

## CORPORACIÓN AGRICOLA S.A.

### Informe mantenimiento de calificación de riesgo

Sesión Extraordinaria Ordinaria: N° 4012015

Información financiera: auditada a diciembre 2013, no auditada al 30 de septiembre 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

Emisor	Calificación de Riesgo					
	Anterior			Actual		
	Corto plazo	Largo plazo	Perspectiva	Corto plazo	Largo plazo	Perspectiva
Corporación Agrícola, S.A	SCR 3 (nic)	scr A+(nic)	Estable	SCR 2 (nic)	scr A+(nic)	Positiva

La calificación varió respecto a la anterior  
La calificación viene de un proceso de apelación.

Adicionalmente se otorga calificación a la siguiente emisión

Emisiones		Calificación de Riesgo			
		Anterior		Actual	
		Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo
Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Agrícola S.A	Papel Comercial Corporación Agrícola S.A	SCR 3 (nic)		SCR 2 (nic)	
	Bonos Corporación Agrícola S.A		scr A+(nic)		scr A+(nic)

La calificación varió respecto a la anterior  
La calificación viene de un proceso de apelación

**SCR-2:** Emisiones a Corto Plazo que tienen muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. Sus factores de riesgo no se verían afectados en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía al corto plazo. Nivel Muy Bueno.

**SCR-3:** Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses dentro de los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

**Scr-A:** Emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

Las calificaciones desde "scr AA" a "scr C" y desde "SCR 2" a "SCR 5" pueden ser modificadas por la adición del

"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)

signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

**Perspectiva "Positiva":** Se percibe una alta probabilidad de que la calificación mejore en el mediano plazo

### 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 16,700 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 los primeros tres trimestres del 2014 la Entidad mostró avances importantes en la generación de utilidades.

- Generar 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.

## Hechos relevantes

El día 15 de julio de 2014, se anuncia que el Ing. Hugo Abello Banfi será el nuevo Gerente País, quien empezó sus funciones este mismo día.

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

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.

## Entorno económico

Al cierre del primer semestre de 2014, el Índice mensual de actividad económica (IMAE), registró un crecimiento interanual del 4.9% con relación a junio del año anterior, y de 4.4% como promedio anual. La serie desestacionalizada, la cual consiste en extraer el componente estacional de la serie original, se mostró sin cambios importantes con respecto al mes anterior. Por su parte, la serie de tendencia de ciclo reportó un crecimiento interanual del 3.8%, mientras que el crecimiento

subyacente de largo plazo fue de 4.2%, medido con la variación promedio anual de esta serie.

## Desempleo

En términos del índice de desempleo abierto, el Fondo monetario internacional (FMI), proyecta una tasa del 6.1% al cierre de 2014, similar a la promediada al finalizar el 2013 (6.1%). De igual manera, el organismo estima que para los próximos cinco años la tasa de desempleo rondará cercana al 5.8%.

De acuerdo con datos del Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS) a junio de 2014, se registran un total de 709,019 cotizantes, alcanzando una tasa de crecimiento promedio anual de 6.7%, equivalente a 43,633 nuevos afiliados. Tales resultados, permiten de forma paulatina lograr avances importantes en la reducción de la tasa desempleo en un horizonte de mediano plazo.

## Finanzas públicas

Uno de los objetivos para mantener la estabilidad de las finanzas públicas para 2014, será la continua aplicación de una política fiscal enfocada a una mayor recaudación tributaria y austeridad del gasto. En este sentido, las erogaciones en concepto de gastos de capital serán priorizadas en proyectos relacionados a salud, agua, energía e infraestructura productiva.

El déficit del Sector Público No Financiero (SPNF), - el cual incluye al Gobierno Central- antes de donaciones, ascendió a C\$1,020.1 millones, revirtiéndose a un superávit después de donaciones por un monto de C\$472.5 millones. En lo que respecta al Gobierno Central, el resultado acumulado a junio de 2014, luego de aplicar las donaciones externas por valor de C\$1,231.0 millones, registrando un superávit que asciende a C\$1,042.1 millones.

Al cierre de junio de 2014, la deuda pública expresada como porcentaje del PIB fue de 47.5% (junio de 2013: 49.7%), alcanzando los US\$5,626.6 millones, ligeramente superior al saldo registrado a diciembre de 2013 (US\$5,594.2 millones). Esta variación es explicada por el leve incremento de la deuda pública externa (1.6%), la cual, fue contrarrestada por menores pasivos contraídos por el Gobierno y el Banco Central con acreedores nacionales privados (-3.6%).

## OFICINAS REGIONALES

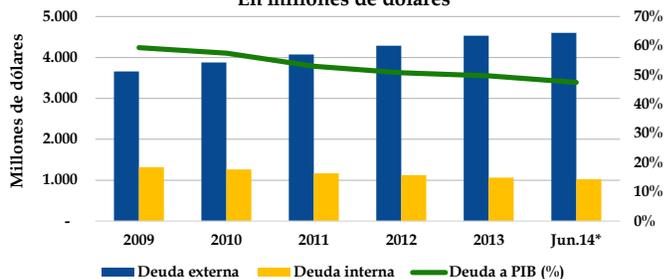
**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**

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

**Gráfico 5**  
Saldo de la deuda pública total  
A diciembre de cada año y adicional a junio de 2014  
En millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.  
\* Datos preliminares

## Comercio exterior

El déficit comercial ascendió a US\$1,398.8 millones, disminuyendo en US\$5.3 millones con respecto al saldo mostrado a junio de 2013 (US\$1,464.1 millones). El resultado estuvo influenciado principalmente por la mejora en los precios internacionales de materias primas, y al desempeño mostrado en el volumen exportado.

