

20 de diciembre, 2013  
Ref: SCR- 400892013

Señor  
Víctor Urcuyo  
Superintendente  
Superintendencia de Bancos y Otros  
Instituciones Financieras  
Managua, Nicaragua

## COMUNICADO DE HECHOS RELEVANTES

Por medio de la presente procedo a informar que el 20 de diciembre, 2013 en Sesión Extraordinaria N° 4152013 se procedió a ratificar las calificaciones otorgadas en la Sesión Ordinaria N° 4142013 celebrada el 12 de diciembre del 2013, con información auditada al 31 de diciembre 2012 y adicional a setiembre 2013, para el emisor Corporación Agricorp S.A. Adjunto se envían los fundamentos de la calificación. En Ref: SCR-INF-40242013.

Nombre del emisor o sociedad administradora	Nombre de la emisión o del fondo de inversión según RNVI	Moneda	Escala de Calificación Actual *		Fecha de la información financiera en que se basó la calificación	Fecha del Consejo de Calificación
Corporación Agricorp S.A	Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola S.A, Largo Plazo	USD	scr A+ (nic)		30/09/2013	20/12/2013
Corporación Agricorp S.A	Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola S.A, Corto Plazo	USD	SCR 3 (nic)		30/09/2013	20/12/2013
Corporación Agricorp S.A	Emisión de acciones preferentes de la Corporación Agrícola S.A	USD	Nivel 3	Estable	30/09/2013	20/12/2013
Corporación Agricorp S.A	Corporación Agrícola S.A, Largo Plazo	USD	scr A+ (nic)	Estable	30/09/2013	20/12/2013
Corporación Agricorp S.A	Corporación Agrícola S.A, Corto Plazo	USD	SCR 3 (nic)	Estable	30/09/2013	20/12/2013

\*la calificación no varió respecto a la anterior

\*\*Considerando información auditada a diciembre 2012

La calificación scr A se otorga a aquella "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"

### OFICINAS REGIONALES

Página 1 de 2

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

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 asignaciones 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.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades No Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en febrero del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor desde 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. Además considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la sociedad calificadora 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. Se recomienda analizar el prospecto, la información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes."

Atentamente,



Ing. Gary Barquero Arce, M.A.E.  
Representante Legal  
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

C.C.: Licda. Bertha Martínez, Intendente de Valores  
Lic. Gerardo Argüello, Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua  
Sr. Emiliano Maranhao, Vicepresidente, INVERCASA  
Archivo

La veracidad y la oportunidad de este Comunicado de Hecho Relevante es responsabilidad de Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y no a SIBOIF

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

Sesión Ordinaria: N° 4142013

Sesión Extraordinaria de ratificación: N° 4152013

Información financiera: auditada a diciembre 2012, no auditada septiembre de 2013.

**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)

### CALIFICACION DE RIESGO

Emisión	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 3(nic)	scr A+(nic)	Estable

La calificación no varió respecto a la anterior

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 Corporación Agrícola S.A.	Papel Comercial Corporación Agrícola S.A.	SCR 3(nic)		SCR 3(nic)	
	Bonos Corporación Agrícola S.A.		scr A+(nic)		scr A+(nic)

La calificación no varió respecto a la anterior

**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.

*"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)

### FUNDAMENTOS

- La calificación otorgada a Corporación Agrícola S.A. (Agricorp) se fundamenta principalmente en su liderazgo en el mercado de alimentos básicos, respaldado por alianzas estratégicas con empresas productoras y distribuidoras, además de las sinergias alcanzadas en la importación de materias primas. La empresa cuenta también con una amplia red de distribución propia, además de una estructura de clientes y distribuidores que le permiten posicionarse en Nicaragua como un líder en su segmento de mercado.
- El apoyo que se deriva de su principal socio Grain Hill Corporation, S.A. en momentos donde la compañía podría necesitar fortalecer su capital y posición de liquidez, aunado a la presencia regional e internacional que le proporciona el pertenecer a un sólido Grupo.
- Agricorp mantiene una concentración importante de sus ventas en un solo producto (arroz). Sin embargo, se destacan los esfuerzos realizados por la compañía en la diversificación de su portafolio de productos y marcas, tanto propios como en la representación de líneas varias.
- Los esfuerzos por diversificar sus opciones de fondeo, ampliándose al mercado de capitales local que le ha permitido al mismo tiempo fortalecer su patrimonio. Además, a partir de recientes operaciones de reestructuración de su deuda financiera, ésta presenta un perfil de vencimiento a mayor plazo.
- Posicionamiento regional a través de sus aliados estratégicos en la región centroamericana, con una amplia infraestructura de puntos de venta y centros de procesamiento y almacenamiento.

## RETOS

- La tendencia decreciente de los márgenes de rentabilidad, fuertemente dependientes de una línea de productos (arroz), si bien la empresa está activamente tratando de consolidar un mayor portafolio de productos y marcas distribuidas para reducir su vulnerabilidad a las tendencias de consumo de los clientes, riesgos en las cadenas de suministros y condiciones climáticas.
- Los niveles de apalancamiento crecientes en un contexto donde la moderada expansión en los volúmenes de ventas y la rígida estructura de gastos podrían seguir ejerciendo presión sobre las necesidades de financiamiento. Los programados aportes provenientes de los socios de Grain Hill Co. ayudarán a revertir tal tendencia.
- Los niveles de eficiencia en el proceso productivo que presentan amplios espacios de mejora para alinearlos al volumen de operación. Generar avances en el control del gasto operativo y financiero será fundamental para fortalecer los márgenes rentabilidad de la compañía.
- La empresa enfrenta el desafío de recuperar la rentabilidad mediante mayores eficiencias en sus procesos, consolidación de su portafolio de marcas y el enfoque en sus activos más rentables.

## HECHOS RELEVANTES

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, (acápito 5.1.1, última línea de la página 22 del prospecto informativo), aclarándose que en circunstancias de una potencial quiebra, aquellas 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.

Modificación a la escritura de Constitución social, el 1 de marzo del 2013 inscribió en el registro de la propiedad inmueble y mercantil del departamento de Chinandega la última reforma de su pacto social. Las reformas se derivan

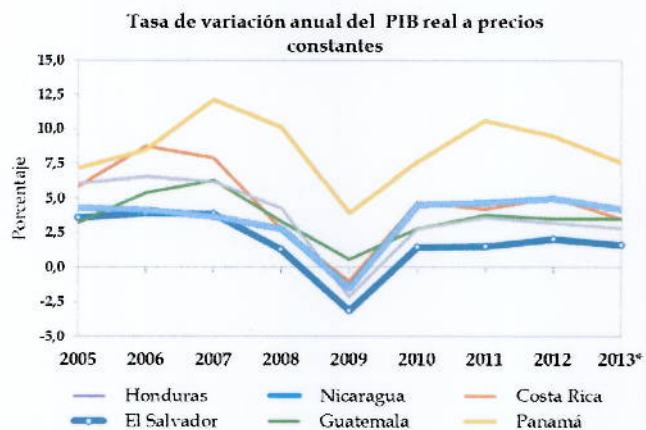
de la estrategia de fortalecimiento de capital de Agricorp orientadas a la reducción de deudas a corto plazo, el aumento de liquidez y consecuentemente, la mejora en la rentabilidad de la empresa. Como parte de las reformas, la sociedad autorizó el aumento de Capital Social a C\$956,176,000.00 y la emisión de Acciones Preferentes No Acumulativas y la capitalización parcial de las Utilidades acumulativas y del Superávit por Revaluación de Activos.

El día 20 de abril de 2013 el ingeniero Amílcar Ybarra-Rojas Brodgen asumió el cargo de Gerente General de Agricorp en sustitución de Lic. Roger Zamora Hinojos, quien dejó sus funciones en la empresa.

El día 7 de Noviembre de 2013, Corporación Agrícola S.A informa que, los socios Grain Hill Corporation, S.A. han aportado U\$5MM en capital de esta empresa los cuales fueron utilizados para reducir cuentas relacionadas con Agricorp quien a su vez redujo sus pasivos y fortaleció su liquidez.

## ENTORNO ECONÓMICO

Nicaragua al igual que sus pares de la región, continúa experimentando un periodo de recuperación después del lento crecimiento a nivel mundial producto de la crisis financiera global. El reciente desempeño económico del país ha sido favorable con un crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) promediando 5,3% para el bienio 2011/2012. Además, durante el año 2013, el crecimiento se mantiene por encima del 4%.



Fuente: CEPAL

El desafío que enfrenta Nicaragua es el difícil contexto internacional, caracterizado por el alto nivel de incertidumbre en la recuperación de las economías desarrolladas (Zona Euro y la economía norteamericana), la capacidad de respuesta ante el impacto que podría tener

Página 2 de 12

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

esta condición en los niveles de exportaciones, el flujo de remesas familiares y la inversión privada, así como los choques externos de cara a las nuevas exigencias del mercado.

Dentro de los factores positivos se destacan las alianzas estratégicas entre el gobierno y el sector privado, lo que ha llevado a implementar reformas fiscales que logran atraer la atención de los inversionistas.

Al finalizar junio de 2013, el crecimiento del PIB fue del 5,2% de acuerdo a las estimaciones del Banco Central de Nicaragua (BCN). La ampliación de la apertura comercial (modelo de alianzas), fue uno de los factores claves para lograr crear un mayor dinamismo del sector productivo, ayudando también a la mejora en el volumen de Inversión Extranjera Directa (IED). Otro factor importante fue el crecimiento de las remesas familiares las cuales ascendieron a US\$521,6 millones al cierre del primer semestre de 2013, significando un crecimiento del 5,2% respecto al mismo periodo del año 2012.

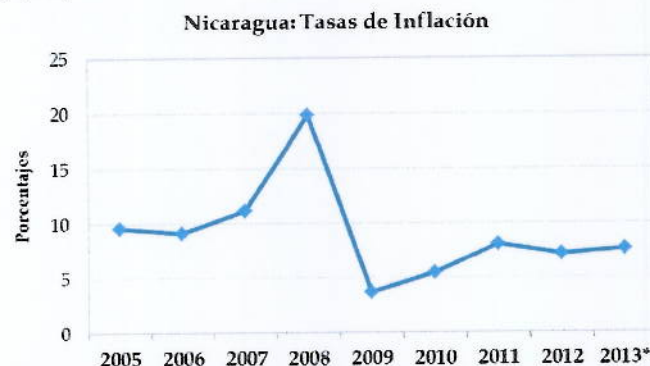
Según el BCN, el IMAE promedio a junio de 2013 muestra una variación anual promedio de 5,3%. En tal contexto, las actividades con un crecimiento interanual mayor a un dígito fueron construcción (14,8%), agricultura (8,4%), silvicultura, pesca y minería (11,5%). En tanto que hoteles y restaurantes (2,7%), transporte y comunicaciones (3,1%), y comercio (1,3%) son consideradas las de menor crecimiento.

El sector construcción mostró un crecimiento mayor que los demás sectores; producto de las inversiones en obras de construcción, ejecuciones de proyectos institucionales; así como la construcción en el sector de vivienda basado en inversión privada.

