

1 de julio del 2011  
Ref.: SCRN- 400402011

Señora  
Ruth López López  
Gerente Financiera  
Corporación Agricorp S.A.  
Managua

Estimado señora López:

Le comunicamos que en la Sesión extraordinaria N° 4102011 del día 1 de julio del 2011, nuestro Consejo de Calificación conoció la carta de apelación enviada por ustedes y basado en información financiera auditada al 31 de diciembre del 2010 y adicional al 31 de marzo 2011, acordó otorgar a la emisión de deuda de la Corporación Agricorp S.A. la siguiente calificación de riesgo:

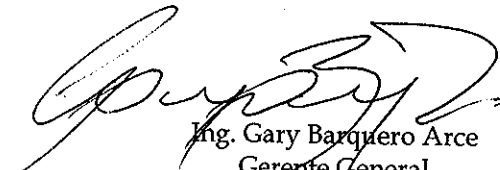
	Calificación de riesgo	
	Corto Plazo	Largo Plazo
Emisión de deuda de la Corporación Agricorp S.A.	3	scr A+ Nic

La calificación scr A se otorga a aquellas "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 Buen.

Por su parte, la calificación SCR 3 se otorga a "aquellas 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."

Las calificaciones desde "scr AA" a "scr C" y desde "SCR 2" a "SCR 5" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

Atentamente,

  
Ing. Gary Barquero Arce  
Gerente General  
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

C.C: Archivo

Álvaro Agüero Meneses  
Analista  
[aaguero@scriesgo.com](mailto:aaguero@scriesgo.com)

Roy Diego Chaves Rodríguez  
Director País Nicaragua  
[rchaves@scriesgo.com](mailto:rchaves@scriesgo.com)

Costa Rica  
[scr-costarica@scriesgo.com](mailto:scr-costarica@scriesgo.com)  
Teléfono: (506) 2552-5936  
Fax: (506) 2552-1361  
Aparatado postal: 1710-7050

Guatemala  
[scr-guatemala@scriesgo.com](mailto:scr-guatemala@scriesgo.com)  
Teléfono: (502) 2353-3168  
(502) 5897-6335

Nicaragua  
[scr-nicaragua@scriesgo.com](mailto:scr-nicaragua@scriesgo.com)  
Teléfono: (505) 2278-1947

Panamá  
[scr-panama@scriesgo.com](mailto:scr-panama@scriesgo.com)  
Teléfono: (507) 209-3821  
(507) 6674-5936  
Apartado postal: 0833-00157

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

# SCRiesgo

Costa Rica Guatemala Honduras Nicaragua Panamá

## INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE: CORPORACIÓN AGRÍCOLA, S.A. (AGRICORP)

### ÍNDICE GENERAL

<b>1.</b>	<b>CALIFICACIÓN DE RIESGO</b> .....	<b>2</b>
<b>2.</b>	<b>FUNDAMENTOS</b> .....	<b>2</b>
<b>3.</b>	<b>ANÁLISIS DEL ENTORNO NICARAGUENSE</b> .....	<b>2</b>
<b>4.</b>	<b>CORPORACIÓN AGRÍCOLA S.A.</b> .....	<b>3</b>
4.1.	PERFIL DEL EMISOR .....	3
4.1.1.	Misión .....	3
4.1.2.	Visión .....	3
4.2.	ESTRUCTURA ORGANIZATIVA.....	3
4.3.	INSTALACIONES.....	4
<b>5.</b>	<b>ESTRUCTURA COMERCIAL</b> .....	<b>4</b>
<b>6.</b>	<b>MERCADO DE AGRICORP</b> .....	<b>5</b>
6.1.	PRODUCTOS Y SERVICIOS .....	5
6.2.	MARCO COMERCIAL DE AGRICORP.....	5
<b>7.</b>	<b>ESTRUCTURA FINANCIERA</b> .....	<b>5</b>
<b>8.</b>	<b>ANÁLISIS DE ESTABILIDAD</b> .....	<b>6</b>
8.1.	LIQUIDEZ.....	6
8.2.	ENDEUDAMIENTO.....	7
<b>9.</b>	<b>ANÁLISIS DE GESTIÓN</b> .....	<b>8</b>
9.1.	ACTIVIDAD.....	8
9.2.	CUENTAS POR COBRAR .....	8
9.3.	CUENTAS POR PAGAR .....	9
9.4.	INVENTARIOS .....	9
<b>10.</b>	<b>ANÁLISIS DE RESULTADOS</b> .....	<b>9</b>
10.1.	ESTADO DE RESULTADOS .....	9
10.2.	RENTABILIDAD.....	11

## Corporación Agricorp, S.A.

### Informe de Calificación Inicial

Sesión Extraordinaria: 4102011

Información financiera auditada: al 31 de diciembre del 2010 y adicional al 31 de marzo del 2011.

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

	Calificación de riesgo	
	Corto Plazo	Largo Plazo
Emisión de deuda de la Corporación Agricorp S.A.	SCR 3 (nic)	scr A+ (nic)

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

Información General de la Oferta	
Emisor	Agri-Corp S.A.
Clase de instrumento	Valores comerciales y bonos
Denominación	Dólares de los EEUU
Monto del programa	Cinco emisiones de USD 3.000.000,00 cada una
Valor facial	Denominaciones de USD 10.000,00
Programa de emisiones	Agosto 2011 (6 meses), Noviembre 2011 (6 meses), Diciembre 2011 (12 meses), Febrero 2012 (6 meses) y Mayo 2012 (6 meses)

## 2. FUNDAMENTOS

La calificación otorgada a Agricorp se fundamenta

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en el ente regulador del mercado de valores, superintendencias, bolsas de valores y puestos representantes."

principalmente en su liderazgo nacional en el mercado de alimentos básicos como arroz, frijoles, harina y otros. Este liderazgo en ventas se ve respaldado por alianzas estratégicas con empresas productoras y distribuidoras a nivel nacional, además de la importación de materias primas. Además, Agricorp posee plantas de producción y procesamiento con reconocimientos a la eficiencia y a la producción limpia. La empresa cuenta también con una amplia red de distribución propia a nivel nacional, además de una estructura de clientes y distribuidores que le permiten posicionarse en Nicaragua como un líder en su segmento de mercado.

En cuanto a los resultados obtenidos por la empresa, se resalta el registro de un capital de trabajo positivo desde septiembre 2010, lo que genera una capacidad mayor para cubrir sus gastos operativos.

La calificación otorgada a Agricorp se ve limitada por una serie de factores, entre ellos la concentración de una parte importante de sus ventas (64%) en un solo producto, arroz. Sin embargo, se destacan los esfuerzos realizados por AgriCorp en la diversificación de sus productos.