Al cierre de junio de 2014, las exportaciones de mercancías ascendieron a US\$1,365.0 millones, con un crecimiento interanual acumulado del 8.2%, mientras que las importaciones alcanzaron los US\$2,763.8 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 1.4%, solo contrarrestadas por la reducción en la adquisición de bienes de capital.

## Tipo de cambio

La conducción de la Política Cambiaria durante 2014, continúa bajo el esquema de minidevaluaciones programadas vigente desde el año 2003. El tipo de cambio al 30 de junio de 2014, registró C\$25.9521 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5.0%.

## Tasa de interés

A junio de 2014, la tasa activa en córdobas se ubicó en 14.99%; superior a la tasa reportada del mes anterior (13.84%), y a la observada en junio 2013 (14.02%). Asimismo, la tasa pasiva se ubicó en 2.04%, menor a la registrada en el mes anterior (2.13%) y a la tasa reportada en junio de 2013 (2.62%).

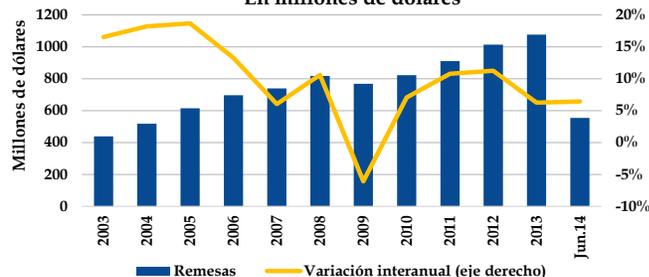
Por otra parte, la tasa activa en dólares se ubicó a junio de 2014 en 10.11%, mayor a la observada durante el mes anterior (9.68%) y a la tasa de su interanual a junio de 2013 (9.35%). Mientras que, la tasa pasiva en dólares se ubicó en

1.97%, menor a la observada en el mes anterior (2.12%) y mayor a la reportada a junio 2013 (1.64%).

## Remesas familiares

El saldo acumulado de remesas a junio 2014, ascendió a US\$552.2 millones, mayor al mostrado en igual mes del 2013 (US\$521.6 millones), reflejando un crecimiento interanual del 6.4%. Tales resultados responden a la mejora observada en los flujos provenientes los Estados Unidos, Panamá y España, los cuales crecieron interanualmente en 6.2%, 44.9% y 33.0%, respectivamente. Lo anterior, compensó la desaceleración en el crecimiento de los flujos provenientes de países como Costa Rica (1.8%).

**Gráfico 11**  
Evolución de las remesas  
(Periodo 2002 - junio de 2014)  
En millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

## Perspectivas y retos

Los retos fundamentales para mantener el crecimiento y una estabilidad económica, continuaran vinculados a la dinámica de la economía mundial; especialmente, las de sus principales socios estratégicos. Lo anterior, será clave para atender los sectores más vulnerables de la económica nicaragüense.

Adicionalmente, estarán determinados por la continuidad de los flujos de recursos aportados por los países del ALBA, así como aquellos provenientes de organismos multilaterales de crédito que han apoyado los programas de crecimiento económico y de las clases menos favorecidas.

Por otra parte, para la consecución de los objetivos en materia económica, será fundamental aprovechar las oportunidades potenciales que ofrecen los tratados de libre comercio como el DR-CAFTA, el Acuerdo de Asociación con la Unión Europea, y la iniciativa del ALBA, además de los avances en el proceso de integración regional; como la

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

concretización de megaproyectos como el canal interoceánico que sería concesionado a una empresa china.

## 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 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.

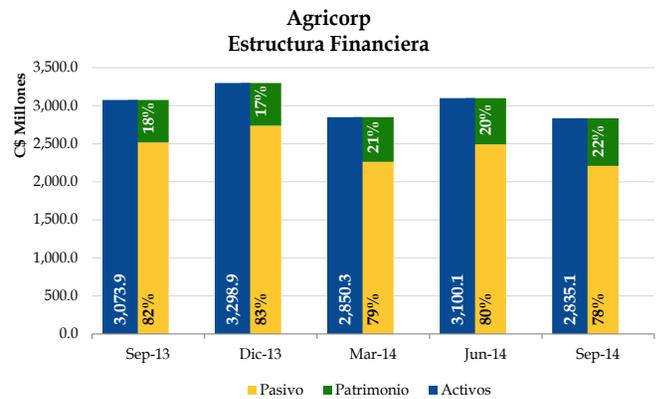
En 2013, Agri-Corp llega a tener 754 empleados y ventas anuales de hasta U\$168 millones (2.7 millones de quintales de arroz al año más lo correspondiente a ventas de productos representados).

En la actualidad Agri-Corp 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 8 plantas industriales, 3 centros de distribución, adicional posee 5 centros de procesamiento de arroz, una molinera de trigo, una planta procesadora de sal, y una planta productora de huevos avícolas para consumo humano. Actualmente, concentra sus operaciones en el segmento mayorista con el 61%, al detalle del 16%, supermercados 9%, industria 5% y otros con el 9%.

