

SARAM S.A. de C.V

Informe inicial de clasificación de riesgo

Sesión Extraordinaria: N° 6182019 del 22 de octubre de 2019

Fecha de ratificación: 31 octubre de 2019

Información Financiera: auditada al 31 de diciembre de 2018 e intermedios al 30 junio de 2019.

Contactos: Marco Orantes Mancía
Gary Barquero Arce

Analista Financiero morantes@scriesgo.com
Gerente General gbarquero@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis inicial de SARAM S.A de C.V (en adelante SARAM) y su emisión de programa rotativo de papel bursátil (PBSARAM2), con información financiera auditada al 31 de diciembre de 2018 e intermedia al 30 de junio 2019.

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

SARAM S.A de C.V.		
	Inicial	
	Clasificación	Perspectiva
Emisor	EA (SLV)	Estable

La Emisión de papel bursátil cuenta con las siguientes clasificaciones de riesgo:

SARAM S.A de C.V.		
PBSARAM2	Inicial	
	Clasificación	Perspectiva
Largo plazo	A (SLV)	Estable
Corto plazo	N-2 (SLV)	Estable

Explicación de la clasificación otorgada¹:

EA: “Corresponde a aquellas entidades que cuentan con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son satisfactorios.”

A: “Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles

cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía”.

Nivel 2 (N-2): “Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible a deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía”.

Perspectiva Estable: se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor riesgo, mientras que el signo “-” indica un nivel mayor de riesgo.

(SLV): Indicativo de país para las clasificaciones que SCRiesgo otorga en El Salvador. El indicativo no forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

2. FUNDAMENTOS

Fortalezas

- Alta experiencia y trayectoria del staff ejecutivo del emisor en la industria de alimentos procesados para animales.
- Adecuada participación de mercado, a pesar de la alta diversificación de participantes.

¹La clasificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia del Sistema Financiero, Bolsas de Valores y corredores de bolsa representantes.

¹El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Clasificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

- Niveles bajos de apalancamiento evidenciados en su histórico reciente brindan flexibilidad a la estructura financiera.
- Distribución de productos, posicionamiento local y diversificación geográfica mitiga el riesgo por concentración de ingresos.
- Robustos niveles patrimoniales permiten al emisor una capacidad de crecimiento y absorción de pérdidas esperadas.
- Adecuada gestión de inventarios.
- Buena capacidad de almacenamiento para la demanda atendida.

Retos

- Fortalecer la estructura de gobierno corporativo.
- Continuar gestionando adecuadamente la compra de materia primas.
- Acelerar la migración de conocimientos en procesos claves y logísticos en la compra de materias primas.

Oportunidades

- Incursión de nuevos productos diversificaría la base de ingresos.
- Incursionar en el mercado regional.

Amenazas

- Alta correlación de la entidad emisora con el desempeño de la economía local.
- Retrasos en el traslado de materia prima provenientes de proveedores internacionales.
- Condiciones climáticas adversas a la ciclicidad del negocio, puede propiciar niveles bajos de ventas en el mercado local, y sensibilidad en los precios de las materias primas.
- Volatilidad en los precios de las materias primas.
- Altos niveles de competitividad.

3. RESUMEN DE LA EMISIÓN

PROGRAMA ROTATIVO DE PAPEL BURSÁTIL	
Emisor	SARAM, S.A. DE C.V.
Denominación	PBSARAM2
Estructurador	Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V.
Clase de valor	Representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta a colocar por SARAM, S.A. de C.V por medio de un programa de colocaciones sucesivas a diferentes plazos.
Monto	US\$4,000,000.00
Tramos	Varios tramos
Plazo	10 años
Forma de pago	El capital se pagará al vencimiento, cuando sean valores emitidos a descuento y cuando los valores devenguen intereses podrá ser amortizado mensual, trimestral, semestral, anualmente o pagado al vencimiento, y los intereses se podrán pagar mensual, trimestral, semestral o anualmente; a partir de la primera fecha establecida de pago
Respaldo	No cuenta con garantía
CCB*	Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V.
Uso de los fondos	Estructuración de pasivos financieros y capital de trabajo
Asiento Registral	EM-0002-2016

*Casas Corredora de Bolsa

Fuente: Información proporcionada SARAM.

Emisión: PBSARAM2				
Tramo	Monto en US	Colocación	Vencimiento	Saldo US
3	1,000,000	17/02/2017	17/02/2020	1,000,000
5	800,000	27/02/2017	27/09/2020	800,000
7	1,000,000	05/07/2019	30/12/2020	1,000,000

Fuente: Información proporcionada SARAM.

Estructuración de Tramos: La emisión podrá ofrecer varios tramos. Las características de los tramos a negociar son determinadas de acuerdo a la normativa vigente emitida por la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES) y posterior al otorgamiento del asiento registral en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) y previo a la negociación de los mismos. Para efecto de la colocación, en un plazo mínimo de tres días hábiles antes de cualquier negociación del Papel Bursátil, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, la sociedad emisora deberá remitir a la SSF y la BVES, notificación por escrito firmada por el representante

Página 2 de 12

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

legal, debidamente legalizada por notario; mediante la cual se autoriza la fecha de negociación del correspondiente tramo y la fecha de liquidación, la tasa base y la sobretasa, el monto a negociar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuenta, el precio base y la fecha de vencimiento.

Interés Moratorio: En caso de mora en el pago de capital, el emisor reconocerá a los titulares de los valores, además, un interés del 5.00% anual sobre la cuota correspondiente a capital.

Prelación de Pagos: En caso que SARAM se encuentre en situación de insolvencia de pago, quiebra, u otra situación que impida la normal operación de su giro, las obligaciones del emisor serán cubiertas a sus acreedores, incluyendo todos los papeles bursátiles de la presente emisión, de conformidad a la normativa vigente aplicable al Mercado de Valores y el derecho común. Esta emisión no cuenta con privilegios, garantías ni preferencias especiales, según la legislación salvadoreña.

Transferencia de Valores: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, se efectuarán por medio de transferencia contable en el registro de cuenta de valores que lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V., CEDEVAL, S.A. de C.V., de forma electrónica.

Redención de los Valores: No se hará redención de los valores.

Autorizaciones del emisor.

Aprobación de la emisión por la Junta Directiva de SARAM, S.A. de C.V. en acta No. JD-180 de fecha 23 de junio de 2010, y nombramiento de ejecutor especial, para que determine las características de la emisión, por la Junta Directiva de SARAM, S.A. de C.V. en acta No. JD-182 de fecha 25 de agosto de 2010.

Autorización concedida por la BVES en sesión número JD-12/2010, celebrada el día 21 de septiembre de 2010 se inscribió a SARAM, S.A. DE C.V., como sociedad emisor de valores.

