

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	AGROPECUARIA INSA DE VENEZUELA AGROINSA, C.A.
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de DIEZ MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 10.000.000.000,00), emisión aprobada en Asamblea General Extraordinaria de Accionistas celebrada el 01 de Septiembre de 2017, y acordado por la Junta Directiva en sesión del 03 de noviembre de 2017.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Hasta cuatro (04) años.
USO DE LOS FONDOS:	Los fondos provenientes de la colocación de estos valores serán utilizados parcialmente para mejorar el desarrollo de las operaciones regulares de la empresa con la compra de insumos agrícolas, destinadas al financiamiento de sus actividades propias, y para mejorar las condiciones operativas de la compañía mediante las inversiones en propiedades, planta y equipos. También parte de los fondos serán utilizados para realizar pagos sobre deudas contraídas con instituciones bancarias, de esta manera los fondos obtenidos de la colocación estarán destinados a mejorar el perfil de vencimiento de los pasivos del emisor. En tal sentido, los fondos provenientes de la colocación serán utilizados de la siguiente forma: a) Adquisición de insumos agrícolas (Inventarios) 40%, b) Propiedad Planta y Equipos 30% y c) Sustitución de Pasivos Financieros 30%.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estados financieros al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Ortega, Rodríguez, Arrieta & Asociados (Alliott Group), más un corte no auditado al 31 de agosto de 2017b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresac) Información sectorial
RIESGO:	B1 <u>Categoría:</u> “B” Corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en e sector o área que éste pertenece, o en la economía. <u>Sub-categoría:</u> “B1”: Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que éste pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

Agropecuaria Insa de Venezuela AGROINSA, C.A., es una empresa especializada en la producción de rubros como maní y frijoles, entre otros tipos de leguminosas; oleaginosas, cereales así como en el desarrollo de cultivos de frutas. Para ello la organización cuenta con 3 fincas que ocupan una superficie combinada de 2.665 hectáreas, ubicadas en la Mesa de Guanipa, estado Anzoátegui, y además cuenta con una planta procesadora de maní. AGROINSA pertenece al Grupo La Alhambra, empresas con las que tiene relación accionaria además de comerciales, y que se encuentra conformado por: Comercializadora La Alhambra, C.A., Comercializadora Ream, C.A., Empaquetadora La Alhambra, C.A. y Procesadora Raw Grain, C.A. y Agroindustrial Llano Bajo, C. A. Los ingresos de AGROINSA provienen casi en su totalidad (96%) de las ventas del rubro maní. Entre 2014 y 2016, las ventas netas evidenciaron una tendencia creciente, como resultado del incremento en los niveles de producción, al disponer de una mayor cantidad de superficie cosechada, en el marco de la asociación con diversos productores pequeños, así como vía incremento en precios en los productos. Dentro de las oportunidades que aprovecha el emisor, en enero de 2017, obtiene los permisos necesarios para la exportación de los rubros de maní, frijol; chino, bayo y pico negro, con lo cual da inicio al proyecto de exportar parte de su producción agrícola. La primera etapa, se puso en marcha en el primer semestre del año 2017 con su primera exportación a diversos países, entre los cuales destacan; India, Vietnam, Holanda, Pakistán, Polonia y Dubái. A la fecha se han materializado tres exportaciones por una cantidad total de 22,75 toneladas de Frijol y 125 toneladas de Maní. Analizando los nichos de mercado en los que participa el emisor, formalmente no se dispone de cifras locales en relación a los rubros del maní y frijol. Sin embargo, según indicó la Gerencia la presencia de competidores es muy baja, por lo que afirman ser los líderes en ventas a gran escala en el mercado local en el caso del maní. El portafolio de clientes del emisor está compuesto principalmente por empresas comercializadoras y distribuidoras locales, quienes antes recurrían a importaciones de maní para cubrir su demanda. Los resultados sobre los márgenes del negocio evidencian un descenso continuo durante los últimos ejercicios. Sin embargo, este escenario parece responder a la coyuntura ocasionada por un ambicioso plan de exportaciones, con el cual se espera no sólo el incremento de los beneficios, sino disponer de una fuente alterna de generación de divisas que le permitirá al emisor apalancar la adquisición de aquellos insumos importados, que son de vital importancia en la producción. Cabe señalar, que la industria se ha visto severamente afectada por el acceso restringido a materias primas, repuestos, insumos y materiales de empaque, entre otros, y sin duda alguna el emisor no escapa de esta realidad. Por su parte, la estructura financiera del emisor ha mantenido una tendencia hacia el corto plazo, con una deuda financiera que ha ido incrementándose durante la serie analizada, el incremento del endeudamiento, en su totalidad bancario, evidencia una modificación en la estructura de deuda, que ha venido sustituyendo el mayor peso de la deuda de corto a mediano plazo principalmente con la banca pública. Escenario que corresponde a un mayor nivel de costos operativos de la siembra, para cumplir con el plan de exportación del maní, frijol; chino, bayo y pico negro, dada la realidad del espiral inflacionario en los precios de materias primas y demás insumos. Dentro de los factores críticos de riesgo que se identificaron, principalmente: AGROINSA cuenta con un índice de solvencia total adecuado, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar el ambicioso plan de exportación emprendido por el emisor que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia. Adicionalmente, la empresa se ha propuesto el objetivo de sustituir deuda financiera de corto plazo por deuda de largo plazo, esperando mejorar su perfil financiero, escenario que se corresponde con plan de desarrollo, aumentos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos lo que podría poner en riesgo sostener niveles adecuados de liquidez y una cobertura eficiente de la deuda en caso de deterioro del escenario económico.

