

## CORPORACIÓN AGRÍCOLA S.A.

### Informe mantenimiento de calificación de riesgo

Sesión Ordinaria: N° 4102016

Fecha de ratificación: 3 de enero del 2017

Información financiera: No auditada al 30 de setiembre 2016, considerando información a junio 2016.

Contactos: Nancy Rodríguez Bejarano  
 Marcela Mora Rodríguez

Analista Financiero  
 Analista Senior

[nrodriguez@scriesgo.com](mailto:nrodriguez@scriesgo.com)  
[mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@scriesgo.com)

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis de Corporación Agrícola S.A. y subsidiarias (Agricorp), con información financiera no auditada al 30 de setiembre 2016, considerando información a junio 2016.

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

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

\*La calificación otorgada no varió con respecto a la anterior.

Adicionalmente se otorga la calificación a las siguientes emisiones:

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

\*La calificación otorgada no varió con respecto a la anterior.

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

\*La calificación otorgada no varió con respecto a la anterior.

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

"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)

**scr AA:** Emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy 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.

**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.

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

## 2. FUNDAMENTOS

### FORTALEZAS

- Líder en el mercado de procesamiento y comercialización de alimentos básicos en Nicaragua.
- Innovación en procesos productivos, de almacenamiento, y logística.
- Sinergias alcanzadas en la importación de materias primas de calidad.
- Amplia red de distribución propia.
- Apoyo que se deriva de su principal socio Grain Hill Corporation, S.A.
- Crecimiento gradual en la diversificación de su portafolio de productos y marcas.
- Expansión en el área de Nicaragua con más de 16.700 puntos de ventas.
- Posicionamiento de marca a nivel nacional a través de sus aliados estratégicos.

## DEBILIDADES

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

## OPORTUNIDADES

- Aprovechar las tecnologías incorporadas, para satisfacer la demanda, cuando la oferta local disminuya a causa de los efectos climáticos.
- Diversificación de las fuentes de fondeo, ampliándose al mercado de capitales.

## AMENAZAS

- Condiciones climáticas que pueden afectar el suministro de materia prima.
- Volatilidad en el precio de los commodities.
- Retraso en los tiempos de entrega de las materias primas.

## 3. ENTORNO MACROECONÓMICO DE NICARAGUA

### 3.1. Actividad económica

El producto interno bruto (PIB), para el II trimestre del 2016, presentó un crecimiento del 5,3%, con relación al mismo trimestre del año anterior, de acuerdo con el enfoque del gasto, impulsado por la demanda interna.

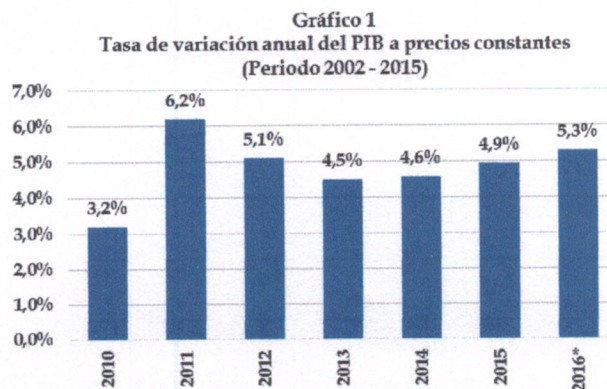
Mediante el enfoque de la producción, este crecimiento se vio sustentando por las actividades de pesca y acuicultura, agricultura, intermediación financiera, transporte y comunicaciones, comercio, administración pública y defensa, entre otras.

La pesca y acuicultura se consolidó como la actividad más dinámica al registrar un crecimiento acumulado del periodo alrededor del 22%, explicado por la mayor captura de pepino de mar y en la producción de camarón de cultivo. Por su parte, la agricultura creció alrededor del 11%, asociado con la mayor generación de valor agregado en los cultivos de café, caña de azúcar y granos básicos, entre otros. Otras de las actividades que presenta un mayor incremento corresponde a la intermediación financiera, con

aumentos en las entregas netas de créditos, en especial los dirigidos al sector comercial.

A pesar de los crecimientos que presentó el PIB durante segundo trimestre del 2016, este se vio aminorado por el menor crecimiento de la actividad de silvicultura, extracción de madera y en construcción.

A continuación se presenta de forma gráfica la variación anual del PIB a precios constantes:



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

\*Datos a junio del 2016

Con respecto al Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), a junio del 2016, la cifra interanual acumulada fue de 4,6% (3,3% en junio 2015). Las principales actividades que aportaron al aumento del IMAE fueron los sectores de comercio de bienes de origen importado con un crecimiento acumulado de 6,5%. Por su parte, el sector de agricultura creció 9,1% como resultado de la mayor producción de banano, caña de azúcar, maíz y frijol entre otros. La tercera actividad que contribuyó al IMAE corresponde a la actividad pecuaria soportado por el buen desempeño de la producción porcina, leche y aves.

Las proyecciones durante el 2016 sugieren que el crecimiento de la economía se acelere moderadamente con una estimación de crecimiento entre 4,5% y 5,0% impulsado por el desempeño del sector construcción, de la actividad comercial y resto de actividades de servicios, así como la estabilidad de los sectores agroexportadores.

### 3.2. Comercio exterior

Al cierre del primer semestre del 2016, el monto registrado por concepto de exportaciones fob fue de US\$1.172,4 millones, lo cual representó una disminución del 12,5% respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones cif cerraron en US\$2.864,3 millones, cifra que implicó un leve crecimiento interanual del 1,6%.

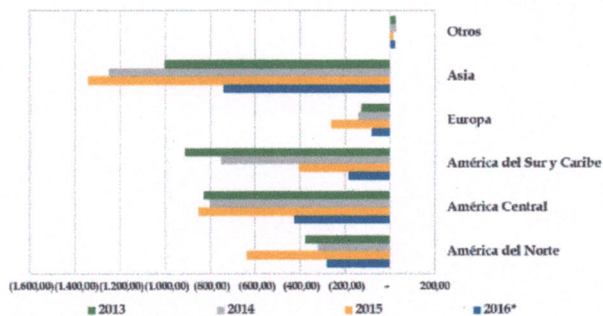
## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Saldo de la balanza comercial por región: Cifras en millones de dólares  
A diciembre de cada año



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN  
\*Dato acumulado a junio del 2016.

El problema de déficit en cuenta corriente es característico en la región centroamericana. El balance de los precios internacionales ha implicado una mejora en los términos de intercambio de país, indicando que los precios de las importaciones han caído en mayor medida que los de las exportaciones, resultando en un mayor ingreso disponible que ha dinamizado el consumo y con ello las importaciones.