## Estructura financiera

La dinámica mostrada en los inventarios (asociado a una mayor rotación y manejo eficiente de los mismos), y en menor medida la partida de cuentas por cobrar comerciales, y partes relacionadas, continúan determinando de manera conjunta el volumen de los activos totales al término de septiembre de 2014 (saldo: C\$2,835.1 millones); estos mostraron una contracción del orden del 7.8%, contrario al cambio positivo

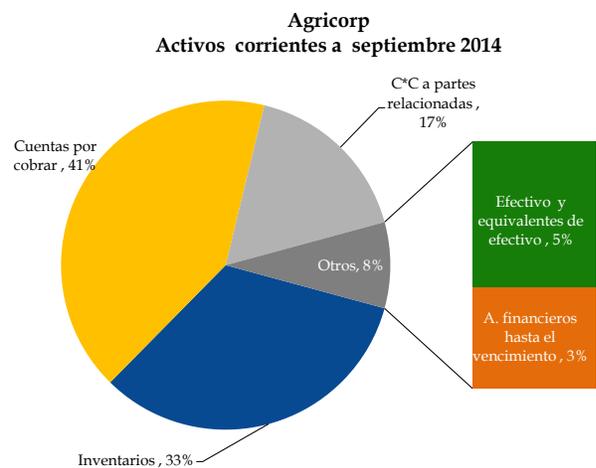
experimentado del 5.9% a septiembre 2013. Así, Agri-Corp continúa siendo líder en el procesamiento y distribución de granos básicos dentro del mercado agrícola nicaragüense.



\*Activos en millones de córdobas

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.

Compuestos por un 33% en inventarios, 41% para cuentas por cobrar y un 17% de cuentas por cobrar a partes relacionadas, los activos corrientes retrocedieron a un 63% de participación del balance al finalizar septiembre de 2014, desde un 69% en igual periodo del 2013. Por su parte, los activos no corrientes, mantienen una mayor concentración en la partida mobiliario y equipo rodante, que acumuló un saldo por C\$28.7 millones más, que el periodo anterior.



## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

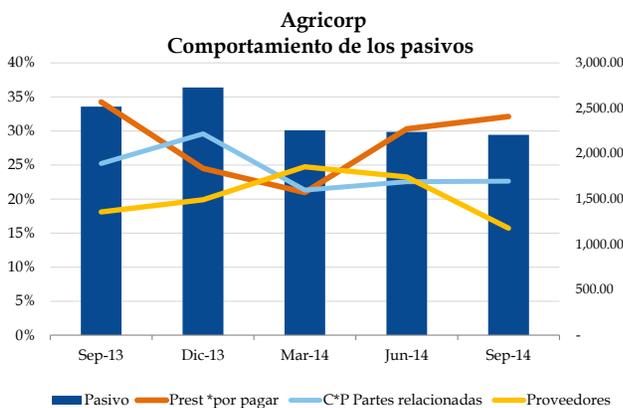
El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511

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

Los inventarios y las cuentas por cobrar comerciales continúan siendo las partidas de mayor relevancia para el crecimiento en el volumen de operaciones. La Corporación ha mostrado avances significativos en la calidad de sus inventarios en los últimos trimestres. Con esto, ha logrado revertir la tendencia decreciente de los resultados, que se observó hasta diciembre 2013. En este sentido, anticipamos una relativa estabilidad en los resultados al finalizar el año 2014. Asimismo, Agri-Corp continuará manteniendo como eje central de apoyo, la maduración de sus estrategias de expansión, reducción de los niveles de deuda y estabilidad de su margen de operación.

En términos de pasivos, estos representaron el 78% de la estructura financiera, acumulando al finalizar septiembre de 2014 un monto por C\$2,208.2 millones. Esta dinámica implicó una contracción del orden del 12.3%, contrario a la expansión interanual observada al finalizar septiembre 2013 (+8.2%). Una menor concentración de los préstamos por pagar a corto plazo, que paso hasta un 28.2% desde un 23.5% de los pasivos totales durante el mismo periodo, explican este comportamiento.

Las cuentas por pagar a partes relacionadas mostraron una disminución al concentrar un 16.6% de participación de los pasivos totales, desde un 20.7% reportado a septiembre 2013. Lo anterior, en línea con los planes estratégicos 2014-2016, donde una de sus prioridades es reducir los niveles de deuda hasta un 70% (incluye la deuda con las empresas del grupo), en lo que resta hasta finalizar el año 2016.



\* Eje derecho en millones de Córdobas.

Favorecidos por aportaciones en capital social y utilidades acumuladas, el patrimonio se expandió en el orden del 12.8% al cierre septiembre de 2014, C\$70.9 millones más que el saldo registrado a los doce meses finalizados septiembre de 2013. Se destaca la fortaleza de Agri-Corp para crecer de manera orgánica; y mejorar sus resultados en términos de solvencia.

No obstante, 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 los dividendos

Características de la emisión	
<b>Emisor</b>	Corporación Agricorn, S.A. (Agri-Corp)
<b>Clase de instrumento</b>	Acciones prefentes no acumulativas
<b>Monto autorizado del programa</b>	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)
<b>Moneda de la emisión</b>	Se emitirán en Córdoba , moneda oficial de Nicaragua
<b>Denominación o valor facial de cada acción preferente</b>	C\$ 1,000.00 (Un mil Córdobas netos), equivalente a US\$ 41.67. Las acciones se colocarán en el Mercado Primario en lotes de 240 acciones
<b>Forma de representación</b>	Valores dematerializados
<b>Plazo para la colocación</b>	Dos años, contados a partir de la fecha de autorización del mismo por parte de la SIBOIF
<b>Dividendos por acción</b>	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.
<b>Forma de colocación</b>	A través del Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN), mediante los Puestos de Bolsa autorizados para operar en el país.
<b>Garantías</b>	No cuentan con garantías reales ni personales, ni con un fondo económico que garantice el pago de dividendos.
<b>Opción de recompra</b>	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.
<b>Agente de pago</b>	INVERCASA, Puesto de Bolsa

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

- 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 (U\$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 periodo. 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 (U\$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 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.