Dentro del sector agrícola, el principal aporte lo generó el cultivo del café, caña de azúcar y otros grupos de cultivos tales como la producción de tabaco, ajonjolí y plátano. Si bien, el cultivo del café creció en un 13% favorecido por las condiciones climáticas, se vio afectado por el surgimiento de un brote de roya y antracnosis en el tercer trimestre de 2012. Lo anterior limitó el alcance para los resultados esperados en el año 2013.

La inflación a junio de 2013 se ubicó en 8,3% superando en 1,8 puntos porcentuales al interanual del mismo periodo. Al cierre de diciembre de 2012 este indicador fue 6,6%. Los niveles de inflación más altos los reportan el sector de alimentos y bebidas no alcohólicas (11,6%) y restaurantes y hoteles (8,2%), que combinados explican más de la mitad del alza descrita. Por su parte, el incremento fue sensible

también en educación (8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (7,3%).



Fuente: Banco Central Nicaragüense.

En términos de generación de empleo formal, los afiliados al sistema de seguridad social se incrementaron en cerca del 8,0% al cierre del periodo enero-julio de 2013, originado en actividades como el comercio, agricultura, construcción y transporte. Cabe destacar que los salarios al sector real crecieron modestamente en 0,4% en promedio.

Al finalizar junio de 2013, el saldo de la deuda pública alcanzó un monto de US\$5.409,1 millones de dólares declinando en un 0,1% con respecto al cierre de diciembre 2012. Esta variación es explicada por la contracción de la deuda interna (US\$34,9 millones).

Los ingresos totales del gobierno crecieron cerca del 13% interanualmente, representando un 27% del PIB. Los cuales se vieron favorecidos por las mejoras en algunos sectores productivos de la industria de Nicaragua y el incremento observado de los ingresos tributarios del Gobierno Central, que representaron 68,9% del total de los ingresos del SPNF con una tasa de crecimiento interanual 11,9% a junio 2013. Es positivo mencionar que Nicaragua registró un superávit cercano al 0,8% a junio 2013, mientras el Ministerio Hacienda estima que al cierre del año el déficit fiscal será del 0,8%, que en todo caso refleja un manejo responsable de las finanzas públicas.

La balanza comercial cerró con un déficit de US\$1.269,1 millones a junio 2013, menor en un 0,3% en igual periodo del año pasado. Este resultado obedeció al deterioro de los precios de los principales productos de exportación y al menor dinamismo en las importaciones. Las exportaciones (FOB) retrocedieron 9,1% interanualmente, con un monto de US\$1.267 millones, mientras que las importaciones (CIF) totalizaron US\$2.723,1 millones, registrando un cambio negativo del 5,8% en términos anuales.

## OFICINAS REGIONALES

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

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

Nicaragua registró un crecimiento interanual del 7,6% en el sector financiero, en su mayoría debido a las actividades propias del sector. En tal contexto, la cartera bruta del Sistema Financiero Nacional (SFN) alcanzó un valor de C\$73.564,76 millones al finalizar junio 2013 mostrando una expansión interanual del 24,2%.

A junio de 2013, la cartera bruta por actividad económica concentra una participación de 35,2% en el sector comercio, seguido de créditos personales con 16,1%, industria con 15,4% y el sector agrícola con una participación 10%.

En lo que concierne a la cartera por categoría de riesgo, el 92,7% está clasificada en categoría "A", el 4,5% se clasifica en la categoría "B" y 1,3% para la categoría "C".

Al cierre de junio de 2013, la situación de la cartera neta estaba distribuida en 96,7% en créditos vigentes obteniendo mayor participación que hace un año (95,2%), los créditos reestructurados concentraron un 1,6%, mientras que los prorrogados fueron del 0,2%, debido a su mayor actividad en la recuperación de cartera. Así el índice de mora disminuyó en 0,52 puntos, siendo del 1,46% al finalizar el primer semestre de 2013.

La adecuación de capital finalizó en 12,9% en junio de 2013, menor al indicador registrado a hace un año (14,4%), no obstante, se mantiene superior a la exigida por el ente regulador.

El crecimiento en los activos del 9% fue importante dentro del sistema bancario para la generación de utilidades, la rentabilidad sobre el patrimonio es del 21,3% a junio 2013. Mientras que el rendimiento sobre la inversión alcanzó el 2,19%, en su mayoría debido a operaciones de intermediación recurrentes de la industria.

## RESEÑA HISTÓRICA Y PERFIL DE LA ENTIDAD

Corporación agrícola S.A. inicia operaciones en el 1º de mayo del año 2000 como resultado de la fusión entre las empresa comercializadoras de arroz; Comercial centroamericana S.A (COMERSA) e Industrias nacionales agrícola (INA).

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

En el 2003, Agricorp inicia la construcción del primer molino computarizado en el país (el mejor de

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

En 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 producción de sal seca, a través de la empresa Nicasal.

En la actualidad Agricorp se consolida como líder en la producción y distribución de alimentos de consumo básico y de consumo masivo a nivel regional en los países de Nicaragua, El Salvador y Costa Rica con más de 40,000 puntos de venta en la región centroamericana y 14 centros industriales de procesamiento. Una de sus principales fortalezas es la expansión en el área de Nicaragua con más de 13,000 puntos de ventas. Con una concentración en el segmento de mayoreo de casi el 60% y al detalle del 12%, y un nivel de exportaciones del 6%.

Dentro de sus principales retos en su plan operativo 2013 se expresan la importancia en la disminución en el nivel de endeudamiento, aumentar la liquidez e incrementar la rentabilidad.

## ESTRUCTURA FINANCIERA

En los doce meses terminados en septiembre 2013, Agricorp reportó activos por C\$3,073.92 millones, superiores en 5,9% a los presentados durante el mismo periodo del año 2012, principalmente como resultado de la mayor tenencia en activos corrientes, así como en mayores saldos en activo fijo e intangibles. A pesar de cierta desinversión en los intereses comerciales en la República de El Salvador, la corporación continúa siendo uno de los principales participantes en la distribución y procesamiento de alimentos básicos en la región. Asimismo, se favorece de una línea de productos cada vez más diversificada, con una destacada posición de mercado y una amplia base de proveedores que le permiten posicionarse de forma importante dentro del mercado agrícola.

Dada su naturaleza operativa, los inventarios continúan siendo la cuenta de mayor importancia dentro del activo a septiembre de 2013 con el 27%, mientras que las cuentas por cobrar concentran el 41% del balance, de las cuales

Página 4 de 12

### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

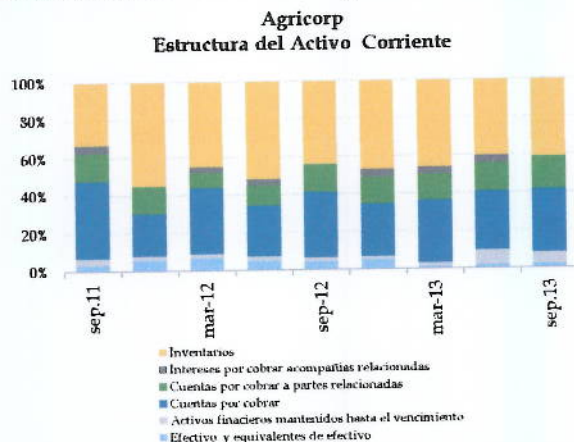
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

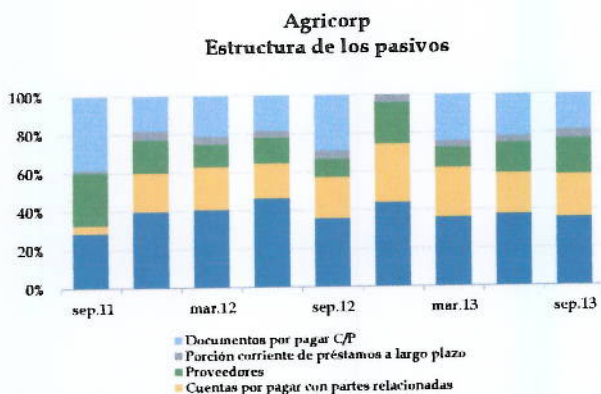
[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

aquellas vinculadas con partes relacionadas representan aproximadamente la tercera parte de las mismas.



El activo no corriente mantiene una participación del 31% a septiembre de 2013. Si bien, Agricorp ha realizado algunas inversiones en la mejora de sus procesos, estos se mantuvieron sin mostrar cambios importantes con respecto a periodos anteriores. En vista de su volumen operativo, la corporación muestra una concentración del 25% del tamaño de activos totales en maquinaria y equipo rodante, cifra similar al periodo anterior.

Los pasivos por su parte crecieron en el orden del 8.2% equivalente a C\$191.4 millones al cierre de septiembre de 2013, expansión que resulta menor respecto a la reportada el año anterior, cuando se expandieron a razón del 70.4% (producto del incremento en préstamos y cuentas por pagar con partes relacionadas). De acuerdo a su composición, las cuentas con mayor participación dentro de los pasivos totales son los préstamos por pagar (42%), seguido de cuentas por pagar a partes relacionadas (21%).



Por su parte, el patrimonio contrajo su participación al retroceder al 18% de la estructura financiera a septiembre de 2013 desde un 20% en igual periodo del año 2012, lo anterior refleja en cierta medida las pérdidas acumuladas

en tal horizonte de tiempo. No obstante, con el propósito de robustecer su capital y fortalecer su posición de liquidez, Agricorp gestiona en el mercado bursátil una emisión de acciones preferentes no acumulativas catalogada como la primera emisión de acciones preferentes en la región, 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 de los pagos de dividendos a los tenedores de acciones preferentes y comunes.

#### Características de los dividendos

- 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 periodo.
- 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 anualmente mediante cuatro pagos, de manera trimestral y consecutiva por trimestre vencido.
- Los dividendos de las acciones preferentes no serán acumulativos, es decir, los dividendos que el emisor no haya declarado en cualquier año no se acumularán para pagarse en periodos siguientes.

### OFICINAS REGIONALES

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

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

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

## ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

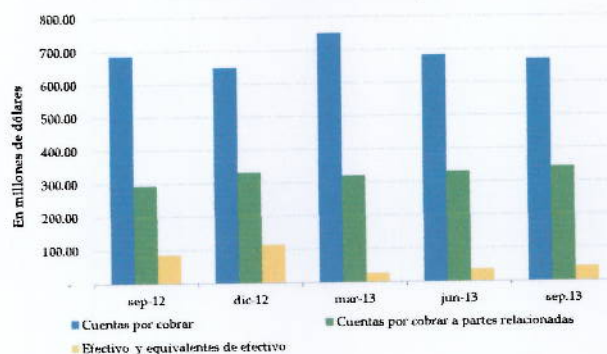
### 1. LIQUIDEZ

La posición de liquidez de Agricorp se apoya en la naturaleza rotativa de las líneas de productos distribuidos que favorece el flujo operativo, la tenencia de activos líquidos e inversiones financieras, así como el acceso al mercado de dinero y de valores nicaragüense. A septiembre 2013, la compañía presentó caja y valores líquidos por C\$166.7 millones, que en todo caso no alcanza a cubrir la deuda de corto plazo.

En vista de lo anterior, la compañía reportó una razón circulante cercana a 1.0 veces a septiembre de 2013, manteniéndose sin cambios importantes respecto a periodos anteriores (septiembre 2012: 0.97 veces). Es importante mencionar el periodo de reajuste que atraviesa

la operación de la compañía, en vista de la implementación de un nuevo sistema en los procesos que en cierta medida afectó el desempeño de los inventarios.