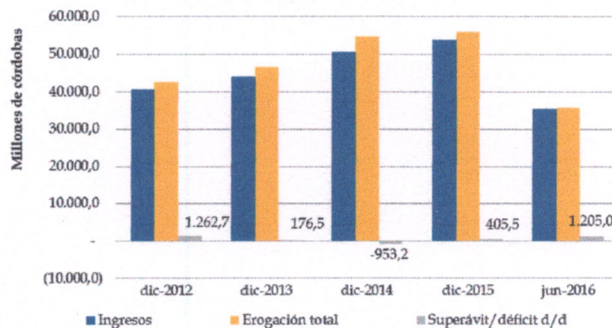
### 3.3. Finanzas públicas

Los resultados del Gobierno Central (GC) al cierre de junio del 2016 continúan mostrando una conducción equilibrada, consistente con un mejor desempeño de los ingresos tributarios del GC. De esta manera, se registra un superávit después de donaciones C\$1.205,0 millones (US\$42,1 millones).

Específicamente, los ingresos del GC fueron de C\$35.389,8 millones (US\$1.236,8 millones), cifra que presentó una variación interanual del 18%, determinado por el impuesto de la renta, el impuesto al valor agregado y derechos arancelarios a la importación. A la vez, se observó un crecimiento importante en las donaciones atadas a los proyectos de infraestructura.

Por su parte, la erogación total muestra una variación interanual de 18%, sumando un total de C\$35.847,1 millones (US\$1.252,8 millones) a junio del 2016. Esta variación obedece principalmente al aumento del gasto del capital como resultado de mayores transferencias de capital otorgadas al resto del sector público para financiar parte de su gasto.

Déficit fiscal de GC  
Periodo 2012-2015 y adicional junio 2016



A junio del 2016, la deuda pública total registra US\$5.924,8 millones, reflejando una disminución de US\$171,3 millones con respecto al cierre del 2015, explicada por mayores pasivos con acreedores extranjeros y por el incremento de los pasivos del Gobierno y Banco Central con acreedores nacionales.

El principal componente de la deuda pública corresponde a la deuda externa, ya que Nicaragua sigue manteniendo la tendencia de obtener financiamiento mayoritariamente del exterior (83%), principalmente de acreedores multilaterales. Entre los acreedores que mayor participación tuvieron durante el primer semestre, destacaron: Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (40,5%) y Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) (28,1%).

Respecto a la deuda interna su principal fuente proviene de los bonos de la República de Nicaragua y otros Bonos (36,2%), seguido por la participación de Bonos de Pago por Indemnización (BPI) y Certificados de Bonos de Pago por Indemnización (CBPI) (30,8%), Letras emitidas por el BCN (17,7%) y Bonos Bancarios (15,3%).

### 3.4. Moneda y finanzas

En junio del 2016, las Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA) presentan una acumulación de US\$20,7 millones, lo cual es explicada en su mayor parte por la venta de divisas en la mesa de cambio del BCN, el servicio de deuda externa y el uso de recursos del Sistema Público No Financiero.

El Sistema Financiero Nacional presentó una congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos, reflejando un desempeño favorable. De esta forma, a junio del 2016, el saldo de la cartera bruta de crédito creció 23,2% y los depósitos 11,4%, de forma interanual.

Específicamente, el incremento en la cartera total estuvo acompañado por un buen desempeño de los indicadores de

#### OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Via Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

riesgo crediticio. Del total de cartera de crédito, los sectores que destacan son el comercial y el consumo, ambos con una tendencia creciente.

Respecto a los depósitos, la composición se mantiene relativamente estable respecto al año anterior, siendo los principales los de ahorro que concentra el 41%, seguido por aquellos a la vista con 34,2% y las cuentas a largo plazo con 24,8%.

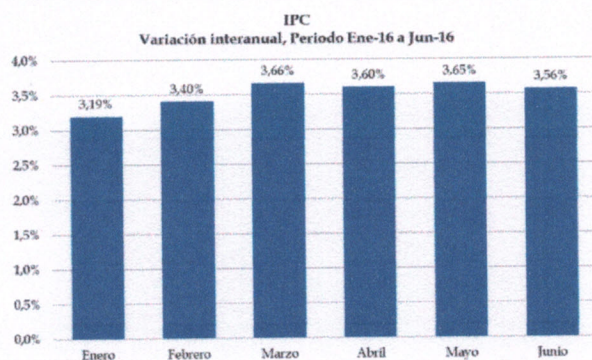
El Sistema Financiero Nacional continúa presentando niveles adecuados de liquidez. Con respecto al total invertido, el 91,7% de estas son inversiones domésticas, particularmente en valores del BCN y del Gobierno Central. Sin embargo, las inversiones se redujeron en el último año en 5,7% asociado con la caída en las inversiones en el exterior.

Los indicadores de rentabilidad y los niveles de solvencia de las instituciones financieras muestran un panorama positivo y estable, de la mano con el aumento en la colocación de cartera de créditos, lo que implica mayores ingresos financieros. A su vez mantienen un nivel de adecuación de capital por encima del requerido.

### 3.5. Precios, salarios y ocupación

La inflación interanual se situó en 3,56% (3,82% en junio 2015), sin embargo la tendencia decreciente desde diciembre del 2014 en el índice general de precios ha contribuido a llevar a la inflación a un nivel menor del 5%.

Según el Banco Central de Nicaragua, los indicadores de la perspectiva inflacionaria, muestran que las presiones al alza han disminuido, principalmente por el abastecimiento interno adecuado de alimentos y por la caída en los precios internacionales del petróleo. Esta disminución en la inflación fue atenuada parcialmente por el aumento de los precios en las divisiones de alimentos, restaurantes y hoteles, educación, alojamiento y electricidad.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

Del lado del mercado laboral, a junio del 2016, se aprecia una aceleración en el crecimiento de los empleados afiliados al Instituto Nicaragüense de la Seguridad Social, de la mano con el desempeño mostrado por los sectores de comercio y servicios. Además se presenta un incremento anual del 2,6% del salario promedio real en comparación con junio del 2015.

### 3.6. Situación Internacional

Considerando el ritmo de crecimiento de la actividad económica más favorable en lo que va del 2016 respecto a lo previsto y el efecto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit), las estimaciones de crecimiento de la economía mundial tuvieron una revisión a la baja. Por lo tanto, el Fondo Monetario Internacional proyecta un crecimiento de 3,1% para la economía mundial en el 2016 y un 3,4% en 2017.

Cabe mencionar que el Brexit provocó volatilidad en los mercados financieros, especialmente en el período inmediatamente posterior al referéndum. Esta volatilidad se reflejó en una caída en los precios de las acciones en todo el mundo y en el aumento de la incertidumbre y riesgos en general, con consecuencias negativas en las economías avanzadas de Europa e impactos relativamente moderados en otros países, incluidos Estados Unidos y China.

Por su parte, la región centroamericana, se ha beneficiado por la recuperación de Estados Unidos y de la caída de los precios del petróleo. Con base en el IMAE, las economías que lideraron el crecimiento regional durante el primer semestre del año fueron: República Dominicana (7,4%), Nicaragua (4,6%) y Costa Rica (4,3%). De acuerdo al informe de la CEPAL, en 2016 se estima un crecimiento de 3.8 por ciento para los países centroamericanos.