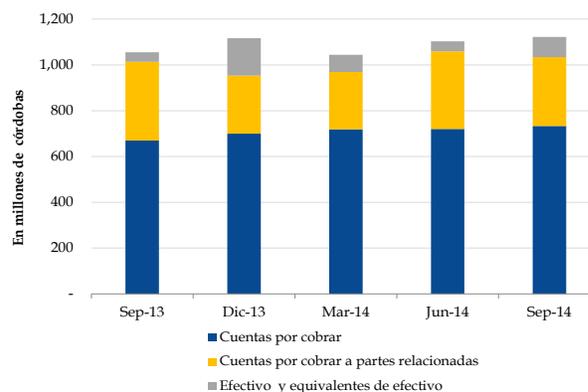
## Análisis de estabilidad

### 1. Liquidez

La posición de liquidez de la Entidad, se fundamenta por la capacidad que tiene de generar flujo operativo derivado de su principal giro transaccional; aunado a las aportaciones que realizaron sus principales accionistas en la segunda mitad del 2013, que contribuyó a fortalecer el capital de trabajo. De esta manera, las disponibilidades en efectivo fueron C\$88.3 millones al término de septiembre 2014, registrando C\$46.6 millones más que el monto observado en igual mes del año pasado.

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).

**Agricorp**  
**Evolución de los activos líquidos**



Agri-Corp 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.

El *ratio* que mide la relación de activos circulantes a pasivos de corto plazo (razón circulante) fue de 0.94 veces, ligeramente menor al 0.98 veces que se observó en septiembre de 2013. Si bien, el indicador declinó de forma moderada, la entidad aún mantiene márgenes de maniobra para honrar sus deudas de corto plazo.

La prueba ácida (que excluye a los inventarios), mejora a 0.63 veces frente al 0.60 veces de septiembre de 2013. Producto de su giro transaccional, y el nicho de mercado atendido (empresas agroindustriales), es normal que los *ratios* de liquidez se observen un poco presionados.

El indicador de recuperación de las cuentas por cobrar comerciales promedió 58 días al cierre de septiembre 2014, este resultado mejora con respecto al periodo anterior (59 días). Por su parte, al adicionar las cuentas por cobrar a partes relacionadas de corto plazo, el *ratio* se incrementa a 80.4 días (septiembre 2013: 87.8 días).

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 periodo de cobro, mejorando el ciclo de efectivo.

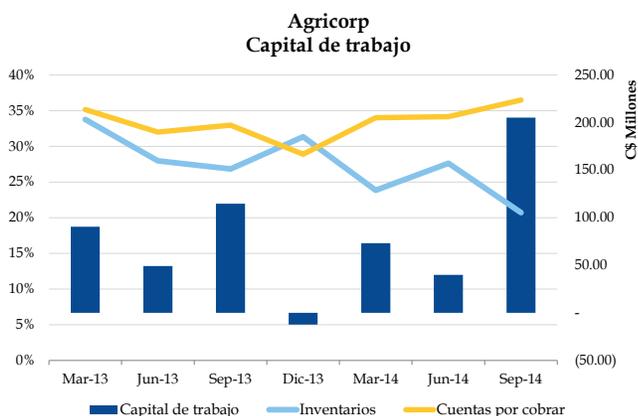
## OFICINAS REGIONALES

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

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**

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



El capital de trabajo incrementó nominalmente, 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 comerciales. A la vez, que la deuda de corto plazo disminuyó significativamente en C\$279.9 millones al cierre de septiembre de 2014.

La empresa mejoró su participación de capital de trabajo frente a sus activos corrientes al alcanzar un 11.5% frente al 5.4% de septiembre de 2013. Asimismo, Agri-Corp podría incrementar más, su capital de trabajo tras dinamizar el proceso de venta de algunos activos que contribuirían a disminuir la deuda financiera, todo esto, con el propósito de aligerar la carga operativa y rentabilizar aún más sus activos estratégicos.

El riesgo de tipo cambiario proviene de la adquisición de materias primas, y es producto de la relación comercial con sus principales socios (proveedores) domiciliados en Estados Unidos de América, Brasil y últimamente Uruguay. De esta manera, la Corporación mantiene contratados pasivos financieros en moneda extranjera que le permite anticiparse a futuras fluctuaciones en el entorno, ejerciendo un mejor control de los desembolsos y las transacciones para mitigar en cierta medida el riesgo cambiario.

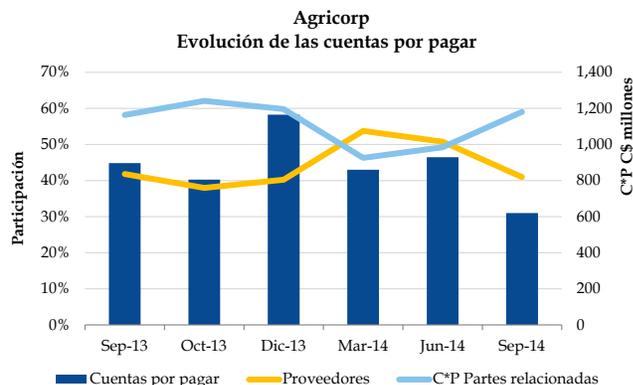
Cabe destacar, que la entidad ejerce un control de este riesgo por medio de análisis de sensibilidad, esto con el propósito de monitorear el deslizamiento de las bandas cambiarias establecidas anualmente por el Banco Central de Nicaragua (BCN).