Agricorp  
Evolución de los activos líquidos



Al finalizar septiembre de 2013, la prueba ácida mostró un indicador 0.60 veces, mejorando con respecto al observado en igual periodo hace un año (0.54 veces). Es importante tomar en cuenta que en industrias de igual giro comercial, tal indicador resulta normal debido a la particularidad de la estacionalidad en los inventarios. Además, se destaca la ampliación del período de recuperación de las cuentas por cobrar comerciales que ha aumentado a 60 días desde 51 al mes de septiembre de 2012. Cuando se adicionan las cuentas por cobrar a partes relacionadas el ratio se incrementa hasta 88 días al mes de septiembre de 2013 (76 días un año antes). Lo anterior obedece a estrategias comerciales que determinaron otorgar a ciertos clientes importantes, un periodo más extenso de crédito (hasta 41 días de plazo).

Cabe señalar que a partir de nuevos aportes de capital efectuados por los principales socios en Grain Hill durante la segunda parte del año 2013, se esperan avances en las relaciones de liquidez y de capital de trabajo en Agricorp, al tiempo que se prevé aligere la carga de gastos financieros.

Si bien, la empresa ha logrado un comportamiento creciente en el capital de trabajo a través de la mayor tenencia de activos financieros y cuentas por cobrar con partes relacionadas, el capital de trabajo neto se contrajo a aproximadamente la mitad como resultado del mayor endeudamiento a corto plazo. Lo anterior ha resultado en que el indicador de capital de trabajo que muestra la relación del capital de trabajo al activo circulante declinara hasta 5.4% desde 11.9% en septiembre de 2012. Como respuesta, la empresa se encuentra en proceso de vender algunos activos ubicados fuera del país, todo con el

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

propósito aligerar la carga operativa y rentabilizar la operación con sus activos estratégicos.

Agricorp mantiene un riesgo de tipo cambiario que proviene de la adquisición de las materias primas debido a que su principal proveedor está domiciliado en Estados Unidos de América. Asimismo, por el lado de los

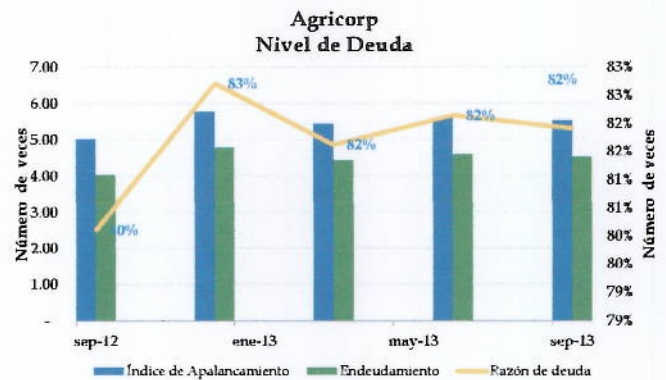
la corporación mantiene contratados pasivos financieros en moneda extranjera. Sin embargo, ejerce un control de los desembolsos y las transacciones con el propósito de mitigar en cierta medida el riesgo cambiario.

AGRICORP: Indicadores de Liquidez					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Razón circulante	0.97	0.98	0.96	0.95	0.98
Prueba ácida	0.54	0.52	0.52	0.59	0.60
Proporción del capital de trabajo	11.9%	2.8%	4.8%	2.1%	5.4%
Cobertura del capital de trabajo	0.27	0.06	0.10	0.06	0.14

## 2. ENDEUDAMIENTO

La corporación reporta pasivos con costo por un monto de C\$1,485.7 millones, lo cual constituye un crecimiento del orden del 3.4%, siendo menor al cambio relativo interanual mostrado a septiembre de 2012 (+48%). Al finalizar septiembre de 2013, los pasivos con costo representan cerca del 48% del total de la estructura financiera. Lo anterior es explicado por el nivel de endeudamiento de Agricorp, concentrados el abastecimiento de los inventarios y en menor medida en préstamos para la mejora de los procesos. Es importante destacar que durante la segunda parte del año 2013, se efectuaron cambios en las condiciones de algunos pasivos con lo que se alargó la maduración del perfil del endeudamiento, permitiendo mayor flexibilidad en los pagos y mejorando así los niveles de liquidez.

En razón de lo anterior, la participación del financiamiento de terceros (pasivos) en relación al patrimonio reporta un ratio de 4.5 veces a septiembre de 2013, superior a la relación exhibida un año antes (4.0 veces). Por su parte, el índice de apalancamiento (activo / patrimonio) de igual forma reporta una tendencia creciente hasta 5.5 veces versus 5.0 veces a septiembre de 2012. Si bien, el comportamiento de la deuda registra un crecimiento en los últimos periodos, parte de ella está representado por deuda con compañías relacionadas, lo que favorece los términos de pago de la misma. Además, a partir de los aportes programados de los socios de la compañía, se espera que los niveles de apalancamiento retrocedan de forma importante.



Al finalizar septiembre de 2013, la cobertura sobre intereses de Agricorp fue de 1.4 veces, menor a la reportada en igual periodo hace un año (1.8 veces). Lo anterior muestra el crecimiento más que proporcional de los gastos financieros en relación al aumento de la utilidad operativa. Por su parte, la tasa de interés promedio sobre los pasivos ha reflejado una tendencia creciente hasta 7.0% a septiembre 2013 desde 6.3% promediado un año antes.

AGRICORP: Indicadores de Endeudamiento					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Cobertura de intereses	1.78	1.55	1.54	1.31	1.44
TIP	6.3%	5.6%	7.0%	6.9%	7.0%
Gastos Financieros / Pasivo con costo	10.1%	11.9%	13.9%	13.6%	14.0%
Índice de Apalancamiento	5.03	5.78	5.44	5.60	5.53
Razón de deuda	80%	83%	82%	82%	82%
Endeudamiento	4.03	4.78	4.44	4.60	4.53

## ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 1. ACTIVIDAD

Factores relacionados a aspectos climáticos, la volatilidad de las materias primas y el incremento de los precios del petróleo, han afectado la operación de Agricorp en los últimos años. De esta forma, como medida estratégica la corporación ha buscado ampliar sus líneas de comercialización y diversificación de productos incorporando nuevas tecnologías para consolidarse como una empresa de multi-segmentos tanto en el ámbito local como regional. Para ello, ha ampliado su oferta a través del desarrollo de nuevos productos y la adquisición de los derechos de distribución de marcas reconocidas, logrando acceder a nuevos grupos de consumidores y alejarse de la imagen de una empresa enfocada exclusivamente en el segmento del arroz.

Al finalizar septiembre de 2013, la rotación de inventarios fue de 3.5 veces, tal indicador fue similar al del periodo anterior. Agricorp ha implementado nuevas técnicas en sus procesos que le permiten un mejor manejo de sus

## OFICINAS REGIONALES

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

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

operaciones en inventarios. A la vez busca la optimización de los recursos a través de la mejora en sus estrategias de almacenaje (silos y bolsas).

La implementación de una nueva estrategia de negocio redujo inicialmente el volumen de las ventas, toda vez que ciertos productos claves (como la harina) no mostraron el mismo desempeño, lo que en nuestra opinión limitó el crecimiento de las ventas al finalizar septiembre de 2013. Esto explica el resultado relativo de la rotación del activo circulante (RAC) de 1.8 veces, siendo menor con respecto a igual periodo del 2012 (2.0 veces). También, es importante mencionar la estacionalidad de los inventarios, donde el corte de las cosechas en arroz se presenta 2 veces al año. En tal sentido, en la medida que los cambios tecnológicos y procesos evolucionen; se visualiza que Agricornp podrá satisfacer la demanda durante las estaciones secas, permitiendo estabilizar los ingresos totales.

Agricornp ha diversificado sus líneas de productos, estructurando una plataforma de suministros derivados del arroz, trigo y otros subproductos. Con todo, el mayor porcentaje de ingreso continúa derivándose del arroz con casi más del 64%, contrario a la Harina que mostró una disminución, producto de la implementación de los nuevos procesos (Sistema SAP). No obstante, la corporación se favorece de su presencia regional con un portafolio de 286 mayoristas y 143 supermercados y más de 13,000 puntos de ventas a lo largo del territorio nicaragüense, lo que es aprovechado debido a la importancia del producto en la dieta alimenticia a escala nacional e internacional.

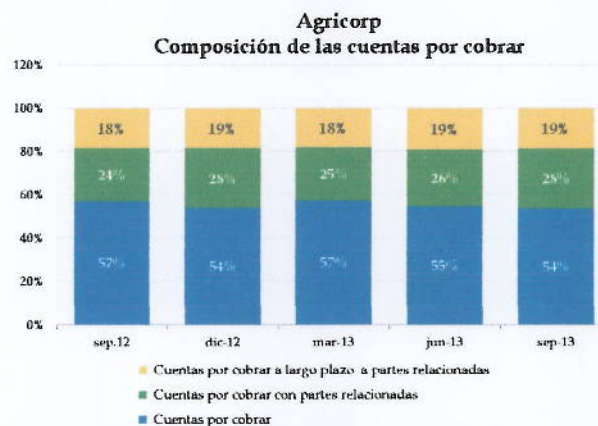
Por su parte, los indicadores de rotación de activos a largo plazo (RALF) y rotación del activo fijo (RAF), se posicionaron 4.5 y 7.8 veces respectivamente manteniéndose similar con periodos anteriores.

AGRICORP : Indicadores de Actividad					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Rotación de inventarios	3.40	3.03	2.80	3.16	3.46
Período medio de inventarios	106.03	118.64	128.76	113.87	104.18
Rotación de gastos administrativos	27.09	26.21	32.37	32.34	28.65
Utilidad de operación / Gastos admir	2.43	2.01	2.86	2.41	2.37

## 2. CUENTAS POR COBRAR

A pesar de los esfuerzos por mejorar la recuperación de las cuentas por cobrar a corto plazo, el índice de la rotación de las cuentas por cobrar comerciales fue de 6.0 veces, lo que muestra un retroceso del indicador que mide la capacidad de hacer líquidas sus operaciones, si se observa que a septiembre de 2012 se ubicó en 7.0 veces. Si bien, las cuentas por cobrar comerciales han disminuido, el mayor

cambio se observa en el incremento de las cuentas por cobrar con partes relacionadas, las cuales crecieron C\$61.6 millones en relación a septiembre de 2012.



En línea con lo anterior, Agricornp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un periodo promedio no menor a 60 días, lo que implica un crecimiento de 9 días respecto al promedio a septiembre de 2012. En vista de lo anterior, la corporación ha modificado el periodo de cobranza en sus políticas de créditos, por lo que prevemos que el periodo de cobro promedio comience a disminuir al cierre del año 2013. El riesgo de concentración por cliente está relativamente atomizado, siendo que entre abril y septiembre de 2013 los 20 mayores clientes representaron el 13% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran un 3%, lo anterior minimiza el riesgo de impacto por concentración.