Otro punto importante es la estructura de financiamiento de la Empresa, muy orientada hacia la utilización de pasivos circulantes. En general, se consideró que el incremento de los gastos financieros se ve originado en la estructura de corto plazo del financiamiento. Sin embargo, el giro de negocio de AgriCorp, enfocado hacia la venta en grandes volúmenes, permite que dicha estructura sea sostenible en el largo plazo.

## 3. ANÁLISIS DEL ENTORNO NICARAGUENSE

Tras la crisis financiera del 2008-2009, la región Centroamericana muestra signos de recuperación. De igual manera, Nicaragua muestra tasas de crecimiento positivas y para el 2010 el crecimiento real del PIB fue

del 4,5%. Tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Central de Nicaragua coinciden en sus perspectivas sobre el crecimiento económico para el 2011, esperando un crecimiento del 3,5% para el 2011 y 3,7% para el 2012.

Es de suma importancia resaltar el incremento en las importaciones (32,8% mayores entre enero y abril del 2011 que al mismo periodo del año anterior, de acuerdo al Centro de Trámite de las Exportaciones). Este aumento se debe principalmente al crecimiento de los precios de las materias primas, así como un importante repunte en las exportaciones de café. Al finalizar el primer trimestre del 2011, las remesas de Nicaragua muestran signos de recuperación. Dentro de otros hechos importantes, debe resaltarse el crecimiento en el déficit de cuenta corriente, aliviado principalmente por las remesas familiares recibidas durante el año. Otro hecho relevante es el deterioro del poder adquisitivo durante el último año, producto del crecimiento del 9,2% de la inflación.

## **4. CORPORACIÓN AGRÍCOLA S.A.**

### **4.1. Perfil del emisor**

Agricorp es una comercializadora de alimentos nacida el 1 de mayo del 2000 como resultado de la fusión de dos grandes empresas comercializadoras de arroz, Comercial Centroamericana S.A. (COMERSA) e Industrias Nacionales Agrícolas S.A. (INA) con el objetivo de obtener mayor eficiencia al reducir costos y fortalecer el mercado.

Dentro de los principales hechos que marcan la historia de Agricorp están los siguientes:

- En el año 2000 nace Agricorp con 60 colaboradores y con ventas mensuales de 30.000 quintales.
- En el 2001 Agricorp impulsa el Programa de Apoyo a Productores de Arroz (PAPA)
- En el 2003 Agricorp inicia la construcción del primer molino computadorizado en el país (el mejor de Centroamérica y el tercero a nivel de Latinoamérica).
- En el 2004 Agricorp adquiere la empresa GEMENA y da inicio al programa de diversificación con la incorporación del arroz, harina, frijoles, sal, huevos, pan, harina de maíz, tortillas, entre otros.
- En el 2005 Agricorp adquiere el molino GRA II (Gulf Rice Arkansas en Estados Unidos).
- En el 2006 Agricorp adquiere la Sociedad Arrocería Costarricense en Costa Rica.
- En el 2008. Agricorp establece alianzas estratégicas con empresas productoras nacionales. Agricorp llega a tener 722 colaboradores y ventas mensuales promedio de 300.000 quintales de arroz.
- En el 2009, Agricorp inicia Proyecto del frijol y se da la introducción en el mercado de Nicasal.

Agricorp tienen presencia a nivel nacional, y su éxito se ha basado en la cobertura en toda la geografía nicaragüense.

La estructura física y administrativa en puntos clave del territorio nacional, le ha permitido extender su cobertura. Agricorp se ubica físicamente en Managua, Chinandega, Sébaco, San Isidro, Tipitapa y Masaya.

#### **4.1.1. Misión**

Estamos comprometidos en imprimir valor a cada uno de nuestros procesos de producción, distribución y comercialización de productos alimenticios para mejorar el nivel de vida de nuestros accionistas, nuestros colaboradores y nuestros consumidores finales.

Alcanzaremos esa meta siendo socialmente responsables y estableciendo relaciones de negocios que beneficien a todos los involucrados en el proceso.

#### **4.1.2. Visión**

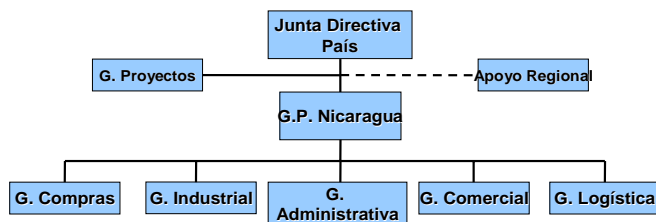
“Crear valor para accionistas, trabajadores, proveedores, clientes y comunidad, procesando y distribuyendo productos alimenticios en un nivel regional, de un modo eficiente y socialmente responsable”.

Cabe destacar que los esfuerzos de Agricorp por desarrollar prácticas empresariales creativas le han hecho merecedor de varios reconocimientos como:

- Premio a la Producción Más Limpia, categoría excelencia en el año 2006 y 2008.
- Reconocimiento empresa modelo Congreso de Higiene y Seguridad 2008.
- Mención Especial Premio Regional a la Producción Más Limpia 2009.
- El 16 de junio del 2010, el Ministerio de Salud le otorgó a la compañía un Certificado de buenas prácticas de manufactura a la planta de arroz y a la de harina.

## **4.2. Estructura organizativa**

La estructura organizativa de Agricorp inicia con una Junta Directiva, que está apoyada por una gerencia de proyectos y el apoyo regional. De ésta se desprende una Gerencia de Proyectos de Nicaragua, y a su vez, las gerencias en Nicaragua, que son básicamente, la de Compras, la Industrial, la Administrativa, la Comercial y la de Logística, las cuales tienen a su cargo varios departamentos.



### 4.3. Instalaciones

#### Centro Industrial Chinandega

Corporación Agrícola S.A., “Centro Industrial Chinandega” está ubicado en el departamento de Chinandega, a 132 Kms de Managua y estratégicamente a 24 Kms del Puerto de Corinto. En este complejo industrial están ubicados dos molinos, un Molino de Arroz y uno de Harina, ambos molinos constan con la infraestructura adecuada de acuerdo al proceso que se desempeña.

Las plantas disponen de Báscula Electrónica para el pesaje de Materia Prima y Producto Terminado que entra y sale a la misma. Este centro posee un granero con 6 silos grandes con capacidad de almacenamiento de 46,500 QQS c/u (equivalentes a 13,200 Ton), 4 silos de trabajo pequeños para el secado con capacidad de 4,000 QQS y 2 silos de trabajo para alimentación del molino de 4,000 QQS c/u.

La planta arroz dispone de un Molino, Laboratorio de Análisis para el Proceso Industrial, Almacén de Producto Terminado, Muelle de Carga de Producto Terminado, Taller de Mantenimiento, Bodega de Materiales y Suministros, Cuerpo de Seguridad y Control, Edificio de Oficinas Administrativas, Edificio de Comedor y Cocina.