El Consejo Directivo de la SSF, en su sesión CD-24/2010, de fecha 7 de diciembre de 2010, acordó registrar a SARAM, S.A. DE C.V., como emisor de valores.

4. CONTEXTO ECONÓMICO

4.1 Análisis de la Plaza Local

El Salvador continúa favorecido por la demanda constante de EEUU vinculada a sus productos manufacturados y el aumento en las entradas de remesas familiares. No obstante, la probabilidad de una recesión en dicho país plantea riesgos en las perspectivas de El Salvador, tal contexto debilitaría el envío de remesas impactando directamente en el consumo interno y por otra parte afectaría los niveles de exportación ante una reducción de la demanda de los productos salvadoreños en EEUU.

El nuevo gobierno ha iniciado procesos para fortalecer las relaciones comerciales, mejorar el entorno empresarial y la percepción de país; combatiendo la criminalidad con el denominado Plan Control Territorial; y la corrupción a través de la instalación de una Comisión Internacional Contra la Impunidad en El Salvador (CICIES). Los altos niveles de deuda suponen un desafío para las finanzas del estado, la reforma de pensiones en 2017 ha flexibilizado temporalmente la liquidez del gobierno, permitiendo que el déficit fiscal promedie por debajo del 2.5% del Producto Interno Bruto (PIB). Sin embargo, el gasto público en materia de seguridad e inversión puede incrementarse presionado los ingresos del gobierno.

En opinión de SCRiesgo, aún persiste un nivel de incertidumbre para lograr consensos que permitan agilizar la aprobación del presupuesto, contratación de deuda manera expedita y realizar cambios estructurales, reflejo de la tensión entre el ejecutivo y la mayoría del congreso.

4.2 Producción nacional

El crecimiento económico de El Salvador se ubicó en 2.0% a junio 2019, menor al observado en junio 2018 cuando registró un 2.9%, la disminución obedece a contracciones en sectores como actividades profesionales, científicas y técnicas (-4.5%) y actividades artísticas (-1.3%). Adicionalmente, la disminución en el flujo de remesas, las cuales crecieron a una tasa menor (+3.5%) que la registrada hace un año (+9.0%). Las actividades de suministro de electricidad, gas y aire acondicionado (7.1%); construcción (6.6%) y financieras y seguros (5.4%) fueron los sectores con mayor dinamismo.

3.1 Finanzas Públicas

El déficit fiscal del Gobierno Central al primer semestre de 2019 registró un 0.5% del PIB a precios corrientes, manteniendo una tendencia a la baja, favorecido por la reforma de pensiones y por ajustes en el gasto por subsidios. El cambio realizado en materia de pensiones ha aliviado temporalmente la presión financiera que la deuda previsual provocaba sobre el presupuesto nacional.

El saldo de la deuda pública total fue de US\$19,280.9 millones a junio 2019, dicho monto exhibió un crecimiento interanual del 3.7%, equivalente a US\$679.3 millones. El creciente endeudamiento es explicado por las dificultades para reducir las necesidades de financiamiento por parte del Gobierno.

3.2 Comercio Exterior

Las exportaciones registraron un saldo de US\$3,033.9 millones a junio 2019, reflejando una contracción del 0.4% (US\$13.6 millones) sobre el monto registrado hace un año, principalmente por el bajo desempeño de las actividades de maquila (-2.5%) y de industria manufacturera (-0.3%). Por otra parte, la actividad que mostró mayor dinamismo fue agricultura y ganadería (+0.4%).

Al término de junio 2019, las importaciones alcanzaron US\$5,975.7 millones, con un crecimiento de 4.0% (US\$227.4 millones) en el periodo de un año. Los sectores que mostraron un mayor dinamismo fueron: agricultura y ganadería (21.4%); industrias manufactureras de maquila (4.6%) e industrias manufactureras (3.3%).

3.3 Inversión Extranjera Directa

El Salvador continúa captando la inversión extranjera directa (IED) más baja de Centroamérica. De acuerdo con datos preliminares del Banco Central de Reserva (BCR), la IED acumuló un valor neto de US\$435.9 millones durante el primer semestre de 2019, US\$67.3 millones menos que lo reflejado en igual periodo del año pasado significando una contracción del 13.4%.

Los sectores con disminuciones de IED más sensibles son: industrias manufactureras (-US\$201.6 millones); y transporte y almacenamiento (-US\$116.6 millones). Los sectores que recibieron más IED fueron información y comunicaciones (+US\$157.0 millones) y suministro de electricidad (+US\$132.0 millones).

3.4 Remesas Familiares

El flujo de remesas al país continúa creciendo, pero muestra señales de disminuir su acelerado crecimiento de los últimos dos años. Según datos publicados por el BCR a junio 2019, la tasa de crecimiento interanual de las remesas familiares fue del 3.5%, acumulando US\$2,743.6 millones, cifra superior en US\$92.3 millones a la registrada en el período anterior.

3.5 Inflación

La inflación medida por las variaciones en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró 0.5% al cierre del segundo trimestre de 2019. Entre los rubros en los que se observan disminuciones destacan: transporte (-1.9%); comunicaciones (-1.1%) y prendas de vestir y calzado (-1.1%). Por otro lado, los rubros con aumento de precios fueron principalmente alimentos y bebidas no alcohólicas (+2.8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (1.8%).

5. ANÁLISIS DEL SECTOR

El emisor pertenece al sector industria. En los últimos años, dicho sector ha sido uno de los más dinámicos y de mayor aporte al desarrollo económico del país. Actualmente, el sector promedia una representación cercana al 16% del PIB, efectuando contribuciones significativas a la economía en términos de empleo, exportaciones e impuestos.



Fuente: BCR

Según el análisis presentado por la Asociación Salvadoreña de Industriales (ASI), basados en datos publicados por BCR en el nuevo sistema de cuentas nacionales la producción manufacturera creció en 2.1% en el segundo trimestre de 2019. El sector ha experimentado incrementos en su estructura arancelaria debido a la aprobación de nuevos

Página 4 de 12

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419

impuestos durante los últimos diez años. La gremial espera contribuir con el nuevo gobierno para la construcción de políticas para el crecimiento del sector industria, en línea con las necesidades de las empresas y la población.

6. ANTECEDENTES

SARAM, S.A. de C.V., es una Sociedad Anónima de Capital Variable, constituida en la República de El Salvador el día 27 de agosto de 1975. Cuenta con más de 50 años de experiencia dentro del mercado local en la fabricación de alimentos balanceados para animales bajo el uso exclusivo de su propia marca, alimentos MOR. La empresa es dirigida por la familia Duarte, quien tiene una alta trayectoria empresarial en el país y posee la mayor participación accionaria.