1. DESCRIPCIÓN GENERAL

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar, de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación de riesgo del siguiente programa:

Emisor: AGROPECUARIA INSA DE VENEZUELA AGROINSA, C.A.

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones.

Monto: Diez Mil Millones de Bolívares (Bs.10.000.000.000, 00).

Plazo: Cuatro (04) años.

Fecha de aprobación: Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 01 de Septiembre de 2017.

Uso de los fondos: serán utilizados parcialmente para mejorar el desarrollo de las operaciones regulares de la empresa con la compra de insumos agrícolas, destinadas al financiamiento de sus actividades propias, y para mejorar las condiciones operativas de la compañía mediante las inversiones en propiedades, planta y equipos. También parte de los fondos serán utilizados para realizar pagos sobre deudas contraídas con instituciones bancarias, de esta manera los fondos obtenidos de la colocación estarán

destinados a mejorar el perfil de vencimiento de los pasivos del emisor. En tal sentido, los fondos provenientes de la colocación serán utilizados de la siguiente forma:

- Adquisición de insumos agrícolas (Inventarios) 40%.
- Propiedad Planta y Equipos 30%.
- Sustitución de Pasivos Financieros 30%.

2. EL EMISOR

2.1 PERFIL Y DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Agropecuaria Insa de Venezuela AGROINSA, C.A. –en lo adelante AGROINSA– es una empresa que se especializa en la producción de rubros como maní y frijoles, entre otros tipos de leguminosas; oleaginosas; cereales así como en el desarrollo de cultivos de frutas. Para ello la organización cuenta con 3 fincas que ocupan una superficie combinada de 2.665 hectáreas, ubicadas en la Mesa de Guanipa, estado Anzoátegui.

Adicionalmente, el emisor cuenta con una planta procesadora de maní, denominada “Hacienda Llano Bajo”, donde se secan, seleccionan y acondicionan las cosechas recibidas, tanto de los campos propios como de los productores asociados.

Tabla 1. Fincas de AGROINSA

	Superficie (hectáreas)
Finca Santa Cruz	528
Finca San Alberto	322
Finca Moquete	1.815
	2.665

Fuente: AGROINSA - Elaboración propia

Constituida en el año 2009, inicia el desarrollo de la agricultura en terrenos propios destinados a la producción agrícola. En 2016, la empresa incrementa su capital social, mejorando considerablemente su condición patrimonial, a fin de optimizar los planes de siembra y metas de producción agrícola propuestas. A principios del presente año, se le otorgan los permisos necesarios para realizar exportaciones de los rubros maní, frijol; chino, bayo y pico negro de origen 100% venezolano. Posteriormente, en Nov2017 la empresa realiza un incremento importante de capital social, mismo que asciende a 8.000,0 MMBs.

Como emisores de obligaciones quirografarias de oferta pública, AGROINSA tiene un antecedente, en la emisión de Bs. 5.000.000.000 autorizada el 28 de agosto de 2017, con vencimiento previsto a 4 años, y con calificación de riesgo “B1” emitida por Global Ratings. Según resumen del estado de las obligaciones en el Registro Nacional de Valores publicado por la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) a Ago2017, se ha mantenido al día en materia de suministro de información.

Es importante acotar que el Ministerio del Poder Popular para la Agricultura y Tierra, emitió constancia de que la empresa está registrada en el Sistema de Registro Único Nacional Obligatorio y Permanente de Productores y Productoras Agrícolas, por lo que, toda inversión en los bonos que aquí se califican, podrán ser incluidas por las instituciones financieras del país como parte de su *cartera agrícola*.

2.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO

2.2.1 EL MERCADO INTERNACIONAL

En lo referido a la producción mundial de maní, durante los últimos años se ha mantenido una tendencia estable, oscilando entre 40 y 43 millones de toneladas, siendo China, India, Nigeria, Argentina y Estados Unidos, las 5 principales economías productoras.

Tabla 2. Principales Países Productores de Maní

	(Millones de toneladas)				
	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	2017-2018*
China	16.972	16.482	16.440	17.000	17.400
India	6.482	4.855	4.470	6.300	6.600
Nigeria	2.475	3.413	3.000	3.000	3.000
Argentina	997	1.188	930	1.200	1.160
Estados Unidos	1.893	2.354	2.722	2.579	2.774
Otros	13.051	12.168	12.998	12.261	12.266
Producción Mundial	41.870	40.460	40.560	42.340	43.200
Importaciones	2.360	2.520	3.270	3.350	3.450
Exportaciones	2.900	3.300	3.520	3.930	4.050
Industrialización	17.700	16.770	16.700	18.180	18.760

*Estimado / Proyectado

Fuente: Ministerio de Agroindustria de Argentina

Observando los niveles de exportación por país, Argentina, Estados Unidos e India concentran el 67% de las exportaciones totales mundiales, las cuales se orientan en su mayoría hacia países de la Unión Europea, China, Vietnam e Indonesia, totalizando el 63% de las compras en el mercado internacional.

