

## CORPORACIÓN AGRÍCOLA S.A. Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

**Sesión ordinaria:** N° 4122012

**Información financiera:** no auditada al 30 de junio, adicional a agosto del 2012.

**Contactos:** Oscar Mata Salas

Analista Financiero

[omata@scriesgo.com](mailto:omata@scriesgo.com)

Roy Diego Chaves Rodríguez

Director de País Nicaragua

[rchaves@scriesgo.com](mailto:rchaves@scriesgo.com)

### 1. CALIFICACION DE RIESGO

	Calificación de Riesgo Anterior			Actual		
	Corto Plazo	Largo Plazo	Perspectiva	Corto Plazo	Largo Plazo	Perspectiva
Papel Comercial y Bonos de Corporación Agrícola S.A.	SCR 3(nic)	scr A+(nic)	Estable	SCR 3(nic)	scr A+(nic)	Estable
Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola S.A.	SCR 3(nic)	scr A+(nic)	Estable	SCR 3(nic)	scr A+(nic)	Estable

**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.

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

### 2. FUNDAMENTOS

La calificación otorgada a Corporación Agrícola S.A. (Agricorp) se fundamenta principalmente en su liderazgo nacional en el mercado de alimentos básicos como arroz, frijoles, harina, sal, huevos 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. 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.

La Corporación para lo que lleva del año 2012, ha mostrado un crecimiento en sus ventas, que ha generado como resultado una utilidad neta positiva y un incremento en la rentabilidad.

Agricorp mantiene una concentración de una parte importante de sus ventas (63%) en un solo producto, arroz. Sin embargo, se destacan los esfuerzos realizados por Agricorp en la diversificación de sus productos, tanto propios como en la representación de líneas varias, lo que permite abaratar los costos de distribución a la vez de manejar mejores márgenes.

### 3. HECHOS RELEVANTES

Agricorp colocó el 31 de mayo 2012 la quinta y última serie del Programa de US\$15.000.000,00 de Papel Comercial y Bonos. La serie es por \$3.000.000,00 a 6 meses plazo y vence el 30 de noviembre de 2012.

El 31 de agosto del 2012 Corporación Agrícola (Agricorp) comunica que como parte del proceso de revisión que la asesoría legal de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN) hiciera a la documentación presentada por Agricorp sobre la inscripción y registro del Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija, se procedió a ajustar el contenido del prospecto referente a los factores de riesgo que afectan a la emisión y a la empresa, relativos específicamente a los riesgos de oferta, (acápite 5.1.1, última línea de la página 22 del prospecto informativo), aclarándose que en circunstancias de una potencial quiebra, aquellas

*"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"*

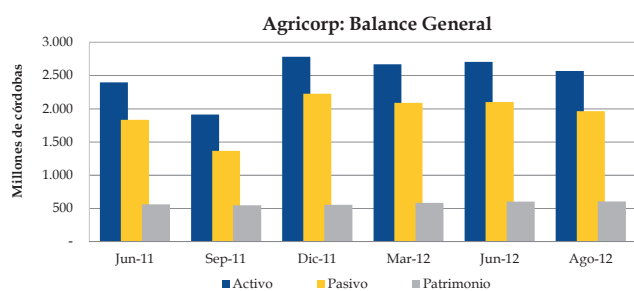
<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

obligaciones que están respaldadas expresamente por garantías que otorguen algún derecho real o preferente a su acreedor (hipotecas, prendas, etc.), tienen prelación a las emisiones del presente programa.

#### 4. ESTRUCTURA FINANCIERA

A junio 2012, Agricornp presenta un crecimiento interanual y trimestral en activos, pasivos y patrimonio. El total de activos a junio 2012 es C\$ 2.705,1 millones, creciendo interanual y trimestralmente 13% y 1%, respectivamente, impulsado por el aumento registrado en inventarios y el resto de activos corrientes. A agosto 2012, el total de activos es de C\$ 2.569,9 millones.