La Entidad pertenece a un grupo empresarial conformado por empresas que operan en diferentes giros empresariales: i) Almacenes de Desarrollo, S.A. ii) Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa. iii) Sociedad General de Inversiones, S.A. de C.V. iv) Inmobiliaria Aldesa, S.A. de C.V y recientemente, iv) Elsys Cakes.

6.2 PERFIL DE LA EMPRESA

El modelo de negocios está dirigido a la fabricación y distribución de alimentos balanceados para animales. Posee una alta diversificación de alimentos para diversas especies animales en todas sus etapas de desarrollo, entre estas: aves de corral, ganado lechero, caballos, cachorros, camarón, tilapia, cerdos, roedores de laboratorios e iguanas.

Principalmente, SARAM efectúa su actividad de comercialización en el mercado local salvadoreño con ejecutivos de ventas distribuidos estratégicamente para atender a sus clientes que son todos grandes distribuidores. En menor escala, recientemente el modelo de negocios ha incorporado la administración de granjas de pollo de engorde y comercialización de huevo.

Actualmente, cuenta con una planta de producción basada en un sistema de aseguramiento de calidad, posee un laboratorio propio para garantizar que las proteínas, grasa y minerales de sus productos cumplan con estándares de calidad. De acuerdo con los ejecutivos, SARAM fue poseedora de la primera planta total en El Salvador al poder ofrecer al mercado alimentos para diversas especies en tres presentaciones: harina, peletizado y extrusado.

La empresa invirtió en la adquisición de tecnología NIR, este sistema utiliza un equipo que permite realizar análisis proximales en lapsos cortos de tiempo. Con este equipo se asegura la calidad nutricional de los alimentos en tiempo real, considerando en promedio cinco minutos para obtener resultados del balance nutricional de cada producto. Lo anterior, mejora significativamente el proceso en relación al promedio de seis horas utilizado en métodos de análisis tradicionales.

La Junta Directiva tomó la decisión de realizar nuevas inversiones, entre estas: implementación de energía solar, granjas y rastro de pollos. Adicionalmente, incrementó la capacidad de producción de la planta autorizando la compra de una nueva mezcladora, peletizadora y una extrusora.

La estrategia se ha redefinido enfocándose principalmente en la parte bovina, que es donde se comercializa la mayor parte de concentrado. Dicho concentrado es producido en su totalidad para ganado que produce leche. De acuerdo con SARAM, la zona de oriente es la principal operación para ganado, el concentrado avícola se ubica en el segundo lugar. En términos de rentabilidad el concentrado bovino tiene mayor margen que el avícola, favorecido por la existencia de un mayor mercado bovino.

La ciclicidad del negocio se encuentra entre noviembre y mayo para la temporada de concentrado bovino, mientras que de octubre a enero es la temporada de concentrados avícolas. En inviernos, la venta de concentrado para bovino disminuye consecuencia del incremento de pasto, el cual se convierte en sustituto directo para alimentar ganado.

SARAM ha venido incrementando la producción de concentrados para mascotas, productos que también son exportados hacia Honduras. La tendencia al alza del cuidado de mascotas de las poblaciones joven ha favorecido un incremento acelerado de la demanda de estos productos, que ocupa a los supermercados como canal principal de venta, aunque su participación aún es baja.

Dentro del modelo de negocios, la gestión en inventarios es factor clave, el abastecimiento de materia prima en un 65% procede de EEUU. Para mitigar riesgos de logística, desabastecimiento y fluctuación de precios, la entidad mantiene reuniones periódicas donde participan la gerencia de suministros, gerencia financiera y gerencia general. Existe un monitoreo permanente de los precios para lograr mayores eficiencias.

Dada la volatilidad de precios y la diversidad de variables que pueden tener influencia en la compra de materia prima, la empresa utiliza como estrategia la adquisición de futuros para *commodities* agropecuarios. Las principales materias primas son maíz y soya. Las transacciones se realizan con *Pool* de compras para lograr una mejor negociación de precios, participando en promedio seis empresas; la compra es en *Pool*, no obstante, la facturación es por separado.

Asociados MOR nació en 2017 como programa de fidelización para los 40 principales clientes del canal agro servicio, teniendo como objetivo la tecnificación y asesoramiento en el manejo integral de su negocio. Actualmente, el programa cuenta con 41 asociados MOR y la visión expandir el programa a más clientes.

Actualmente, la planta tiene una capacidad de almacenaje de materias primas macro 8,000 TM de maíz amarillo, 2,000 TM harina de soya y 400 TM de DDGS. El 90% de la producción es para ventas a distribuidores, y el restante es para consumo interno. El tamaño del inmueble donde se ubica la planta no es una limitante para su expansión futura debido a su amplia extensión.

En apoyo con Fundes Latinoamérica, organización que ejecuta proyectos con el objetivo de rentabilizar la cadena de valor para fortalecer a las PYME's; Asociados MOR llevó a cabo programas en favor de sus asociados, apoyando la estrategia comercial de asesorías técnicas especializadas, charlas técnicas en los rubros de ganado lechero, aves y cerdos; con la finalidad de llevar hasta los interesados finales información de los productos y temas de interés relacionados a manejo, nutrición y genética.

La máxima autoridad dentro la Institución corresponde a la Junta General de Accionistas y es la encargada de elegir a la junta directiva, delegando en ella la dirección estratégica de la empresa; sus miembros cuentan con un alto perfil profesional y experiencia en el sector que opera SARAM.

SARAM tiene establecidas buenas prácticas de gobierno corporativo y busca generar confianza a través de un manejo íntegro, ético y estructurado, respecto hacia sus grupos de interés. Común en empresas corporativas familiares el fortalecimiento de un gobierno corporativo es factor clave para mantener una adecuada toma de decisiones en el largo plazo. Para un mejor funcionamiento del gobierno corporativo SARAM ha instituido un Comité de Auditoría y uno de Riesgos. Asimismo, se encuentra en proceso de implementación y elaboración de manuales,

códigos reglamentos para gestionar su modelo de negocios y mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

SAMAR S.A DE C.V

Junta Directiva	
Rolando Arturo Duarte Schlageter	Presidente
José Roberto Duarte Schlageter	Vice-presidente
Ana Patricia Duarte de Magaña	Secretaria
Federico Guillermo Ávila Qüelhl	Director propietario
Mauricio Agustín Cabrales Menéndez	Director suplente
Víctor David Vega Argueta	Director suplente
Joaquín Alfredo Rivas	Director suplente
Carlos Eduardo Oñate Muyschondt	Director suplente

Fuente: Información proporcionada por SARAM S.A DE C.V

En cumplimiento de la Ley Contra el Lavado de Dinero y de Activos y demás normas relacionadas, SARAM cuenta con una Oficialía de cumplimiento que reporta directamente a la junta directiva. Para su eficiente operatividad cuenta con un Manual de políticas y Procedimientos para la Prevención de lavado de dinero y financiamiento al Terrorismo ajustados a su modelo de negocios.