AGRICORP : Indicadores de cuentas por cobrar					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Rotación de las cuentas por cobrar y partes relacionadas	4.7	4.7	3.6	3.7	4.1
PMC con partes relacionadas	76.1	76.5	98.8	97.5	87.8
Rotación de las cuentas por cobrar Comerciales	7.0	7.2	5.9	5.6	6.0
Ventas/cuentas por cobrar comerciales	51.3	49.9	60.6	64.8	60.4

## 3. CUENTAS POR PAGAR

Como medio de financiamiento, Agricornp mantiene líneas de créditos con empresas nacionales e internacionales. De esta manera, logra fortalecer su capital de trabajo y mantener activos líquidos para sus operaciones diarias. A septiembre 2013, las obligaciones con terceros a corto plazo alcanzaron una participación del 86% del pasivo total.

Al cierre de septiembre 2013, las cuentas por pagar a partes relacionadas han presentado una tendencia creciente, con un cambio interanual cercano al 17%, con lo que pasaron a representar el 21% de los pasivos totales. El

### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

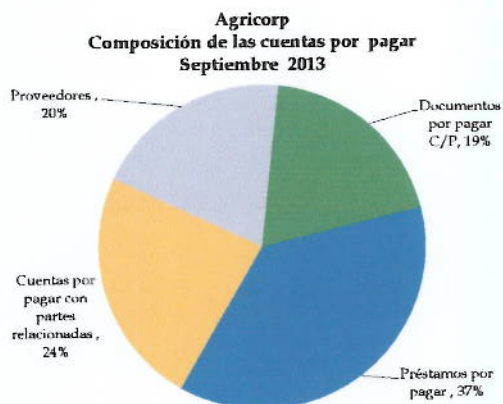
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

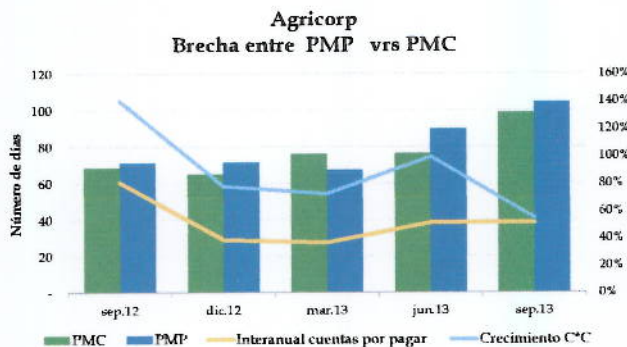
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

saldo corresponde principalmente a la compra de arroz en granza, trigo y fortalecimiento de capital de trabajo.

Las cuentas que revisten mayor importancia son los préstamos por pagar con un incremento interanual del 21% llegando a representar el 42% de los pasivos totales. El saldo de C\$1,047.2 millones refleja las líneas de créditos revolventes y préstamos a bancos que son garantizados con prenda agraria sobre arroz en granza, hipoteca y prenda industrial. La cuenta de proveedores a septiembre de 2013 representó el 17% de los pasivos corrientes, con una variación interanual del 125%.



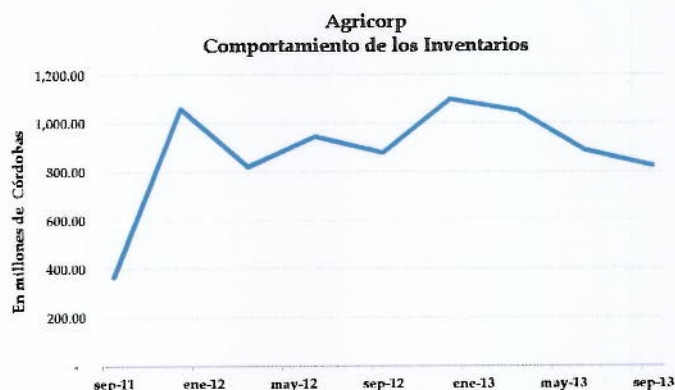
En línea con lo anterior, la rotación de las cuentas por pagar, que incluye el saldo con proveedores y cuentas por pagar a partes relacionadas de corto plazo, reportó un total 96 días alargando el plazo si se compara a los 67 días promediados al finalizar el tercer trimestre del año 2012.



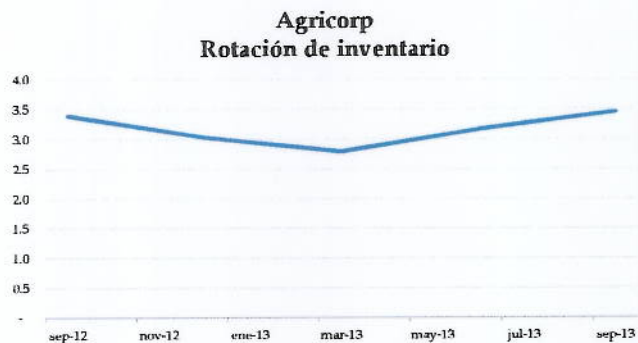
#### 4. INVENTARIOS

La implementación de nuevas estrategias, aunado a la adaptación de los nuevos cambios originó una contracción en el volumen de los inventarios, los cuales declinaron en el orden del 6.2% en los últimos doce meses a septiembre de 2013. De esta forma, los inventarios redujeron su

participación a 27% desde un 30% en septiembre de 2012 dentro de la estructura de balance, permitiendo así reducir gastos de almacenamiento y transporte.



Los inventarios de Agricorp mantienen una rotación de 3.5 veces por año a septiembre 2013, tiempo promedio de la empresa en convertir en dinero líquido o cuentas por cobrar sus inventarios. Este resultado muestra un nivel similar al compararlo con septiembre 2012 (3.4 veces).



## ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 1. ESTADO DE RESULTADOS

Con cifras a septiembre de 2013, los ingresos por ventas netas de Agricorp crecieron en 2.7% equivalente a C\$81.3 millones con respecto a septiembre de 2012. El incremento antes mencionado no mostró el dinamismo del periodo anterior, cuando los ingresos reportaron una expansión del 14.3%. No obstante, Agricorp sigue siendo líder en el procesamiento y distribución de alimentos básicos, siendo el arroz su principal producto en la generación de ingresos con una participación del 64%.

El ingreso generado por las otras líneas de productos es moderado aunque presenta tendencia creciente, siendo

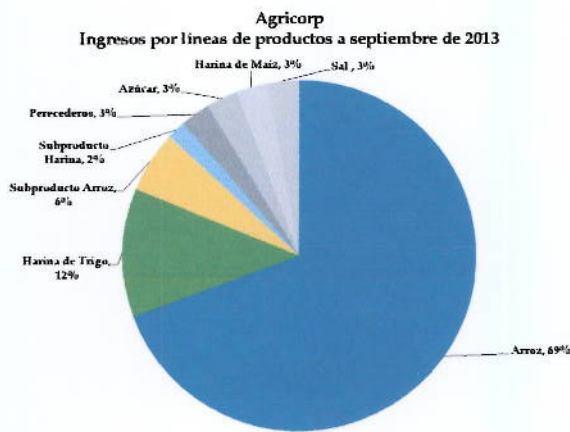
## OFICINAS REGIONALES

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

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

después del arroz, la harina de trigo el segundo componente generador de ingreso con una participación del 11% con datos acumulados al finalizar septiembre de 2013. Cabe mencionar que la materia prima de este producto (el trigo) ha venido ganando terreno como sustituto del maíz en la región latinoamericana y del arroz en los países asiáticos. Otro componente con menor participación son los subproductos del arroz que generaron el 6% de los ingresos totales.

Es importante tomar en cuenta el impacto en las operaciones a causa de la estacionalidad. La tendencia de los ingresos oscila de acuerdo al comportamiento de los precios presionado por los intervalos en las cosechas.



Al igual que lo reportado en el año 2012, la empresa mantiene un desempeño débil en la generación de resultados, con pérdidas consolidadas de C\$11.7 millones, incluso mayores a las reportadas al cierre de 2012 (-C\$5.3 millones). Con todo, a partir de las estrategias implementadas la compañía logró revertir parcialmente las pérdidas, reportando mejoras en sus márgenes netos durante la última parte del año 2013.

Los resultados a septiembre 2013, han estado limitados por la fuerte estructura de gastos operativos que ha venido mostrándose en los últimos periodos y en mayor medida la carga financiera que ha presionado los márgenes debido principalmente al incremento de las importaciones de materia prima procedentes de Brasil que ha requerido un mayor financiamiento. Así, la tendencia en la estructura de los gastos no ha podido ser compensada por los volúmenes de ventas y las estrategias de diversificación de la base de ingresos, condición que en nuestra opinión podría estar más controlada en el año 2014, cuando la mayor parte de sus planes de ahorro estén implementados.

La corporación está tomando medidas para mejorar la eficiencia en sus operaciones, lo que ha conllevado un mayor control y seguimiento sobre los gastos corporativos y administrativos. De igual forma, ha establecido medidas tendientes a controlar el gasto en transporte y almacenamiento a lo largo de todos sus centros industriales. Otro aspecto importante es la nueva estrategia en la red puntos de venta, ahora más enfocada en los establecimientos más rentables.



En lo que respecta al costo de venta, su comportamiento ha estado en función de los ingresos con una participación del 81% de los mismos a septiembre de 2013. Dentro de los componentes del costo de venta, la materia prima es el referente con mayor participación (63%). Por su parte, los gastos operativos mostraron mayor rigidez, con un crecimiento del 16.5% equivalente a C\$53.6 millones, limitando la generación de utilidades. Lo anterior en función del incremento en el gasto del área de logística, específicamente en transporte y almacenamiento.

Cabe destacar que durante el año 2013, la empresa está inmersa en esfuerzos para la reducción de gastos de administración, gastos de tráfico y almacén como medidas de ahorro que buscan rentabilizar su operación. SCRiesgo considera que avances en los niveles de productividad serán claves para afianzar los objetivos de rentabilidad de la compañía.

La cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos es de 2.7 veces a septiembre de 2013 mostrando un nivel similar al del interanual. La rotación de los gastos administrativos mostraron una razón de 28.7 veces al cierre de septiembre de 2013, rebasando significativamente el promedio del último año (27.1 veces).

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

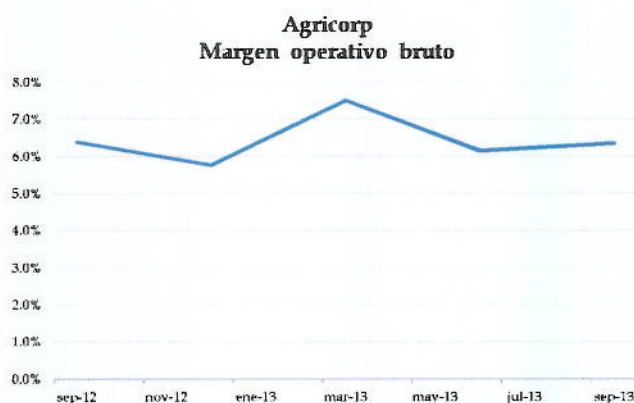
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

## 2. RENTABILIDAD

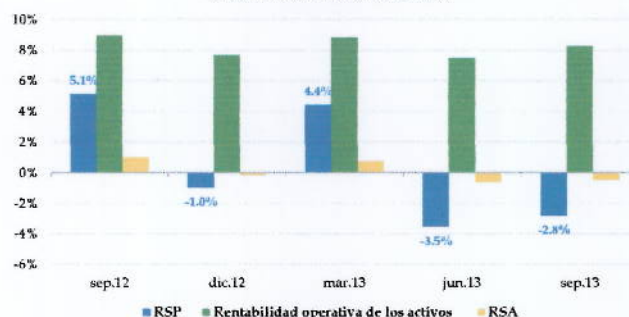
Los márgenes de rentabilidad se estrecharon producto del modesto crecimiento en el volumen de operación y la presión del gasto operativo y financiero que limita la última línea de los rendimientos. Así, el margen operativo fue de 6.3% a septiembre de 2013, mostrando una ligera caída respecto al periodo anterior (6.4%).



Por su parte, tanto el retorno sobre inversión en activos y el retorno sobre el patrimonio han mostrado tendencias decrecientes las cuales a septiembre 2013 registraron niveles de -0.5 y -2.8%. Tales indicadores reflejan el débil desempeño operativo de la compañía y las dificultades para dinamizar sus volúmenes de negocios. Como medida para mejorar los indicadores de rentabilidad, Agricorp ha decidido destinar las inversiones a proyectos más productivos y realizar la venta de activos no productivos o no relacionados al giro del negocio.

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

### Agricorp Índices de rentabilidad



Buscando recuperar la rentabilidad, Agricorp ha incorporado nuevas tecnologías en sus procesos y el desarrollo de nuevos productos. De esta forma, mantiene como objetivo la introducción de 2 a 3 productos preparados y de consumo masivo por año. También, es importante mencionar, las inversiones en el crecimiento de personal de ventas para ampliar las rutas de distribución.

#### AGRICORP : Indicadores de Rentabilidad

	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
ROA	9.0%	7.7%	8.8%	7.4%	8.3%
RSI	1.0%	-0.2%	0.8%	-0.6%	-0.5%
RSP	5.1%	-1.0%	4.4%	-3.5%	-2.8%
Margen bruto	17.3%	17.4%	19.7%	18.5%	18.7%
Margen Operativo	6.4%	5.8%	7.5%	6.1%	6.3%
Margen Neto	0.7%	-0.1%	0.7%	-0.5%	-0.4%

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

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

### OFICINAS REGIONALES

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

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

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

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

---

**OFICINAS REGIONALES**

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

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

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

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

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

**CORPORACIÓN AGRICOLA S.A.**  
**Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo**

Sesión Ordinaria: N° 4142013

Sesión Extraordinaria de Ratificación: N° 4152013

Información financiera: auditada a diciembre 2012, no auditada septiembre de 2013.

**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)

**CALIFICACION DE RIESGO**

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

La calificación no varió respecto a la anterior

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

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

**FUNDAMENTOS**

- La calificación otorgada a Corporación Agrícola S.A. (Agricorp) se fundamenta principalmente en su liderazgo en el mercado de alimentos básicos, respaldado por alianzas estratégicas con empresas productoras y distribuidoras, además de las sinergias alcanzadas en la importación de materias primas. La empresa cuenta también con una amplia red de distribución propia, además de una estructura de clientes y distribuidores que le permiten posicionarse en Nicaragua como un líder en su segmento de mercado.
- El apoyo que se deriva de su principal socio Grain Hill Corporation, S.A. en momentos donde la compañía podría necesitar fortalecer su capital y posición de liquidez, aunado a la presencia regional e internacional que le proporciona el pertenecer a un sólido Grupo.

- Agricorp mantiene una concentración importante de sus ventas en un solo producto (arroz). Sin embargo, se destacan los esfuerzos realizados por la compañía en la diversificación de su portafolio de productos y marcas, tanto propios como en la representación de líneas varias.
- Los esfuerzos por diversificar sus opciones de fondeo, ampliándose al mercado de capitales local que le ha permitido al mismo tiempo fortalecer su patrimonio. Además, a partir de recientes operaciones de reestructuración de su deuda financiera, ésta presenta un perfil de vencimiento a mayor plazo.
- Posicionamiento regional a través de sus aliados estratégicos en la región centroamericana, con una amplia infraestructura de puntos de venta y centros de procesamiento y almacenamiento.

**RETOS**

- La tendencia decreciente de los márgenes de rentabilidad, fuertemente dependientes de una línea de productos (arroz), si bien la empresa está activamente tratando de consolidar un mayor portafolio de productos y marcas distribuidas para reducir su vulnerabilidad a las tendencias de consumo de los clientes, riesgos en las cadenas de suministros y condiciones climáticas.
- Los niveles de apalancamiento crecientes en un contexto donde la moderada expansión en los volúmenes de ventas y la rígida estructura de gastos podrían seguir ejerciendo presión sobre las necesidades de financiamiento. Los programados aportes provenientes de los socios de Grain Hill Co. ayudarán a revertir tal tendencia.

"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)

- Los niveles de eficiencia en el proceso productivo que presentan amplios espacios de mejora para alinearlos al volumen de operación. Generar avances en el control del gasto operativo y financiero será fundamental para fortalecer los márgenes rentabilidad de la compañía.
- La empresa enfrenta el desafío de recuperar la rentabilidad mediante mayores eficiencias en sus procesos, consolidación de su portafolio de marcas y el enfoque en sus activos más rentables.

## HECHOS RELEVANTES

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, (acápito 5.1.1, última línea de la página 22 del prospecto informativo), aclarándose que en circunstancias de una potencial quiebra, aquellas 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.

Modificación a la escritura de Constitución social, el 1 de marzo del 2013 inscribió en el registro de la propiedad inmueble y mercantil del departamento de Chinandega la última reforma de su pacto social. Las reformas se derivan de la estrategia de fortalecimiento de capital de Agricorp orientadas a la reducción de deudas a corto plazo, el aumento de liquidez y consecuentemente, la mejora en la rentabilidad de la empresa. Como parte de las reformas, la sociedad autorizó el aumento de Capital Social a C\$956,176,000.00 y la emisión de Acciones Preferentes No Acumulativas y la capitalización parcial de las Utilidades acumulativas y del Superávit por Revaluación de Activos.

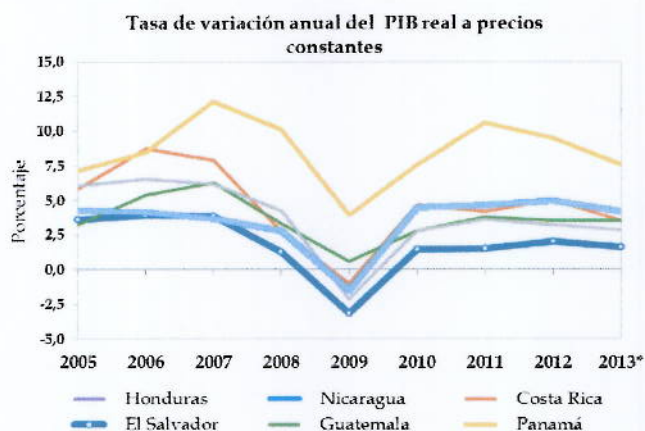
El día 20 de abril de 2013 el ingeniero Amílcar Ybarra-Rojas Brodgen asumió el cargo de Gerente General de Agricorp en sustitución de Lic. Roger Zamora Hinojos, quien dejó sus funciones en la empresa.

El día 7 de Noviembre de 2013, Corporación Agrícola S.A informa que, los socios Grain Hill Corporation, S.A. han aportado U\$5MM en capital de esta empresa los cuales fueron utilizados para reducir cuentas relacionadas con

Agricorp quien a su vez redujo sus pasivos y fortaleció su liquidez.

## ENTORNO ECONÓMICO

Nicaragua al igual que sus pares de la región, continúa experimentando un periodo de recuperación después del lento crecimiento a nivel mundial producto de la crisis financiera global. El reciente desempeño económico del país ha sido favorable con un crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) promediando 5,3% para el bienio 2011/2012. Además, durante el año 2013, el crecimiento se mantiene por encima del 4%.



Fuente: CEPAL

El desafío que enfrenta Nicaragua es el difícil contexto internacional, caracterizado por el alto nivel de incertidumbre en la recuperación de las economías desarrolladas (Zona Euro y la economía norteamericana), la capacidad de respuesta ante el impacto que podría tener esta condición en los niveles de exportaciones, el flujo de remesas familiares y la inversión privada, así como los choques externos de cara a las nuevas exigencias del mercado.

Dentro de los factores positivos se destacan las alianzas estratégicas entre el gobierno y el sector privado, lo que ha llevado a implementar reformas fiscales que logran atraer la atención de los inversionistas.

Al finalizar junio de 2013, el crecimiento del PIB fue del 5,2% de acuerdo a las estimaciones del Banco Central de Nicaragua (BCN). La ampliación de la apertura comercial (modelo de alianzas), fue uno de los factores claves para lograr crear un mayor dinamismo del sector productivo, ayudando también a la mejora en el volumen de Inversión Extranjera Directa (IED). Otro factor importante fue el crecimiento de las remesas familiares las cuales

Página 2 de 12

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)

ascendieron a US\$521,6 millones al cierre del primer semestre de 2013, significando un crecimiento del 5,2% respecto al mismo periodo del año 2012.

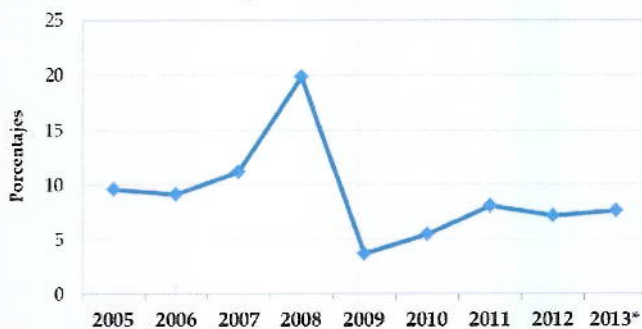
Según el BCN, el IMAE promedio a junio de 2013 muestra una variación anual promedio de 5,3%. En tal contexto, las actividades con un crecimiento interanual mayor a un dígito fueron construcción (14,8%), agricultura (8,4%), silvicultura, pesca y minería (11,5%). En tanto que hoteles y restaurantes (2,7%), transporte y comunicaciones (3,1%), y comercio (1,3%) son consideradas las de menor crecimiento.

El sector construcción mostró un crecimiento mayor que los demás sectores; producto de las inversiones en obras de construcción, ejecuciones de proyectos institucionales; así como la construcción en el sector de vivienda basado en inversión privada.

Dentro del sector agrícola, el principal aporte lo generó el cultivo del café, caña de azúcar y otros grupos de cultivos tales como la producción de tabaco, ajonjolí y plátano. Si bien, el cultivo del café creció en un 13% favorecido por las condiciones climáticas, se vio afectado por el surgimiento de un brote de roya y antracnosis en el tercer trimestre de 2012. Lo anterior limitó el alcance para los resultados esperados en el año 2013.

La inflación a junio de 2013 se ubicó en 8,3% superando en 1,8 puntos porcentuales al interanual del mismo periodo. Al cierre de diciembre de 2012 este indicador fue 6,6%. Los niveles de inflación más altos los reportan el sector de alimentos y bebidas no alcohólicas (11,6%) y restaurantes y hoteles (8,2%), que combinados explican más de la mitad del alza descrita. Por su parte, el incremento fue sensible también en educación (8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (7,3%).

Nicaragua: Tasas de Inflación



Fuente: Banco Central Nicaragüense.

En términos de generación de empleo formal, los afiliados al sistema de seguridad social se incrementaron en cerca

del 8,0% al cierre del periodo enero-julio de 2013, originado en actividades como el comercio, agricultura, construcción y transporte. Cabe destacar que los salarios al sector real crecieron modestamente en 0,4% en promedio.

Al finalizar junio de 2013, el saldo de la deuda pública alcanzó un monto de US\$5.409,1 millones de dólares declinando en un 0,1% con respecto al cierre de diciembre 2012. Esta variación es explicada por la contracción de la deuda interna (US\$34,9 millones).

Los ingresos totales del gobierno crecieron cerca del 13% interanualmente, representando un 27% del PIB. Los cuales se vieron favorecidos por las mejoras en algunos sectores productivos de la industria de Nicaragua y el incremento observado de los ingresos tributarios del Gobierno Central, que representaron 68,9% del total de los ingresos del SPNF con una tasa de crecimiento interanual 11,9% a junio 2013. Es positivo mencionar que Nicaragua registró un superávit cercano al 0,8% a junio 2013, mientras el Ministerio Hacienda estima que al cierre del año el déficit fiscal será del 0,8%, que en todo caso refleja un manejo responsable de las finanzas públicas.

La balanza comercial cerró con un déficit de US\$1.269,1 millones a junio 2013, menor en un 0,3% en igual período del año pasado. Este resultado obedeció al deterioro de los precios de los principales productos de exportación y al menor dinamismo en las importaciones. Las exportaciones (FOB) retrocedieron 9,1% interanualmente, con un monto de US\$1.267 millones, mientras que las importaciones (CIF) totalizaron US\$2.723,1 millones, registrando un cambio negativo del 5,8% en términos anuales.

Nicaragua registró un crecimiento interanual del 7,6% en el sector financiero, en su mayoría debido a las actividades propias del sector. En tal contexto, la cartera bruta del Sistema Financiero Nacional (SFN) alcanzó un valor de C\$73.564,76 millones al finalizar junio 2013 mostrando una expansión interanual del 24,2%.

A junio de 2013, la cartera bruta por actividad económica concentra una participación de 35,2% en el sector comercio, seguido de créditos personales con 16,1%, industria con 15,4% y el sector agrícola con una participación 10%.

En lo que concierne a la cartera por categoría de riesgo, el 92,7% está clasificada en categoría "A", el 4,5% se clasifica en la categoría "B" y 1,3% para la categoría "C".

Al cierre de junio de 2013, la situación de la cartera neta estaba distribuida en 96,7% en créditos vigentes

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

obteniendo mayor participación que hace un año (95.2%), los créditos restructurados concentraron un 1.6%, mientras que los prorrogados fueron del 0.2%, debido a su mayor actividad en la recuperación de cartera. Así el índice de mora disminuyó en 0.52 puntos, siendo del 1.46% al finalizar el primer semestre de 2013.

La adecuación de capital finalizó en 12.9% en junio de 2013, menor al indicador registrado a hace un año (14.4%), no obstante, se mantiene superior a la exigida por el ente regulador.

El crecimiento en los activos del 9% fue importante dentro del sistema bancario para la generación de utilidades, la rentabilidad sobre el patrimonio es del 21.3% a junio 2013. Mientras que el rendimiento sobre la inversión alcanzó el 2.19%, en su mayoría debido a operaciones de intermediación recurrentes de la industria.

## RESEÑA HISTÓRICA Y PERFIL DE LA ENTIDAD

Corporación agrícola S.A. inicia operaciones en el 1º de mayo del año 2000 como resultado de la fusión entre las empresa comercializadoras de arroz; Comercial centroamericana S.A (COMERSA) e Industrias nacionales agrícola (INA).

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

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

En 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 producción de sal seca, a través de la empresa Nicasal.

En la actualidad Agricorp se consolida como líder en la producción y distribución de alimentos de consumo básico y de consumo masivo a nivel regional en los países de

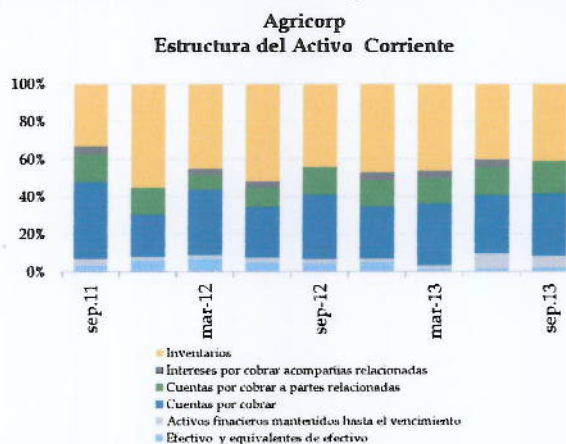
Nicaragua, El Salvador y Costa Rica con más de 40,000 puntos de venta en la región centroamericana y 14 centros industriales de procesamiento. Una de sus principales fortalezas es la expansión en el área de Nicaragua con más de 13,000 puntos de ventas. Con una concentración en el segmento de mayoreo de casi el 60% y al detalle del 12%, y un nivel de exportaciones del 6%.

Dentro de sus principales retos en su plan operativo 2013 se expresan la importancia en la disminución en el nivel de endeudamiento, aumentar la liquidez e incrementar la rentabilidad.

## ESTRUCTURA FINANCIERA

En los doce meses terminados en septiembre 2013, Agricorp reportó activos por C\$3,073.92 millones, superiores en 5.9% a los presentados durante el mismo periodo del año 2012, principalmente como resultado de la mayor tenencia en activos corrientes, así como en mayores saldos en activo fijo e intangibles. A pesar de cierta desinversión en los intereses comerciales en la República de El Salvador, la corporación continúa siendo uno de los principales participantes en la distribución y procesamiento de alimentos básicos en la región. Asimismo, se favorece de una línea de productos cada vez más diversificada, con una destacada posición de mercado y una amplia base de proveedores que le permiten posicionarse de forma importante dentro del mercado agrícola.

Dada su naturaleza operativa, los inventarios continúan siendo la cuenta de mayor importancia dentro del activo a septiembre de 2013 con el 27%, mientras que las cuentas por cobrar concentran el 41% del balance, de las cuales aquellas vinculadas con partes relacionadas representan aproximadamente la tercera parte de las mismas.



El activo no corriente mantiene una participación del 31% a septiembre de 2013. Si bien, Agricorp ha realizado

## OFICINAS REGIONALES

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

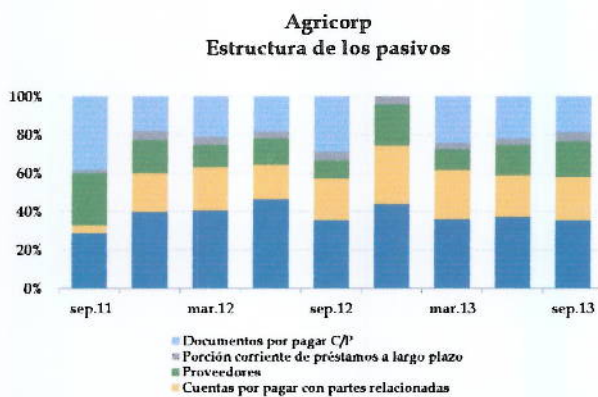
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

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

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

algunas inversiones en la mejora de sus procesos, estos se mantuvieron sin mostrar cambios importantes con respecto a periodos anteriores. En vista de su volumen operativo, la corporación muestra una concentración del 25% del tamaño de activos totales en maquinaria y equipo rodante, cifra similar al periodo anterior.

Los pasivos por su parte crecieron en el orden del 8.2% equivalente a C\$191.4 millones al cierre de septiembre de 2013, expansión que resulta menor respecto a la reportada el año anterior, cuando se expandieron a razón del 70.4% (producto del incremento en préstamos y cuentas por pagar con partes relacionadas). De acuerdo a su composición, las cuentas con mayor participación dentro de los pasivos totales son los préstamos por pagar (42%), seguido de cuentas por pagar a partes relacionadas (21%).



Por su parte, el patrimonio contrajo su participación al retroceder al 18% de la estructura financiera a septiembre de 2013 desde un 20% en igual periodo del año 2012, lo anterior refleja en cierta medida las pérdidas acumuladas en tal horizonte de tiempo. No obstante, con el propósito de robustecer su capital y fortalecer su posición de liquidez, Agricorp gestiona en el mercado bursátil una emisión de acciones preferentes no acumulativas catalogada como la primera emisión de acciones preferentes en la región, 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 de los pagos de dividendos a los tenedores de acciones preferentes y comunes.

#### Características de los dividendos

- Los dividendos de las acciones preferentes serán declarados por la Junta General de Accionistas y los Accionistas Preferentes tendrán prelación en relación al pago de los dividendos de las acciones comunes para cada período.
- El primer año pagará un dividendo de tres dólares con setenta y cinco centavos (US\$3,75) por cada acción preferente pagada y en circulación.
- A partir del segundo año, inclusive, se declararán dividendos de acuerdo a los resultados y la posición financiera de la empresa en cada 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 (US\$3,75) por cada acción preferente pagada y en circulación.
- Los dividendos declarados, menos la retención de cualquier impuesto sobre dividendos que pudiesen derivarse de la inversión según la legislación vigente, serán pagados anualmente mediante cuatro pagos, de manera trimestral y consecutiva por trimestre vencido.
- Los dividendos de las acciones preferentes no serán acumulativos, es decir, los dividendos que el emisor no haya declarado en cualquier año no se acumularán para pagarse en periodos siguientes.

### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

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

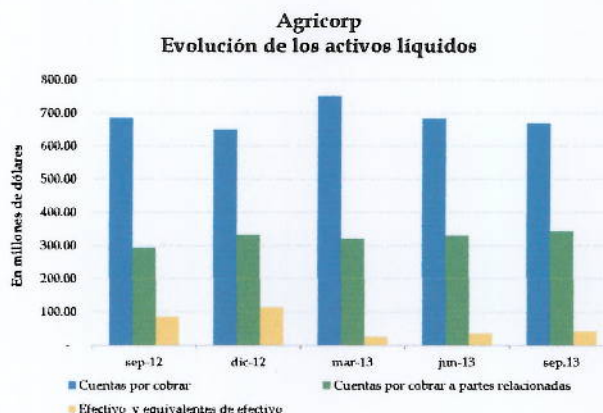
## ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 1. LIQUIDEZ

La posición de liquidez de Agricorp se apoya en la naturaleza rotativa de las líneas de productos distribuidos que favorece el flujo operativo, la tenencia de activos líquidos e inversiones financieras, así como el acceso al mercado de dinero y de valores nicaragüense. A septiembre 2013, la compañía presentó caja y valores líquidos por C\$166.7 millones, que en todo caso no alcanza a cubrir la deuda de corto plazo.

En vista de lo anterior, la compañía reportó una razón circulante cercana a 1.0 veces a septiembre de 2013, manteniéndose sin cambios importantes respecto a periodos anteriores (septiembre 2012: 0.97 veces). Es importante mencionar el periodo de reajuste que atraviesa

la operación de la compañía, en vista de la implementación de un nuevo sistema en los procesos que en cierta medida afectó el desempeño de los inventarios.