Tiene una capacidad de Almacenamiento de Granza de 13,200 TM, (materia prima arroz en granza con 13% de humedad y 3% de materia extraña) y una capacidad de Producción de 16 TM de Granza por hora, lo que es igual a 10,000.00 TM de granza al mes, equivalentes a 150,000.00 QQs de Arroz Oro procesado industrialmente lo que representa el 38.71 % del consumo de Nicaragua.

En la planta harina, para realizar el proceso de elaboración de Harina se cuenta con el Molino que posee 6 pisos, tiene 4 silos de almacenamiento con capacidad de 800 TM, 2 silos de 1,800 TM y 1 silo de 2,000 TM, cuatro bodegas de harina con capacidad de 8,000 QQS, cada una.

El Trigo es recibido en las instalaciones principalmente via puerto Corinto o San Juan del Sur; el cual proviene de los Estados Unidos o Europa.

#### Centro Industrial Tipitapa

Corporación Agrícola S.A. “Centro Industrial Tipitapa” está ubicado en el Km 24 carretera Panamericana norte, Municipio de Tipitapa, esta empresa tiene por

actividad económica procesar la granza del arroz para obtener arroz de consumo de diferentes calidades. Su planilla se compone de 68 trabajadores, cinco mujeres y sesenta y tres hombres, el administrador es el Ing. Carlos Mendoza Rivas.

Las instalaciones cuentan con laboratorio, báscula de granza y producto terminado, molino, área de secado, oficinas administrativas, taller de mantenimiento, área de almacén de producto terminado, bodega de materiales de empaque, comedor, caseta de seguridad y dormitorios. Pasó a formar parte de Agricornp hace seis años, cuenta con un área de 1.476,96m<sup>2</sup>.

#### Centro de Distribución Agri-Norte

AGRICORP posee un Centro de Distribución, llamado comúnmente Agri - Norte, el cual se encuentra ubicado en el Km 6,5 de la carretera Norte. Cuenta con una bodega de almacenamiento de granos (arroz, harina, frijoles, azúcar, etc.), una bodega de productos perecederos (pan, huevos, tortillas), y oficinas administrativas, donde se reciben pedidos de clientes, se realizan actividades de facturación y distribución en rutas a nivel nacional.

#### Agencia Masaya

En el Departamento de Masaya se cuenta con una Agencia, la que está ubicada de la Iglesia El Calvario 3 cuadras abajo. Laboran en ella 11 personas en total (10 hombres y 1 mujer), realizando actividades de despacho de producto terminado, caja, facturación, ventas, y labores administrativas. La Agencia Masaya atiende los requerimientos de clientes de Masaya, Granada, Carazo y Rivas.

## 5. ESTRUCTURA COMERCIAL

La estructura de comercialización de Agricornp utiliza una plataforma de alto volumen, enfocada en la comercialización de productos de consumo masivo, tales como: arroz, harina de trigo, harina de maíz, azúcar, sal, pan, huevo, tortillas, insumos de panadería, entre otros.

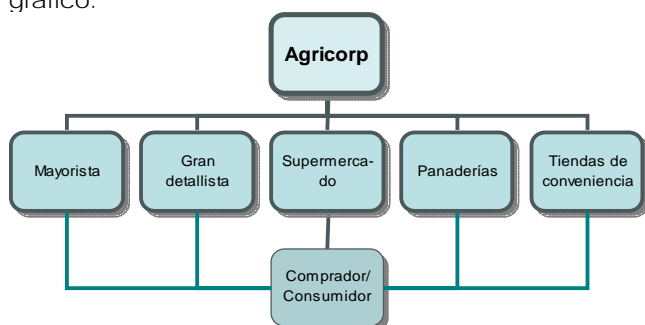
#### Estructura de servicio

La estructura de servicio de Agricornp cuenta con mas de 13.000 clientes. En detalle, la estructura se puede desagregar por producto de la siguiente manera:

	No. de clientes	Acceso al consumidor
Granos	12.342	2 rutas + 31 prevendedores
Industriales	540	3 rutas + 6 prevendedores
Perecederos	1.541	8 rutas
Supermercados	103	4 rutas + 1 prevendedor

#### Rutas de acceso al Consumidor

Agricorp cuenta con cinco rutas hacia el comprador o consumidor final, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



### Modalidades de venta

Agricorp tiene una basta experiencia en modalidades de Ventas Directa y Preventa. La Pre venta se caracteriza por se un sistema de despacho dinámico, con entregas ágiles y precisas, alta efectividad de entrega y costos menores de operación.

Por su parte la venta directa ofrece la cantidad necesaria de producto que el cliente desee, una adaptación a la disponibilidad de efectivo del cliente y la oportunidad de cubrir cero *stock* de los clientes.

## 6. MERCADO DE AGRICORP

### 6.1. Productos y servicios

Agricorp, en el "top of mind" de la población nicaragüense hoy significa: arroz, frijoles, huevos, harina, harina de maíz, sal, pan, entre otros productos, todos ellos de segura y muy reconocida calidad.

El arroz, producto pionero para Agricorp con sus especiales relaciones con el sector arrocero, representa un modelo a seguir, ya que ha construido su liderazgo mediante asistencia técnica actualizada, buenos y sostenidos precios de compra y financiamiento oportuno, estimulando siempre el mejoramiento de las condiciones de vida de los medianos y pequeños productores. De esta manera, Agricorp ha incidido en el desarrollo de familias y comunidades en varias zonas geográficas importantes del país.

Agricorp importa y procesa trigo para obtener harina de Trigo, que distribuye a las panaderías nacionales, cuyas ventas mantienen una tendencia relativamente estable, en comparación con las ventas de arroz. Las ventas de arroz representaron cerca del 65% de las ventas netas de Agricorp en marzo del 2011, mientras que las ventas de harina de trigo aportan el 13% de las ventas netas registradas a la misma fecha.

Si bien es cierto, los principales productos son arroz y harina de trigo, Agricorp también busca suplir otros productos de la Canasta Básica de las familias nicaragüenses, para ello adquiere y comercializa los

siguientes productos: Frijol, Huevos, Harina de Maíz, Azúcar, Sal, Tortillas, Frijoles Molidos, Pan.

### 6.2. Marco comercial de Agricorp

Dentro de los principales convenios, contratos y acuerdos comerciales con los que Agricorp cuenta están:

- Contribución a la estrategia de seguridad alimentaria del país mediante convenio de venta de 25,000 quintales mensuales de arroz nacional a Empresa Nicaragüense de Alimentos Básicos (ENABAS) para ser colocado en el segmento de menor poder adquisitivo.
- Por convenio del tratado de libre comercio Agricorp tiene la siguiente asignación de contingentes libre de aranceles:
  - DR CAFTA: Arroz granza USA 78,92% de un volumen global de 103,500 TM
  - OMC: Arroz granza USA 63,66% de un volumen global de 4,972 TM
  - DR CAFTA: Arroz ORO USA 56,85% de un volumen global de 16,250 TM
- Convenio o programa PAPA con la Asociación Nicaragüense de Arroceros (ANAR) para la compra de Arroz granza bajo precio de referencia asociado a la calidad de la materia prima a entregar. El precio base para el acopio de invierno 2010-2011 es C\$ 430.1, calidad 70/30. A mejor calidad, mejor precio al productor y viceversa.