Tabla 3. Principales Países Exportadores de Maní (Millones de toneladas)

	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017*	2017-2018*
China	16.972	16.482	16.440	17.000	17.400
India	6.482	4.855	4.470	6.300	6.600
Nigeria	2.475	3.413	3.000	3.000	3.000
Argentina	997	1.188	930	1.200	1.160
Estados Unidos	1.893	2.354	2.722	2.579	2.774
Otros	13.051	12.168	12.998	12.261	12.266
Producción Mundial	41.870	40.460	40.560	42.340	43.200
Importaciones	2.360	2.520	3.270	3.350	3.450
Exportaciones	2.900	3.300	3.520	3.930	4.050
Industrialización	17.700	16.770	16.700	18.180	18.760

*Estimado / Proyectado

Fuente: Ministerio de Agroindustria de Argentina

Por su parte, la producción mundial de frijol ha registrado una tendencia al alza durante la década reciente, impulsada por aumentos en la superficie cultivada y en los rendimientos promedio por unidad de superficie. En siete países se concentra el 63% de la cosecha mundial: India, Myanmar, Brasil, Estados Unidos, México, China y Tanzania. El comercio de frijol en el mercado internacional es reducido en comparación con otros productos agrícolas; en general, los principales países productores destacan también como importantes consumidores.

Tabla 4. Principales Países Productores de Frijol (Millones de toneladas)

	2010	2011	2012	2013	2014
India	4,89	4,33	3,71	3,63	4,11
Myanmar	3,53	3,75	3,65	3,70	3,74
Brasil	3,16	3,44	2,79	2,89	3,29
Estados Unidos	1,44	0,90	1,45	1,11	1,32
México	1,16	0,57	1,08	1,29	1,27
China	1,33	1,20	1,14	1,03	1,04
Tanzania	0,87	0,68	1,20	1,11	1,03
Otros	7,65	8,12	8,81	8,94	9,29
Producción Mundial	24,03	22,99	23,83	23,70	25,09
Importaciones	3,11	3,38	3,50	3,48	n.d.
Exportaciones	3,70	4,41	4,28	4,01	n.d.

Fuente: Ministerio de Agroindustria de Argentina

El volumen de las exportaciones mundiales de frijol representa, en promedio, alrededor del 17,5% de la producción total. Entre 2003 y 2013 se ubicaron en un promedio de 3,8 millones de toneladas anuales, concentradas en un reducido número de países exportadores. En conjunto, Myanmar, China, Estados Unidos, Argentina y Canadá participaron con el 75,3% de las exportaciones mundiales.

Por otra parte, los cuatro principales países importadores de frijol son también importantes productores. Lo anterior, debido a que estos países realizan compras en el exterior con el fin de complementar su

demanda. Este es el caso de India, Brasil, México y Estados Unidos, que en conjunto participan con el 41,9% del volumen importado a nivel mundial. Particularmente, el mercado de frijol chino, concentra su producción en tres latitudes, China, India y Myanmar, siendo China el principal consumidor de esta variedad.

2.2.2 ECONOMIA LOCAL

Entre los principales factores que afectan el incremento de la producción en el país destacan, como ya es reiterativo en los últimos años:

- Restricción en el acceso a divisas para adquirir materias primas, insumos, repuestos y maquinarias.
- La incertidumbre institucional que es consecuencia de la implementación de políticas públicas o regulaciones que condiciona la operatividad de las empresas.
- La dificultad de acceso a proveedores de materias primas.
- Los elevados costos de producción que enfrenta el sector industrial.
- Problemas de abastecimiento y precios que está afectando severamente al consumidor quien cada vez tiene menos opciones para satisfacer sus necesidades.
- La caída de la demanda nacional como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo por parte de los consumidores.

Exportación de maní y frijol: En Marzo de 2017 AGROINSA, obtiene los permisos necesarios para la exportación de los rubros de maní, frijol; chino, bayo y pico negro, con lo cual da inicio al proyecto de exportar parte de su producción agrícola, siendo pionera en su sector al ser la única compañía venezolana en exportar este tipo de rubros. La primera etapa, se puso en marcha en el primer semestre del año 2017 con su primera exportación a diversos países, entre los cuales destacan; India, Vietnam, Holanda, Pakistán, Polonia y Dubái. A la fecha se han materializado tres exportaciones por una cantidad total de 22,75 toneladas de Frijol y 125 toneladas de Maní. Es importante señalar que la consolidación de las exportaciones en 2018, permitirá obtener las divisas necesarias para garantizar el suministro de materia prima vía importaciones, de ser necesario.