En nuestra opinión, aún observan espacios de mejora en Gobierno corporativo, condición que es común en empresas corporativas familiares, aunque su trayectoria muestra estabilidad de dirección y adecuada toma de decisiones. El fortalecimiento de un gobierno corporativo es factor clave para mantener una adecuada toma de decisiones en el largo plazo. Se señala como factor positivo los nuevos adelantos hacia la mejora del gobierno corporativo.

7. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros a diciembre 2016, 2017 y 2018 de los Originadores fueron auditados por firmas independientes. Los estados financieros fueron elaborados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). SCRiesgo, recibió información financiera adicional que en nuestra opinión es suficiente para soportar el análisis y emitir la clasificación de riesgo.

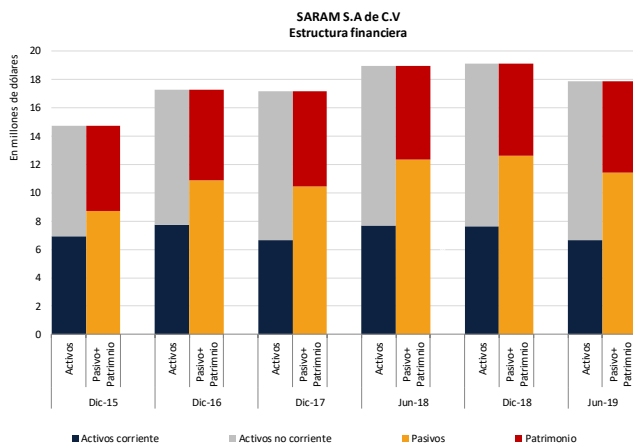
7.1 Estructura financiera

Los activos totales declinaron en un orden interanual del 5.7% a junio 2019 (junio 2018: +12.0%); registrando un saldo de US\$17.9 millones. Maquinaria y equipo (54.0%); inventarios (18.0%); cuentas por cobrar (10.1%) y proyectos en proceso (8.2%), han sido las partidas

dominantes en términos de participación dentro del conjunto de activos. La disminución del balance estuvo determinada por una menor contribución de los inventarios en el último año (junio 2018: 23.4%; diciembre 2018: 20.8%; junio 2019: 18.0%). La capacidad de rotación de los inventarios y los ciclos estacionales determinan principalmente el volumen y dinamismo del negocio.

Los pasivos totales acumularon un saldo de US\$11.4 millones, mostrando una disminución de 7.4% de forma anual, explicado principalmente por la reducción en las cuentas por pagar a proveedores que pasaron a una participación del 15.7% a junio 2019, desde un 20.9% en junio 2018, ubicándola como una de las partidas de mayor relevancia dentro de la estructura de deuda.

Los recursos propios acumularon un saldo de US\$6.5 millones a junio 2019 (junio 2018: US\$6.6 millones) y mostró una contracción interanual del 2.6%. El capital social pagado representó el 48.7%, las utilidades acumuladas el 28.5%, reserva legal (9.7%), utilidades del presente ejercicio con el 8.2% y ajustes por efectos de conversión (4.9%). En nuestra opinión, SARAM muestra una adecuada generación interna de capital, que se favorece de políticas conservadoras de distribución de dividendos para fortalecer su base patrimonial y seguir garantizando el negocio en marcha.

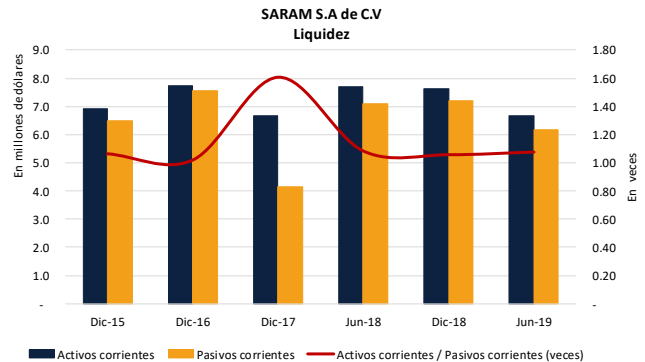


Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.

7.1 Liquidez y análisis de generación de flujos

La partida de efectivo y equivalentes de efectivo se han mantenido estrecha, debido a la previsibilidad de los pagos con sus proveedores. En dicha cuenta la empresa agrupa los fondos en bancos del sistema financiero y también los ubicados fuera del país cuyo uso estricto es para la compra

de contratos de futuros (opciones) de materias primas. A junio 2019, las cuentas de caja y bancos registraron un monto de US\$782.4 mil, incrementándose en un 48.8% respecto a junio 2018. Por su parte, el indicador que mide los niveles de efectivo a pasivos de corto plazo, aumento a 12.6% desde un 7.4% en junio 2018.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM, S.A de C.V.

SARAM muestra un indicador de liquidez corriente estable, el cual ha promediado 1.1 veces en el último año. Por su parte, la liquidez medida con la prueba ácida se ubicó en 0.5 veces a junio 2019, el indicador disminuye como resultado de la alta participación que ejercen los inventarios dentro de los activos de corto plazo. Luego de la estrategia para alargar la maduración de los pasivos, trasladando deuda de corto a largo plazo la liquidez ha estado menos presionada.

Al finalizar junio 2019, el flujo de efectivo generado por las actividades de operación fue de US\$377.4 mil. Mientras que el capital de trabajo se ubicó en US\$487.4 mil al cierre del mismo periodo, los saldos positivos en capital de trabajo en los últimos periodos obedecen a la disminución de la participación de deuda de corto plazo y la alta participación que ejercen los inventarios y las cuentas por cobrar dentro de la estructura de balance.

Indicadores de liquidez	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Activos corrientes / Pasivos corrientes	1.1	1.0	1.6	1.1	1.1	1.1
Liquidez ácida (x veces)	0.5	0.5	0.8	0.5	0.5	0.6
Efectivo / Pasivos corrientes	19.2%	8.8%	16.9%	7.4%	13.4%	12.6%
Capital de trabajo neto*	431.8	167.0	2,514.1	608.2	431.7	487.4

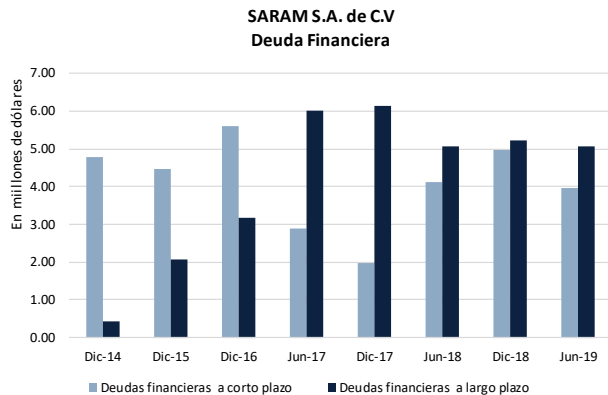
* En miles de dólares

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM, S.A de C.V.

