

Corporación Agricorp, S.A. Informe de Calificación

Sesión extraordinaria: 4072012

Información financiera auditada: al 31 de diciembre 2011, adicional a marzo del 2012.

Analista Alonso Sanabria Chinchilla Analista Financiero asanabria@scriesgo.com
Roy Diego Chaves R. Director de País Nicaragua rchaves@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

	Calificación de riesgo					
	Anterior		Perspectiva	Actual		Perspectiva
	Corto Plazo	Largo plazo		Corto Plazo	Largo plazo	
Papel Comercial y Bonos de Agricorp S.A.	SCR3(nic)	scr A+(nic)	Observacion	SCR3(nic)	scr A+(nic)	Estable
Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola, S.A.	N.A.	N.A.	N.A.	SCR3(nic)	scr A+(nic)	Estable

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

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

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

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

Perspectiva "en observación": Se percibe que la probabilidad de cambio de la calificación en el mediano plazo depende de la ocurrencia de un evento en particular.

2. FUNDAMENTOS

La calificación otorgada a Agricorp se fundamenta principalmente en su liderazgo nacional en el mercado de alimentos básicos como arroz, frijoles, harina, sal, huevos y otros. Este liderazgo en ventas se ve respaldado por alianzas estratégicas con empresas productoras y distribuidoras a nivel nacional, además de la importación de materias primas.

La empresa cuenta también con una amplia red de distribución propia a nivel nacional, además de una estructura de clientes y distribuidores que le permiten posicionarse en Nicaragua como un líder en su segmento de mercado.

Los resultados obtenidos en el transcurso del año en estudio de marzo 2011 a marzo 2012, presentan dos escenarios marcados por circunstancias de mercado excluyentes entre sí en el segundo y tercer trimestre la baja en ingresos debido a la mala calidad de la granza de arroz importada afecto las utilidades operacionales, sumado a los gastos totales crecientes por la operativa misma.

Sin embargo el panorama del último trimestre 2011 y primer trimestre del 2012, cambia totalmente, al implementar las estrategias mencionadas por la administración donde la importación de materia prima de América del Sur, la disminución del impuesto de la renta por parte del gobierno y el crecimiento esperado en las ventas de productos representados, sumado a la disminución de gastos en comparación con los trimestres anteriores, dan como resultado una utilidad neta positiva y un incremento en la rentabilidad.

Agricorp mantiene una concentración de una parte importante de sus ventas (62%) en un solo producto, arroz.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Clasificadora de Riesgos 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 sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión. Se recomienda analizar el prospecto, la información financiera y los hechos esenciales de la entidad clasificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, la bolsa de valores en la que opera el emisor y las casas de bolsa representantes".

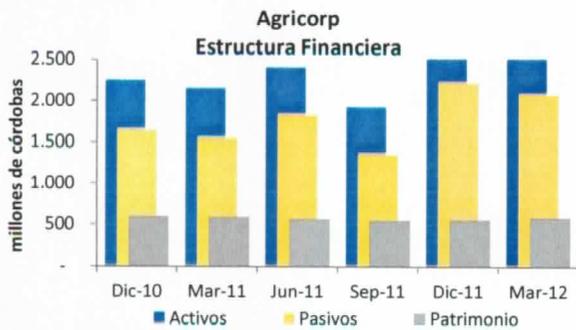
Sin embargo, se destacan los esfuerzos realizados por AgriCorp en la diversificación de sus productos, tanto propios como en la representación de líneas varias, lo que permite abaratar los costos de distribución a la vez de manejar mejores márgenes.