AGRICORP : Indicadores de Liquidez					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
Razón circulante	0.98	0.95	0.98	0.93	0.94
Prueba ácida	0.60	0.52	0.63	0.54	0.63
Proporción del capital de trabajo	5.4%	-0.5%	3.9%	2.0%	11.5%
Cobertura del capital de trabajo	0.14	(0.01)	0.11	0.05	0.35

## 2. Endeudamiento

Compuesto por préstamos por pagar con el 27.5%, proveedores 13.5%, documentos por pagar 22.3% y cuentas por pagar a partes relacionadas con el 17.1%, la deuda de corto plazo acumuló un saldo por C\$1,888.5 millones representando el 86% del pasivo total al término de septiembre de 2014. En los últimos dos trimestres de 2014, 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 (inventarios e inversión de maquinaria) y en menor medida a la mejora de procesos. SCRiesgo opina, que el adecuado manejo en los pasivos generará cambios importantes en las condiciones del perfil de endeudamiento creando una mayor flexibilidad en sus deudas.



Al finalizar septiembre de 2014, los activos totales son financiados con el 78% 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%. Con esto, Agri-Corp maneja una estructura financiera alineada a sus propósitos de reducir a futuro los pasivos más exigibles.

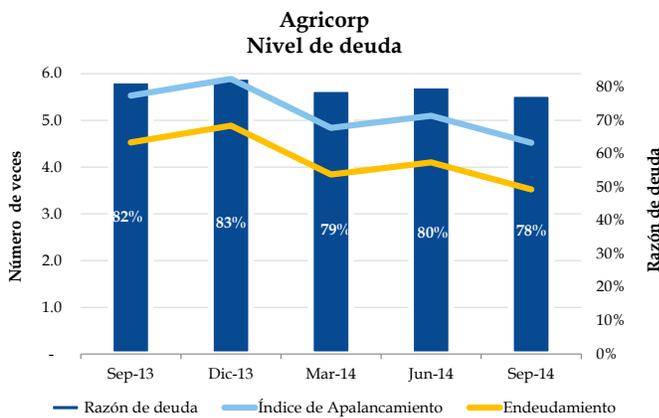
Como evidencia del menor uso de deuda para el financiamiento de los activos, el *ratio* que mide las veces que la deuda cubre los recursos propios de la Corporación mejora, al ubicarse en 3.5 veces al finalizar septiembre 2014, menor al 4.8 veces observado en igual mes hace un

### OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

año. Por su parte, el índice de apalancamiento (activos/patrimonio) resultó menor (4.5 veces), en relación al 5.5 veces observado en su interanual de septiembre de 2013.



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 2.2 veces, frente al 1.4 veces reportado al finalizar septiembre de 2013. Lo anterior favorecido por la generación de flujo operativo y la disminución gradual del pago de servicio de la deuda. Además, la tasa de interés promedio sobre los pasivos retrocedió a 6.4%, desde un 7.0% registrado a septiembre de 2013.

AGRICORP : Indicadores de Endeudamiento					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
Cobertura de intereses	1.44	1.63	2.55	2.24	2.19
TIP	7.0%	6.4%	6.3%	6.1%	6.4%
Gtos Financieros /P. con costo	16.3%	16.9%	17.0%	15.5%	16.1%
Índice de Apalancamiento	5.53	5.89	4.84	5.10	4.52
Razón de deuda	82%	83%	79%	80%	78%
Endeudamiento	4.53	4.89	3.84	4.10	3.52

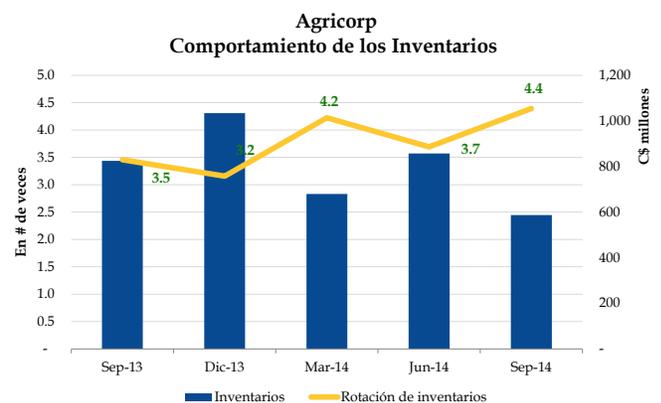
## Análisis de gestión

### 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, la Corporación enfoca 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.

La rotación de inventarios mostró un mejor desempeño, al cierre de septiembre de 2014. El indicador mencionado con antelación mejora a 4.4 veces, desde un 3.5 veces en igual mes del año pasado. La implementación de silos y bolsas para la mejora del almacenaje ha favorecido la eficiencia en la operatividad de los inventarios, al tiempo que se logra un ahorro en términos de costo de almacenamiento.



El mayor volumen de las ventas estuvo fundamentado por el buen desempeño de sus principales productos (arroz y harina de trigo) y favorecido por la demanda local que incrementó en medio de afectaciones climáticas que deterioraron las cosechas del mercado local. En tal sentido, la mejor actividad de los inventarios, y el mayor volumen en ventas, mejoró la rotación del activo circulante (RAC) a 2.2 veces, al término de septiembre de 2014, desde el 1.8 veces reportado a septiembre de 2013.