## 4. RESEÑA HISTÓRICA Y PERFIL DE LA ENTIDAD

Corporación Agrícola S.A. inició operaciones el 1° de mayo del año 2000 como resultado de la fusión entre las empresas comercializadoras de arroz; Comercial Centroamericana de Inversiones, S.A (COMERSA) e Industrias Nacionales Agrícolas (INA).

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

En el 2003, Agri-Corp inició la construcción del primer molino computarizado en el país (el mejor de Centroamérica y el tercero a nivel de Latinoamérica). En el

Página 4 de 14

### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

2004 Agri-Corp adquirió la empresa GEMINA y dio inicio al programa de diversificación con la incorporación del arroz, harina, frijoles, sal, huevos, pan, harina de maíz, tortillas, entre otros. En el 2005 Agri-Corp adquirió el molino GRA II (Gulf Rice Arkansas en Estados Unidos) y en el 2006 Agri-Corp adquirió la Sociedad Arrocería Costarricense en Costa Rica.

Al cierre del setiembre 2016, Agri-Corp llega a tener 686 empleados y ventas acumuladas por US\$152,2 millones.

En la actualidad, la Corporación se consolida como líder en la producción y distribución de alimentos de consumo básico y de consumo masivo en Nicaragua con más de 16.700 puntos de venta en el país, 4 plantas industriales de arroz, 3 centros de distribución. Adicionalmente, posee una planta procesadora de sal, 2 centros de secado y almacenamiento y una planta productora de huevos avícolas para consumo humano. Actualmente, concentra sus operaciones en el segmento mayorista en un 65%, seguido de al detalle con un 14%, supermercados con 8%, oficina con 7% e industrial con 6%.

## 5. HECHOS RELEVANTES

Durante el semestre en análisis no se dio la publicación de ningún hecho relevante. El último hecho relevante que se publicó corresponde al del 6 de noviembre 2015, cuando la Corporación Agrícola, S.A., en cumplimiento de la Norma sobre Negociación en Valores en Mercado Secundario, comunica la variación en el patrimonio superior al 10%.

El contenido del Hecho Relevante es el siguiente:

En los últimos años, Agri-Corp ha optimizado la generación de valor de su modelo de negocio, asegurando un margen neto competitivo en la industria de productos de consumo básico y alcanzando el retorno sobre el patrimonio requerido por sus inversionistas. Como parte de su estrategia de consolidación financiera, Agri Corp compensó US\$9,9 millones de cuentas por cobrar relacionadas con Grain Hill Corporation, S.A. contra el patrimonio de sus socios. El impacto de esta compensación fue una reducción de US\$7,4 millones del patrimonio de Agri Corp, equivalente a una variación del 23% del monto anterior. Este movimiento permite una presentación óptima de la relación activos-pasivos que realmente son utilizados para la operatividad del negocio.

## 6. ESTRUCTURA FINANCIERA

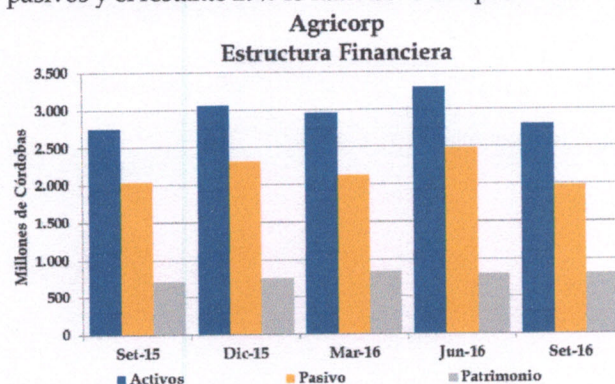
Agri-Corp continúa siendo líder en el procesamiento y distribución de granos básicos dentro del mercado agrícola nicaragüense.

Al finalizar el mes de setiembre 2016, Agricorp y subsidiarias contabilizan un monto total de activos por C\$2.790,84 millones, equivalente a US\$96,34 millones, mostrando un aumento cercano al 2% a nivel anual y una disminución de 6% con respecto al cierre del semestre anterior. La variación a nivel anual en los activos responde principalmente al aumento en los activos corrientes, principalmente en los inventarios; no obstante, dicho aumento se vio aminorado por la reducción en los activos de largo plazo.

Por su parte, a nivel semestral, el decrecimiento estuvo determinado por la disminución en los activos de corto plazo, principalmente en el efectivo y cuentas por cobrar.

A partir del segundo semestre 2015, Agri-Corp procede a limpiar las cuentas por cobrar con partes relacionadas con la intención de presentar estados financieros que reflejen de mejor manera la condición actual de la entidad. Durante el semestre en análisis continúan con la meta de reducir las cuentas con partes relacionadas.

Los activos han sido financiados en un 71% por medio de pasivos y el restante 29% lo han hecho con patrimonio.



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

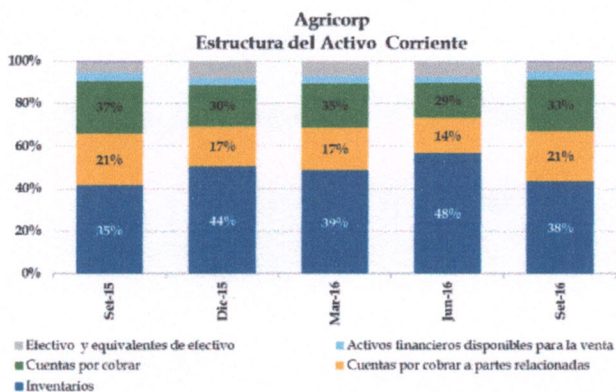
Al cierre del período en análisis, los activos corrientes representan el 72% de los activos totales. Los activos corrientes están compuestos principalmente por los inventarios con un 38% de participación, seguido de las cuentas por cobrar con un 33% de participación y las cuentas por cobrar con partes relacionadas con 21% de participación, dichas partidas como las más representativas.

### OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito



Los activos no corrientes representan el restante 28% de los activos totales, los cuales mantienen una mayor concentración en la partida de propiedad, planta y equipo; partida que corresponde al 97% del total de activos no corrientes.

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

Anteriormente se había mencionado que en el mediano plazo (2016-2017) la compañía tenía planeadas inversiones importantes dirigidas a mejoras en la calidad del arroz y al almacenamiento de materia prima.

En el caso del almacenamiento, una parte importante de la granza que debían almacenar lo hacen por medio de terceros, incurriendo en gastos por alquiler de los lugares para guardar el producto. La solución para poder aumentar la capacidad propia de almacenaje es a través de silos, lo que les incrementaría la capacidad de almacenaje en alrededor de 8 mil toneladas. Por su parte, existe otro proyecto para aumentar la capacidad de almacenamiento propio, con el proyecto para ampliar la bodega en el plantel de Chinandega.