2.1 Hecho relevante:

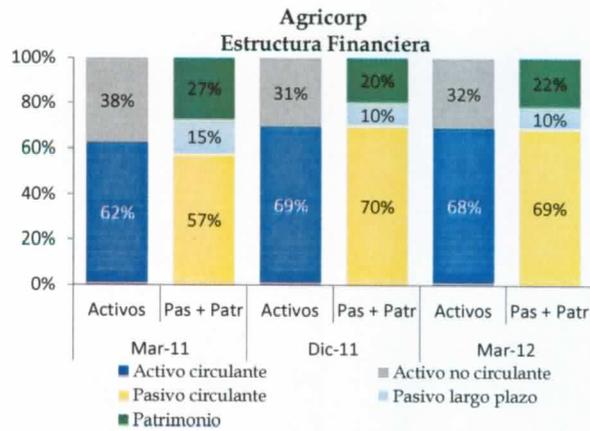
Agri-Corp, colocó el 31 de mayo 2012 la quinta y última serie del programa de Papel Comercial y Bonos la emisión es por \$3.000.000,00 a 6 meses plazo y vence el 30 de noviembre de 2012.

3. ESTRUCTURA FINANCIERA

Agricorp a marzo 2012, presenta un crecimiento en activos y pasivos, mientras que el patrimonio prácticamente se mantuvo a nivel interanual. El crecimiento mostrado por los activos es de 24,64% interanualmente y trimestralmente disminuyó un 4%, el total de activos a marzo 2012 es C\$ 2,671 millones. Los pasivos tuvieron un mayor crecimiento interanual de 34,18% y una disminución trimestral del 6,28% y son C\$2,088 millones.

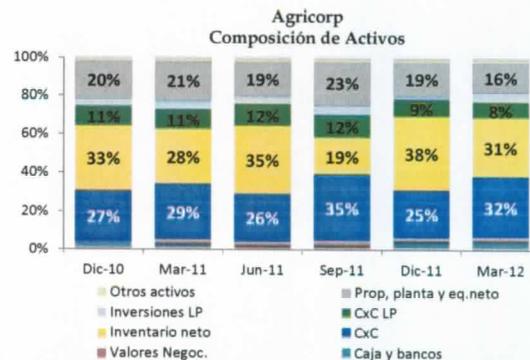


Por su parte el patrimonio es de C\$ 582,0 millones presenta un decrecimiento interanual de 0,68% y un crecimiento trimestral de 5,15%, donde el capital suscrito se ha mantenido constante en el último año, el superávit por revaluación de activos representa el 24,5% del total de patrimonio y la utilidad del ejercicio es de C\$ 29,6 millones.



La relación en la estructura financiera se mantuvo estable trimestralmente donde los activos a corto plazo fueron financiados al 100% por pasivos circulantes, y los activos a mayor plazo fueron financiados con deuda a largo plazo, en un 10% y un 22% fue financiado con el patrimonio, esto refleja una disminución en la posición de financiar los activos a largo plazo con recursos propios ya que a marzo 2011, la relación de activos no circulantes financiados con patrimonio era mayor.

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



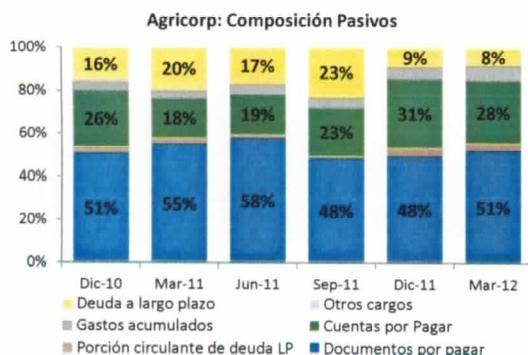
Históricamente en los activos de Agricorp, presentan mayor representatividad las cuentas de Propiedades, planta y equipo neto, (en este rubro en particular se encuentran en proceso de ejecución obras y compra de equipo por \$336.630,00); cuentas por cobrar a corto y largo plazo e inventario neto. Esta composición se ha mantenido relativamente estable, con algunas variaciones que se deben a la estacionalidad del mercado en el cual se encuentra Agricorp.