## 7. ESTRUCTURA FINANCIERA

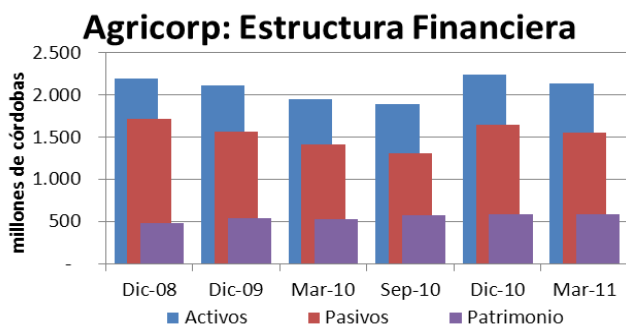
Agricorp ha registrado cuentas activas y pasivas relativamente estables tanto en forma anual como trimestral. Los activos de Agricorp crecieron en el último año un 10,1%, debido principalmente al dinamismo que presentaron las cuentas por cobrar, especialmente las cuentas por cobrar a afiliadas, las cuales crecieron en 55% (en dólares y eliminando el efecto cambiario) y corresponden al 8,5% del total de activos. El particular de esta cuenta se vera de manera más detallada en la sección 9.2.

A marzo 2011, los pasivos de la Empresa suman C\$ 1.557 millones, tras un aumento del 10% en el último año debido al crecimiento que presentó la cuenta de Documentos por pagar a Corto Plazo. Dicha cuenta aumentó un 209% con respecto a marzo 2010.

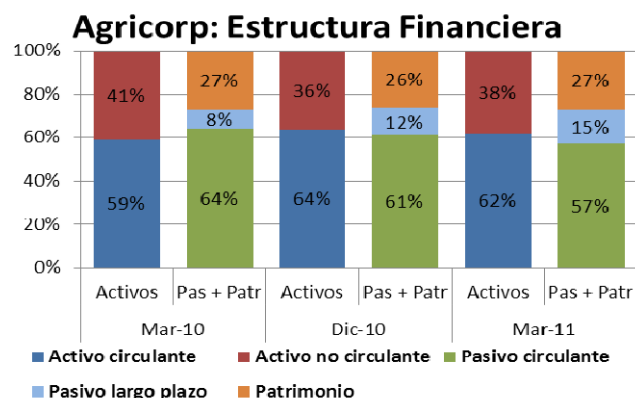
Tanto para los pasivos como activos de la empresa se observa un crecimiento mayor de manera semestral. Esto se debe a la estacionalidad de algunas cuentas de Agricorp, principalmente en los inventarios en el caso de los activos y las cuentas de Préstamos y Documentos por pagar en el caso de los pasivos. Dicha estacionalidad es propia del giro de negocio de Agricorp.

Por su parte, el patrimonio de la empresa suma C\$586,9 millones y las variaciones que presenta están

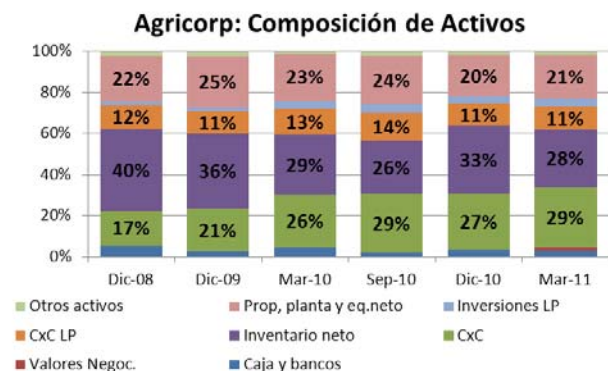
relacionadas con la utilidad del ejercicio.



Con respecto a la solidez y equilibrio de la estructura financiera de Agricorp, se debe destacar la importancia de los pasivos circulantes dentro de su esquema de financiamiento. A pesar de que los activos circulantes cubren los pasivos de corto plazo, la diferencia es pequeña y se considera que una estructura de financiamiento de corto plazo conlleva un riesgo de poca flexibilidad en el manejo del pasivo.



A marzo 2011, el 8% del activo circulante es financiado con pasivos de largo plazo y el patrimonio de Agricorp financia el 72% de los activos a largo plazo. Esta estructura señala una posición financiera de largo plazo adecuada, pues una parte significativa del activo a largo plazo es financiado con patrimonio, con el propósito de que la parte menos líquida de los activos se financie con fuentes técnicas no jurídicas. En general, se considera que la estructura financiera de Agricorp incorpora un elemento de riesgo importante debido a su respaldo en el financiamiento de corto plazo.

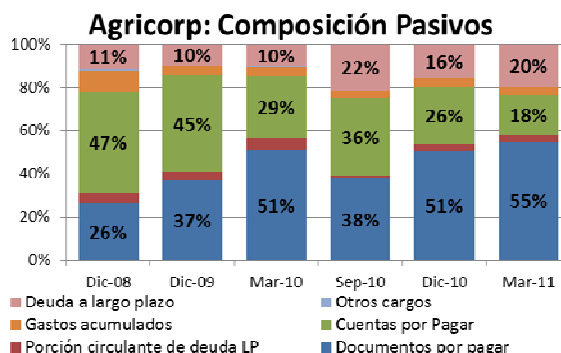


Los activos de Agricorp se componen principalmente SCRiesgo

de por las cuentas de inventario neto (28,4% a marzo 2011), lo cual está relacionado con el abastecimiento de la Empresa para hacerle frente a temporadas de mayor demanda de productos, las cuentas por cobrar (29%) y la cuenta de propiedad, planta y equipo neto (21,3%). Esta composición se ha mantenido relativamente estable, con algunas variaciones que se deben a la estacionalidad del mercado en el cual se encuentra Agricorp.

Con respecto a los pasivos de Agricorp, a pesar del efecto de la estacionalidad en las finanzas de la Empresa, se puede observar una recomposición de su estructura. Es importante notar el crecimiento en importancia de los documentos y préstamos por pagar a corto plazo, lo que obedece a su estructura y giro de negocio.

La composición por moneda de los activos y pasivos de la entidad es muy estable. De esta manera, los activos de Agricorp están denominados en córdobas y registran un porcentaje muy pequeño, que no supera el 2%, de activos en dólares. Sin embargo, los pasivos de la entidad, están denominados principalmente en dólares y su importancia relativa, a pesar de que decrece en los últimos trimestres, es superior al 65%.



Dado lo anterior, el riesgo cambiario que asume la entidad está directamente relacionado con un aumento en la volatilidad del tipo de cambio del córdoba con respecto al dólar. Sin embargo, el régimen cambiario nicaragüense (mini devaluaciones) permite que la exposición cambiaria disminuya debido a la ausencia de volatilidad en el tipo de cambio.