Por otra parte, a junio 2012 se registran pasivos por la suma de C\$ 2.102,9 millones, creciendo 15% de forma interanual, principalmente por el incremento de 21,78 veces en las cuentas por pagar a compañías afiliadas (debido a cuenta por pagar a Grain Hill Corporation S.A., sin intereses y pagadera a 180 días) y del 56% en los préstamos por pagar. Al cierre de agosto 2012 se registran pasivos por C\$ 1.963,3 millones

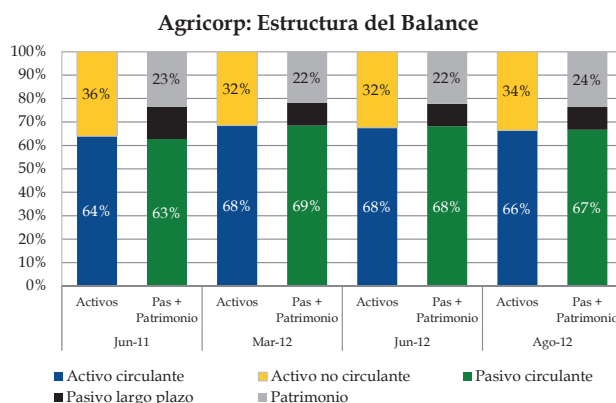


Por su parte, el patrimonio a junio 2012 es de C\$ 602,2 millones, creciendo interanual y trimestralmente un 7% y 3%, respectivamente. Al finalizar agosto 2012, dicha cuenta registra C\$ 606,5 millones, donde el capital suscrito se ha mantenido constante en el último año, el superávit por revaluación de activos representa el 24% del total de patrimonio y la utilidad del ejercicio es de C\$ 53,2 millones.

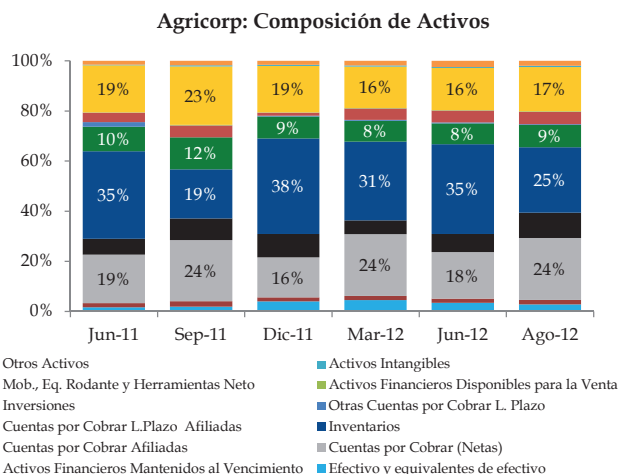
Actualmente, Agricornp está en proceso de inscripción ante la Bolsa Nacional de Valores de Nicaragua (BVDN) una emisión de acciones preferentes no acumulativas por diez millones ochocientos dólares de los Estados Unidos de América (US10.000.800,00).

Por otra parte, a junio 2012 la relación en la estructura financiera se mantuvo estable trimestralmente donde los activos a corto plazo fueron financiados al 100% por pasivos circulantes, y los activos totales fueron financiados con deuda a largo plazo en un 10%, un 22% fue financiado con el patrimonio y un 68% por pasivos circulantes. De esta

manera, los activos a largo plazo se ven financiados en su totalidad por pasivos a largo plazo y patrimonio.



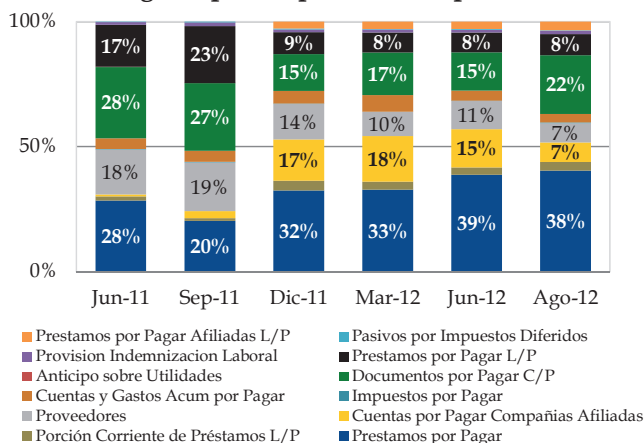
Es importante resaltar que esta dependencia de los pasivos circulantes como medio de fondeo en el esquema de financiamiento, incorpora un elemento de riesgo importante.