Tabla 5. Exportaciones AGROINSA 2017

Producto	Toneladas Métricas	Destino	Monto
Maní sin cascara	49,590	Países Bajos	USD 38.779,38
Frijol Bayo y Pico Negro	17,576	Países Bajos	USD 9.666,80
Frijol Bayo y Pico Negro	5,169	Países Bajos	USD 3.153,09
Maní sin cascara	76,035	Países Bajos	USD 59.459,37

Fuente: AGROINSA - Elaboración propia

Analizando los volúmenes de venta de cada rubro, tanto en el mercado local como en el internacional, se observa que el rubro maní representa la mayor proporción de los volúmenes comercializados por el emisor, siendo las variedades grande y partido nacional los de mayor peso. El negocio está diseñado para cumplir con las normas y parámetros de exportación del maní y frijol.

Tabla 6. Distribución de Ventas (Kg.)

	2014	2015	2016	Ago2017
Rubro: Maní	1.447.763	1.925.445	1.704.635	889.470
Rubro: Frijol	-	103.880	311.015	69.970
Otros	-	-	-	218.806

Fuente: AGROINSA - Elaboración propia

El emisor ha invertido a lo largo de estos años, en el desarrollo de rubros que tradicionalmente no han sido explotados, dadas las ventajas competitivas y beneficios que esto aportaría. A pesar de la escasez de insumos agrícolas en el mercado local, el emisor señala que ha recibido de forma continua durante todo el año 2016, y lo que va del 2017, las materias primas e insumos necesarios tales como semillas, fertilizantes, agroquímicos y maquinarias, entre otros, abasteciéndose de proveedores nacionales, tanto del sector público como privado. Adicionalmente, la Gerencia indica que con el objeto de ser más eficientes, desde el año 2016 ha implementado su propio semillero de maní y frijol, lo que le permite autoabastecerse y no depender del Estado ni de las importaciones. Cabe destacar que los rubros sembrados por el emisor no se encuentran regulados, ni forman parte de la cesta básica venezolana.

2.3 ESTRATEGIA Y POSICIONAMIENTO

Analizando los nichos de mercado en los que participa el emisor, formalmente no se dispone de cifras locales en relación a los rubros del maní y frijol. Sin embargo, según indicó la Gerencia la presencia de competidores es muy baja, por lo que afirman ser los líderes en ventas a gran escala en el mercado local en el caso del maní, a clientes como Pepsico, Munchy, Cometin, entre otros,

que usualmente se dedicaban a importar dicho rubro.

De acuerdo con información suministrada por el emisor, la ubicación de las tierras representa una ventaja competitiva, dado que dicha zona resulta privilegiada para fomentar la producción agrícola por la fertilidad de sus tierras y condiciones climatológicas. En dichas tierras la producción se centra en la siembra de maní y frijol, siendo éstos los principales productos de la empresa emisora, producidos bajo dos esquemas:

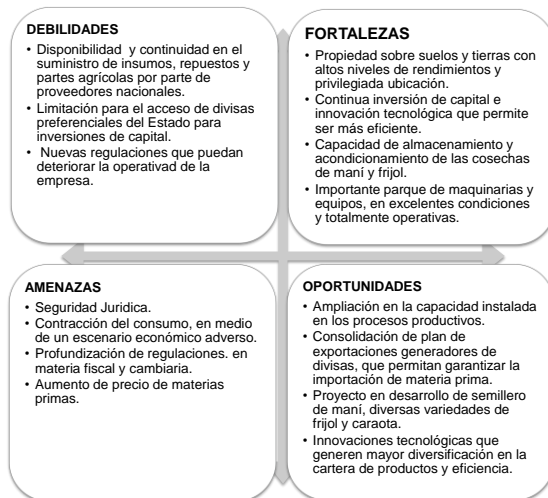
- Campos y/o tierras propias de AGROINSA.
- Sociedad con productores independientes, bajo un Contrato de Plan de Siembra, donde el emisor provee la mayoría de los insumos y equipos, además de brindar asistencia técnica.

En el país existen diversos productores locales, en su mayoría se encuentran en sociedad con el emisor como se señaló en el punto anterior, y no representarían una competencia real para AGROINSA. Sin embargo, a nivel internacional si existen grandes empresas, principalmente de Argentina, Estados Unidos y Nicaragua, que pueden afectar el posicionamiento del emisor en el rubro de maní, aunque hasta los momentos se encuentren limitadas las licencias de importación de dicho producto, con una apertura del mercado podría haber un reordenamiento de su participación.

Adicionalmente, dentro de su programa de producción agrícola para 2017, AGROINSA estima la siembra de 1.382 hectáreas de maní y 2.518 hectáreas de frijol, en adición a otros cultivos de menor relevancia. En relación a lo anterior, proyecta para 2018, la siembra de 2.000 y 3.000 hectáreas de maní y frijol, respectivamente. Es importante destacar, que la producción de maní se realiza en dos ciclos según la características agroclimáticas de la zona, en el primero, conocido como invierno, se siembran 1.200 hectáreas, luego en el ciclo de verano, se siembran 800 hectáreas con riego complementario. Por su parte, la siembra de frijoles se llevará a cabo durante el ciclo denominado invierno y norte-verano. Las siembras se inician desde julio-agosto, como muy tempranas, hasta mediados de noviembre.