Con respecto al patrimonio de Agricorp, entre el 40% y 50% del total ha estado representado por capital en acciones, porcentaje que ha variado dependiendo de la importancia relativa que presente las utilidades no distribuidas, las cuales han aumentado su participación en el total a lo largo del tiempo. Cuentas como el superávit por revaluación de activos y reserva legal se han mostrado estables a lo largo del tiempo.

## 8. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

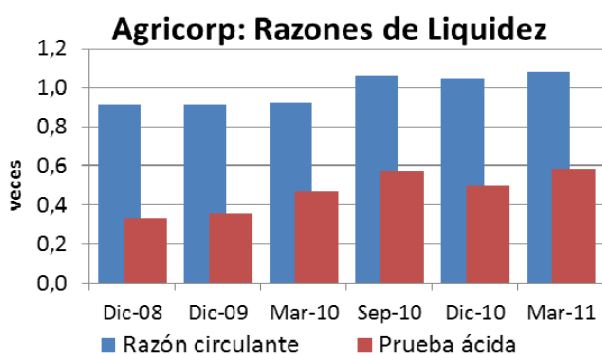
### 8.1. Liquidez

Con respecto al manejo de la liquidez, Agricorp ha

mejorado el manejo de dicha variable durante el 2010 y el primer trimestre del 2011. En particular, la razón circulante supera la unidad a partir de septiembre 2010, lo que demuestra un adecuado respaldo de sus pasivos de corto plazo mediante activos circulantes. Esto es una mejora con respecto a periodos anteriores, en los cuales se debía recurrir a los activos de largo plazo para cubrir la brecha con los pasivos circulantes.

A pesar de no existir valores ideales en este indicador, se considera como óptimo que la razón circulante debe ser siempre mayor a uno, con el fin de proveer una protección y garantía razonable a los acreedores de corto plazo; sin embargo, los resultados dependen del tipo de actividad de la empresa. En el caso de Agricorn, debido a su utilización de pasivos a corto plazo como principal herramienta de financiamiento, se prefiere una razón circulante superior a uno.

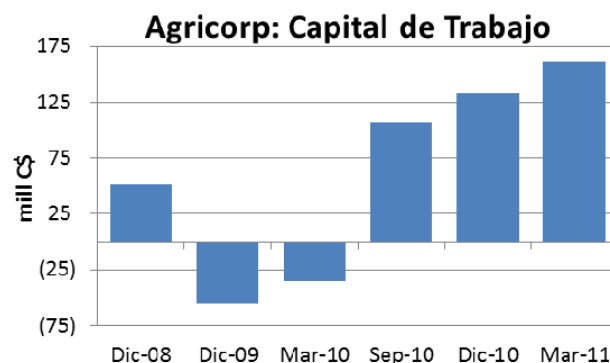
Por su parte, el indicador de prueba ácida, obtenido al eliminar el efecto de los inventarios sobre los activos circulantes, presenta un resultado diferente a la razón de liquidez, debido al peso relativo de los inventarios dentro del activo circulante de la entidad, que han representado cerca del 30% de los activos totales.



De esta manera, durante el 2010 y el primer trimestre del 2011, la prueba ácida ha presentado una tendencia creciente que le permitió pasar de 0,47 a 0,59 veces, entre marzo 2010 y 2011, respectivamente. A pesar de que el indicador se encuentra por debajo de la unidad, esto no debe considerarse directamente negativo.

Con respecto al capital de trabajo de Agricorn, se debe resaltar la mejora ocurrida durante el segundo semestre del 2010 y el primer trimestre del 2011, periodo a partir del cual se revierte el capital de trabajo negativo que registraba anteriormente la empresa. A marzo 2011, Agricorn suma C\$ 161 millones para capital de trabajo. Un capital de trabajo positivo y creciente representa una mayor capacidad para cubrir las necesidades operativas de la entidad.

El comportamiento del capital de trabajo de la Empresa durante el periodo bajo análisis se explica principalmente por el crecimiento de los activos corrientes (15% de manera anual a marzo 2011) frente a una reducción anual del 2% en los pasivos circulantes.



De manera paralela, el índice de proporción de capital de trabajo, proporción de los activos circulantes financiados a largo plazo, pasó de niveles negativos en diciembre 2009 (-4,34%) hasta representar 12,08% en marzo 2011, lo que representa un efecto favorable sobre la posición de solidez de la estructura financiera de Agricorn. De igual manera, al registrar un capital de trabajo positivo, el indicador de la cobertura de este sobre los inventarios pasó de ser negativo a positivo. En general, se puede apreciar una mejora en los indicadores de liquidez de la Empresa durante el periodo bajo análisis, lo que refleja una mejora en el manejo de la estabilidad financiera de corto plazo.

#### Agricorn: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
Razón circulante	0,91	0,91	0,92	1,06	1,05	1,08
Prueba ácida	0,33	0,36	0,47	0,57	0,50	0,59
Proporción Capital trabajo	3,75%	-4,34%	-3,06%	9,94%	9,31%	12,08%
Cobertura Capital trabajo	0,06	-0,07	-0,06	0,22	0,18	0,26

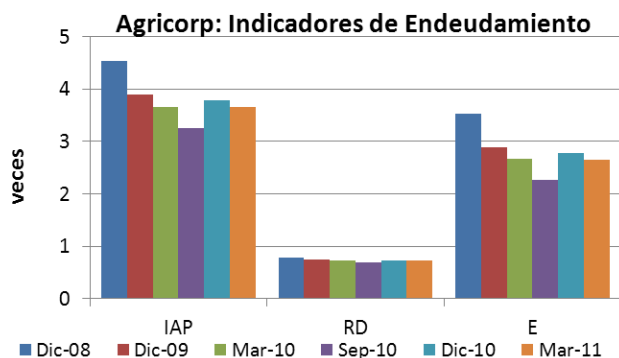
## 8.2. Endeudamiento

En cuanto a la utilización de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, es notable que, durante el periodo bajo análisis se revirtió la tendencia a la baja en dichos indicadores, especialmente en los periodos de diciembre 2010 y marzo 2011, periodos en los cuales dichos indicadores repuntaron y alcanzaron niveles similares a un año atrás. Sin embargo, el aumento en dichos indicadores ha sido leve.

En general, el comportamiento de los indicadores de endeudamiento ha estado ligado al componente estacional de las cuentas del Balance general de Agricorn. Entre septiembre 2010 y marzo 2011, el aumento en la razón de deuda se debe a un mayor crecimiento de los pasivos frente al activo durante el periodo.