7.2 Endeudamiento

La deuda financiera registró US\$9.0 millones con una participación del 78.9% de la deuda total, registrando una contracción promedio interanual del 1.8% y semestral del

11.6%. Con la incursión en el mercado de valores, SARAM ha mantenido un mejor balance de su estructura de deuda, logrando avanzar hacia una mayor diversificación de sus pasivos. Lo anterior, le ha permitido desplazar activos de corto plazo a largo plazo logrando programar de mejor manera sus obligaciones.



Al cierre de junio 2019, la deuda de largo plazo se compone de la siguiente manera: 1) financiamiento bancario con línea de crédito decreciente por un monto de US\$3.4 millones, cuyo desembolso fue realizado el 25 de octubre de 2018 y el vencimiento está programado para octubre 2028, 2) un monto de US\$1.8 millones de emisiones en el mercado de valores con vencimiento 2020.

Los requerimientos de financiamiento han estado en función de las necesidades de capital de trabajo y una estrategia de eficiencia en la estructura de deuda. La contracción de la deuda global por 7.4%, originó que el apalancamiento simple (pasivo/patrimonio) se ubique en 1.8 veces desde un 1.9 veces en lapso de un año. Mientras que el ratio de deuda de corto plazo a patrimonio fue de 1.0 veces, menor al 1.1 veces observado en junio 2018 (diciembre 2018: 1.1 veces).

Al finalizar junio 2019, las deudas comerciales con proveedores locales representaron el 12.5% de los pasivos, mientras que los proveedores del exterior 2.6%. El indicador de deuda de corto plazo a patrimonio ha oscilado principalmente entre el 1.1 veces y el 1.2 veces favorecido por la fortaleza patrimonial de la Entidad. Con líneas rotativas en el corto plazo, un préstamo a largo plazo y el programa de emisión, la estructura se concentra en un 40% para el corto plazo y el resto en el largo plazo.

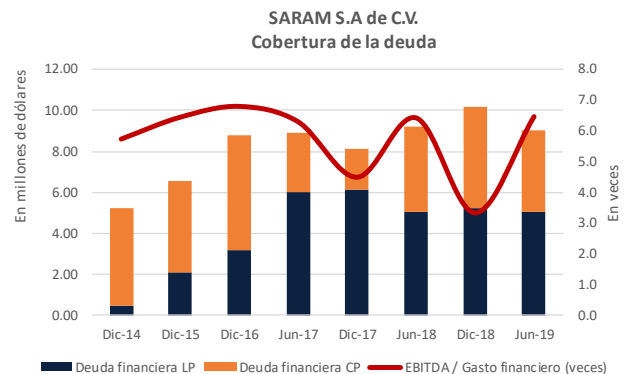
SARAM, S.A. de C.V.						
Indicadores de Endeudamiento	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Pasivo / Patrimonio (veces)	1.4	1.7	1.6	1.9	1.9	1.8
Endeudamiento de C.P. / Patrimonio	1.1	1.2	0.6	1.1	1.1	1.0
Patrimonio / Activos	40.8%	37.0%	39.1%	35.0%	34.0%	36.1%
Deuda financiera / EBITDA	2.4	3.1	3.0	2.3	4.4	2.1
Deuda / EBITDA	3.2	3.9	3.8	3.1	5.5	2.7
Activos / Patrimonio	2.4	2.7	2.6	2.9	2.9	2.8

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM, S.A. de C.V.

7.3 Indicadores de cobertura

El indicador de deuda financiera a EBITDA mejora a 2.1 veces versus el 4.4 veces de diciembre 2018, tal variación fue favorecida por una disminución de la deuda bancaria de corto plazo y una mayor generación EBITDA. En nuestra opinión, la generación de ingresos estables permite un pago oportuno del servicio de la deuda y una evolución positiva de su flujo operativo.

El crecimiento de los gastos financieros (+4.6%), frente al menor ritmo de crecimiento de la utilidad de operación (+7.7%), originó que la relación que mide el nivel de cobertura EBIT a intereses pagados fuera de 3.3 veces, mejorando respecto a lo observado hace seis meses (diciembre 2018: 1.9 veces); en relación a su interanual el indicador se ha mantenido sin cambios (junio 2018: 3.3 veces).

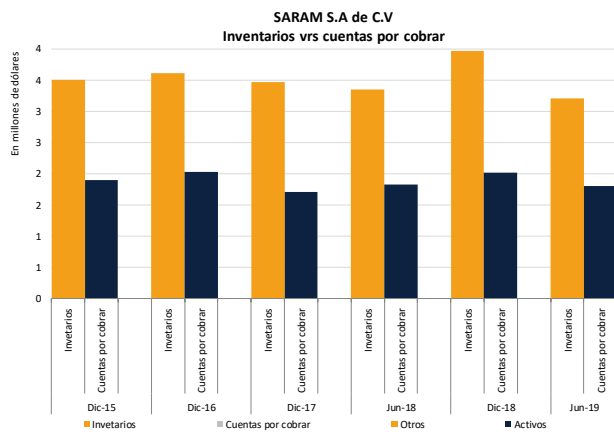


Por su parte la cobertura EBITDA a gasto financiero se ubicó en 6.5 veces, mejorando respecto a diciembre 2018, cuando registró un 3.3 veces. Respecto a junio 2018 el indicador se observa en línea con el periodo en análisis (6.4 veces), mientras que la cobertura de EBIT a interés se ubicó en 3.3 veces.

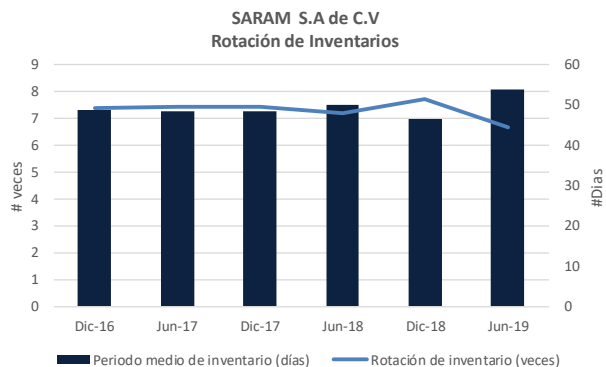
SARAM, S.A. de C.V.						
Indicadores de Coberturas	Dic-16	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Deuda financiera bancaria/EBITDA	3.1	2.3	0.5	2.3	4.4	2.1
EBITDA / Gasto financiero	6.8	6.3	4.5	6.4	3.3	6.5
Cobertura EBIT/intereses	4.9	3.5	3.1	3.3	1.9	3.3
Deuda a corto plazo / EBITDA	2.7	1.1	1.5	1.8	3.1	1.5
Deuda largo plazo / EBITDA	1.2	1.6	2.3	1.3	2.4	1.2

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM, S.A. de C.V.