Al finalizar septiembre de 2013, la prueba ácida mostró un indicador 0.60 veces, mejorando con respecto al observado en igual periodo hace un año (0.54 veces). Es importante tomar en cuenta que en industrias de igual giro comercial, tal indicador resulta normal debido a la particularidad de la estacionalidad en los inventarios. Además, se destaca la ampliación del período de recuperación de las cuentas por cobrar comerciales que ha aumentado a 60 días desde 51 al mes de septiembre de 2012. Cuando se adicionan las cuentas por cobrar a partes relacionadas el ratio se incrementa hasta 88 días al mes de septiembre de 2013 (76 días un año antes). Lo anterior obedece a estrategias comerciales que determinaron otorgar a ciertos clientes importantes, un periodo más extenso de crédito (hasta 41 días de plazo).

Cabe señalar que a partir de nuevos aportes de capital efectuados por los principales socios en Grain Hill durante la segunda parte del año 2013, se esperan avances en las relaciones de liquidez y de capital de trabajo en Agricorp, al tiempo que se prevé aligere la carga de gastos financieros.

Si bien, la empresa ha logrado un comportamiento creciente en el capital de trabajo a través de la mayor tenencia de activos financieros y cuentas por cobrar con partes relacionadas, el capital de trabajo neto se contrajo a aproximadamente la mitad como resultado del mayor endeudamiento a corto plazo. Lo anterior ha resultado en que el indicador de capital de trabajo que muestra la relación del capital de trabajo al activo circulante declinara hasta 5.4% desde 11.9% en septiembre de 2012. Como respuesta, la empresa se encuentra en proceso de vender algunos activos ubicados fuera del país, todo con el

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

propósito aligerar la carga operativa y rentabilizar la operación con sus activos estratégicos.

Agricorp mantiene un riesgo de tipo cambiario que proviene de la adquisición de las materias primas debido a que su principal proveedor está domiciliado en Estados Unidos de América. Asimismo, por el lado de los

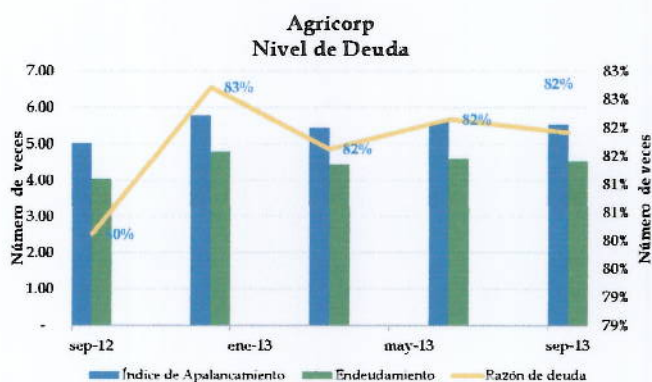
la corporación mantiene contratados pasivos financieros en moneda extranjera. Sin embargo, ejerce un control de los desembolsos y las transacciones con el propósito de mitigar en cierta medida el riesgo cambiario.

AGRICORP: Indicadores de Liquidez					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Razón circulante	0.97	0.98	0.96	0.95	0.98
Prueba ácida	0.54	0.52	0.52	0.59	0.60
Proporción del capital de trabajo	11.9%	2.8%	4.8%	2.1%	5.4%
Cobertura del capital de trabajo	0.27	0.06	0.10	0.06	0.14

## 2. ENDEUDAMIENTO

La corporación reporta pasivos con costo por un monto de C\$1,485.7 millones, lo cual constituye un crecimiento del orden del 3.4%, siendo menor al cambio relativo interanual mostrado a septiembre de 2012 (+48%). Al finalizar septiembre de 2013, los pasivos con costo representan cerca del 48% del total de la estructura financiera. Lo anterior es explicado por el nivel de endeudamiento de Agricorp, concentrados el abastecimiento de los inventarios y en menor medida en préstamos para la mejora de los procesos. Es importante destacar que durante la segunda parte del año 2013, se efectuaron cambios en las condiciones de algunos pasivos con lo que se alargó la maduración del perfil del endeudamiento, permitiendo mayor flexibilidad en los pagos y mejorando así los niveles de liquidez.

En razón de lo anterior, la participación del financiamiento de terceros (pasivos) en relación al patrimonio reporta un ratio de 4.5 veces a septiembre de 2013, superior a la relación exhibida un año antes (4.0 veces). Por su parte, el índice de apalancamiento (activo / patrimonio) de igual forma reporta una tendencia creciente hasta 5.5 veces versus 5.0 veces a septiembre de 2012. Si bien, el comportamiento de la deuda registra un crecimiento en los últimos periodos, parte de ella está representado por deuda con compañías relacionadas, lo que favorece los términos de pago de la misma. Además, a partir de los aportes programados de los socios de la compañía, se espera que los niveles de apalancamiento retrocedan de forma importante.



Al finalizar septiembre de 2013, la cobertura sobre intereses de Agricorp fue de 1.4 veces, menor a la reportada en igual periodo hace un año (1.8 veces). Lo anterior muestra el crecimiento más que proporcional de los gastos financieros en relación al aumento de la utilidad operativa. Por su parte, la tasa de interés promedio sobre los pasivos ha reflejado una tendencia creciente hasta 7.0% a septiembre 2013 desde 6.3% promediado un año antes.

AGRICORP: Indicadores de Endeudamiento					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Cobertura de intereses	1.78	1.55	1.54	1.31	1.44
TIP	6.3%	5.6%	7.0%	6.9%	7.0%
Gastos Financieros/Pasivo con costo	10.1%	11.9%	13.9%	13.6%	14.0%
Índice de Apalancamiento	5.03	5.78	5.44	5.60	5.53
Razón de deuda	80%	83%	82%	82%	82%
Endeudamiento	4.03	4.78	4.44	4.60	4.53

## ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 1. ACTIVIDAD

Factores relacionados a aspectos climáticos, la volatilidad de las materias primas y el incremento de los precios del petróleo, han afectado la operación de Agricorp en los últimos años. De esta forma, como medida estratégica la corporación ha buscado ampliar sus líneas de comercialización y diversificación de productos incorporando nuevas tecnologías para consolidarse como una empresa de multi-segmentos tanto en el ámbito local como regional. Para ello, ha ampliado su oferta a través del desarrollo de nuevos productos y la adquisición de los derechos de distribución de marcas reconocidas, logrando acceder a nuevos grupos de consumidores y alejarse de la imagen de una empresa enfocada exclusivamente en el segmento del arroz.

Al finalizar septiembre de 2013, la rotación de inventarios fue de 3.5 veces, tal indicador fue similar al del periodo anterior. Agricorp ha implementado nuevas técnicas en sus procesos que le permiten un mejor manejo de sus

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

operaciones en inventarios. A la vez busca la optimización de los recursos a través de la mejora en sus estrategias de almacenaje (silos y bolsas).

La implementación de una nueva estrategia de negocio redujo inicialmente el volumen de las ventas, toda vez que ciertos productos claves (como la harina) no mostraron el mismo desempeño, lo que en nuestra opinión limitó el crecimiento de las ventas al finalizar septiembre de 2013. Esto explica el resultado relativo de la rotación del activo circulante (RAC) de 1.8 veces, siendo menor con respecto a igual periodo del 2012 (2.0 veces). También, es importante mencionar la estacionalidad de los inventarios, donde el corte de las cosechas en arroz se presenta 2 veces al año. En tal sentido, en la medida que los cambios tecnológicos y procesos evolucionen; se visualiza que Agricornp podrá satisfacer la demanda durante las estaciones secas, permitiendo estabilizar los ingresos totales.

Agricornp ha diversificado sus líneas de productos, estructurando una plataforma de suministros derivados del arroz, trigo y otros subproductos. Con todo, el mayor porcentaje de ingreso continúa derivándose del arroz con casi más del 64%, contrario a la Harina que mostró una disminución, producto de la implementación de los nuevos procesos (Sistema SAP). No obstante, la corporación se favorece de su presencia regional con un portafolio de 286 mayoristas y 143 supermercados y más de 13,000 puntos de ventas a lo largo del territorio nicaragüense, lo que es aprovechado debido a la importancia del producto en la dieta alimenticia a escala nacional e internacional.

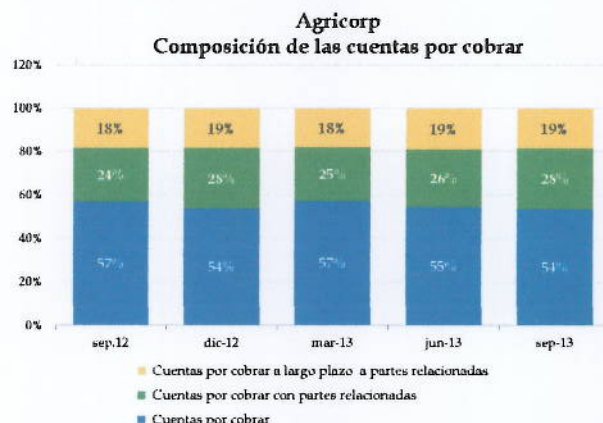
Por su parte, los indicadores de rotación de activos a largo plazo (RALF) y rotación del activo fijo (RAF), se posicionaron 4.5 y 7.8 veces respectivamente manteniéndose similar con periodos anteriores.

AGRICORP : Indicadores de Actividad					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Rotación de inventarios	3.40	3.03	2.80	3.16	3.46
Período medio de inventarios	106.03	118.64	128.76	113.87	104.18
Rotación de gastos administrativos	27.09	26.21	32.37	32.34	28.65
Utilidad de operación / Gastos admir	2.43	2.01	2.86	2.41	2.37

## 2. CUENTAS POR COBRAR

A pesar de los esfuerzos por mejorar la recuperación de las cuentas por cobrar a corto plazo, el índice de la rotación de las cuentas por cobrar comerciales fue de 6.0 veces, lo que muestra un retroceso del indicador que mide la capacidad de hacer líquidas sus operaciones, si se observa que a septiembre de 2012 se ubicó en 7.0 veces. Si bien, las cuentas por cobrar comerciales han disminuido, el mayor

cambio se observa en el incremento de las cuentas por cobrar con partes relacionadas, las cuales crecieron C\$61.6 millones en relación a septiembre de 2012.



En línea con lo anterior, Agricornp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un periodo promedio no menor a 60 días, lo que implica un crecimiento de 9 días respecto al promedio a septiembre de 2012. En vista de lo anterior, la corporación ha modificado el periodo de cobranza en sus políticas de créditos, por lo que prevemos que el periodo de cobro promedio comience a disminuir al cierre del año 2013. El riesgo de concentración por cliente está relativamente atomizado, siendo que entre abril y septiembre de 2013 los 20 mayores clientes representaron el 13% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran un 3%, lo anterior minimiza el riesgo de impacto por concentración.

AGRICORP : Indicadores de cuentas por cobrar					
	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
Rotación de las cuentas por cobrar y partes relacionadas	4.7	4.7	3.6	3.7	4.1
PMC con partes relacionadas	76.1	76.5	98.8	97.5	87.8
Rotación de las cuentas por cobrar Comerciales	7.0	7.2	5.9	5.6	6.0
Ventas/cuentas por cobrar comerciales	51.3	49.9	60.6	64.8	60.4

## 3. CUENTAS POR PAGAR

Como medio de financiamiento, Agricornp mantiene líneas de créditos con empresas nacionales e internacionales. De esta manera, logra fortalecer su capital de trabajo y mantener activos líquidos para sus operaciones diarias. A septiembre 2013, las obligaciones con terceros a corto plazo alcanzaron una participación del 86% del pasivo total.

Al cierre de septiembre 2013, las cuentas por pagar a partes relacionadas han presentado una tendencia creciente, con un cambio interanual cercano al 17%, con lo que pasaron a representar el 21% de los pasivos totales. El

### OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

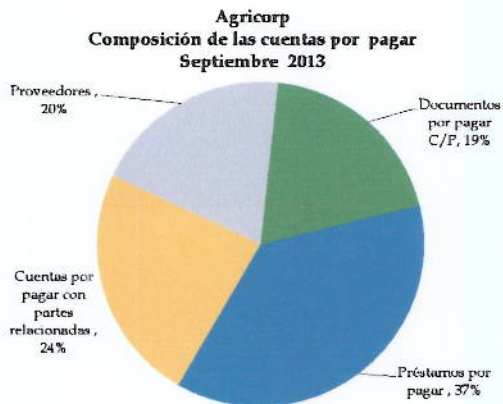
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

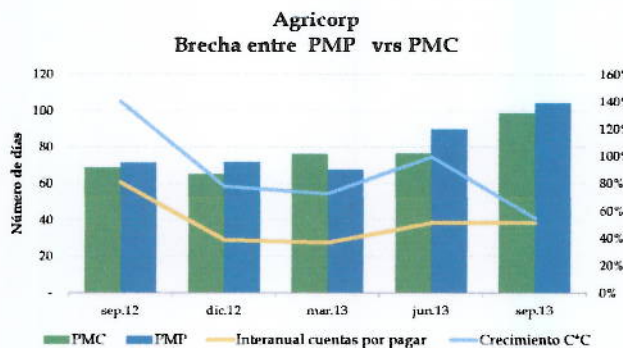
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

saldo corresponde principalmente a la compra de arroz en granza, trigo y fortalecimiento de capital de trabajo.

Las cuentas que revisten mayor importancia son los préstamos por pagar con un incremento interanual del 21% llegando a representar el 42% de los pasivos totales. El saldo de C\$1,047.2 millones refleja las líneas de créditos revolventes y préstamos a bancos que son garantizados con prenda agraria sobre arroz en granza, hipoteca y prenda industrial. La cuenta de proveedores a septiembre de 2013 representó el 17% de los pasivos corrientes, con una variación interanual del 125%.



En línea con lo anterior, la rotación de las cuentas por pagar, que incluye el saldo con proveedores y cuentas por pagar a partes relacionadas de corto plazo, reportó un total 96 días alargando el plazo si se compara a los 67 días promediados al finalizar el tercer trimestre del año 2012.



#### 4. INVENTARIOS

La implementación de nuevas estrategias, aunado a la adaptación de los nuevos cambios originó una contracción en el volumen de los inventarios, los cuales declinaron en el orden del 6.2% en los últimos doce meses a septiembre de 2013. De esta forma, los inventarios redujeron su

participación a 27% desde un 30% en septiembre de 2012 dentro de la estructura de balance, permitiendo así reducir gastos de almacenamiento y transporte.



Los inventarios de Agricorp mantienen una rotación de 3.5 veces por año a septiembre 2013, tiempo promedio de la empresa en convertir en dinero líquido o cuentas por cobrar sus inventarios. Este resultado muestra un nivel similar al compararlo con septiembre 2012 (3.4 veces).



## ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 1. ESTADO DE RESULTADOS

Con cifras a septiembre de 2013, los ingresos por ventas netas de Agricorp crecieron en 2.7% equivalente a C\$81.3 millones con respecto a septiembre de 2012. El incremento antes mencionado no mostró el dinamismo del periodo anterior, cuando los ingresos reportaron una expansión del 14.3%. No obstante, Agricorp sigue siendo líder en el procesamiento y distribución de alimentos básicos, siendo el arroz su principal producto en la generación de ingresos con una participación del 64%.

El ingreso generado por las otras líneas de productos es moderado aunque presenta tendencia creciente, siendo

## OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

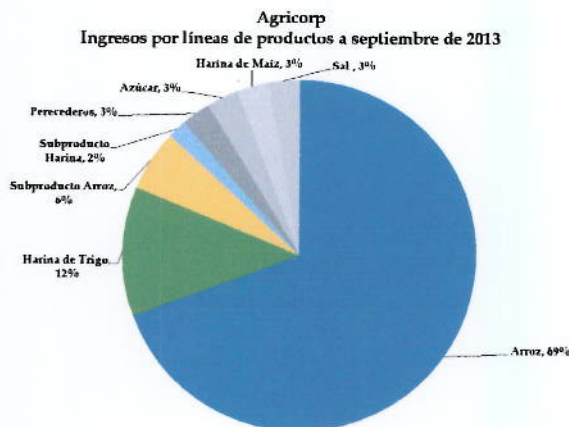
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

después del arroz, la harina de trigo el segundo componente generador de ingreso con una participación del 11% con datos acumulados al finalizar septiembre de 2013. Cabe mencionar que la materia prima de este producto (el trigo) ha venido ganando terreno como sustituto del maíz en la región latinoamericana y del arroz en los países asiáticos. Otro componente con menor participación son los subproductos del arroz que generaron el 6% de los ingresos totales.

Es importante tomar en cuenta el impacto en las operaciones a causa de la estacionalidad. La tendencia de los ingresos oscila de acuerdo al comportamiento de los precios presionado por los intervalos en las cosechas.



Al igual que lo reportado en el año 2012, la empresa mantiene un desempeño débil en la generación de resultados, con pérdidas consolidadas de C\$11.7 millones, incluso mayores a las reportadas al cierre de 2012 (-C\$5.3 millones). Con todo, a partir de las estrategias implementadas la compañía logró revertir parcialmente las pérdidas, reportando mejoras en sus márgenes netos durante la última parte del año 2013.

Los resultados a septiembre 2013, han estado limitados por la fuerte estructura de gastos operativos que ha venido mostrándose en los últimos periodos y en mayor medida la carga financiera que ha presionado los márgenes debido principalmente al incremento de las importaciones de materia prima procedentes de Brasil que ha requerido un mayor financiamiento. Así, la tendencia en la estructura de los gastos no ha podido ser compensada por los volúmenes de ventas y las estrategias de diversificación de la base de ingresos, condición que en nuestra opinión podría estar más controlada en el año 2014, cuando la mayor parte de sus planes de ahorro estén implementados.

La corporación está tomando medidas para mejorar la eficiencia en sus operaciones, lo que ha conllevado un mayor control y seguimiento sobre los gastos corporativos y administrativos. De igual forma, ha establecido medidas tendientes a controlar el gasto en transporte y almacenamiento a lo largo de todos sus centros industriales. Otro aspecto importante es la nueva estrategia en la red puntos de venta, ahora más enfocada en los establecimientos más rentables.



En lo que respecta al costo de venta, su comportamiento ha estado en función de los ingresos con una participación del 81% de los mismos a septiembre de 2013. Dentro de los componentes del costo de venta, la materia prima es el referente con mayor participación (63%). Por su parte, los gastos operativos mostraron mayor rigidez, con un crecimiento del 16.5% equivalente a C\$53.6 millones, limitando la generación de utilidades. Lo anterior en función del incremento en el gasto del área de logística, específicamente en transporte y almacenamiento.

Cabe destacar que durante el año 2013, la empresa está inmersa en esfuerzos para la reducción de gastos de administración, gastos de tráfico y almacén como medidas de ahorro que buscan rentabilizar su operación. SCRiesgo considera que avances en los niveles de productividad serán claves para afianzar los objetivos de rentabilidad de la compañía.

La cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos es de 2.7 veces a septiembre de 2013 mostrando un nivel similar al del interanual. La rotación de los gastos administrativos mostraron una razón de 28.7 veces al cierre de septiembre de 2013, rebasando significativamente el promedio del último año (27.1 veces).

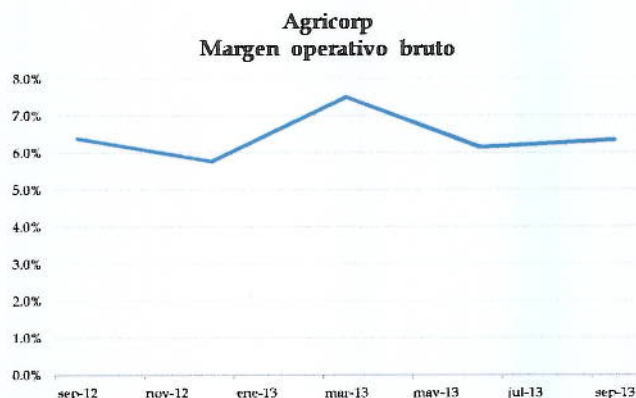
## OFICINAS REGIONALES

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

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

## 2. RENTABILIDAD

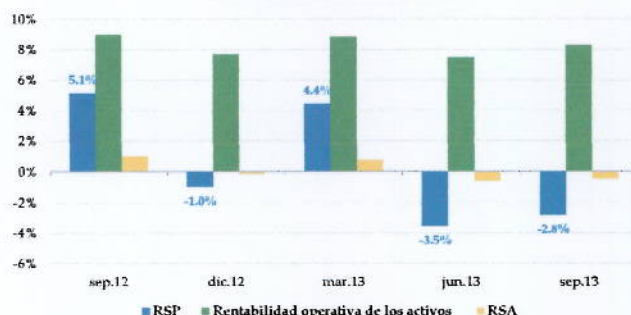
Los márgenes de rentabilidad se estrecharon producto del modesto crecimiento en el volumen de operación y la presión del gasto operativo y financiero que limita la última línea de los rendimientos. Así, el margen operativo fue de 6.3% a septiembre de 2013, mostrando una ligera caída respecto al periodo anterior (6.4%).



Por su parte, tanto el retorno sobre inversión en activos y el retorno sobre el patrimonio han mostrado tendencias decrecientes las cuales a septiembre 2013 registraron niveles de -0.5 y -2.8%. Tales indicadores reflejan el débil desempeño operativo de la compañía y las dificultades para dinamizar sus volúmenes de negocios. Como medida para mejorar los indicadores de rentabilidad, Agricorp ha decidido destinar las inversiones a proyectos más productivos y realizar la venta de activos no productivos o no relacionados al giro del negocio.

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

### Agricorp Índices de rentabilidad



Buscando recuperar la rentabilidad, Agricorp ha incorporado nuevas tecnologías en sus procesos y el desarrollo de nuevos productos. De esta forma, mantiene como objetivo la introducción de 2 a 3 productos preparados y de consumo masivo por año. También, es importante mencionar, las inversiones en el crecimiento de personal de ventas para ampliar las rutas de distribución.

AGRICORP: Indicadores de Rentabilidad

	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13
ROA	9.0%	7.7%	8.8%	7.4%	8.3%
RSI	1.0%	-0.2%	0.8%	-0.6%	-0.5%
RSP	5.1%	-1.0%	4.4%	-3.5%	-2.8%
Margen bruto	17.3%	17.4%	19.7%	18.5%	18.7%
Margen Operativo	6.4%	5.8%	7.5%	6.1%	6.3%
Margen Neto	0.7%	-0.1%	0.7%	-0.5%	-0.4%

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

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

### OFICINAS REGIONALES

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

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

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

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

---

**OFICINAS REGIONALES**

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

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

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)