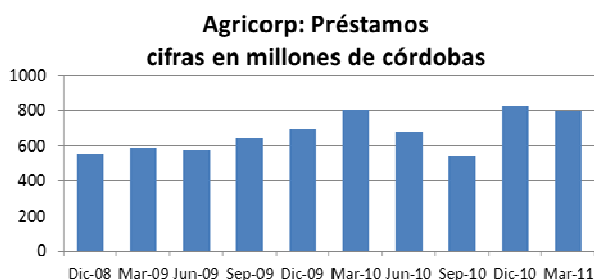
Paralelamente, el índice de endeudamiento (E) aumentó en el semestre transcurrido entre septiembre 2010 y marzo 2011 debido a un aumento mayor en el pasivo que en el patrimonio. De igual manera, el crecimiento del indicador de apalancamiento se debe a un aumento mayor en el Activo total que en el patrimonio de Agricorn.

A marzo 2011, Agricorp posee obligaciones financieras por C\$798,6 millones (US\$36,1 millones), cerca del 65% de su pasivo total.



En cuanto a la exigibilidad de los pasivos de la entidad, se destaca que históricamente ha registrado un porcentaje importante de su deuda en el corto plazo, producto del giro del negocio de Agricorp. De esta manera, el porcentaje de pasivos que son de corto plazo oscilan entre 55% y 65% en el último año. De manera consistente, en el último año alrededor del 10% del pasivo ha correspondido a deuda a largo plazo. Además, se destaca que el patrimonio financia el 27% de la actividad de la Empresa.

Por su parte, con respecto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a la carga financiera del periodo haciendo uso de sus utilidades, el indicador de cobertura de intereses ha exhibido un comportamiento variable durante el último año, cuando ha oscilado entre 1,36 y 2,72 veces, observándose precisamente el cambio más drástico entre diciembre 2010 y marzo 2011. El valor de la cobertura de intereses para el primer trimestre del 2011 es de 1,36 veces, lo cual señala que Agricorp puede hacer frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa).



Por su parte, la tasa de interés promedio sobre los pasivos (TIP) ha aumentado continuamente los últimos periodos y se colocó alrededor de 8,1% en marzo 2011, de la mano con la mayor carga financiera contraída por Agricorp en los últimos periodos. Para calcular esta tasa se utilizó el total de los gastos financieros reportados por Agricorp. Sin embargo, al calcular la tasa de interés promedio utilizando únicamente el gasto por pago de intereses, se obtiene una tasa del 5,3%.

En general, se observa un deterioro en los indicadores SCRiesgo

de endeudamiento de Agricorp. El crecimiento de los gastos financieros entre el último trimestre del 2010 y el primero del 2011 fue del 39,5%. A su vez, al comparar los trimestres finalizados en marzo 2010 y 2011, el crecimiento de dichos gastos fue del 9%.

#### Agricorp: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
Cobertura de intereses	5,46	1,43	1,96	2,38	2,72	1,36
TIP	1,7%	6,2%	8,1%	8,3%	5,5%	8,1%
GtoFinan /Pas. c. costo	4,1%	12,4%	12,4%	14,0%	8,0%	10,5%

## 9. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 9.1. Actividad

Hasta marzo 2010, se observó un comportamiento estable en la rotación del activo circulante, sin embargo, durante el resto del 2010 y 2011, dicho indicador tuvo considerables variaciones al pasar de 3,2 veces en septiembre 2010 a 2,59 veces a marzo 2011. Estas variaciones se explican por la estacionalidad de algunas cuentas del activo circulante (principalmente inventarios, crecimiento del 25% entre septiembre 2010 y marzo 2011). Una reducción en el indicador implica una desmejora en el manejo del activo circulante y una contracción en la capacidad de generación de ingresos operativos.

Por su parte, los indicadores de rotación de activo fijo (RAF) y rotación de activo a largo plazo (RLP) mostraron un comportamiento más estable durante el semestre transcurrido entre septiembre 2010 y marzo 2011. Esto se debe a la poca variabilidad de los activos de largo plazo de Agricorp.

En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de Agricorp, sus activos fijos representan el 21% de sus activos totales, y el 56% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF no coincide con el RLP.

Por su parte, la rotación del activo total (RAT), como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, no ha variado entre marzo 2010 y 2011, registrando sin embargo variaciones trimestrales debido a la estacionalidad de los activos totales, más que a cambios en los ingresos.

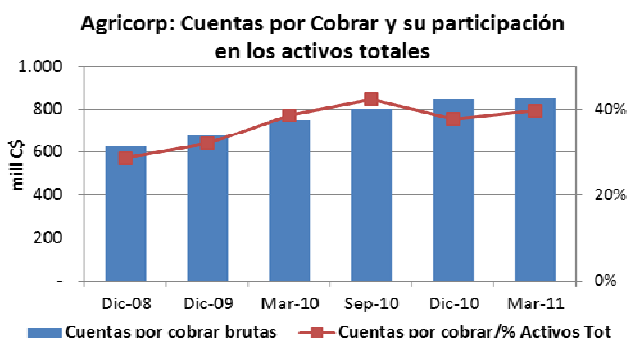
#### Agricorp: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
RAC	2,71	2,73	2,72	3,20	2,37	2,59
RLP	4,46	4,07	3,95	4,15	4,19	4,23
RAF	7,53	6,56	7,08	7,59	7,42	7,56
RAT	1,69	1,63	1,61	1,81	1,51	1,61

### 9.2. Cuentas por cobrar

A marzo 2011, las cuentas por cobrar registradas en los activos de Agricorp suman C\$ 853,2 millones, incluyendo las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, de corto y largo plazo. En general, dicha

cuenta ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos periodos (13% entre marzo 2010 y 2011) y actualmente las cuentas por cobrar constituyen el 40% de los activos totales.

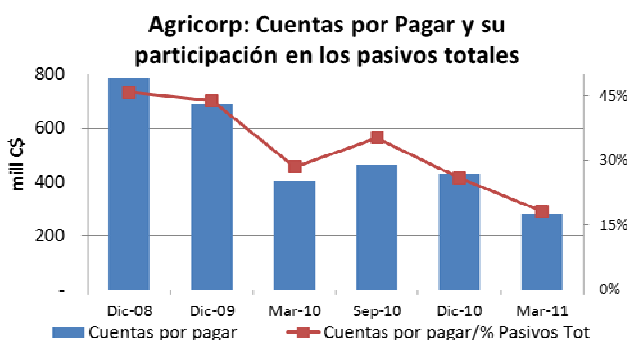


Es importante comentar el desempeño de las cuentas por cobrar a empresas afiliadas durante el periodo interanual marzo 2010-2011. Como se observó anteriormente, estas crecieron en un 55% en el periodo interanual. Este crecimiento se vio impulsado principalmente por el registro de una cuenta por cobrar con la compañía Central American Rice LLC que fue ajustada en el 2009 por contabilidad externa para que registrara intereses por cobrar. De acuerdo a la administración, el crecimiento de esta cuenta entre marzo 2010 y 2011 corresponde únicamente al aumento de los intereses por cobrar.