Considerando el comportamiento de la economía nacional, así como la evolución de las actividades de AGROINSA, en el Diagrama 1 podemos sintetizar algunas de sus fortalezas y puntos críticos al momento de realizar este análisis.

Diagrama 1. Posicionamiento Estratégico



Fuente: Elaboración propia

2.4 ESTRUCTURA Y PROPIEDAD

El capital social de AGROINSA para Nov2017 asciende a la cantidad de Bs. 8.000.000.000 representado en 80.000.000 acciones nominativas no convertibles al portador con un valor nominal de Bs. 100 cada una. El 100% de las acciones de AGROINSA son propiedad del Sr. Ramón Enrique Alvarado.

La dirección y administración de AGROINSA está a cargo de una Junta Directiva, designada en Asamblea Extraordinaria de Accionistas de fecha 20 de junio de 2014, para el período 2014-2019, compuesta por las siguientes personas: Ramón Enrique Alvarado Giménez y Elpidio Segundo Alvarado Cordero.

La organización cuenta con un Comité Ejecutivo Gerencial, conformado por los siguientes miembros: Xiomara Pérez, Pablo Pérez, José Antonio Díaz, Alcira Farías, Valentina Silva, Alexander García y Paula Federico.

Es relevante señalar que AGROINSA pertenece al Grupo La Alhambra, empresas con las que tiene relación accionaria además

de comerciales. El Grupo La Alhambra está conformado por:

- Comercializadora La Alhambra, C.A.: dedicada a la compra y venta al mayor y detal, importación, exportación y comercialización de productos agrícolas, alimentos y maquinarias.
- Comercializadora Ream, C.A.: dedicada a la siembra, y cosecha de leguminosas, compra y venta al mayor y detal, importación, exportación y comercialización de productos agrícolas, alimentos y maquinarias.
- Empaquetadora La Alhambra, C.A.: servicio de empaquetado de granos, azúcar y cualesquiera otros víveres y alimentos.
- Procesadora Raw Grain, C.A.: siembra de oleaginosas, cereales, vegetales y acondicionamiento de granos.
- Agroindustrial "Llano Bajo": se encarga de secar, seleccionar y acondicionar el Maní para su venta, sobre la cual AGROINSA posee una participación accionaria de más de 60%.

3. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información económica y financiera está basada en los Estados Financieros de AGROINSA al 31 de diciembre de los años 2014, 2015 y 2016 auditados por Ortega, Rodríguez, Arrieta & Asociados (Alliott Group), más un corte no auditado al 31 de agosto de 2017. Toda la información se encuentra en valores constantes a Ago2017, de acuerdo con estimaciones del INPC realizadas por el emisor, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

3.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos de AGROINSA provienen casi en su totalidad de las ventas del rubro maní (96% del total). Al 31 de diciembre de 2016, sus ingresos operativos suman 15.751,3 MMBs. reflejando una variación interanual a razón de 0,68. Tendencia que se mantiene al corte con una variación anualizada de al menos 17%, dichos ingresos se sustentan tanto en el mayor dinamismo en los volúmenes comercializados, así como en el incremento en los niveles de producción, al disponer de una mayor cantidad de superficie cosechada, en el marco de la asociación con diversos productores pequeños, así como vía incremento en precios en los productos. Es importante acotar que durante el presente

ejercicio el emisor emprendió el plan de exportaciones, sobre el cual se esperan resultados favorables.

Dentro de la estructura de costos del emisor, el costo de ventas corresponde en promedio al 43,4% de las ventas, y en buena medida varía dependiendo de los niveles de producción del maní y frijol, así como por los aumentos en precios de los insumos necesarios en el proceso productivo. Entre los más significativos, en lo que respecta a materias primas, se encuentran las variaciones durante el año 2016 en el costo de agroquímicos y fertilizantes, que oscilaron entre 300% y 1.500%. Dentro de la estructura de costos del emisor, los insumos representan para los rubros de frijol y maní un 52,5% y 38,1%, respectivamente.

Tabla 7. Estructura Costos Directos

	Rubro: Frijol	Rubro: Maní
Insumos	52,5%	38,1%
Labores	38,4%	23,3%
Procesado	8,5%	37,8%
Otros	0,5%	0,7%

Fuente: AGROINSA Ago2017 – Elaboración propia

De acuerdo con este comportamiento, el margen neto ha venido descendiendo durante los últimos ejercicios. Sin embargo, este escenario parece responder a la coyuntura ocasionada por un ambicioso plan de exportaciones, con el cual se espera no sólo el incremento de los beneficios, sino disponer de una fuente alterna de generación de divisas que le permitirá al emisor apalancar la adquisición de maquinaria, repuestos e insumos importados, que son de vital importancia en la producción. Cabe señalar, que la industria se ha visto severamente afectada por el acceso restringido a materias primas, repuestos, insumos y materiales de empaque, entre otros, y sin duda alguna el emisor no escapa de esta realidad.