SCRiesgo no anticipa cambios en la tendencia observada en un futuro previsible. Agri-Corp continuará mejorando el desempeño de sus inventarios en la medida que las inversiones en tecnologías y procesos, implantados mejoren a niveles más amplios.

Dado los cambios en tecnologías acontecidos en los últimos periodos, Agricorp, espera predecir de mejor manera su demanda y brindar un suministro más completo de sus productos durante las estaciones secas. Esto, considerando la marcada estacionalidad de los inventarios, donde el intervalo entre cosechas se presenta dos veces al año. Esto implica fortalecer más la capacidad

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

de almacenamiento, dado el alto grado de vulnerabilidad de los productos comercializados frente al cambio climático.

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 3.1 veces al cierre de septiembre de 2014, (Septiembre 2013: 2.4 veces).

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

AGRICORP S.A : Indicadores de Actividad					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
Rotación del activo Circulante	1.83	1.79	2.16	2.02	2.18
Rotación de Activo a largo Plazo	4.53	4.51	4.66	4.23	4.34
Rotación de Activo fijo	7.81	8.15	8.74	8.48	8.69
Rotación de Activo total	1.31	1.28	1.50	1.39	1.48
Rotación de gastos administrativos	28.65	30.76	28.04	29.44	27.26
U. Operación/G. Administrativos	2.37	2.67	3.66	3.29	3.09

## 2. Cuentas por cobrar

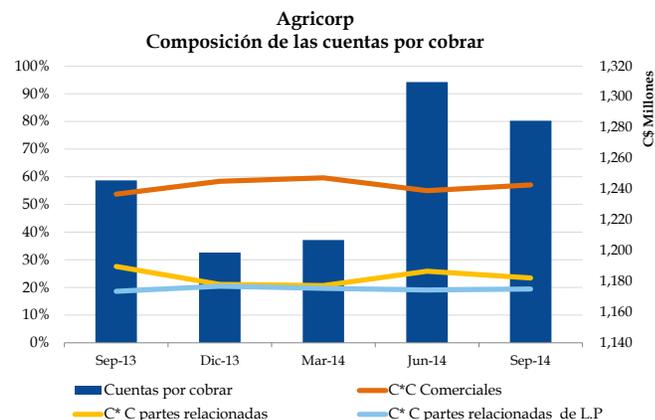
Con un saldo acumulado de C\$733.2 millones las cuentas por cobrar de corto plazo (comerciales) lograron una expansión del orden del 9.5% al finalizar septiembre de 2014 (26% del tamaño de balance). Por su parte, las cuentas por cobrar a partes relacionadas muestran una tendencia decreciente en su interanual (septiembre 2014: -12.5%); aunque su participación con respecto a los activos totales (11%), está cercano a los resultados del periodo anterior.

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.

Al finalizar septiembre de 2014, el indicador que mide el nivel de rotación de la cuentas por cobrar se ubicó en 4.2 veces, ligeramente mayor al compararlo con el 4.1 veces observado en igual periodo de 2013. Si bien, el *ratio* muestra una relativa estabilidad, se reconocen los esfuerzos de la entidad en la recuperación de créditos, lo que evidencia en los últimos meses una mejora en la gestión del cobro crediticio.

Luego del segundo semestre del 2014, las cuentas por cobrar con partes relacionadas de corto plazo han

desacelerado su participación frente a los activos más líquidos (17%). Lo anterior explicado, por el buen comportamiento de pagos efectuados por sus socios comerciales.



Agri-Corp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un periodo promedio de 58 días, esta condición no muestra cambios importantes con respecto a su interanual del 2013. Esta tendencia mejorará en la medida que la estrategia avance y la empresa mantenga monitoreados los límites de créditos individuales.

Los 20 clientes más importantes concentraron el 36.3% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran una participación del 19.7%. En nuestra opinión, dado el tipo de negocio, las concentraciones resultan significativas.

AGRICORP : Indicadores de cuentas por cobrar					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
Rot. C*C con partes relacionadas	4.1	4.3	4.7	4.4	4.5
PMC con partes relacionadas	87.8	83.8	76.2	82.7	80.4
Rot. C*C Comerciales	6.1	6.1	6.3	6.1	6.2
Ventas/C* C comerciales	59.0	59.1	56.8	58.6	58.2

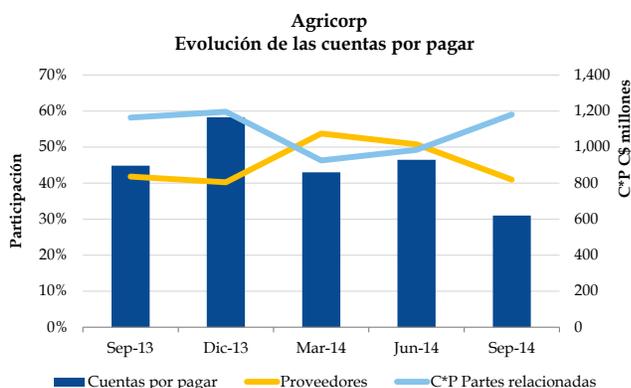
## 3. Cuentas por pagar

Al finalizar septiembre de 2014, las cuentas por pagar de corto plazo ascendieron a C\$577.7 millones, de las cuales 44% pertenece a proveedores y el resto a cuentas por pagar con partes relacionadas. En su mayoría, estas cuentas están financiando activos principales de la Corporación (inventarios, maquinaria y equipo).