Otra cuenta que presenta un crecimiento importante es la registrada con Grain Hill, S.A., cuyo incremento surge debido a gastos por Servicios Corporativos que AgriCorp ha pagado en representación de Grain Hill, los cuales son centralizados en AgriCorp pero que posteriormente serán reintegrados por el resto de las empresas del Grupo. Estos servicios deberán ser pagados antes del fin de año.

### 9.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$282,3 millones a marzo 2011, tras presentar una reducción del 30% en el último año y de un 39% de manera semestral. De esta manera, éstas presentan una significativa reducción en su participación sobre los pasivos totales de 29% a 18% en el último año.



De la mano con el comportamiento de las cuentas por pagar, el periodo medio de pago (PMP) de Agricorp se

contrajo significativamente entre marzo 2010 y 2011 hasta alcanzar 35 días en esta última fecha, lo que en términos generales representa que en los últimos 2 años Agricorp redujo en cerca de 45 días el plazo promedio para pagar sus compras a crédito a proveedores comerciales, lo cual va acorde con la política de la Empresa de pagar a sus proveedores al contado.

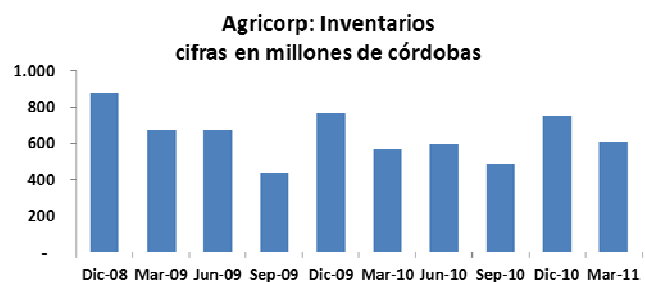
A marzo 2011, el periodo de medio de cobro (periodo de rotación de las cuentas por cobrar comerciales) de Agricorp es de 38 días, por lo que aunque existe un descalce entre el periodo medio de cobro y el de pago, este es mínimo.

### Agricorp: Indicador de periodo medio de pago

Actividad	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
PMP	89,85	85,79	56,41	58,91	55,58	34,98

### 9.4. Inventarios

El saldo neto de inventarios de Agricorp registra C\$608,7 millones a marzo 2011, tras incrementarse un 8% en el último año. Cabe destacar que la variabilidad en el monto de los inventarios netos responde al giro del negocio de Agricorp. Cerca del 70% de los inventarios de Agricorp ha estado representado por materia prima, la cual a su vez, está compuesta principalmente por arroz, seguido de trigo y otras materias primas.



La rotación del inventario (RINV), producto de la estacionalidad en los inventarios de Agricorp, con picos en algunas épocas del año, como diciembre, ha mostrado una evolución variable en los últimos 3 años. De esta manera, este indicador señala que Agricorp tarda, en promedio, aproximadamente 75 días para vender su inventario, número que corresponde al periodo medio de inventario.

### Agricorp: Indicadores de inventarios

Actividad	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
RINV	3,6	3,8	4,6	5,8	3,7	4,8
PMI	99,9	95,4	78,8	62,1	97,0	75,4

## 10. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 10.1. Estado de Resultados

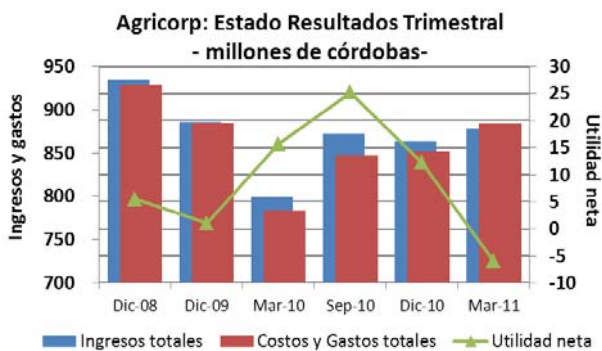
Luego de que en el 2008 y 2009 Agricorp acumulara utilidades por C\$54,1 millones y C\$43 millones, respectivamente, en el 2010 los ingresos de la entidad superaron sus costos y egresos en C\$53,5 millones. Por su parte, a marzo 2011, Agricorp acumula pérdidas por

C\$6 millones (USD 271.955) de manera trimestral.

Sobre el tema, la administración comentó que: "El problema es muy específico de este año y tiene su origen en la calidad de la granza importada, que es donde descansa la mayor rentabilidad del negocio de Agricorp. La producción norteamericana de granza del ciclo vigente presentó altos niveles de grano yesoso que originó unos bajos rendimientos productivos, sin compensación (de precio) por parte de los vendedores americanos, que a su vez desplazó la demanda hacia los arroces nacionales, originando menor rotación de los inventarios. La pérdida acumulada por esta problemática se estima en US\$1.080.000 (extrapolada hasta el mes de septiembre, que es cuando inicia el próximo ciclo de granza USA), sin embargo ya se están tomando iniciativas para mejorar los resultados del 2do semestre del 2011 (y no esperar hasta el mes de Septiembre)."

Con respecto a los ingresos trimestrales, al comparar los datos del último trimestre del 2010 y el primero del 2011 se observa una importante reducción (12%) de la utilidad operativa, contracción impulsada por un mayor crecimiento en el costo de las ventas. Esto se tradujo en una reducción del 30% de la utilidad de operación. Otro rubro que aumentó de manera importante fue el gasto financiero (40%). Finalmente, de manera trimestral, la utilidad antes de impuestos se redujo en 78%.

Al comparar los estados de resultados trimestrales a marzo 2010 y 2011, se observa un efecto similar al de la comparación realizada entre diciembre 2010 y marzo 2011. Al comparar marzo 2010 y 2011, las ventas netas de Agricorp crecieron un 9,9%, sin embargo el costo de ventas creció en un 12,7%, lo que afectó de manera negativa la utilidad bruta de la Empresa. A su vez, los gastos de operación aumentaron un 12%, impulsado principalmente por el crecimiento en los gastos de administración. Al comparar los resultados trimestrales entre marzo 2010 y 2011, así como diciembre 2010 con marzo 2011, se evidencia la estacionalidad de las operaciones de Agricorp, principalmente en los gastos financieros de la Empresa.



Los ingresos de Agricorp se originan principalmente en las ventas de arroz procesado, cuya participación en

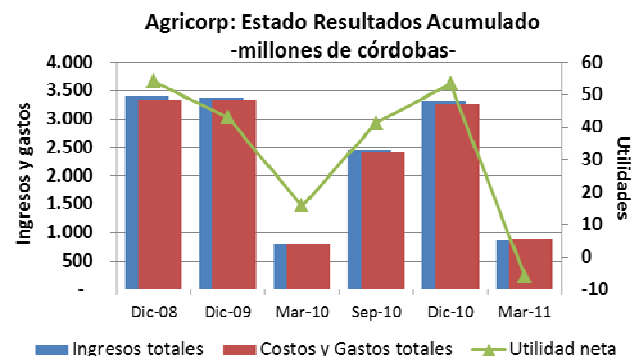
SCRiesgo

las ventas totales netas ronda el 64%, seguido de la harina de trigo, la cual presenta una participación relativa de 13% y los subproductos del arroz con menos del 5% de participación. Además, los ingresos de Agricorp provienen de la comercialización de al menos 11 productos más, entre ellos la harina de maíz, granza, azúcar, huevos, entre otros.