Tabla 8. Indicadores de Rentabilidad

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Margen Bruto	73,0%	59,4%	36,0%	57,7%
Margen Operativo	55,2%	49,3%	24,3%	45,0%
Margen Neto	54,4%	24,6%	16,0%	9,7%
Margen EBITDA	59,0%	53,1%	26,9%	68,4%
ROA	50,2%	22,2%	21,8%	10,0%
ROE	86,7%	36,0%	34,7%	21,2%

Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

En referencia a los niveles de eficiencia, al evaluar el ciclo de caja se puede observar que la razón del movimiento de cuentas por cobrar a clientes, en comparación con los ingresos por ventas, es en promedio de 11,6% reflejando una brecha bastante favorable para el emisor, lo que denota un rango cómodo de maniobra para gestionar el cumplimiento de obligaciones con proveedores. De forma similar, al comparar los ingresos por ventas con los inventarios promedio, se evidencia que la empresa vende en promedio en un ejercicio 4,3 veces la cantidad correspondiente a inventarios. Esto habla de la eficiencia de AGROINSA para generar ingresos por ventas y de movimiento de inventarios.

Tabla 9. Indicadores de Eficiencia

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Días Cuentas por Cobrar	59	24	43	22
Días Cuentas por Pagar	53	16	-	-
Días Inventarios	314	180	145	82
Ciclo Operativo	373	204	188	103
Ciclo Efectivo	320	188	188	103

Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

3.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

La Gerencia, dado el entorno de escasas en materia prima, se ha dedicado a incrementar sus inventarios constantemente para garantizar insumos y suministros locales para el mantenimiento de la planta y producción para al menos dos ciclos productivos, por lo cual, ha venido realizando grandes compras de insumos a la empresa Agropatria (quien representa el 37,7% de las compras totales), a fin de mantener un stock de agroquímicos y fertilizantes para garantizar las siembras 2017-2018; de igual manera, la estrategia se ha enfocado en realizar la compra adelantada a diversos proveedores de semillas de frijol y maní, agroquímicos, insumos agrícolas y repuestos para las maquinarias y equipos.

Actualmente, los activos corrientes de AGROINSA ascienden a 10.849,1 MMBs a Ago2017, entre los principales se incluyen; inventarios, cuentas por cobrar, siembras en proceso, efectivo y equivalentes, así como anticipos a productores que representan el 84,4% del total. Al descontar los inventarios (que representan el 16,3% y están compuestos principalmente por materia prima - semillas, semovientes, productos en proceso y terminados). Solo quedan las

cuentas por cobrar, los anticipos y efectivo para hacer frente a los pasivos corrientes.

Continuando el análisis, las cuentas por cobrar ascienden a 2.848,7 MMBs, con riesgo exiguo de cobro dudoso que representa solo el 0,5% del total de las acreencias. Cabe destacar que a Ago2017 las cuentas por cobrar comerciales derivadas de la facturación a clientes representan el 53,0% del total, contraída con Industrias Manicería Ariara e Inversiones Agromaní. En la misma línea los anticipos a proveedores y productores totalizan 2.671,2 MMBs, y comprenden insumos y materia prima, además de maquinarias y servicios entre otros, como parte de una estrategia de la Gerencia para garantizar insumos y suministros locales destinados al mantenimiento de planta y procesos productivos. Finalmente el efectivo y equivalentes corresponden a 1.587,8 MMBs, sustentados en el aumento del precio promedio de los productos, así como también por una eficaz gestión de cobranza. Se evidencia que la empresa tiene muy buenas posibilidades de hacer frente a su pasivo a corto plazo, con una razón de 1,4 de índice acido por lo que resulta claro que mantiene unos niveles de liquidez notables.

Tabla 10. Posición de Liquidez

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Solvencia Total	2,37	2,61	2,69	1,90
Solvencia Corriente	1,79	1,03	2,09	3,28
Prueba Ácida	1,26	0,54	0,98	2,74
Activo Corriente/Activo	73,7%	38,9%	66,4%	60,8%

Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

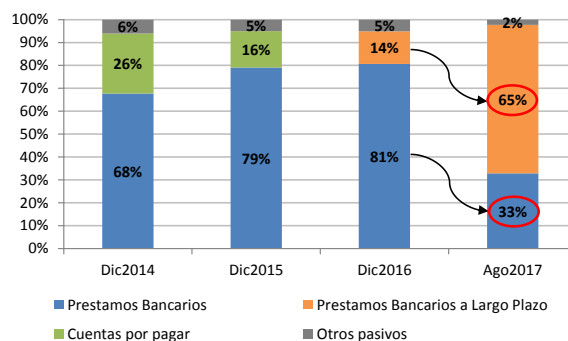
Con respecto a la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones, los activos totales de AGROINSA ascienden a 17.845,0 MMBs. para Ago2017, están compuestos principalmente por propiedad planta y equipos, inventarios y efectivo, al día de hoy tendría que hacer frente a 9.405,4 MMBs., que constituyen sus deudas totales, esto hace que la empresa tenga un índice de solvencia de 1,9; es decir; que sus bienes representan casi el doble de su pasivo exigible.