7.4 Indicadores de actividad



A junio 2019, los inventarios acumularon un saldo de US\$3.2 millones, disminuyendo en 27.6% de forma interanual. Una buena porción de los inventarios se encuentra disponible para la venta, también existe otra en proceso, en materia prima. Parte de las compras de mercancías que es procesada para la venta provienen en un 35% de EEUU.



La rotación de inventarios promedio fue de 6.7 veces y se mantiene por debajo respecto al periodo anterior (junio 2018: 7.2 veces). El ciclo operativo del negocio permite que las rotaciones de inventarios se muestren estables a pesar de los periodos estacionales. La entidad tarda en promedio 53.8 días en convertir en efectivo sus inventarios. En nuestra opinión, el proceso logístico en el manejo es adecuado y permite coordinar de manera eficiente las entregas hacia los distribuidores mayoristas.

El indicador de rotación de cuentas por cobrar, presentó una disminución respecto al año anterior al ubicarse en 17.7 veces en lapso de un año respecto a junio 2018: 19.6 veces, manteniendo un promedio de cobro en días 20.4

días. Lo anterior brinda un adecuado margen de maniobra para cancelar pasivos a sus proveedores comerciales, el indicador de periodo medio de pago se ubicó en 30.8 días, desde 23.1 veces.

Líneas de Productos

Sistema de alimentación	Línea de productos
Pollos de engorde:	PRECARNOL FINCARNOL
Gallinas ponedoras:	INICIAMOR KRECEMOR PONEMOR R POSTURA GRANJA
Ganado Porcino:	CERDIMOR INICIO CERDIMOR DESARROLLO CERDIMOR ENGORDE CERDIMOR GESTACIÓN CERDIMOR LACTANCIA
Ganado Bovino:	BOVIMOR TERNERINA BOVIMOR TERNERA LACTAMOR 100 LACTAMOR 200 LACTAMOR 300 LACTAMOR 400 LACTAMOR 500 BOVIMOR PREPARTO VACA HORRA BOVIMOR TORO MANTENIMIENTO
Acuicultura:	CAMARÓN 25% CAMARÓN 30% CAMARÓN 35%

Fuente: Información Proporcionada por SARAM S.A. de C.V

La rotación de gastos operativos fue de 17.7 veces, lo cual resulta normal en empresas industriales debido al alto volumen de infraestructura física y en inventarios, respecto a sus gastos operativos.

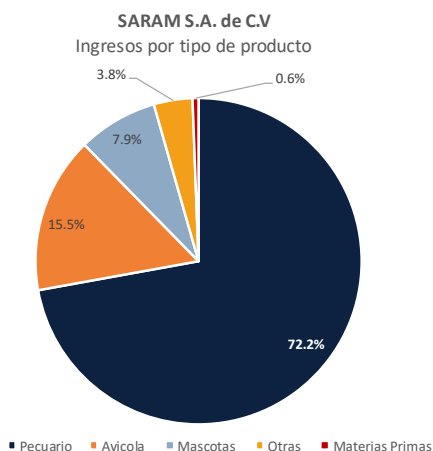
SARAM, S.A. de C.V.						
Indicadores de Actividad	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
Rotación de inventario	8.3	7.4	7.4	7.2	7.7	6.7
Periodo medio de inventario	43.5	48.8	48.4	50.1	46.7	53.8
Rotación de CxC	17.9	16.5	26.3	19.6	28.0	17.7
Periodo medio cobro	20.1	21.8	13.7	18.3	12.8	20.4
Periodo medio de pago	17.1	17.3	19.8	23.1	22.1	30.8
Rotación gastos operativos	32.8	3.5	4.2	17.2	4.1	17.7

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.

7.5 Rentabilidad

SARAM concentra sus principales ingresos en los productos pecuarios, los cuales reflejan un nivel de ventas que concentró el 72.2% en relación al total de su portafolio de productos; seguido de la parte avícola que promedió

15.2%, mascotas 7.9%, otros 3.8% y residualmente materias primas con el 0.6%.

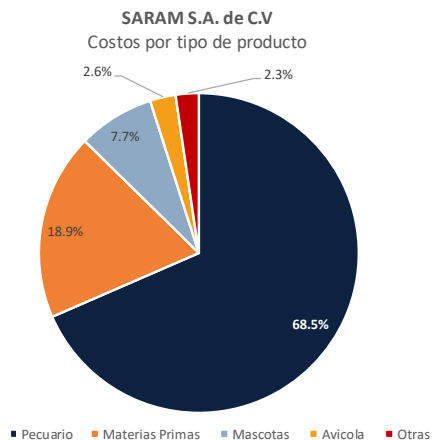


Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.

A junio 2019, los ingresos mostraron una contracción del 7.7% para acumular un saldo absoluto de US\$15.9 millones (junio 2018: +7.1%). Un buen dinamismo en el volumen de ventas, un adecuado manejo de inventarios y gastos operativos controlados son clave para mejorar los márgenes. Cabe señalar, que empresas que operan en industrias de este tipo, sus márgenes están determinados por la alta presión que ejerce el costo de venta implícito. Por consiguiente, alcanzar volúmenes altos de ventas es factor clave para mantener los retornos.

El costo de la venta por producto está concentrado principalmente en pecuarios, reflejando un costo de 68.5% en relación al total de su portafolio de productos; seguido de la parte avícola que promedió 18.9%, mascotas (7.7%), materias primas (2.6%) y otros 2.3%.

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.



Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.

En este sentido, el costo de venta acumuló un saldo por US\$12.8 millones mostrando una contracción del 9.8%. La significativa participación del costo de venta (junio 2019: 80.2%), ejerce una alta presión en la estructura de ingresos. Sin embargo, de acuerdo a nuestro análisis histórico los ingresos han sido adecuados para absorberlos y generar utilidades.

El ratio EBIT a ingresos totales se ubicó en 6.8% desde un 5.8% reportado en junio 2018 (diciembre 2018: 3.9%). Al finalizar junio 2019, el margen EBITDA se ubicó en 13.1% menor a lo observado un año antes (junio 2018: 11.5%). La generación EBITDA acumuló US\$2.1 millones, mostrando una expansión del 5.3% interanualmente cerrando a junio 2019.