En cuanto a la calidad del arroz; durante el proceso de producción, el arroz pasa por una máquina de selección de color que permite tener un arroz blanco de calidad. Precisamente es en esta sección del proceso de producción que se realizó una inversión importante, de modo que actualmente cuenta con una máquina adicional de selección de color, lo que les permite seleccionar de forma más precisa los granos blancos y separarlos de los granos más oscuros o con yeso; mejorando aún más la calidad del arroz que producen.

Asimismo, a continuación se mencionan algunas de las inversiones que tienen planeadas realizar en los próximos cinco años, siguiendo la línea de llevar a cabo inversiones que les permita mejorar la eficiencia operativa de la compañía y que tengan impactos positivos sobre el EBITDA.

A inicios del 2017 se hará la compra de una máquina extrusora, la cual se espera empiece a funcionar en el 2018; asimismo, se hará una inversión en un plan de energía. La inversión en ambos proyectos será de aproximadamente \$7,0 millones.

Por su parte, se quiere construir un Centro de Distribución en Managua de 10.000 m<sup>2</sup> de capacidad, implementar un nuevo sistema de logística para mejorar la eficiencia y comprar un terreno para construir un edificio de oficinas.

Los pasivos totales alcanzaron un total de C\$1.979,30 millones al cierre de setiembre 2016 (US\$68,33 millones), registrando un decrecimiento de 3% a nivel anual y de 7% a nivel semestral. La disminución anual responde principalmente a la baja en el pasivo corriente, específicamente en la partida de proveedores y en las cuentas por pagar y gastos acumulados; variación que se vio contrarrestada en parte por el aumento anual que presentaron las cuentas por pagar con partes relacionadas al cierre del período en análisis. De igual modo, a nivel semestral la variación responde a la disminución en el pasivo corriente, en este caso si se da una disminución en las cuentas por pagar con partes relacionadas.

La partida proveedores disminuye anual y semestralmente debido a que con la venta del Molino de Harina a CMI se dejó de importar trigo. Agricorp conserva la distribución de la harina de trigo como producto terminado pero CMI es quien importa directamente la materia prima de sus proveedores.

Los pasivos corrientes representan el 84% de los pasivos totales y están compuestos principalmente por préstamos por pagar con 33% de participación, seguido de documentos por pagar con 27% y cuentas por pagar y gastos acumulados con 19% del total, las anteriores como las partidas más representativas.

Los pasivos no corrientes conforman el 16% restante de los pasivos y están compuestos en su mayoría por préstamos por pagar a largo plazo, los cuales ocupan un 71% del pasivo no corriente.

Las cuentas por pagar a partes relacionadas venían presentando una disminución en su participación dentro de

**OFICINAS REGIONALES**

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

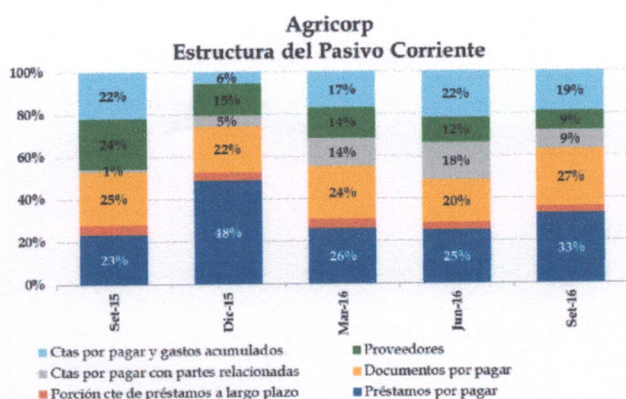
**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

los pasivos totales; no obstante, durante el 2016 se dio un aumento haciendo que en conjunto, las cuentas por pagar a partes relacionadas de corto y largo plazo representen un 9% del total de pasivos a setiembre 2016 (3% a setiembre 2015).

El incremento en las cuentas por pagar a partes relacionadas a corto plazo responde al aumento en cuentas por pagar a Grain Hill por transacciones comerciales, debido a que Grain Hill actúa como intermediaria en operaciones de compra de materia prima importada.

Por su parte, en línea con los planes estratégicos 2014-2016, Agricorp se plantea como una de sus prioridades reducir los niveles de deuda, incluyendo también la deuda con las empresas del grupo, objetivo que se mantendrá hasta finalizar el año 2016 y se ha evidenciado dada la reducción en las cuentas por pagar con partes relacionadas.



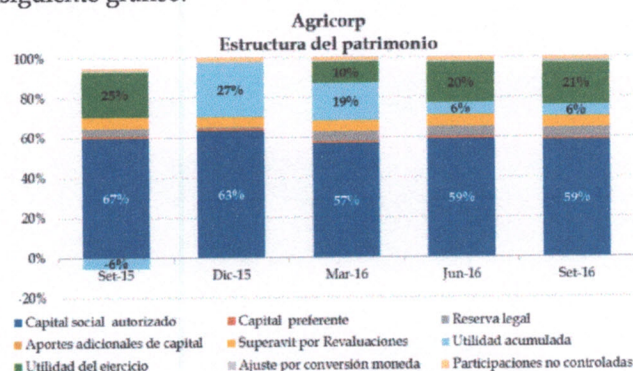
Por último, el patrimonio de Agricorp y subsidiarias, al cierre de setiembre 2016 registró un total de C\$811,56 millones, equivalentes a US\$28 millones, el cual mostró un crecimiento interanual de 14% y un decrecimiento a nivel semestral de 3%.

De forma anual, el aumento en el patrimonio obedece en mayor medida al aumento en la utilidad acumulada y en menor medida al aumento en la reserva legal. Por su parte, a nivel semestral, la disminución responde a la variación negativa que registra la utilidad acumulada.

El patrimonio de la entidad está conformado en un 59% por lo que es Capital Social Autorizado, seguido de 21% correspondiente a utilidad del ejercicio y 6% en la partida de utilidad acumulada, los tres anteriores como los más representativos.

La aparición de pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores dentro de la composición del patrimonio a

setiembre 2015 responde a movimientos en las cuentas de patrimonio que permitieron compensar cuentas por cobrar relacionadas con Grain Hill. No obstante, dejaron de reflejarse a finales del 2015 e inicios del 2016, debido al efecto compensatorio de las utilidades acumuladas y del ejercicio. Dicho comportamiento se puede observar en el siguiente gráfico.



Con el propósito de robustecer su capital, fortalecer su posición de liquidez y reducir sus costos financieros, Agricorp gestiona en el mercado bursátil una emisión de acciones preferentes no acumulativas por un monto de US\$10.000.800,00 divididas en 240.000 acciones, con un valor en acciones de US\$41,67. La emisión será hasta un monto máximo de doscientos cuarenta millones de córdobas (C\$ 240.000.000,00).

En octubre 2015, se realizó una colocación que dejó el saldo de acciones en 12.598 acciones preferentes equivalente a C\$12.598.000; posterior a esa fecha, en octubre 2016 se realizó una nueva colocación que deja el saldo colocado actual en 13.540 acciones. Según comenta la administración no se ha hecho mayor esfuerzo por colocar estas acciones; sin embargo, estos están disponibles a solicitud del público inversionista.

