\$1.212,68 millones. Los mismos mostraron un aumento de 6% con respecto a lo registrado a marzo 2014, equivalente a C\$66,75 millones más en el periodo en análisis. Dicha variación fue impulsada por el aumento que presentaron los ingresos por ventas netas.

La composición de los ingresos se muestra estable, la principal fuente de ingresos de Agricorn y subsidiarias son los ingresos que se perciben por las ventas netas de los distintos productos con lo que cuentan, esta partida representa el 99% del total. El restante 1% lo poseen los ingresos financieros y otros ingresos.

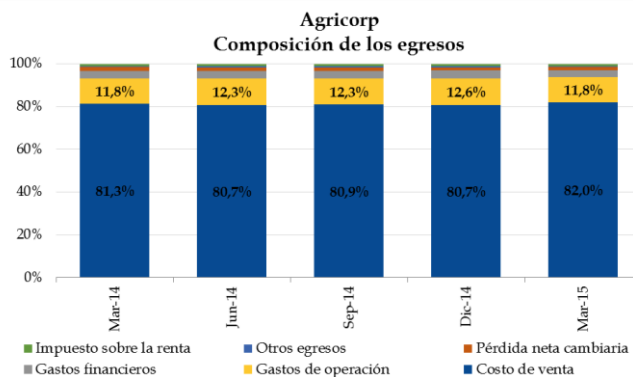


Al finalizar el primer trimestre del 2015, el arroz procesado continúa como el producto con mayor aporte a la base de ingresos, el mismo contribuyó con el 65% del total de ingresos, seguido de la harina de trigo procesada con un 13%, los subproductos del arroz con una participación de 4% y el azúcar con un 3%, los anteriores como los más representativos.

En todo caso, la participación de mercado y la diversificación de la canasta de productos, serán importantes para mantener una estable generación flujo operativo, destacándose la evolución de los procesos en almacenamiento que han contribuido de forma exitosa a anticiparse a la demanda en momento de stress ambiental.

Por su parte, los costos y gastos totales se registran en C\$1.169,04 millones al cierre de marzo 2015, presentando un incremento interanual de 5%, equivalente a C\$56,16 millones más que a marzo del año anterior. El incremento en los egresos es resultado del aumento anual en los costos de venta en 6% y en los gastos de operación en 5%.

La composición de los gastos se mantiene muy similar a la mostrada en períodos anteriores, siendo los costos de venta la partida con mayor participación con un 82% del total, seguido de los gastos de operación con 12% y los gastos financieros con 3%, los anteriores como los más representativos.



Dado lo anterior, el margen neto presenta un aumento interanual, en respuesta al aumento que presentó la utilidad

neto. Por su parte, el margen operativo y el margen bruto se mantienen muy cercano a lo registrado en el año anterior.

AGRICORP					
Indicadores de Rentabilidad	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Margen bruto	20,2%	20,1%	19,8%	20,1%	<b>19,9%</b>
Margen Operativo	8,8%	8,1%	7,7%	7,7%	<b>8,5%</b>
Margen Neto	2,9%	2,3%	2,0%	2,1%	<b>3,6%</b>

## 9.2. Rentabilidad

Después de la implementación de las estrategias dirigidas a expandir operaciones de comercialización, el flujo operativo estuvo presionado en los últimos tres trimestres del 2013. No obstante, se dio una mejora evidente a partir del primer trimestre del 2014, la cual se mantuvo durante todo el año e inclusive el primer trimestre del 2015. Los flujos derivados de sus principales operaciones comerciales muestran una tendencia creciente y concentrada en segmentos muy rentables y aunado al buen posicionamiento de marca, le han permitido a la Corporación continuar expandiendo sus ingresos.

El retorno sobre inversión en activos mostró avances importantes, en línea con el mejor desempeño de la generación de los ingresos, registrándose en 5,1% al cierre de marzo 2015. Este indicador fue mayor al observado al cierre de marzo 2014 (4,3%).

Los avances en el control de costos y gastos retornarán en mayores niveles de eficiencia. Al tiempo que resultará positivo el compromiso de los socios de aportar capital y establecer mejoras en el perfil crediticio de la compañía.

AGRICORP					
Indicadores de Rentabilidad	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dic-14	Mar-15
Rendimiento sobre los activos (ROA)	4,30%	3,17%	3,00%	2,89%	<b>5,14%</b>
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	22,98%	17,35%	15,49%	14,11%	<b>21,05%</b>

*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 en el ente regulador en febrero de 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en octubre de 2003. 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.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.”*