Nicaragua: (505) 2278-1947

Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@seriesgo.com

A marzo 2012, los inventarios disminuyeron trimestralmente un 22%, particularmente las importaciones y materia prima en tránsito dada la estacionalidad en las finanzas de la Empresa, que afecta además las cuentas de préstamos y documentos por pagar en el caso de los pasivos.

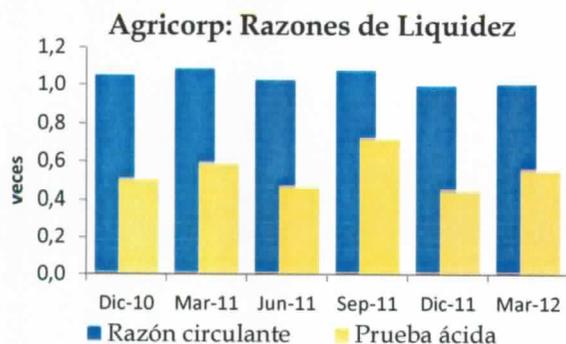


4. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

4.1. Liquidez

Agricorp, presenta una razón circulante igual a uno, por lo que debido a su utilización de pasivos a corto plazo como principal herramienta de financiamiento, se encuentra en límite de lo que sería ideal dado el giro de la Empresa, sobre todo si tomamos en cuenta que los inventarios representan una desmejora en esta razón de 0,45% resultado de la prueba ácida.

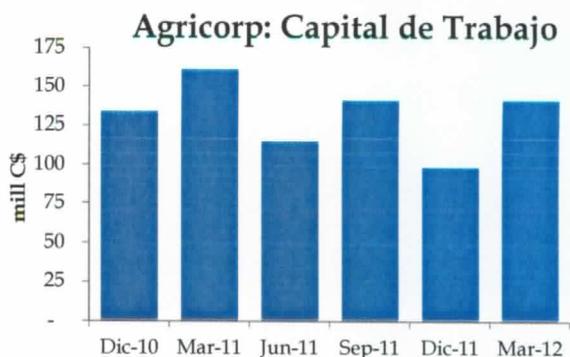
Es así como se ha mantenido a lo largo del año y en los periodos anteriores, esto debido al mecanismo de fondeo de los activos circulantes con pasivos a corto plazo.



En lo referente a la prueba ácida mencionada aun cuando el indicador se encuentra por debajo de la unidad, esto no debe considerarse directamente negativo, ya que es relativo a la estacionalidad de las materias primas del negocio.

El capital de trabajo de Agricorp, presenta un crecimiento trimestral y una disminución interanual, que obedece a la estacionalidad tanto de los compromisos adquiridos en la

compra de materia prima como a la recuperación de las cuentas por cobrar a corto plazo. Un capital de trabajo positivo y creciente representa una mayor capacidad para cubrir las necesidades operativas de la entidad.



Por su parte la mejora en los indicadores de liquidez nos presenta una mejora en la gestión a corto plazo, donde tanto el aumento de capital de trabajo trimestral como la disminución de inventarios impulsan el indicador de cobertura de capital de trabajo en forma positiva.

Agricorp: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
Razón circulante	1,05	1,08	1,02	1,07	0,99	1,00
Prueba ácida	0,50	0,59	0,46	0,72	0,44	0,55
Proporción Capital trabajo	9,31%	12,08%	7,47%	12,69%	5,09%	7,68%
Cobertura Capital trabajo	0,18	0,26	0,14	0,38	0,09	0,17

4.2. Endeudamiento

El comportamiento de los indicadores de endeudamiento ha estado ligado al componente estacional de las cuentas del Balance general de Agricorp, mostrando estabilidad de manera anual, pero variaciones de manera trimestral.

En cuanto a la exigibilidad de los pasivos de la entidad, se destaca que históricamente ha registrado un porcentaje importante de su deuda en el corto plazo, producto del giro del negocio de Agricorp. De esta manera, el porcentaje de pasivos que son de corto plazo oscilan entre 73% y 86% en el último año. De manera consistente, en el 2012 entre el 14% y 27% del pasivo ha correspondido a deuda a largo plazo.