**OFICINAS REGIONALES**

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Características de la emisión	
Emisor	Corporación Agrícola, S.A. (Agri-Corp)
Clase de instrumento	Acciones preferentes no acumulativas
Monto autorizado del programa	No excederá un monto máximo colocado de C\$240.000.000,00, equivalente a US\$10.000.800,00
Moneda de la emisión	Se emitirán en Córdoba
Denominación o valor facial de cada acción	C\$1.000,00 equivalente a US\$41,67. Las acciones se colocarán en el Mercado Primario en lotes de 240 acciones
Forma de representación	Valores dematerializado
Plazo para la colocación	No hay plazo de colocación
Dividendos por acción	En el primer año, las acciones preferentes devengarán un dividendo por acción de US\$3,75, a partir del segundo año en caso que la Asamblea de Accionistas del emisor declare dividendos, estos serán por el mismo valor
Forma de colocación	A través del Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua (BVDN), mediante los puestos de bolsa autorizados
Garantías	No cuentan con garantías reales ni personales, ni con un fondo económico que garantice el pago de dividendos
Opción de recompra	Las acciones preferentes no tendrán fecha de vencimiento, sin embargo la sociedad se reserva el derecho u opción de poder comprar en cualquier momento en forma parcial o total, directa o indirecta, las acciones preferentes a un precio por acción de US\$41,67, más los dividendos declarados pero pendientes de pago (en caso que los hubiese), en cualquier momento posterior a su colocación en el mercado primario. La opción de compra de las acciones preferentes es un derecho de la sociedad y una obligación de venta que tiene el accionista preferente.
Agente de pago	INVERCASA, puesto de bolsa

## 7. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 7.1. Liquidez

La posición de liquidez de la empresa, se fundamenta en la capacidad que tiene de generar flujo operativo derivado de su principal giro transaccional. De esta manera, las disponibilidades en efectivo fueron C\$86,34 millones al cierre de setiembre 2016, creciendo en 2% con respecto al mismo período del año anterior y reduciéndose en 27% con respecto al cierre del semestre anterior.

La administración comenta que debido al giro del negocio, las disponibilidades de efectivo fluctúan mes a mes, ya que cuentan con obligaciones con bancos y proveedores que demandan volúmenes importantes de recursos. La política a seguir por la Corporación es tener un nivel óptimo de efectivo solamente para los pagos necesarios.

A pesar de que la calidad crediticia de Agri-Corp está soportada eficazmente en una serie de líneas de crédito suscritas con instituciones especializadas; también cuenta con otras estrategias para mejorar el perfil de liquidez, entre ellas, la participación dentro del mercado de valores de Nicaragua (inversiones financieras).

La Corporación cuenta con un departamento de tesorería que brinda soporte al control de los riesgos asociados a las actividades del negocio. Uno de sus objetivos principales es monitorear potenciales eventos de riesgo de liquidez. Este

equipo cuenta con el perfil, capacidad y habilidad técnica para controlar las entradas y salidas de efectivo en tiempo real. Asimismo, desarrolla análisis de sensibilidad que permiten observar los cambios según la maduración de sus activos y pasivos de corto plazo.

De este modo, la razón circulante a setiembre 2016, se ubica en 1,21 veces, aumentando con respecto a lo presentado a setiembre 2015 (1,11 veces) y a marzo 2016 (1,19 veces), aumento que obedece a la disminución que presentaron los pasivos corrientes. En ese sentido, la entidad mantiene márgenes de maniobra para honrar sus deudas de corto plazo.

La prueba ácida, la cual excluye del análisis a la variable inventarios, aumenta ligeramente con respecto a lo mostrado al cierre del semestre anterior, registrándose en 0,74 veces.

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

El período medio de cobro, al cierre de setiembre 2016, se registró en 44 días, este resultado disminuye ligeramente con respecto a lo mostrado en setiembre 2015, cuando se ubicaba en 48 días. Por su parte, al adicionar las cuentas por cobrar a partes relacionadas de corto plazo, la razón se incrementa a 70 días (84 días a setiembre 2015).

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

El capital de trabajo aumentó al cierre del período en análisis, favorecido por la disminución que registraron los préstamos por pagar y la partida de proveedores.

La empresa mejoró su participación de capital de trabajo frente a sus activos corrientes al alcanzar un 33% frente al 30% que registró a setiembre 2015.

AGRICORP					
Indicadores de Liquidez	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Razón circulante	1,11	1,13	1,19	1,12	1,21
Prueba ácida	0,73	0,63	0,72	0,58	0,74
Proporción del capital de trabajo	30,02%	16,79%	30,18%	30,49%	33,11%
Cobertura del capital de trabajo	0,86	0,38	0,76	0,63	0,86

## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

El análisis del EBITDA refleja un aumento del 10% de forma interanual, lo que responde principalmente al aumento en el resultado operativo de la entidad. Lo anterior obedece al comportamiento creciente de los ingresos, el cual en términos absolutos supera el crecimiento de los costos de ventas y gastos operativos durante el período en análisis.

La cobertura EBITDA a carga financiera aumenta interanualmente, dado el comportamiento creciente del EBITDA y la disminución en los gastos financieros. Se considera que el indicador se mantiene en un nivel de bajo riesgo, dado que la operación de la Corporación cubre de forma holgada las cargas financieras de las deudas contraídas (4,84 veces).

Si al cálculo anterior se le adiciona la deuda financiera de corto plazo la cobertura por parte del EBITDA se reduce, colocándose en 0,47 veces.

Por su parte, al comparar el flujo de las operaciones contra la deuda financiera total (corto y largo plazo), se observa que la Corporación cuenta con un nivel moderado de pasivos en relación a su flujo de efectivo, lo que reduce su riesgo de liquidez.

Indicadores EBITDA	Sep-15	Mar-16	Sep-16
EBITDA (millones de córdobas)	408,47	182,38	450,61
Cobertura a carga financiera	3,46	5,60	4,84
Cobertura a servicio de deuda	0,40	0,53	0,47
Cobertura a obligaciones de CP	0,24	0,36	0,29
Deuda financiera a EBITDA	2,76	2,00	2,27

## 7.2. Endeudamiento

Al cierre del período en análisis, la deuda de corto plazo acumuló un saldo de C\$1.660,86 millones representando el 84% de los pasivos totales. Las principales partidas que componen el pasivo de corto plazo son préstamos por pagar con 33% de participación, seguido de documentos por pagar con 27% y cuentas por pagar y gastos acumulados con 19%, los anteriores como los más representativos. En el último año, ha existido una tendencia a la baja de las cuentas de corto plazo del pasivo, que explican los esfuerzos de la entidad de operar con niveles de deuda más controlados.

La deuda en su totalidad es orientada principalmente a fortalecer los activos principales, tales como inventarios e inversión de maquinaria y en menor medida a la mejora de procesos. Según comenta la administración, las inversiones a realizar en los próximos años están orientadas de forma tal que tengan un impacto positivo e importante sobre el EBITDA.