### OFICINAS REGIONALES

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

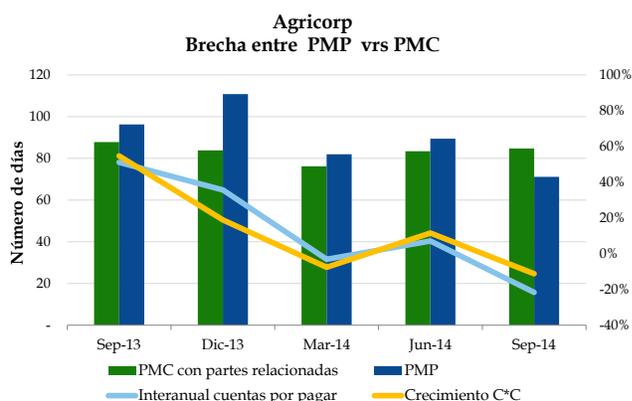
**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A



Las cuentas por pagar a partes relacionadas registraron una contracción del 30% a septiembre de 2014. Lo anterior es explicado, por anticipos recibidos por una de sus asociadas, y pagos que efectuó Grain Hill (derivados de la capitalización de 5 millones de dólares). Con esto su participación con respecto del pasivo total pasa hasta un 16.6%, desde 20.7% al cierre de septiembre 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 realizadas a través de Grain Hill.

Los préstamos por pagar mostraron una contracción en su interanual del 26.7% y una participación con respecto a pasivos totales que retrocede desde un 28% hasta un 24% del pasivo total. Uno de los riesgos principales del pasivo está asociado a la reconversión de la moneda, dado que la mayor parte de sus ingresos están reportados en Córdoba y que gran parte de sus costos están expresados en dólares.

Por otra parte, la compañía contrata líneas de créditos a tasas variables con el propósito de realizar ajustes en caso se observen fluctuaciones en las tasas de interés.



La mayoría de los préstamos están garantizados con bonos de prenda de arroz en granza. Al cierre de septiembre de 2014, el volumen de préstamos por pagar ascendió a C\$519.3 millones, los cuales han mostrado una tendencia decreciente en el último año.

Por su parte, la rotación de las cuentas por pagar fue en promedio de 71 días, menor a lo reportado en el periodo anterior (septiembre 2013: 96.2 días), con esto Agri-Corp sostiene cierta flexibilidad en su ciclo de efectivo, obteniendo de esta manera un periodo controlado en la rotación de cuentas por cobrar comerciales (60 días) que le permite mayor rapidez para la realización de sus activos operativos. De igual forma, el saldo con los proveedores experimentó un retroceso interanual del 32.2% al finalizar septiembre de 2014, contrario al crecimiento del 125.2% en igual periodo del 2013.

#### 4. Inventarios

La industria de arroz en Nicaragua, sostuvo afectaciones importantes derivado 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. Dicho de otra manera, el importar altos volúmenes no lo exime de afrontar los riesgos antes descritos.

No obstante, 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 acumularon un saldo de C\$587.06 millones al finalizar el tercer trimestre del periodo 2014. Luego de la fuerte expansión experimentada en marzo de 2013 (+29.5%), los inventarios han desacelerado su ritmo de crecimiento. Al finalizar septiembre de 2014, los antes mencionados reportaron una contracción del 28.8% (Septiembre 2013: -6.2%).

Este cambio en los inventarios, puede ser explicada por el deterioro de la oferta de granos básicos en el mercado local de alimentos, que hizo rotar más rápido los inventarios. También, se puede atribuir a la demora en el abastecimiento de la materia prima importada por embarcaciones y la baja en la producción de la cosecha local correspondiente a la estación de invierno.

### OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

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 nuevas tecnologías (silos bolsas), que brindan un mejor tratamiento en calidad y costos de almacenamiento. Con estas disposiciones, la Corporación pueden predecir de manera más estándar, el desabastecimiento durante periodos de crisis. Con todo, Agri-Corp se benefició de tener estas capacidades y logró compensar el excedente de la demanda siendo un factor importante para el volumen de ingresos.

Se destaca la mejora en el periodo de días que la Corporación tarda en hacer efectivos sus activos operativos. En línea con lo anterior, el periodo medido a través de los inventarios registró en promedio de 81.9 días mejorando de forma importante frente al *ratio* de 104.2 días al cierre de septiembre de 2014.

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 (transporte), han determinado de manera conjunta la eficiencia de los procesos, la rotación de inventarios y demás activos de calidad.

AGRICORP S.A : Indicadores de Actividad					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
Rotación de inventarios	3.5	3.2	4.2	3.7	4.4
Periodo medio de inventarios	104.2	114.0	85.2	97.5	81.9

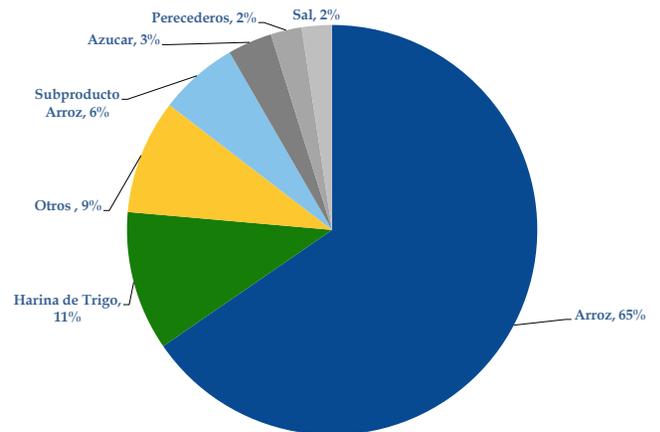
## Análisis de resultados

### 1. Estado de resultados

Con cifras a septiembre de 2014, los ingresos netos acumularon un saldo de C\$3,336.4 millones, esto equivale a una expansión interanual del orden del 8.8% (C\$269.4 millones más que septiembre 2013). La posición como líder del mercado, la expansión en sus puntos de ventas y la mayor aplicación de tecnologías frente a sus competidores explican la mejora gradual de los resultados.