A la fecha de este reporte, está en proceso de autorización por parte de la SIBOIF, la colocación de la emisión denominada "Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola, S.A.", dado que la anterior emisión ya fue colocada en su totalidad. El objetivo de esta emisión es sustituir deuda comercial por obligaciones bursátiles y utilizar los recursos como capital de trabajo.

Nicaragua: (505) 2278-1947

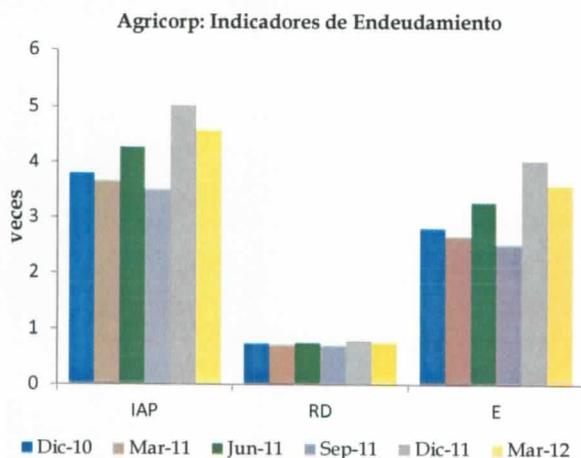
Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Papel Comercial y Bonos de Agricorp, S.A.	
Emisor	Agri-Corp S.A.
Clases de Instrumento	Valores comerciales y bonos
Moneda del programa	Dólares de los EEUU
Monto del programa	Cinco emisiones de USD 3.000.000,00 cada una
Valor facial	Denominaciones de USD 10.000,00
Programa de emisiones	Agosto 2011 (6 meses), noviembre 2011 (6 meses), febrero 2012 (6 meses) y mayo 2012 (6 meses)

Programa de emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija de Corporación Agrícola, S.A.	
Emisor	Agri-Corp S.A.
Clases de Instrumento	Papel Comercial y Bonos
Moneda del programa	Dólares de los EEUU
Monto del programa	La emisión no excedera un monto máximo colocado de USD15.000.000,00 (Quince millones de Dólares)
Valor facial	Denominaciones de USD 5.000,00
Plazo de la colocación	Dos años a partir de la fecha de autorización del mismo por parte de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras (SIBOIF). Se definirá de previo a la colocación en el medio y el plazo que defina el superintendente.
Programa de emisiones	

A marzo 2012 la capacidad de la Empresa para hacer frente a la carga financiera del periodo haciendo uso de sus utilidades, el indicador de cobertura de intereses es de 2,28 veces, manteniendo la estacionalidad del giro del negocio con una disminución de abril a setiembre 2011 y una tendencia creciente en el periodo de octubre 2011 a marzo 2012. El valor de la cobertura de intereses a marzo 2012 señala que Agricorp hace frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa), obteniendo utilidades durante el periodo bajo análisis.



Por su parte, la tasa de interés promedio sobre las pasivos (TIP) disminuyó interanualmente, dado el aumento en los gastos financieros, que no es proporcional al crecimiento de los pasivos, por las obligaciones financieras, que a su vez se

ve reflejado en el indicador de gasto financiero sobre el pasivo con costo, que refleja una mayor financiamiento a través de deuda con intereses más altos.

También al pago con sus proveedores, mediante cartas de crédito de entidades financieras, por lo que una parte importante de lo que anteriormente se registraba en los pasivos como cuentas por pagar a proveedores, actualmente se registra como Documentos por pagar.

Agricorp: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
Cobertura de intereses	2,72	1,36	0,77	0,95	1,80	2,28
TIP	5,5%	8,1%	6,6%	9,5%	4,8%	6,5%
GtoFinan /Pas. c. costo	8,0%	10,5%	8,8%	13,4%	8,1%	10,7%

5. ANÁLISIS DE GESTIÓN

5.1. Actividad

Durante el periodo bajo análisis se observó un importante aumento en los indicadores de actividad esto debido al aumento en las ventas interanualmente. Como resultado de esto la rotación de activos generaron ingresos 2,14 veces mayor a la inversión en los mismos, producto de los menores inventarios mantenidos por Agricorp en el periodo.

Por su parte, la rotación de activo a largo plazo (RLP) mostró un comportamiento más estable durante el periodo en análisis de marzo 2011 a marzo 2012. Esto se debe a la poca variabilidad de los activos de largo plazo de Agricorp.

Los activos fijos representan el 16% de sus activos totales, y el 51% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF no coincide con el RLP, como resultado la inversión en activos fijos esta produciendo 4,65 veces ingresos y la inversión en activos a largo plazo o no circulantes totales generan 9,04 veces sobre la inversión.

Por su parte, la rotación del activo total (RAT), como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, disminuyó interanualmente debido a la estacionalidad de los inventarios, pero se mantiene generando en su totalidad sobre la inversión en los mismos.

Agricorp: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
RAC	2,37	2,59	2,22	3,26	1,99	2,14
RLP	4,19	4,23	3,94	4,47	4,44	4,65
RAF	7,42	7,56	7,58	8,26	7,43	9,04
RAT	1,51	1,61	1,42	1,88	1,37	1,47

5.2. Cuentas por cobrar

A marzo 2012 las cuentas por cobrar registradas en los activos de Agricorp suman C\$ 1,013 millones, incluyendo las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, de corto y largo plazo,

Nicaragua: (505) 2278-1947

Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

actualmente las cuentas por cobrar constituyen el 38% de los activos totales, mostrando una tendencia creciente interanual.



5.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$580,3 millones a marzo 2012, presenta un aumento interanual del 105,58% y una participación sobre los pasivos totales de 28% a diferencia de la relación en el 2011 donde representaban el 18%.



Respecto a la brecha entre el periodo medio de cobro (PMC) y el periodo medio de pago (PMP), el incremento en el PMC afecta la liquidez como reflejan los indicadores mencionados, y perjudica los flujos de caja, lo que obliga a pagar en un mayor plazo o sea incrementar el PMP, para nivelar los flujos, sin embargo a marzo la diferencia entre ambos indicadores es de 29 días. Por lo tanto la Empresa recupera 29 días después de lo que paga a sus proveedores.

5.4. Inventarios

A marzo 2012 el saldo neto de inventarios de Agricorp registra C\$821,20 millones con un crecimiento interanual de 35%, la variabilidad en el monto de los inventarios netos responde al giro del negocio de Agricorp. El 80% de los inventarios de Agricorp ha estado representado por materia prima.

Agricorp: Inventario neto



La rotación del inventario (RINV), producto de la estacionalidad en los inventarios de Agricorp, con picos en algunas épocas del año, como diciembre, muestra que los inventarios permanecieron cerca de 3 meses antes de ser vendidos, convertirse en cuentas por cobrar o efectivo. O sea en promedio, aproximadamente 92 días, número que corresponde al periodo medio de inventario.

Agricorp: Indicadores de inventarios

Actividad	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
RINV	3,7	4,8	3,6	8,5	3,0	3,9
PMI	97,0	75,4	101,2	42,2	120,2	92,5

6. ANÁLISIS DE RESULTADOS

6.1. Estado de Resultados

En marzo 2011, Agricorp acumuló pérdidas por C\$6,0 millones y para marzo 2012 la utilidad fue de C\$ 29,6 millones, se explica por un aumento en los ingresos por ventas del 14%, donde el arroz representa un 62%, la harina de trigo un 12% y un subproducto del arroz un 6%; lo que muestra una mayor presencia en las ventas de su producto estrella, el arroz.

Sumado a esta mejora según se anota en el hecho relevante del 21 de febrero del 2012, una de las razones más influyentes en las pérdidas registradas en el año 2011, fue la baja calidad de la granza importada de Estados Unidos, sumado a la retención de granza local por parte de los productores que esperaban una mejora en el precio y que se normalizó en hasta enero 2012.

De esta forma los resultados positivos del primer trimestre de marzo también según se anota en el hecho relevante se deben a:

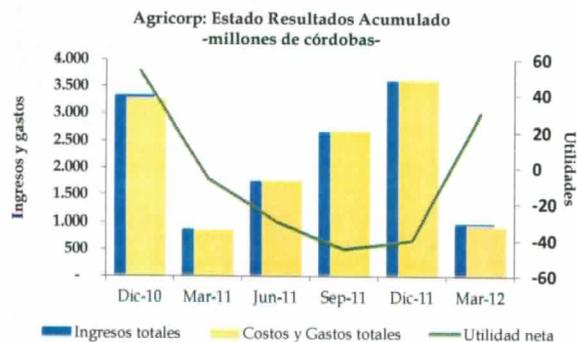
- Inventarios competitivos de mejor calidad importados de América del Sur y trigo de origen ruso.
- Precios internos más rentables
- Crecimiento en las ventas de productos representados.

Nicaragua: (505) 2278-1947

Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@seriesgo.com

Además la modificación al impuesto de la renta por parte del gobierno que disminuye de un 1,5% a 1,0%, sobre las ventas de arroz. Y por último la venta en la participación en operaciones agrícolas de arroz.



Respecto a la composición del costo y el gasto, la Empresa mantiene una estructura estable en el transcurso del año en estudio, donde el costo de ventas es la principal cuenta, cuya participación ha oscilado alrededor del 85%, este costo tuvo un incremento interanual del 8,6%, lo cual es favorable comparado con el aumento en los ingresos del 12%, lo que repercute en la mejora en las utilidades.

Además, los ingresos de Agricorp provienen de la comercialización de al menos 15 productos más, entre ellos la harina de maíz, granza, azúcar, huevos, productos Kimberly Clark, entre otros.

En los gastos operativos se da un aumento de gastos de venta que se refleja en la mejora en los ingresos por ventas, los gastos de tráfico disminuyeron un 24%, y los gastos de administración crecieron un 6%.

Tanto en forma trimestral como anual, el indicador de rotación de gasto administrativo aumento, producto del decrecimiento trimestral tanto de los activos totales como del gasto administrativo, el cual se cubre aproximadamente 24 veces con los activos totales.

Por su parte, en forma anual, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos aumentó interanualmente llegando a 2,77 veces a marzo 2012, producto tanto del decrecimiento del gasto administrativo y el aumento de las utilidades operativas de Agricorp.

Como hemos mencionado ya las condiciones favorables del mercado y las mejoras fiscales así como la estrategia de importación y venta de participación en operaciones agrícolas, han mejorado los indicadores de rentabilidad en general, se observa un aumento en los márgenes de utilidad de Agricorp. El margen bruto, el cual mide la rentabilidad sobre las operaciones de ventas, producción y costos, aumentó en el último año producto de un aumento en la utilidad bruta debido al crecimiento en los ingresos por

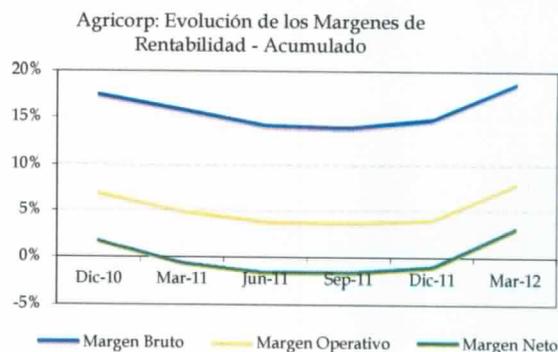
ventas.

Agricorp: Indicadores de gasto administrativo

Actividad	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
Rotacion Gtos. AdM.	24,35	20,28	37,05	21,71	19,85	23,78
Util. Operac. / Gtos Adm.	2,66	1,61	1,44	1,40	1,38	2,77

Por su parte, el margen operativo, el cual muestra el porcentaje de utilidad generada por las operaciones que conforman la actividad principal de Agricorp, presenta un aumento anual. Dado el aumento en la utilidad bruta, y la disminución en los gastos operativos a nivel trimestral.

Con respecto a las ventas, en el primer trimestre del 2012, el cliente más importante representa cerca del 3,91%, lo cual indica que las ventas de Agricorp están muy atomizadas, lo que a su vez representa un importante efecto mitigador del riesgo de dependencia de clientes no así dependencia del producto estrella.



Para afrontar esta situación, la Empresa, proyecta un crecimiento del 20% en las ventas de productos representados principalmente: Sal Atlántida, Jumex, Maseca y Kimberly Clark. Esto obedece a una estrategia que inicio con el objetivo de reducir los costos de la línea de distribución al aprovechar la logística de Agricorp, sin embargo se ha convertido en una importante generadora de utilidades con gran potencial de crecimiento.

6.2. Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la Empresa, respecto al rendimiento de operación sobre activos (ROA) creció interanualmente de 7,94% a 11,64% entre marzo 2011 y 2012, reflejo de la mejora en el margen de intermediación que ha presentado la utilidad operativa.

Esta mejora en el margen incide en el rendimiento sobre la inversión que pasa de presentar niveles negativos a un rendimiento sobre inversión de 4,43% gracias a la utilidad

Nicaragua: (505) 2278-1947

Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

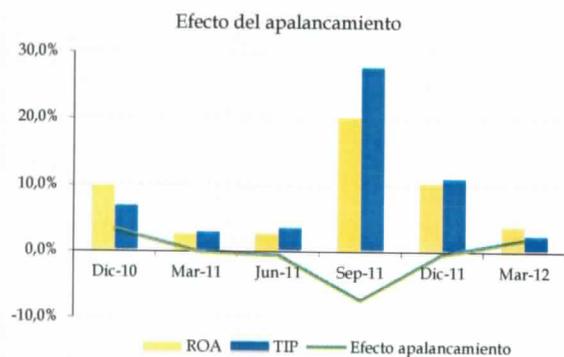
neta presentada en el trimestre a marzo 2012.

Caso similar ocurre con el rendimiento sobre el patrimonio, que registra un indicador de -4,09% a marzo 2011 y a marzo 2012 registra un 20,32%. Cabe resaltar que el Plan Estratégico de Agricorp para el 2012-2016 esperaba alcanzar un rendimiento sobre el patrimonio de alrededor del 16%.

Agricorp: Indicadores de rentabilidad trimestrales

Rendimientos	Dic-10	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11	Mar-12
ROA	10,92%	7,94%	3,89%	6,43%	6,96%	11,64%
RSI	2,19%	-1,12%	-3,92%	-3,25%	0,71%	4,43%
RSP	8,26%	-4,09%	-16,74%	-11,38%	3,57%	20,32%

Para marzo 2012, el efecto del apalancamiento alcanza niveles positivos dado que la capacidad básica de generación de utilidades por parte de Agricorp, medido por el ROA registró por encima del costo total de la deuda de la Empresa, medido por la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP) a marzo 2012, el resultado anterior presenta una posición positiva, pues indica que el efecto de apalancamiento es positivo dado que al disminuir el endeudamiento el rendimiento sobre el patrimonio es mayor, como lo muestra la grafica y los indicadores.



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 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en setiembre del 2010. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. "SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."

Nicaragua: (505) 2278-1947

Guatemala: (502) 2353-3168 Honduras: (504) 2225-7619 Costa Rica: (506) 2552-5936 Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com