A setiembre 2016, los activos totales son financiados con el 71% de los pasivos (razón de deuda), manteniéndose por debajo de las políticas prudenciales de endeudamiento de la Corporación, el cual establece como límite no ser mayor al 80%; asimismo, esperan poder reducir dicho indicador hasta que presente una relación de 66%. Con esto, Agri-Corp maneja una estructura financiera alineada a sus propósitos de reducir a futuro los pasivos más exigibles.

Como evidencia del menor uso de deuda para el financiamiento de los activos, la razón que mide las veces que la deuda cubre los recursos propios de la Corporación, mejora anual y semestralmente, al ubicarse en 2,44 veces al cierre del período en análisis, colocándose por debajo de lo registrado en marzo 2016 (2,54 veces). Por su parte, el índice de apalancamiento resultó menor en relación al observado el año y semestre anterior.

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

Asimismo, dado el incremento en la utilidad operativa, en conjunto con la disminución en los gastos financieros, es que el indicador de cobertura de intereses mejora, ubicándose en 3,70 veces, frente a las 2,71 veces reportado en el mismo período del año anterior. Por su parte, la tasa de interés promedio sobre los pasivos disminuye con respecto a setiembre 2015 y marzo 2016.

AGRICORP					
Indicadores de Endeudamiento	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Cobertura de intereses	2,71	2,83	4,56	4,41	3,70
TIP	6,81%	6,17%	5,89%	5,16%	5,79%
Gastos Financieros/ Pasivo con costo	10,65%	8,60%	8,72%	8,18%	8,16%
Índice de Apalancamiento	3,86	4,07	3,54	4,09	3,44
Razón de deuda	74,08%	75,42%	71,74%	75,56%	70,92%
Endeudamiento	2,86	3,07	2,54	3,09	2,44

## 7.3. Riesgo Cambiario

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

## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

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

## 8. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 8.1. Actividad

Con una diversificación de sus productos comestibles de consumo masivo, y la incorporación de nuevas tecnologías, Agri-Corp continúa consolidando su posicionamiento como empresa multi-segmentos líder en el procesamiento y distribución de productos de consumo masivo, a nivel local. La corporación enfoca sus esfuerzos a incrementar los ingresos que provienen de los subproductos, alimentos de consumo masivo y valor agregado, todos considerados de consumo tradicional, logrando de esta manera acceder a nuevos grupos de consumidores y alejarse de la imagen de una empresa enfocada exclusivamente en el segmento del arroz.

Durante el semestre en análisis continúa la una mejora en los indicadores de actividad de la Corporación, lo anterior debido a que el crecimiento mostrado por las ventas fue mayor en relación al presentado por la posición activa de la entidad, la cual en algunos casos registró decrecimientos. Las ventas netas presentaron un crecimiento anual de 15% al finalizar el semestre en análisis, mientras los activos totales mostraron un aumento de 2% para el mismo período, lo que hizo que el indicador de rotación de activo total aumentara con respecto al registrado en el año anterior.

Asimismo, dado el comportamiento decreciente presentado por el activo no corriente, aunado al incremento en las ventas, el indicador de rotación de activo de largo plazo presenta un incremento al cierre del período en análisis. Una situación similar se presenta con el indicador de rotación de activo fijo, el cual se incrementa dado el ligero crecimiento registrado por la partida de propiedad, planta y equipo al cierre del período en análisis.

La capacidad de absorción del gasto administrativo por los flujos generados de la actividad principal del negocio, se reduce anual y semestralmente mejora al reportar un nivel de cobertura de 3,21 veces al cierre de setiembre 2016 (3,54 veces el año anterior), lo anterior debido al incremento en mayor proporción que presentaron los gastos

administrativos en comparación con la utilidad operativa en el período en análisis.

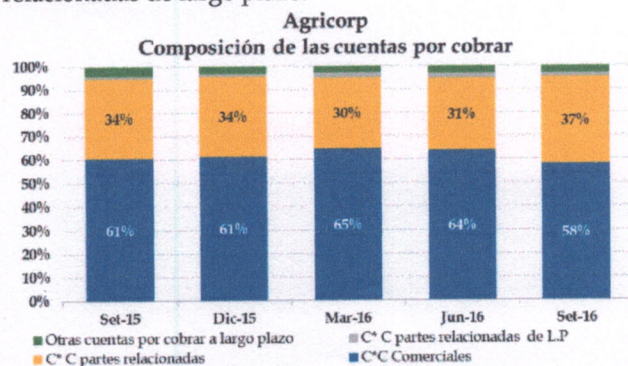
La presencia nacional se mantiene con más de 16.700 puntos de ventas a lo largo del territorio nicaragüense, lo que le permite posicionarse como la empresa líder en el segmento de productos de alimentos de consumo básico.

AGRICORP					
Indicadores de Actividad	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Rotación del Activo Circulante	2,48	2,35	2,61	2,41	2,71
Rotación de Activo a Largo Plazo	4,83	5,02	7,06	7,15	7,26
Rotación de Activo Fijo	8,09	8,25	9,73	9,87	9,96
Rotación de Activo Total	1,64	1,60	1,91	1,80	1,97

### 8.2. Cuentas por cobrar

Al cierre de setiembre 2016, las cuentas por cobrar de Agricorp contabilizan un total de C\$1.133,60 millones, mostrando una disminución de 2% con respecto al mismo período del año anterior, esto debido principalmente a la disminución en las cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar a largo plazo.

Están compuestas en un 58% por las cuentas por cobrar comerciales, seguido de 37% por las cuentas por cobrar a partes relacionadas a corto plazo, 3% por otras cuentas por cobrar a largo plazo y 2% de las cuentas por cobrar a partes relacionadas de largo plazo.



Al cierre del período en análisis, las cuentas por cobrar comerciales acumularon un saldo total de C\$657,34 millones, mostrando una disminución de 6% con respecto a setiembre 2015. Dicha variación es resultado de la mejoría que se dio en la gestión de cobro de las cuentas por cobrar, las cuales disminuyeron los días de cobro de 30 a 45 días para supermercados con la intención de mejorar el ciclo de efectivo y recuperación del flujo.

## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

Por el contrario, al cierre del semestre en análisis, las cuentas por cobrar a partes relacionadas de corto plazo y largo plazo muestran un crecimiento anual de 8% y 33% respectivamente. Lo anterior obedece al anticipo de dividendos a Grain Hill; se espera que dicha cuenta por cobrar se cancele una vez se den los resultados del año 2016. Por lo tanto, se continuaría con el proceso de limpiar las cuentas por cobrar con partes relacionadas con la intención de contar con estados financieros más limpios.

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

El indicador que mide el nivel de rotación de las cuentas por cobrar comerciales se ubicó en 8,26 veces a setiembre 2016, aumentando con respecto a la cifra registrada en el mismo período del año anterior (7,57 veces), lo anterior dado el crecimiento que presentaron las ventas e impulsado por la disminución en las cuentas por cobrar comerciales.