Históricamente los activos de Agricornp que han tenido mayor representatividad son los inventarios, la cuenta mobiliario, equipo rodante y herramienta neta, y las cuentas por cobrar netas. Esta composición se ha mantenido relativamente estable, con algunas variaciones que se deben a la estacionalidad del mercado en el cual se encuentra Agricornp.

Con respecto a los pasivos de Agricornp, la composición ha variado principalmente por el aumento de las cuentas por pagar a compañías relacionadas, constituido principalmente por la cuenta por pagar a Grain Hill Corporation S.A y Arrocería San Francisco S.A. por compras de arroz en granza y trigo, así como para capital de trabajo. Al finalizar agosto 2012 la cuenta más importante son los préstamos por pagar, que representan el 38% del total de pasivos, y se compone principalmente de obligaciones con entidades financieras como Banpro, Caruna, BAC, Bicsa, entre otros.

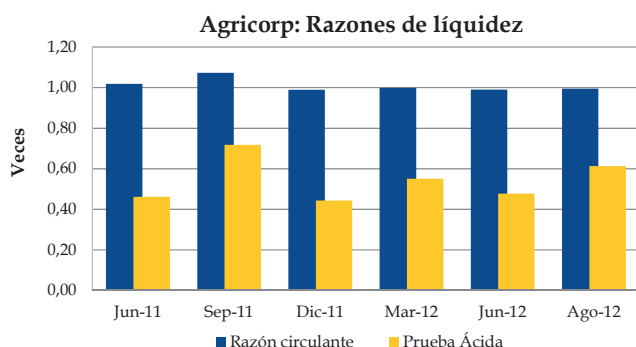
### Agricorp: Composición del pasivo



## 5. ANALISIS DE ESTABILIDAD

### 5.1 LIQUIDEZ

Al finalizar agosto 2012, Agricorp presenta una razón circulante igual a uno, manteniéndose estable para el último año. A pesar de no existir valores ideales en este indicador, se considera como óptimo que la razón circulante sea igual o mayor a uno, con el fin de proveer una protección y garantía razonable a los acreedores de corto plazo.

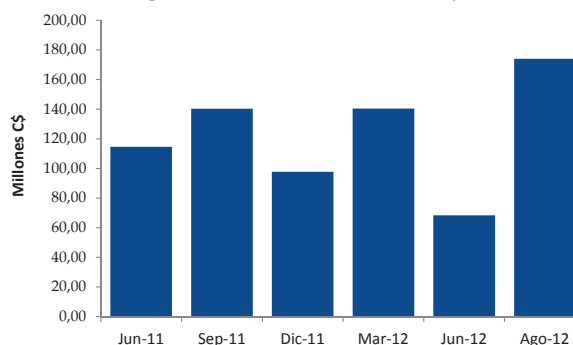


En lo referente al indicador de la prueba ácida, es decir excluyendo el inventario, a agosto 2012 se registra un valor de 0,61 veces, lo cual aun cuando se encuentra por debajo de la unidad, no debe considerarse directamente negativo, ya que es relativo a la estacionalidad de las materias primas del negocio.

A agosto 2012, el capital de trabajo de Agricorp se registra en C\$ 174,05 millones, presentando un crecimiento con respecto a los trimestres registrados del año 2012. Dicho crecimiento obedece principalmente a la estacionalidad de los compromisos adquiridos en la compra de materia prima, ya que existe una disminución en las obligaciones de corto plazo. Asimismo ha crecido con respecto a los trimestres del

2011, debido al mayor aumento de los activos corrientes. Un capital de trabajo positivo y creciente representa una mayor capacidad para cubrir las necesidades operativas de la entidad.

### Agricorp: Capital de trabajo



Por su parte, al finalizar agosto 2012, la mejora en los indicadores de liquidez refleja una mejor gestión a corto plazo, donde tanto el aumento de capital de trabajo como la disminución de inventarios impulsan el indicador de cobertura de capital de trabajo en forma positiva.

De manera paralela, el índice de proporción de capital de trabajo, proporción de los activos circulantes financiados a largo plazo, aumentó a agosto 2012, lo que representa un efecto favorable sobre la posición de la estructura financiera de Agricorp.