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.

**Agricorp**  
**Ingresos por líneas de productos a septiembre de 2014**



Al finalizar el tercer trimestre de 2014, el arroz continúa como el producto con mayor aporte a la base de ingresos, el mismo contribuyó con el 65%, productos de harina de trigo con un 11%, mientras que los subproductos del arroz aun presentan espacios de mejoras aportando solo un moderado 6%. En nuestra opinión, la base de sus ingresos, puede crecer aún más si se fortalecen otras líneas de productos, lo cual sería deseable para fortalecer la generación del EBITDA.

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 anticiparse a la demanda en momento de stress ambiental.

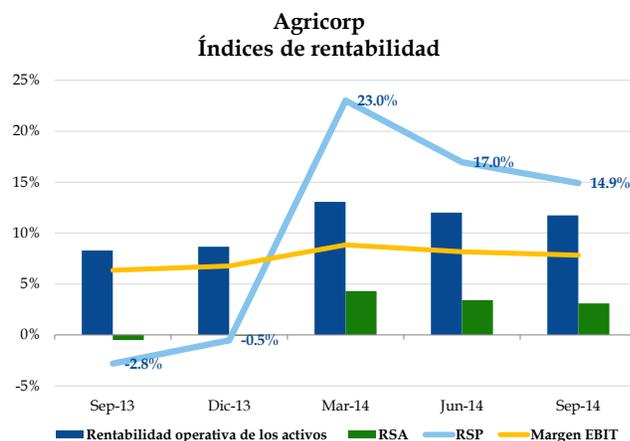
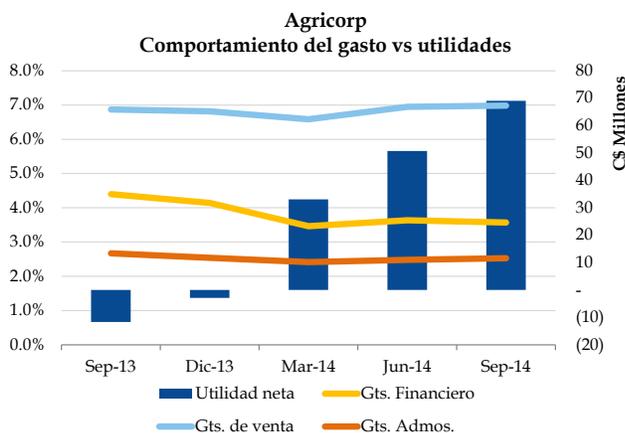
En el pasado reciente, la puesta en práctica de nuevos procesos conllevó a un incremento de los gastos operativos, y una contracción en el resultado de ventas (esta última, afectada por la migración de datos en el proceso de actualización de la base de clientes producto de la implementación del sistema SAP). De acuerdo con lo anterior, Agri-Corp reconoció pérdidas durante los últimos tres trimestres del 2013. No obstante, al finalizar marzo de 2014, la Corporación registró un importante aumento de las utilidades que continuarán una expansión gradual durante el resto del año.

Actualmente, la Corporación implementa el control de presupuesto en línea, el cual es uno de los beneficios que brinda el sistema SAP. También, existe un plan de ahorro que funciona de acuerdo con la estrategia de comercial.

## OFICINAS REGIONALES

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

**El Salvador: (503) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A



## 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, existe una mejora evidente a partir del primer trimestre del 2014, la cual se espera continúe hasta el cierre del año. 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, permiten a la Corporación continuar expandiendo sus ingresos de forma importante.

Las métricas de rentabilidad mejoraron su desempeño, el EBIT fue de C\$100.4 millones, con lo que el margen operativo pasó a 7.8% desde un 6.3% al cierre de septiembre 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.

El retorno sobre inversión en activos (septiembre 2014: 3.1%) mostró avances importantes, en línea con el mejor desempeño de la generación de los ingresos. Este indicador fue mayor al ratio observado del -0.5% en septiembre de 2013. Por su parte, el retorno del patrimonio reportó un 14.9%, creciendo significativamente al compararlo con el 2.8% en igual periodo hace un año.

Los avances en el control de costos y gastos retornarán en mayores niveles de eficiencias. Al tiempo que resultará positivo el compromiso de los socios de aportar capital y establecer mejoras en el perfil crediticio de la compañía. En nuestra opinión, esto será importante para lograr mantener mejoras en los resultados que se observan a la fecha.

AGRICORP : Indicadores de Rentabilidad					
	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14
ROA	8.3%	8.7%	13.1%	11.2%	11.4%
RSI	-0.5%	-0.1%	4.3%	3.2%	3.0%
RSP	-2.8%	-0.5%	23.0%	17.4%	15.5%
Margen Neto	-0.4%	-0.1%	2.9%	2.3%	2.1%

Las calificaciones otorgadas vienen de un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades no 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) 2260-5407-2102-9511**  
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A