3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

En referencia a la estructura financiera de la empresa; para agosto de 2017, el 64,8% de

la deuda financiera es de largo plazo, compuesta principalmente por préstamos bancarios en instituciones financieras locales por Bs. 6.093,6 millones, cuyas amortizaciones están previstas a partir de 2018. El flujo de caja alcanza 2.381,7 MMBs a la fecha de corte, adicionando a éstas las cuentas por cobrar comerciales, cubren, aunque estrechamente los vencimientos de deuda a corto plazo de 3.094,9 MMBs.

Gráfico 1. Estructura de Activo Pasivos



Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

El incremento del endeudamiento, en su totalidad bancario, evidencia una modificación en la estructura de deuda, que ha venido sustituyendo el mayor peso de la deuda de corto a mediano plazo principalmente con la banca pública. Escenario que corresponde a un mayor nivel de costos operativos de la siembra, para cumplir con el plan de exportación del maní, frijol; chino, bayo y pico negro, y dada la realidad del espiral inflacionario en los precios de materias primas y demás insumos.

Tabla 11. Indicadores de cobertura

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Cobertura Intereses	77,09	11,31	4,55	3,68
EBITDA/Servicio Deuda	1,86	1,39	0,85	0,73
EBITDA/Servicio Deuda CP	1,86	1,39	0,96	1,57
EBITDA/Servicio Deuda LP	77,09	11,31	2,75	1,01
EBITDA/Servicio Deuda Neta	4,70	1,77	1,10	0,85
FCO/Servicio Deuda	0,21	(0,26)	0,34	(0,10)
Flujo de Caja/Servicio Deuda	0,60	0,21	0,23	0,14

Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

4.1 GESTIÓN: Como se ha señalado, se considera que AGROINSA está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en la producción agrícola como industrial y comercial.

4.2 RENTABILIDAD: El emisor refleja una variación interanual positiva de 68% en promedio, tendencia que se mantiene en los resultados parciales del presente ejercicio. Adicionalmente, los costos de producción se mantienen en unos niveles estables a un promedio de 43%, respecto al total de ingreso, razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta.

4.3 SOLVENCIA: Tal como se mencionó anteriormente, la empresa tiene un índice de solvencia total adecuada, sus bienes representan casi el doble de su pasivo exigible, de igual forma el patrimonio que presenta resultados positivos en cifras importantes, sin embargo, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar el ambicioso plan de exportación emprendido por el emisor que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia.

4.4 LIQUIDEZ: Es quizás el aspecto más robusto, en promedio el activo corriente representa 60% de su activo total sustentado mayoritariamente en: efectivo y cuentas por cobrar a clientes, y con niveles eficientes de inventarios y anticipos a proveedores. Hasta ahora muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad.

4.5 ENDEUDAMIENTO: Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados; la empresa se ha propuesto el objetivo de sustituir deuda financiera de corto plazo por deuda de largo plazo, esperando mejorar su perfil financiero, escenario que se corresponde con el plan de desarrollo, aumentos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos.

4.6 JURÍDICO: Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los obligacionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo.

4.7 OPERATIVO: Se evaluaron los riesgos que afectan la continuidad de las operaciones, entre los cuales resaltan: el suministro regular de servicios básicos (Luz,

agua), la seguridad jurídica y física de planta, equipos y empleados. El emisor demuestra contar con coberturas sobre estos temas, entre las cuales destacan, pólizas de seguros, contratos de vigilancia privada, plantas eléctricas y tanques de agua, todo ello, con la finalidad de garantizar el desarrollo de las actividades de la empresa.

4.8 CAMBIARIO: La posición en moneda extranjera neta del emisor es favorable y corresponde principalmente a efectivo, inversiones negociables y anticipo a proveedores, que constituye un paliativo ante la exposición a variaciones en la tasa de cambio, que pueden afectar considerablemente las operaciones de la compañía.

Tabla 12. Posición en Moneda Extranjera (Expresado en US\$)

	Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Activos	-	-	-	442.117
Efectivo y equivalentes de efectivo	-	-	-	331.059
Cuentas por cobrar Comerciales	-	-	-	111.059
Depósitos en garantía	-	-	-	-
Pasivos	-	-	-	-
Cuentas por pagar proveedores	-	-	-	-
Posición en Moneda Extranjera	-	-	-	442.117

Fuente: AGROINSA – Elaboración propia

5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de AGROINSA bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones provistas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción del primer escenario, considerando los ingresos provenientes de las ventas de productos, se obtendrían en promedio márgenes brutos y operativos de 55% y 48%, respectivamente, con los cuales se tendrían una cobertura promedio de gastos financieros de 12,14x, y del servicio de la deuda de 2,02x, para el cierre del primer año.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento promedio de las ventas, mantenimiento de la estructura de

costos, así como un costo implícito de los fondos superior, se obtuvo una cobertura promedio de gastos y servicio de la deuda a Dic2021 de 2,92 y 0,56x, respectivamente. Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un margen EBITDA con menor aceleración y mayor costo del endeudamiento, se produce una disminución de la capacidad de pago promedio de capital e intereses, reduciéndose la cobertura de gastos y servicio de la deuda a 1,11x y 0,24x, respectivamente. Los resultados proyectados son favorables, por lo cual, es importante destacar, el peso que constituye sobre los mismos, la consolidación del plan de exportaciones propuesto.