Agricorp: Indicadores de Liquidez						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Razón circulante	1,02	1,07	0,99	1,00	0,99	1,00
Prueba Ácida	0,46	0,72	0,44	0,55	0,48	0,61
Proporción del capital de trabajo	7,47%	12,69%	5,09%	7,68%	3,74%	10,20%
Cobertura del capital de trabajo	0,14	0,38	0,09	0,17	0,07	0,27

### 5.2 ENDEUDAMIENTO

El comportamiento de los indicadores de endeudamiento ha estado ligado al componente estacional de las cuentas del balance general de Agricorp. A agosto 2012, Agricorp registra pasivos con costo por la suma de C\$ 1.465,5 millones, cerca del 75% de su pasivo total, aumentando con respecto a junio 2012 (68% del pasivo total) y manteniéndose con el mismo porcentaje con respecto a junio 2011.

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 75% y 88% en el

último año. Específicamente a agosto 2012, 87% de los pasivos son obligaciones de corto plazo.

Asimismo, a agosto 2012, las razones endeudamiento y apalancamiento se muestran estables con respecto a junio 2011 y 2012.

Agricorp: Indicadores de Endeudamiento						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Índice de apalancamiento	4,26	3,50	5,02	4,58	4,49	4,24
Razón de Deuda	77%	71%	80%	78%	78%	76%
Endeudamiento	3,26	2,50	4,02	3,58	3,49	3,24

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 a agosto 2012 es de 2,06 veces, manteniéndose por encima de 2 veces para el año 2012. El valor de la cobertura de intereses a agosto 2012 señala que Agricorp hace frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa), obteniendo utilidades durante el periodo bajo análisis.

Por su parte, la tasa de interés promedio sobre las pasivos (TIP) aumentó muy levemente con respecto a junio 2012, sin embargo, se ha mantenido en alrededor del 6% para el último año, que a su vez se ve reflejado en la estabilidad del indicador de gasto financiero sobre el pasivo con costo.

Agricorp: Indicadores de Endeudamiento						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Cobertura de intereses	1,07	1,03	1,20	2,28	2,20	2,06
TIP	6,91%	8,10%	6,11%	6,31%	6,30%	6,84%
Gto Financiero / Pas con Costo	9,8%	11,9%	9,5%	10,0%	9,7%	10,0%

## 6. ANALISIS DE GESTION

### 6.1 ACTIVIDAD

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de Agricorp ha exhibido una tendencia relativamente estable, evidenciando una suave disminución en el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación. En particular, el indicador se redujo levemente de 2,30 veces (junio 2011) a 2,05 veces (junio 2012); sin embargo a lo largo del año se ha mantenido por encima de 2 veces, aumentando incluso en agosto 2012 a 2,22 veces.

A junio 2012, se observa un aumento interanual en los indicadores de actividad de largo plazo, esto debido al aumento en las ventas. Como resultado de esto, la rotación de activos a largo plazo (RALP) y de activo fijo (RAF) fue de 4,41 veces y 8,01 veces, respectivamente.

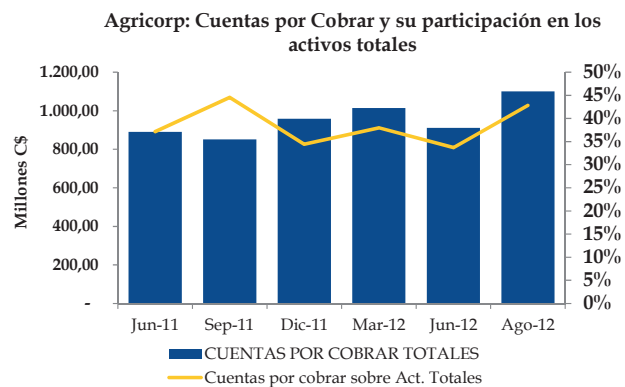
En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de Agricorp, los activos fijos representan el 21% de sus activos totales y el 51% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF no coincide con el RALP.

Por su parte, la rotación del activo total (RAT), como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se ha mantenido relativamente estable a lo largo del último año, mostrando incluso un aumento a agosto 2012, lo que significa una mejora en la eficiencia y uso de las inversiones totales.

Agricorp: Indicadores de Actividad						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Rotación del activo circulante	2,30	2,73	2,12	2,09	2,05	2,22
Rotación de Activo largo plazo	3,95	4,16	4,12	4,60	4,41	4,65
Rotacion Activos Fijos	6,92	7,14	6,76	8,26	8,01	8,38
Rotacion Activos Total	1,45	1,65	1,40	1,44	1,40	1,50

### 6.2 CUENTAS POR COBRAR

A agosto 2012 las cuentas por cobrar registradas en los activos de Agricorp suman C\$ 1.100,2 millones, incluyendo las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, de corto y largo plazo, de esta forma se registra un incremento del 23% y 21%, en relación a junio 2011 y junio 2012, respectivamente. Al cierre de agosto 2012, las cuentas por cobrar constituyen el 43% de los activos totales.



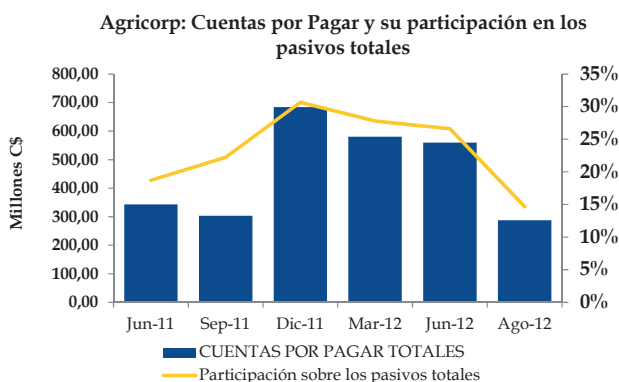
El índice de rotación de las cuentas por cobrar de Agricorp, como indicador de la capacidad de cada córdoba invertido en cuentas por cobrar para generar ingresos de operación, presentó una desmejora pasando de 5,71 veces en junio 2011 a 5,53 veces en junio 2012 y 5,10 veces en agosto 2012, originada básicamente en el crecimiento de las cuentas por cobrar.

En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de Agricorp, tras registrar valores alrededor de los 63 días al cierre junio 2011, muestra un indicador de 65 días a junio 2012 y 70 días a agosto 2012, lo que representa un aumento del número de días promedio que tarda la empresa en cobrar sus servicios al crédito.

Agricorp: Indicadores de Cuentas por cobrar						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Rotación de CxC	5,71	5,80	5,53	5,25	5,53	5,10
PMC	63,05	62,05	65,10	68,58	65,06	70,59

### 6.3 CUENTAS POR PAGAR

Las cuentas por pagar de la empresa registran C\$287,8 millones a agosto 2012, disminuyendo 49% en relación a junio 2012 y un 16% con respecto a junio 2011; dichos decrecimientos son explicados por la disminución en las cuentas por pagar a compañías afiliadas y a proveedores. A agosto 2012, las cuentas por pagar representan el 15% de los pasivos totales, disminuyendo en relación a junio 2012 y junio 2011, donde representaban el 27% y el 19%, respectivamente.

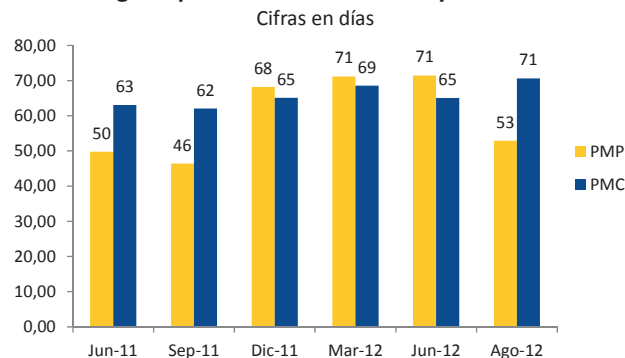


De la mano con el comportamiento de las cuentas por pagar, el período medio de pago (PMP) de Agricorp se contrajo a agosto 2012, estableciéndose en alrededor de 53 días.

Agricorp: Indicadores de Cuentas pagar						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
PMP	49,74	46,40	68,19	71,16	71,42	52,89

Dado lo anterior, a agosto 2012, la brecha entre el período medio de cobro (PMC) y el período medio de pago (PMP), se mostró negativa para la liquidez de la empresa, dicha brecha fue de 17 días. Para los tres trimestres anteriores la brecha ha sido positiva, presentando un período medio de pago mayor.

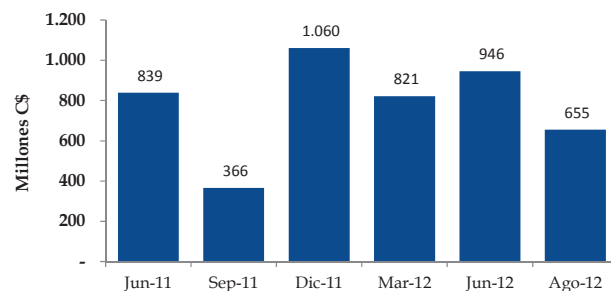
### Agricorp: Brechas entre el PMC y el PMP



### 6.4 INVENTARIOS

A junio 2012 el saldo neto de inventarios de Agricorp registra C\$945,99 millones con un crecimiento interanual de 13%. Cabe destacar que la variabilidad en el monto de los inventarios netos responde al giro del negocio de Agricorp. El 83% de los inventarios de Agricorp ha estado representado por materia prima.

#### Agricorp: Inventario neto



Por su parte, la rotación del inventario (RINV) ha exhibido una evolución variable en el último año, producto de la estacionalidad en los inventarios con picos en algunas épocas del año. De esta manera, este indicador señala que Agricorp dura en promedio, aproximadamente 93 días para vender su inventario, número que corresponde al período medio de inventario.

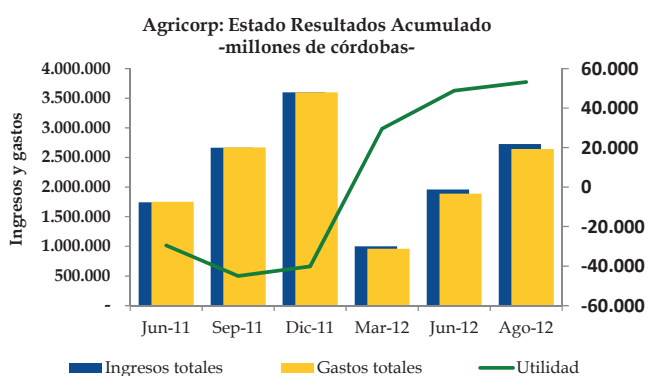
Agricorp: Indicadores de Inventarios						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Rotación de inventario	3,63	5,24	3,31	3,40	3,12	3,85
Período medio de inventario	99,04	68,76	108,80	105,93	115,27	93,39

## 7. ANALISIS DE RESULTADOS

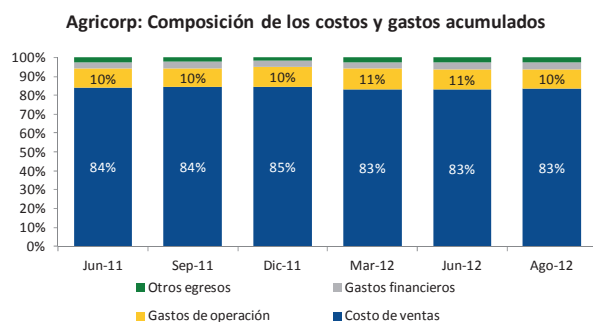
### 7.1 ESTADO DE RESULTADOS

Luego de que en todos los trimestres del año 2011, Agricornp presentara pérdidas, en lo que va del año 2012 se han registrado utilidades. A junio 2012, la empresa acumuló ganancias por C\$ 48,9 millones, mientras que para agosto 2012 la utilidad fue de C\$ 53,2 millones. El crecimiento interanual a junio 2012 se debió a un aumento del 12% en sus ingresos, específicamente por ventas.

A agosto 2012, los ingresos de Agricornp se encuentran concentrados en ventas de arroz procesado que representa el 63% de las ventas, seguidamente se encuentra la harina de trigo que representa el 12%, subproductos de arroz con un 6%, siendo los más representativos de entre 18 productos más, entre ellos la granza, azúcar, huevos, harina de maíz, frijoles, etc. Dicha estructura se mantiene estable históricamente.



Respecto a la composición del costo y el gasto, la empresa mantiene una estructura estable en el transcurso del año en estudio, donde el costo de ventas es la principal cuenta, cuya participación ha oscilado alrededor del 83%, seguido de los gastos de operación, con una participación que ronda el 10%.