Agri-Corp hace líquidas las cuentas por cobrar comerciales en un período promedio de 44 días, reduciéndose con respecto a lo registrado a setiembre 2015, cuando tomaba 48 días. Con respecto a años anteriores, se ha dado una mejora en dicho indicador, resultado de los esfuerzos en materia de recuperación.

Los 20 clientes más importantes concentran, a setiembre 2016, el 33% de las cuentas por cobrar y los 5 mayores muestran una participación del 15%. Dichas concentraciones, en opinión de SCRiesgo, se consideran moderadas dado el tipo de negocio del que se trata, asimismo, no han presentado mayor variación en relación a lo mostrado en períodos anteriores.

AGRICORP					
Indicadores de las Cuentas por Cobrar	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Rotación de las CxC	7,57	8,01	7,67	7,82	8,26
Rotación de las CxC y CxC a partes relacionadas	4,30	4,53	5,07	5,14	5,18
PMC	47,58	44,96	46,92	46,01	43,59
PMC con partes relacionadas	83,72	79,51	71,05	69,99	69,47

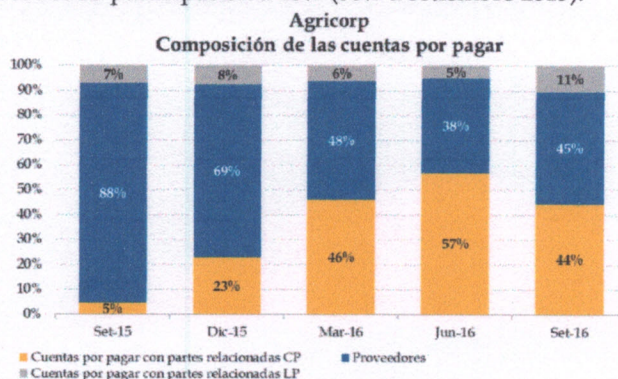
### 8.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar totales contabilizaron un total de C\$329,42 millones al cierre del período en análisis, las

cuales presentan una disminución a nivel interanual de 28%, impulsada principalmente por la disminución en la cuenta de proveedores, no obstante, dicha disminución fue aminorada por el aumento en C\$124,65 millones de las cuentas por pagar con partes relacionadas de corto plazo.

Las cuentas por pagar con partes relacionadas a corto plazo presentaron un incremento importante a nivel anual al cierre del período en análisis. Dicha variación responde al aumento en cuentas por pagar a Grain Hill por transacciones comerciales, ya que Grain Hill actúa como intermediaria en operaciones de compra de materia prima importada.

La composición de las cuentas por pagar al cierre del tercer trimestre 2016 varía con respecto a la mostrada en el mismo período del año anterior. De este modo, se incrementa la participación relativa de la partida cuentas por pagar con partes relacionadas de corto plazo, pasando de 5% en setiembre 2015 a representar el 44% de las cuentas por pagar en el período en análisis. Dado lo anterior y debido a la reducción de la cuenta de proveedores, dicha partida reduce su participación a 45% (88% a setiembre 2015).



Los principales destinos de los créditos que adquiere la Corporación son para la adquisición de granza, fortalecimiento de la liquidez y capital de trabajo.

El indicador de período medio de pago se registra en 39 días al cierre de setiembre 2016, disminuyendo con respecto al año anterior (69 días) debido al menor volumen de cuentas por pagar registradas en dicho período.

### 8.4. Inventarios

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

### OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

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

Al cierre de setiembre 2016, los inventarios de la Corporación acumularon un saldo de C\$772,81 millones, presentando un crecimiento anual de 16% y decrecimiento a nivel semestral de 9%, variaciones que obedecen al comportamiento cíclico que presentan los inventarios. La administración comenta que las compras de materia prima de Agricornp y subsidiarias cuentan con dos períodos de acopio en el año (marzo-mayo y octubre-diciembre), por eso el comportamiento de crecimientos y contracciones en los inventarios.

La partida inventarios representa cerca del 28% del total de activos, aumentando ligeramente su participación relativa con respecto a la registrada a setiembre 2015 (24% del total).

La rotación de inventarios mejora con respecto al año anterior, pasando de 4,56 veces en setiembre 2015 a 5,28 veces al cierre del período en estudio, lo anterior debido al incremento presentado por los costos. Por su parte, el promedio de días que tarda el inventario en ser vendido se registra en 68 días, disminuyendo con respecto a lo mostrado al cierre de setiembre 2015 (79 días).

AGRICORP					
Indicadores de Inventarios	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Rotación de inventarios	4,56	3,92	4,94	4,12	5,28
Período medio de inventarios	79,03	91,84	72,82	87,40	68,15

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

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

## 9. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 9.1. Estado de resultados

Agricornp y subsidiarias registraron una utilidad neta acumulada de C\$168,12 millones (\$5,91 millones) al cierre de setiembre 2016, registrando una disminución interanual de 6%, lo que responde a que el aumento en términos absolutos que registraron los gastos fue mayor al de los ingresos.

Cabe destacar que a setiembre 2015 se registró un monto mayor en la partida de otros ingresos, que correspondía a la transacción de la venta del molino, el cual no es un evento considerado parte del giro normal del negocio. Por lo tanto, la reducción en la utilidad acumulada al cierre del período en análisis, se debe a lo mencionado anteriormente y no a un empeoramiento en la gestión del negocio entre un año y otro.

A pesar de la disminución anual en las utilidades de la entidad al cierre del período en análisis, se ha venido dando una mejora paulatina en los resultados en los últimos años, lo que según comenta la administración, ha estado influenciado por una serie de medidas que se han venido promoviendo y a mejoras en las ventas. Asimismo, los resultados obedecen a decisiones estratégicas que se han tomado a lo interno de la Corporación, tales como: la venta del molino de harina, nuevas líneas de distribución y otras medidas e inversiones enfocadas a mejorar la eficiencia operativa y el rendimiento.

Cabe destacar que en enero de 2014 la Corporación inicia el registro de resultados positivos, lo anterior tras presentar pérdidas por varios períodos. Los resultados positivos siguieron una expansión gradual durante el 2014, 2015 y ahora el 2016.

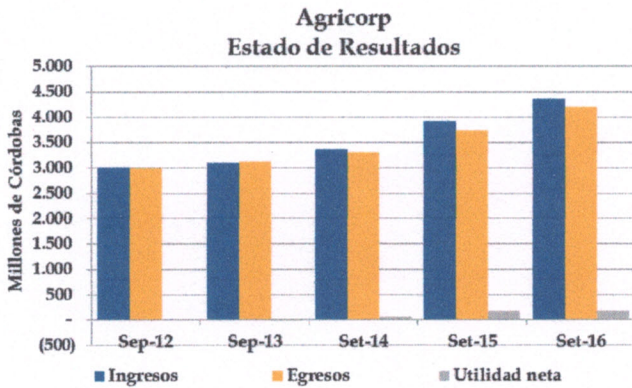
La administración comenta que la mejora en los resultados ha sido consecuencia de los esfuerzos de la entidad por controlar el gasto, las mejoras en el manejo de los costos y la reducción en los precios de las materias primas importadas.

### OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

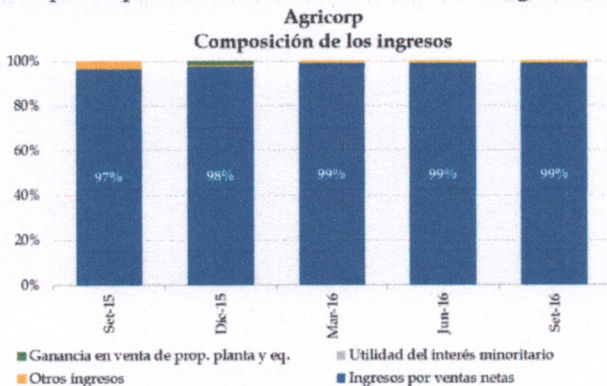


Según comenta la administración, a octubre 2016 cerraron con resultados acumulados por \$7,0 millones aproximadamente y esperan cerrar el año con \$8,0 millones.

Los ingresos acumulados de la entidad alcanzan, al cierre de setiembre 2016, un total de C\$4.363,38 millones, equivalentes a \$153,38 millones. Los cuales mostraron un aumento de 12% con respecto a lo registrado al mismo período del año anterior. Dicha variación fue impulsada por el aumento que presentaron los ingresos por ventas netas. La Corporación se encuentra trabajando bajo una estrategia de incorporar más representaciones de modo que se genere un aporte adicional a los ingresos.

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

A diciembre 2015 se registra, como parte de los ingresos, un monto por ganancia en venta de propiedad, planta y equipos, que representa en ese período un 1,6% de los ingresos totales. Dicha ganancia fue generada por la venta de la planta procesadora de harina realizada en agosto 2015.



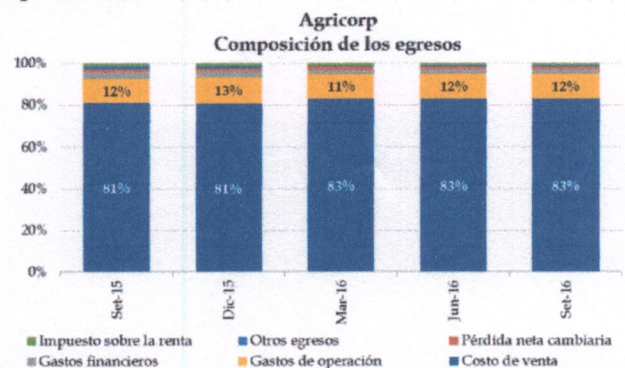
Al cierre del período en análisis, el arroz procesado continúa como el producto con mayor aporte a la base de ingresos, el mismo contribuyó con el 68% del total de ingresos, seguido de la harina de trigo procesada con un 9%, los subproductos del arroz con una participación de 5%, el azúcar con un 3% y la harina de maíz con un 2%, los anteriores como los más representativos.

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

Por su parte, los costos y gastos totales se registran en C\$4.195,26 millones (\$147,47 millones) al cierre de setiembre 2016, presentando un incremento interanual de 12%. El incremento en los egresos es resultado del aumento anual en los costos de venta en 15% y en los gastos de operación en 17%.

El aumento en los costos de venta y en los gastos de operación va de la mano con el crecimiento del negocio. No obstante, cabe destacar que como producto de los esfuerzos de la corporación por aumentar su rentabilidad, se aprecia que tanto el costo de ventas como los gastos operativos se han reducido como porcentaje de las ventas de cada período.

La composición de los egresos se mantiene muy similar a la mostrada en períodos anteriores, siendo los costos de venta la partida con mayor participación con un 83% del total, seguido de los gastos de operación con 12% y los gastos financieros con 2%, los anteriores como los más representativos.



Dado el comportamiento de la utilidad neta, el margen neto se reduce ligeramente de manera anual, así también lo hace el margen operativa en respuesta al aumento más que proporcional que presentaron los ingresos en comparación

#### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157**  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito

con la utilidad operativa. Por el contrario, el margen bruto aumenta levemente con respecto al registrado un año atrás.

AGRICORP					
Indicadores de Rentabilidad	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Margen bruto	19,1%	20,1%	20,9%	20,7%	19,4%
Margen Operativo	8,2%	8,1%	10,3%	9,4%	7,9%
Margen Neto	4,6%	3,9%	6,0%	5,5%	3,9%

El EBITDA, indicador que mide el desempeño operativo de la Corporación, registró un monto a setiembre 2016 de C\$450,61 millones, mostrando un incremento de 10% con respecto al monto del año previo. Asimismo, el resultado operativo presenta un crecimiento interanual de 8% dado el mayor incremento en términos absolutos de los ingresos en relación a los costos de venta y gastos de operación.

EBITDA			
En millones de Córdoba (C\$)			
	Set-15	Set-16	Δ anual
Utilidad operativa (EBIT)	319,52	344,62	8%
(+) Depreciación	51,4	57,9	13%
(+) Amortización	37,6	48,1	28%
<b>EBITDA</b>	<b>408,47</b>	<b>450,61</b>	<b>10%</b>
Ventas	3.911,8	4.363,4	12%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	

El margen EBITDA (EBITDA/ ventas totales), se mantiene igual al registrado el año anterior y se ubica en 10%. En razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 92% de los ingresos para setiembre 2016.

## 9.2. Rentabilidad

A partir del primer trimestre del 2014 se da una mejora evidente en los resultados que registra la Corporación; los resultados positivos se han mantenido hasta la actualidad. Los flujos derivados de sus principales operaciones comerciales muestran una tendencia creciente y concentrada en segmentos muy rentables y aunado al buen posicionamiento de marca, le han permitido a la Corporación continuar expandiendo sus ingresos.

El rendimiento de operación sobre los activos (ROA) mejoró interanualmente, en línea con el mejor desempeño de la generación de los ingresos, registrándose en 15,71% al cierre del período en análisis (13,86% a setiembre 2015).

Por su parte, el retorno sobre el patrimonio disminuye anualmente dada la disminución en los resultados netos de

la entidad, registrándose en 28,68% (31,39% a setiembre 2015).

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

AGRICORP					
Indicadores de Rentabilidad	Set-15	Dic-15	Mar-16	Jun-16	Set-16
Rendimiento de Operación sobre los Activos (ROA)	13,86%	13,22%	19,77%	17,16%	15,71%
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	31,39%	26,75%	43,64%	41,00%	28,68%

*Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en febrero de 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en octubre de 2003. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.*

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

## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157  
Edificio Golden Point, Piso 16  
Oficina 2, Vía Ricardo J. Alfaro

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-4 Colonia San Benito