Por su parte, los gastos operativos consumieron el 13.0% de los ingresos totales y mostraron una contracción modesta (0.5%), mejorando en relación a junio 2018 (+10.0%). El gasto operativo está determinado por la mayor participación de los gastos en venta y mercadeo, dirección y cadena de suministros.

La utilidad neta mostró una expansión de 9.5% para cerrar con un saldo de US\$529 mil, generando un retorno sobre el patrimonio (ROE) de 16.2% y un retorno sobre el activo 5.7% al cierre del primer semestre de 2019.

SARAM, S.A. de C.V.						
Indicadores de Rentabilidad	Dic-16	Jun-17	Dic-17	Jun-18	Dic-18	Jun-19
ROA	5.7%	5.4%	4.3%	5.4%	2.4%	5.7%
ROE	14.8%	14.6%	11.4%	14.8%	6.7%	16.2%
Margen EBITDA	8.6%	11.9%	8.6%	11.5%	6.8%	13.1%
EBIT/Ingresos totales	6.2%	6.6%	5.9%	5.8%	3.9%	6.8%
EBIT/Activos promedio	12.5%	12.4%	10.9%	11.2%	7.2%	11.8%
Margen neto	2.8%	2.9%	2.3%	2.8%	1.3%	3.3%

Fuente: Estados financieros auditados e internos de SARAM S.A de C.V.

SCRiesgo da clasificación de riesgo a este emisor desde el año 2019. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación 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.”

“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad calificada de administrar riesgos”

ANEXO 1

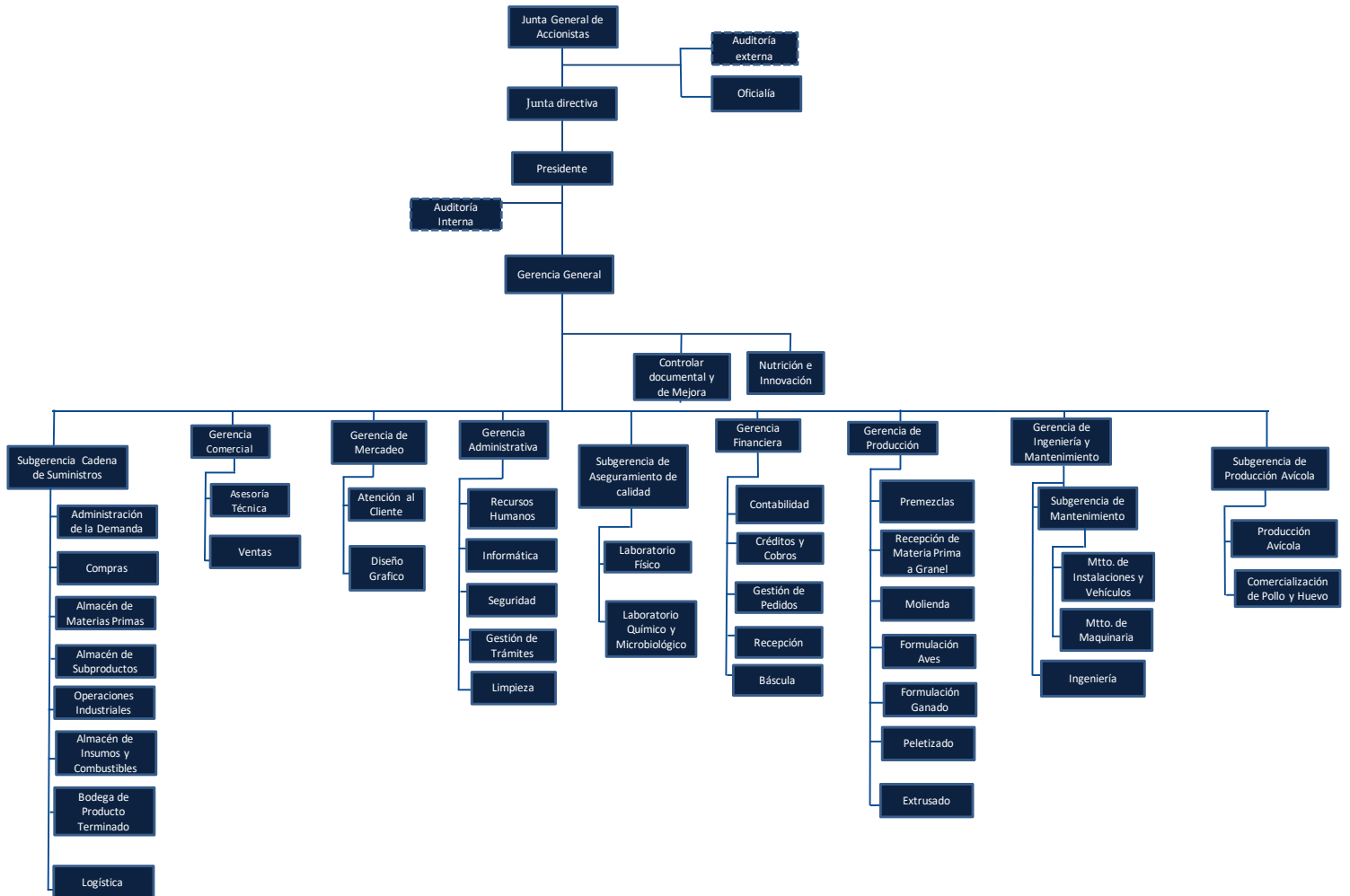
Balance General SARAM S.A.										
En dólares de los Estados Unidos de América										
	Dic-16	%	Dic-17	%	Jun-18	%	Dic-18	%	Jun-19	%
Activo	17,295,164	100.0%	17,152,927	100.0%	18,971,527	100.0%	19,100,360	100.0%	17,885,278	100.0%
Caja y bancos	666,520	3.9%	700,216	4.1%	525,773	2.8%	963,621	5.0%	782,372	4.4%
Cuentas por cobrar	2,030,719	11.7%	1,830,284.63	10.7%	1,810,901	9.5%	2,023,373	10.6%	1,798,700	10.1%
Inversiones financieras de corto plazo	396,035	2.3%	396,035	2.3%	396,035	2.1%	396,035	2.1%	396,035	2.2%
Inventarios	3,618,553	20.9%	3,348,344	19.5%	4,438,826	23.4%	3,969,216	20.8%	3,213,759	18.0%
Gastos pagados por anticipado	1,012,325	5.9%	379,558	2.2%	533,859	2.8%	285,326	1.5%	486,455	2.7%
Activo Circulante	7,724,151	44.7%	6,654,437	38.8%	7,705,394	40.6%	7,637,571	40.0%	6,677,321	37.3%
Propiedad planta y equipo neto	8,615,536	49.8%	8,500,605	49.6%	10,154,124	53.5%	9,772,034	51.2%	9,664,837	54.0%
Activo biológico	225,162	1.3%	123,250	0.7%	52,797	0.3%	158,852	0.8%	69,018	0.4%
Intangibles	7,393	0.0%	5,280	0.0%	3,160	0.0%	5,500	0.0%	14,553	0.1%
Proyectos en proceso	722,922	4.2%	1,869,355	10.9%	1,056,053	5.6%	1,526,402	8.0%	1,459,548	8.2%
Activo No Circulante	9,571,013	55.3%	10,498,490	61.2%	11,266,133	59.4%	11,462,789	60.0%	11,207,956	62.7%
Pasivo	10,900,092	63.0%	10,448,270	60.9%	12,337,710	65.0%	12,611,263	66.0%	11,420,993	63.9%
Deudas financieras a corto plazo	5,597,299	32.4%	1,969,067	11.5%	4,116,378	21.7%	4,971,537	26.0%	3,960,061	22.1%
Cuentas por pagar comerciales	1,258,782	7.3%	1,600,573	9.3%	2,582,412	13.6%	1,865,186	9.8%	1,792,996	10.0%
Beneficios a empleados	29,023	0.2%	30,315	0.2%	98,136	0.5%	39,793	0.2%	114,329	0.6%
Impuestos por pagar	671,879	3.9%	540,185	3.1%	229,068	1.2%	329,191	1.7%	322,372	1.8%
Dividendos por pagar	155	0.0%	183	0.0%	71,221	0.4%	183	0.0%	183	0.0%
Pasivo Circulante	7,557,137	43.7%	4,140,323	24.1%	7,097,215	37.4%	7,205,889	37.7%	6,189,942	34.6%
Documentos por pagar LP		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Deudas financieras a largo plazo	3,171,527	18.3%	6,136,519	35.8%	5,065,779	26.7%	5,230,658	27.4%	5,056,335	28.3%
Provisión y otros pasivos a largo plazo	171,429	1.0%	171,429	1.0%	174,715	0.9%	174,715	0.9%	174,715	1.0%
Pasivo No Circulante	3,342,955	19.3%	6,307,947	36.8%	5,240,495	27.6%	5,405,373	28.3%	5,231,050	29.2%
Patrimonio	6,395,072	37.0%	6,704,657	39.1%	6,633,816	35.0%	6,489,097	34.0%	6,464,285	36.1%
Capital social	3,150,000	18.2%	3,150,000	18.4%	3,150,000	16.6%	3,150,000	16.5%	3,150,000	17.6%
Reserva legal	620,018	3.6%	707,324	4.1%	707,324	3.7%	630,000	3.3%	630,000	3.5%
Resultados acumulados	1,389,881	8.0%	1,784,046	10.4%	1,977,450	10.4%	1,951,408	10.2%	1,839,214	10.3%
Resultados del ejercicios	919,165	5.3%	747,279	4.4%	483,035	2.5%	441,681	2.3%	529,063	3.0%
Ajustes y efectos por valuación y cambio de valor	316,008	1.8%	316,008	1.8%	316,008	1.7%	316,008	1.7%	316,008	1.8%
Pasivo + Capital	17,295,164	100.0%	17,152,927	100.0%	18,971,527	100.0%	19,100,360	100.0%	17,885,278	100.0%