A junio 2012, el indicador de rotación de gasto administrativo aumentó de forma interanual, debido al

mayor crecimiento de los activos de Agricornp, en comparación con el leve incremento de los gastos administrativos.

Por su parte, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos, aumentó interanualmente, llegando a 3,24 veces a junio 2012, lo cual indica que el incremento en el gasto administrativo se ve reflejado en mayores utilidades operacionales de la empresa.

Agricornp: Indicadores de Actividad						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Rotacion Gtos.						
Administrativos	27,69	24,56	25,60	29,80	29,64	28,29
Util. Operac. / Gtos Adm.	1,55	1,50	1,46	3,40	3,24	3,12

### 7.2 RENTABILIDAD

A junio y agosto 2012, se observa un aumento en los márgenes de utilidad de Agricornp. El margen bruto, el cual mide la rentabilidad sobre las operaciones de ventas, producción y costos, aumentó en el último año producto de un aumento en la utilidad bruta debido al crecimiento en los ingresos por ventas.

Asimismo, el margen operativo, el cual muestra el porcentaje de utilidad generada por las operaciones que conforman la actividad principal de Agricornp, presenta un aumento interanual. Por último, el margen neto también presenta un crecimiento, dado por la utilidad generada en el periodo.

Agricornp: Indicadores de Rentabilidad						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
Margen Bruto	14%	14%	15%	18%	18%	18%
Margen Operativo	4%	4%	4%	8%	8%	7%
Margen Neto	-2%	-2%	-1%	3%	3%	2%

Con respecto a la concentración de las ventas, al finalizar agosto 2012, el cliente más importante representa cerca del 7,21%, lo cual indica que las ventas de Agricornp están muy atomizadas. Esto representa un importante efecto mitigador del riesgo de dependencia de clientes.

Los indicadores de rentabilidad, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la empresa, muestran mejoría tanto a junio 2012 como a agosto 2012, en comparación con junio 2011.

Específicamente el rendimiento de operación sobre activos (ROA) creció interanualmente de 5,59% a 10,94% entre junio 2011 y 2012, lo cual es reflejo de la mejora en el margen de intermediación que ha presentado la utilidad operativa.

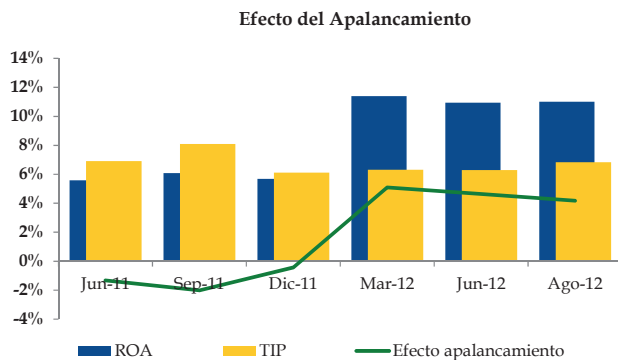
Esta mejora en el margen incide en el rendimiento sobre la inversión (RSI) que pasa de presentar niveles negativos a un

rendimiento sobre inversión de 3,6%, gracias a la utilidad neta presentada en el trimestre a junio 2012. Caso similar ocurre con el rendimiento sobre el patrimonio (RSP), que registra un indicador de -10,3% a junio 2011 y a junio 2012 registra un 16,9%.

Agricorp: Indicadores de Rentabilidad						
	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12	Jun-12	Ago-12
ROA	5,59%	6,09%	5,68%	11,40%	10,94%	11,02%
RSI	-2,5%	-2,8%	-1,6%	4,3%	3,6%	3,0%
RSP	-10,3%	-10,6%	-7,1%	20,8%	16,9%	13,8%

Más detalladamente, debe destacarse que el ROA, como indicador de la capacidad básica de generación de utilidades por parte de Agricorp, se ha colocado por encima del costo total de la deuda de la empresa, medido por la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP) durante el año 2012.

El resultado anterior representa una posición favorable, pues indica que el efecto de apalancamiento es positivo, lo que indica que al aumentar el endeudamiento, la rentabilidad sobre el patrimonio se incrementará.



Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en setiembre 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."