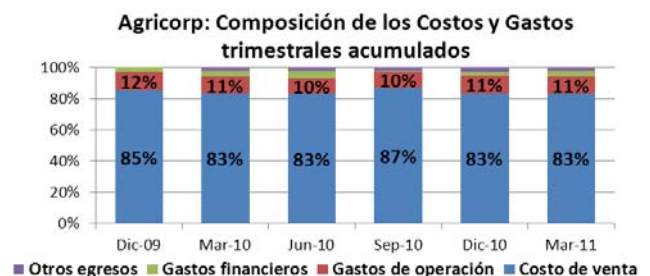
Cabe destacar que el arroz, al ser un producto de la canasta básica, cuenta con precios estables al consumidor a lo largo del año, las políticas para la actualización del precio de los productos se diferencian por segmento de consumidores:

- Para arroces de calidades bajas y medias obtenidas a partir de granza nacional, se determina en función de recuperar los costos variables, de almacenamiento y financieros.
- Para arroces de calidades altas obtenidas a partir de granza proveniente de Estados Unidos, se determina en función de recuperar los costos de distribución, administración y financieros en adición al margen operativo del negocio.

En términos acumulados, Agricorp presenta un aumento importante en sus utilidades (24%) entre el 2009 y 2010. Esta situación se presenta incluso ante una reducción en las ventas netas durante el 2010 con respecto al 2009, aunque fue mayor la contracción en el costo de las ventas, lo que provocó un aumento del 11% en la utilidad bruta de la Empresa.



Por su parte, la estructura de costos y gastos ha sido muy estable en el último año, en donde el costo de ventas es la principal cuenta, cuya participación ha oscilado entre 83% y 87%, seguido de los gastos de operación, con una participación que ronda el 11%.



Dentro de los gastos de la compañía, el gasto de mercadeo y ventas, de administración y de tráfico y

almacenes aportan similares porcentajes dentro del total de gastos de Agricornp.

Tanto en forma trimestral como anual, el indicador de rotación de gasto administrativo disminuyó, debido a que el aumento que presentó el gasto administrativo no se ve reflejado en un crecimiento en los activos de Agricornp.

Por su parte, en forma anual, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos ha disminuido de manera significativa, cuando ha pasado de 2,6 a 1,6 veces en el último año, producto tanto del crecimiento del gasto administrativo como de la disminución de las utilidades operativas de Agricornp.

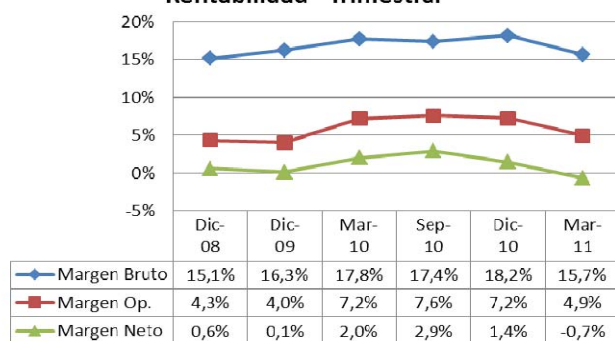
En general, se observa una reducción en los márgenes de utilidad de Agricornp. El margen bruto, el cual mide la rentabilidad sobre las operaciones de ventas, producción y costos, disminuyó en el último año producto de una disminución en la utilidad bruta debido al crecimiento en el costo de las ventas.

#### Agricornp: Indicadores de gasto administrativo

Actividad	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
Rotacion Gtos. AdM.	12,21	10,21	22,31	21,14	24,35	20,28
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,89	0,67	2,59	2,90	2,66	1,61

Por su parte, el margen operativo, el cual muestra el porcentaje de utilidad generada por las operaciones que conforman la actividad principal de Agricornp, presenta una contracción tanto de manera trimestral como anual. Es importante señalar que al observar los datos trimestrales a diciembre 2010 y marzo 2011, se observa que la reducción en el margen operativo se debe a la disminución en la utilidad operativa. A pesar de que se redujo la utilidad bruta, los gastos operativos entre ambos trimestres se mantuvieron estables, lo que afectó la utilidad operativa de la entidad.

#### Agricornp: Evolución de los Margenes de Rentabilidad - Trimestral



Sumado a esto, de manera trimestral se observó un crecimiento del 40% en el gasto financiero, lo que profundizó aún más los problemas causados por el crecimiento del costo de las ventas durante el primer trimestre del 2011.

Con respecto a las ventas, al finalizar el primer trimestre del 2011, el cliente más importante representa cerca SCRiesgo

del 7,5%, lo cual indica que las ventas de Agricornp están muy atomizadas, lo que a su vez representa un importante efecto mitigador del riesgo de dependencia.

## 10.2. Rentabilidad

Con relación a los indicadores de rentabilidad, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la Empresa, debe notarse que en consecuencia con el comportamiento variable de los resultados de Agricornp en los últimos tres años, la evolución de sus indicadores de rentabilidad ha fluctuado.

Particularmente, el rendimiento de operación sobre activos (ROA) decreció de 11,6% a 7,9% entre marzo 2010 y 2011, comportamiento que es reflejo de la contracción que ha presentado la utilidad operativa.

Por su parte, el Rendimiento sobre la inversión (RSI) se ha ubicado entre 5,3% y -1,1% en los últimos trimestres, producto de la reducción en la utilidad neta durante el primer trimestre del 2011. Caso similar ocurre con el rendimiento sobre el patrimonio, que registra un indicador de -4,1% a marzo 2011.

#### Agricornp: Indicadores de rentabilidad trimestrales

Rendimientos	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Sep-10	Dic-10	Mar-11
ROA	7,31%	6,58%	11,62%	13,71%	10,92%	7,94%
RSI	1,00%	0,19%	3,22%	5,32%	2,19%	-1,12%
RSP	4,55%	0,74%	11,78%	17,36%	8,26%	-4,09%

Más detalladamente, debe destacarse que el ROA, como indicador de la capacidad básica de generación de utilidades por parte de Agricornp, registró por encima del costo total de la deuda de la Empresa, medido por la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP) durante el 2010, sin embargo a marzo 2011 el indicador del efecto apalancamiento es negativo. El resultado anterior representa una posición negativa, pues indica que el efecto de apalancamiento es negativo, lo que indica que al aumentar el endeudamiento, la rentabilidad sobre el patrimonio disminuirá aún más.