Fuente: Estados financieros Auditados e intermedios SARAM S.A. de C.V.

Estado de Resultados SARAM S.A.										
En dólares de dólares de los Estados Unidos de América										
	Dic-16	%	Dic-17	%	Jun-18	%	Dic-18	%	Jun-19	%
Ingresos netos	32,488,971	100.0%	31,951,003	100.0%	17,288,892	100.0%	33,916,472	100.0%	15,963,442	100.0%
Costo de Ventas	26,307,016	81.0%	25,934,866	81.2%	14,190,062	82.1%	28,223,851	83.2%	12,797,339	80.2%
Utilidad Bruta	6,181,955	19.0%	6,016,137	18.8%	3,098,830	17.9%	5,692,621	16.8%	3,166,103	19.8%
Administración	387,542	1.2%	247,157	0.8%	105,502	0.6%	225,289	0.7%	115,513	0.7%
Gerencia financiera	248,301	0.8%	265,963	0.8%	123,327	0.7%	257,959	0.8%	129,586	0.8%
Auditoría interna	1,009		74,612	0.2%	39,077	0.2%	84,479	0.2%	43,440	0.3%
Gerencia de ventas y mercadeo	1,571,618	0.0%	1,418,648	4.4%	787,890	4.6%	1,597,644	4.7%	747,366	4.7%
División Avicola	590,202	4.8%	390,151	1.2%	224,212	1.3%	475,740	1.4%	203,038	1.3%
Dirección	742,096	2.3%	1,035,728	3.2%	399,523	2.3%	935,428	2.8%	463,242	2.9%
Cadena de suministros	639,652	2.0%	705,461	2.2%	411,409	2.4%	809,831	2.4%	378,594	2.4%
Gastos operativo	4,180,421	12.9%	4,137,720	13.0%	2,090,941	12.1%	4,386,369	12.9%	2,080,779	13.0%
Utilidad de Operación	2,001,534	6.2%	1,878,417	5.9%	1,007,889	5.8%	1,306,252	3.9%	1,085,324	6.8%
Gastos Financieros	412,488	1.3%	607,786	1.9%	310,020	1.8%	688,109	2.0%	324,256	2.0%
Otros ingresos y gastos netos	25,330	0.1%	23,408	0.1%	7,820	0.0%	15,640	0.0%	5,263	0.0%
Utilidad antes de Impuestos	1,563,716	4.8%	1,247,222.41	3.9%	690,049	4.0%	602,503	1.8%	755,804	4.7%
Reserva legal	109,460		87,305							
Impuesto sobre la renta	475,986	1.5%	369,084	1.2%	207,015	1.2%	143,408	0.4%	226,741	1.4%
CESC Grandes contribuyentes	59,165	0.2%	43,553	0.1%		0.0%	17,414	0.1%	-	0.0%
Utilidad Neta	919,105.3	2.8%	747,279.7	2.3%	483,034.5	2.8%	441,681	1.3%	529,063	3.3%

Fuente: Estados financieros Auditados e intermedios SARAM S.A. de C.V.

ESTRUCTURA ORGÁNICA



Fuente: Información proporcionada por SARAM S.A. de C.V.

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Cartago, Costa Rica
(506) 2552 5936

Ciudad Panamá, Panamá
(507) 6674 5936

San Salvador, El Salvador
(503) 2243 7419