6.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Reparto no planeado de dividendos en cuantías representativas.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.
- Política de inversiones y aprovisionamiento de materia prima e insumos superiores a las anticipadas, que puedan comprometer el resultado operativo.

Tabla 13. Indicadores Proyectados

Escenario Base	Dic2017	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021
Cobertura de Intereses	1,46	9,34	7,09	7,54	15,05
Cobertura Servicio de Deuda	0,24	1,56	1,18	1,26	2,51
Restricciones Leves	Dic2017	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021
Cobertura de Intereses	1,22	7,01	6,86	1,60	(2,10)
Cobertura Servicio de Deuda	0,24	1,36	1,33	0,31	(0,41)
Restricciones Graves	Dic2017	Dic2018	Dic2019	Dic2020	Dic2021
Cobertura de Intereses	0,79	3,90	3,43	0,04	(2,61)
Cobertura Servicio de Deuda	0,17	0,85	0,75	0,01	(0,57)


Fuente: AGROINSA - Elaboración propia

6. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de calificación:

6.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Éxito y recurrencia en el plan de exportaciones emprendido.
- Sostenimiento de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Apalancamiento inferior al resultado operativo acumulado de los periodos recientes de forma sostenida.

AGROPECUARIA INSA DE VENEZUELA AGROINSA, C.A.					
INDICADORES FINANCIEROS					
					
		Dic2014	Dic2015	Dic2016	Ago2017
Liquidez y Solvencia					
Solvencia		2,37	2,61	2,69	1,90
Solvencia corriente		1,79	1,03	2,09	3,28
Liquidez Acida		1,26	0,54	0,98	2,74
Capital de Trabajo		2.309.548.737	107.541.676	4.005.320.145	7.538.956.275
Activos circulante / Activo total		74%	39%	66%	61%
Días Cuentas por Cobrar		59	24	43	22
Días Cuentas por Pagar		53	16	-	-
Días Inventarios		314	180	145	82
Ciclo operativo		373	204	188	103
Ciclo efectivo		320	188	188	103
Endeudamiento					
Pasivo Total / Patrimonio		0,73	0,62	0,59	1,11
Pasivo Total / Activo Total		42%	38%	37%	53%
Pasivo Circulante / Pasivo Total		97,91%	99,03%	85,24%	35,19%
Deuda Financiera / Pasivo Total		0,68	0,79	0,95	0,98
Deuda Financiera / Patrimonio		0,49	0,49	0,56	1,09
Deuda Financiera Neta / Patrimonio		0,19	0,37	0,40	0,90
Gastos Financieros / Utilidad Operativa		1%	9,52%	24,36%	41,30%
Eficiencia					
Ventas netas		6.565.946.692	9.402.511.048	15.751.349.792	18.477.766.965
Crecimiento de las Ventas Netas (%)		-	43,20%	67,52%	17,31%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)		-	464%	697%	570%
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)		-	107%	143%	126%
Costos / Ventas		26,96%	40,56%	63,96%	42,29%
Margen Bruto (%)		73,04%	59,44%	36,04%	57,71%
Margen Operativo (%)		55,22%	49,31%	24,27%	44,98%
Margen Neto (%)		54,35%	24,64%	15,95%	9,70%
Margen EBITDA (%)		58,97%	53,06%	26,91%	68,41%
Rentabilidad					
EBITDA		3.871.712.763	4.988.654.638	4.239.356.421	8.427.147.324
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)		50,20%	22,24%	21,77%	10,05%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)		86,73%	36,03%	34,68%	21,25%
Utilidad Neta / Total Activo Promedio		-	26,44%	22,89%	12,20%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio		-	43,94%	36,75%	22,87%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)		-	56,93%	38,61%	57,35%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)		-	94,61%	62,00%	107,46%
Costo Implícito de la Deuda		2%	14%	23%	25%
Cobertura de Deuda					
Gastos financieros		50.226.369	441.206.946	931.124.863	2.288.336.562
Deuda Financiera Total		2.028.954.364	3.153.077.748	4.076.015.528	9.188.595.145
Corto Plazo		2.028.954.364	3.153.077.748	3.465.604.316	3.094.908.433
Largo Plazo		-	-	610.411.212	6.093.686.712
Deuda Neta (Deuda - Caja)		773.112.964	2.381.472.089	2.927.647.239	7.600.767.234
Cobertura Intereses		77,09	11,31	4,55	3,68
EBITDA/Servicio Deuda		1,86	1,39	0,85	0,73
EBITDA/Servicio Deuda CP		1,86	1,39	0,96	1,57
EBITDA/Servicio Deuda LP		77,09	11,31	2,75	1,01
EBITDA/Servicio Deuda Neta		4,70	1,77	1,10	0,85
FCO / Servicio Deuda		0,21	-0,26	0,34	-0,10
Flujo de Caja / Servicio Deuda		0,60	0,21	0,23	0,14

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente