



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Coagra S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Abril 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos
 Acciones (COAGRA)
 Tendencia

A
Primera Clase Nivel 4
Estable

EEFF base

31 de diciembre de 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Serie E (BCOAG-E)	Tercera Emisión
Línea de bonos	N° 1109 de 21.07.2022

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	167.322.584	165.480.193	164.551.995	204.279.168	248.905.967
Costo de Ventas	-143.791.978	-143.186.472	-142.646.647	-175.951.627	-212.171.349
Ganancia bruta	23.530.606	22.293.721	21.905.348	28.327.541	36.734.618
Otros ingresos, por función	568.602	1.174.550	707.600	195.868	499.203
Gasto de administración y costo de distr.	-16.810.465	-16.751.587	-15.618.766	-16.504.352	-19.305.644
Otros gastos, por función	-112.666	-767.051	-347.927	-133.919	-228.305
Ingresos financieros	789.434	720.465	678.089	522.378	2.427.252
Costos financieros	-2.520.576	-2.839.685	-2.795.781	-1.803.709	-3.383.588
Diferencias de cambio	-1.655.125	-1.710.525	701.715	-1.313.945	-1.344.399
Ganancia (pérdida)	2.695.729	1.708.334	3.439.894	7.209.823	12.355.733

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022
Activos corrientes	133.233.510	125.585.827	120.586.566	149.749.695	184.473.218
Activos no corrientes	26.192.077	20.482.976	19.809.953	29.477.349	29.112.176
Total de activos	159.425.587	146.068.803	140.396.519	179.227.044	213.585.394
Pasivos corrientes	106.261.657	74.977.515	80.854.662	111.731.652	149.962.509
Pasivos no corrientes	23.267.362	43.392.631	32.243.197	36.839.182	27.036.190
Total pasivos	129.529.019	118.370.146	113.097.859	148.570.834	176.998.699
Patrimonio	29.896.568	27.698.657	27.298.660	30.656.210	36.586.695
Total pasivos y patrimonio	159.425.587	146.068.803	140.396.519	179.227.044	213.585.394
Deuda financiera ¹	65.324.765	68.178.441	66.440.562	82.385.231	100.797.085

¹ La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos desde el año 2019 en adelante.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. (Coagra) es un distribuidor de insumos (como fitosanitarios, fertilizantes, semillas, combustible, nutrición animal, entre otros) y servicios para el sector agrícola. Asimismo, a través de sus filiales, está presente en los negocios de financiamiento agrícola y prestación de servicios de secado, guarda y comercialización de cereales. La compañía nació en 1993 como continuadora de las actividades de dos cooperativas que operaban en la región de O'Higgins desde la década de los 60.

Durante 2022, la empresa presentó ingresos consolidados por \$ 248.906 millones y generó un resultado de aproximadamente \$ 12.356 millones, por su parte, el 69,6% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 148.756 millones. A la misma fecha, la deuda financiera y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 100.797 millones y \$ 36.587 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 213.585 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 14 mil clientes, repartidos principalmente entre las regiones de Valparaíso y de Los Lagos.

La clasificación de riesgo de los bonos por **Coagra** en "Categoría A" se fundamenta, principalmente, en el tipo de modelo de negocio que ha desarrollado la firma, al constituirse como un importante proveedor de insumos y de financiamiento del sector agrícola. En este sentido, destacan la existencia de una amplia base de clientes, la atomización de las cuentas por cobrar y la capacidad logística. El volumen de deudores permite diversificar el riesgo crediticio y facilitar el comportamiento estadísticamente normal de sus cuentas por cobrar.

Complementariamente, se reconoce como elementos positivos el apoyo y experiencia del accionista controlador, Empresas Sutil S.A., conglomerado con trayectoria en el sector agrícola. Asimismo, se valora la existencia de un área de auditoría interna ligada a la matriz, que cuenta con más de cinco años desde su implementación.

Por otro lado, destaca la adecuada cobertura de las operaciones del emisor, con fuerte presencia en aquellas zonas que representan mayoritariamente la superficie cultivada y plantada en Chile. Además, la evaluación valora la experiencia y el conocimiento que la administración tiene del sector y de su segmento objetivo.

La categoría asignada también incorpora como elementos positivos la existencia de un aceptable volumen de colocaciones en relación con las obligaciones financieras de corto plazo y de un *stock* de inventarios que históricamente ha sido bajo para una empresa que intermedia productos. Adicionalmente, las cuentas por cobrar cuentan con pólizas de seguros de créditos mitigando su riesgo, lo que, en casos más extremos, permite acceder a financiamiento contra la cobranza de dichos activos.

Desde otra perspectiva, y considerando lo relevante del negocio crediticio, la clasificación se ve acotada por la moderada escala de operación que presenta la compañía en términos absolutos, situación que, dado su modelo de negocio, reduce el acceso a economías de escala en cuanto a la obtención de utilidades (sin perjuicio que se reconoce el incremento experimentado en 2021 y 2022). Cabe destacar que, dada la estacionalidad del sector al que financia, sus colocaciones presentan una fuerte alza en el cuarto trimestre,

mostrando un menor nivel durante el resto del año. También, la asignación de la categoría de riesgo ha considerado el margen con que opera la industria el que, si bien ha mostrado ser relativamente estable, es reducido, lo cual incrementa la exposición de los resultados y de la eficiencia ante entornos adversos.

Asimismo, la clasificación de riesgo toma en cuenta la exposición de sus ingresos al desempeño de la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la concentración existente en las regiones de O'Higgins, Maule y Biobío, situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria y acorde a la generación del Producto Interno Bruto (PIB) agrícola por cada región. En este sentido, reconociendo que en términos de zonas agrícolas la actividad de la sociedad se correlaciona con la realidad del país, ello no inhibe la existencia de una concentración geográfica.

Con todo, cabe destacar que hay atenuantes al riesgo intrínseco del sector donde opera **Coagra** como lo son la variedad de cultivos, frutales, viñedos y pecuarios de sus clientes, la propensión a la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario, dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria.

Junto con lo anterior, la categoría asignada considera la necesidad de administrar los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y eventuales restricciones de financiamiento de **Coagra** para solventar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, reconociendo que esta área es intensiva en capital de trabajo. Aunque es necesario señalar que estos riesgos, son inherentes a la industria y, dado eso, la evaluación valora la capacidad de **Coagra** para administrarlos, sumado a la estabilidad en su comportamiento a lo largo de los años.

El análisis reconoce como atenuantes, el funcionamiento de comités de directores periódicos, comités financieros y mecanismos para controlar los riesgos (a través de *hedges*). Por otro lado, destaca la existencia de un área de auditoría, unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos.

La categoría asignada incorpora la posibilidad de acceso de los clientes a otras fuentes de financiamiento (lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía), la intensificación de la competencia en las regiones donde se ubica la empresa (considerando además la dependencia de fitosanitarios y fertilizantes) y un eventual proceso de consolidación de los agricultores (donde los actores del mercado tiendan a ser grandes empresas, con mejores posibilidades de acceso al crédito y posición negociadora). En contraposición, se reconoce la baja probabilidad que estos riesgos se manifiesten en forma inmediata, existiendo incluso la posibilidad que alguno de los factores mencionados se atenúe en el corto plazo.

Por su parte, la evaluación de riesgo de los títulos accionarios en "Primera Clase Nivel 4", incorpora la clasificación de solvencia de la empresa, "Categoría A", y la nula liquidez bursátil que presentan estos instrumentos en el mercado de valores (ausencia de mercado secundario) al no tener presencia bursátil.

En el ámbito de criterios ESG², el negocio de **Coagra** se basa en la convergencia de tres factores de impacto: social, medioambiental y económico, manteniéndose en proceso para clasificarse como empresa B, relacionándose con la comunidad a través de fundaciones y otros, además de distintas políticas de

² Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

gobierno corporativo. La compañía, en su sitio Web y memoria integrada, divulga con detalle sus prácticas al respecto.

La tendencia se mantiene en “*Estable*” debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que se produzca una caída significativa en el peso de las regiones de O’Higgins, del Maule y del BioBío en relación con el total de ingresos y de deudores, sin descartar otros factores que impliquen mayor solidez. Así como también, la clasificación podría bajar si el negocio se ve afectado por un acceso alternativo al financiamiento, por parte de los clientes y/o un aumento en el poder de negociación frente a la empresa. En ese sentido, el desafío de la sociedad es mantener diversificadas sus fuentes de financiamiento y mantener controlado su costo de fondeo.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificadora reconoce el importante crecimiento que han experimentado los resultados de la compañía en los últimos dos años (*Humphreys* en 2021 subió la categoría de riesgo a A-), pero en particular el último ejercicio anual. Ello ha llevado a que el año 2022, en términos de resultados, se distancie de los períodos precedentes; sin embargo, para efecto de incidencia en la clasificación de riesgo, es necesario la verificación de dicho rendimiento a través del tiempo,

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Experiencia y conocimiento del mercado objetivo.

Fortalezas complementarias

- Cartera de crédito atomizada.
- Modelo de negocios.
- Cobertura geográfica en zonas agrícolas.

Fortalezas de apoyo

- Apoyo y experiencia de la matriz.
- Implementación de un área de auditoría interna.
- Seguros de cuentas por cobrar.

Riesgos considerados

- Moderada escala de operación en términos absolutos, no así comparada con su industria (riesgo difícil de evitar dada la estructura del mercado).
- Concentración de productos.
- Exposición a eventuales nuevos operadores.
- Concentración geográfica de sus ingresos (riesgo difícil de evitar, dada la estructura del mercado).
- Riesgos propios del negocio financiero y del sector agrícola (el primero susceptible de atenuar; el segundo inherente al giro, pero atenuado por la existencia de seguros de créditos a las cuentas por cobrar).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Consolidación de los clientes y un aumento en el poder de negociación de estos (riesgo poco probable en el corto plazo).

Hechos recientes

Resultado a diciembre 2022

Durante 2022, la empresa generó ingresos por \$ 248.906 millones, lo que significa un aumento de 21,8% respecto de 2021. Los costos de ventas de la compañía crecieron en un 20,6% en el mismo periodo. De esta forma, la ganancia bruta de la empresa aumentó en un 29,7%, respecto de 2021.

Los gastos de administración y venta crecieron en 17,0% ubicándose en \$ 19.306 millones. En consecuencia, la ganancia alcanzó los \$ 12.356 millones, un 71,4% superior a la registrada en 2021.

La empresa presentó activos por \$ 213.585 millones, cifra que fue financiada en un 47,2% con deuda financiera y un 17,1% con patrimonio.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Experiencia y conocimiento del mercado objetivo: Coagra fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O'Higgins, que operaban en la región de O'higgins, por lo que la

sociedad acumula una experiencia de más de 30 años en el mercado, en los cuales han enfrentado diferentes coyunturas, además han mostrado eficiencia para hacer frente a diversos escenarios económicos y capacidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Al respecto, se reconoce positivamente el *know how* en materia agrícola considerando que todos los directores de **Coagra** tienen relación con el sector agroindustrial, y a su vez han demostrado la capacidad reconocer y gestionar eficientemente la situación de los productores en escenarios complejos, ejecutando planes a la medida para cada uno de ellos.

Amplia cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 90% de la superficie cultivada y plantada en Chile³, donde se concentran la mayoría de los clientes-agricultores que demandan los insumos y servicios agrícolas ofrecidos por el emisor. Esta situación facilita acceder a la diversificación que se puede dar al interior del sector. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles mejorando su competitividad dentro del sector.

Cartera de clientes atomizada: La compañía cuenta con una cartera de clientes atomizada, que diversifica el riesgo de la empresa y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su portafolio de deudores. En los hechos, las ventas de **Coagra** están diversificadas en más 14.000 clientes activos en Chile, y durante 2022 el principal cliente no superó el 1,4% de las ventas totales del emisor, según datos entregados por la empresa (situación que se replica para los últimos cinco años donde no se exhibe algún cliente que supere el 2% de los ingresos totales).

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande. En el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito al momento de la cosecha. En los hechos, los operadores del rubro están cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas que no son satisfechos por otros agentes del mercado.

Apoyo y experiencia del controlador: El accionista controlador, Empresas Sutil S.A., es un conglomerado con experiencia en el sector agrícola y ha llevado a cabo una serie de procesos y mejoramientos desde la toma de control de **Coagra S.A.** (año 2006), lo que se ha traducido en perfeccionamientos en la gestión de inventarios, gobierno corporativo y sistematización de operaciones, entre otras áreas.

Controles internos: Desde hace aproximadamente cinco años la empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna, radicada en Empresas Sutil, controlador de **Coagra**. Además, destaca la existencia de un comité de crédito que está encargado de analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en las condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza. Este comité sesiona todas las semanas y en él participan directores y ejecutivos de Coagra y sus Subsidiarias.

Seguros de cuentas por cobrar: La sociedad posee de seguro de crédito, además de exigir garantías, letras de crédito y pagarés en los casos que corresponda. Este seguro fue contratado con la Compañía de Seguros Continental, el cual ha tenido renovaciones continuas desde el año de incorporación de dicha herramienta de mitigación de riesgo (2007). En los hechos, según los últimos estados financieros disponibles, la sociedad mantiene seguros de crédito para un 85% de sus deudores comerciales y otras

³ Contrastando las sucursales de Coagra con el catastro frutícola de 2022 del Centro de Información de Recursos Naturales (Ciren).

cuentas por cobrar.

En cuanto a la utilización del seguro, de un total de clientes activos, del orden de 6.912 aproximadamente durante 2022, se siniestraron 15 casos (activos e indemnizados), lo cual representa un 0,24% del total de clientes.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: Considerando la existencia de un negocio financiero implícito en el modelo empresarial (dado que la sociedad otorga, como promedio, un plazo de venta a sus clientes del orden de tres meses), la compañía presenta una moderada escala de operación (visto como proveedor financiero). Por su parte, las colocaciones llegaron a su *peak* el cuarto trimestre de 2022, ubicándose en \$ 148.756 millones⁴ y este valor representa menos del 1% de las colocaciones del sistema bancario.

Cabe agregar, que producto de la estacionalidad del negocio, las colocaciones se reducen mucho en los otros trimestres del año. Esta reducción, dado el modelo de negocio que se lleva a cabo, dificulta el acceso a economías de escala que favorezcan la obtención de utilidades; así en promedio en los últimos años la relación entre utilidad e ingreso ha sido de 2,5% (según estados financieros trimestrales anualizados), fluctuando entre 0,9% y 5,5%.

El último tema señalado, a juicio de **Humphreys**, es de relevancia, por cuanto mayores volúmenes de operación permiten soportar menores márgenes para cubrir los costos (mejor competitividad) y destinar, en términos absolutos, mayores recursos a instancias de control de los riesgos. Sin embargo, es necesario destacar que, desde el trimestre de septiembre 2021, el monto de colocaciones de cada trimestre siempre ha superado lo previsto en el mismo periodo del año anterior.

Concentración de productos: Sin desconocer la variedad de servicios y líneas de productos que la sociedad ofrece a sus clientes, dada la necesidad de los mismos, se reconoce que alrededor del 59,3% de los ingresos se generan por la venta de fitosanitarios y fertilizantes (61,5% en 2021), riesgo que es estructural al negocio, incluso estos mismos productos representaron cerca del 64,2% del margen en 2022 (68,9% en 2021). Lo anterior, podría repercutir en la capacidad generadora de flujos en caso de producirse *shocks* de demanda o de costos.

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones de O'Higgins, Maule y Biobío concentraron el 62% de los ingresos totales en 2022 y esta se enfocó básicamente en insumos, agroindustria y financiamiento. Este riesgo se ve atenuado debido a que se toma en cuenta que esta situación es connatural al negocio por la concentración de las superficies cultivables del país (riesgo transversal al sector). De igual forma, se incorpora la correlación de su negocio con el comportamiento del sector agrícola.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa como proveedor y acreedor del sector agrícola, rubro considerado de elevado riesgo, que se morigeraría por la existencia de diversos cultivos, que podrían verse afectados en forma diferente por eventos climatológicos y pestes, pero que, en casos extremos, como por

⁴ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. El riesgo agrícola, directa o indirectamente se traspasa a la compañía, sin perjuicio de que la empresa presenta diversificación por subsectores y posee una adecuada capacidad de análisis de la calidad crediticia de sus clientes. También se destacan algunas medidas tomadas por la empresa como aceptar los productos físicos al final del ciclo productivo bajo la figura de caución, la existencia de seguros de crédito y la diversificación de los productos.

Riesgos del negocio crediticio y acceso a financiamiento: La operación de la empresa incorpora los riesgos propios de la actividad financiera: incobrabilidad, concentración sectorial, calce de plazos y necesidad de un eficiente manejo del capital de trabajo.

En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un elemento relevante en el modelo de negocios de **Coagra**, por lo cual se enfrenta al desafío de mantener diversificadas sus alternativas de financiamiento, de modo de mantener un adecuado acceso al sistema financiero. Al respecto, se reconoce positivamente que, a la fecha, la sociedad mantiene compromisos financieros con múltiples bancos de la plaza (69% del total de deuda financiera, siendo el principal BCI con un 19%) y compromisos con el público; bonos (con el 31% restante).

Exposición a eventuales nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución (en especial el logístico), no se evidencian barreras de entrada relevantes que inhiban el ingreso de nuevos operadores, ya sea directamente o por medio de adquisición de empresas ya existentes. A esto, aunque con menor probabilidad de ocurrencia, se une la posibilidad de crecimiento de los competidores “especialistas” (enfocados en un rubro específico, en una región o tipo de producto agrícola) que podrían concentrar sus esfuerzos en nichos y afectar algunas líneas de negocio, sin embargo, se ha visto que, en los últimos años, han desaparecido algunos “especialistas”. En contraposición, se debe señalar que la industria ya ha ido experimentando un proceso de mayor consolidación (absorciones) y, por lo tanto, en alguna medida, ésta ha podido ser internalizada por los distintos operadores.

Con respecto a lo anterior, se reconoce positivamente que la sociedad ha optado por una opción de especialización (operando una menor cantidad de líneas de negocio; eliminando en los últimos diez años aquellas relacionadas a veterinaria, ferretería agrícola, maquinaria, plantines, que no eran determinantes en el negocio) de mayor profundidad y competitividad que otros operadores del rubro.

Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento: Dado que una de las principales fortalezas del negocio es la capacidad de la empresa para otorgar créditos o líneas de operación en la obtención de insumos a sus clientes, la sociedad podría ver debilitada su posición competitiva en la medida que estos pudiesen incrementar su acceso a fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, la instalación de bancos especialistas y/o la bolsa agrícola. Si bien se reconoce que no es una situación de amenaza en el corto plazo, se enmarca como un riesgo de mediano y largo plazo.

Consolidación de los clientes: Las características de la demanda —concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones de O’Higgins, del Maule y del Bío Bío— facilita la coordinación y/o concertación de clientes, lo cual repercutiría en una mayor capacidad negociadora por parte de los compradores. Sin embargo, al menos en el corto plazo, se estima poco probable la manifestación de este riesgo.

Antecedentes generales

La compañía

Coagra fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O'Higgins, que operaban en la región de O'higgins. En 1996, la sociedad fue inscrita en la Comisión para el Mercado Financiero (anteriormente Superintendencia de Valores y Seguros) y, actualmente, tiene presencia entre las regiones de Valparaíso y la de los Lagos. Actualmente, la compañía es propiedad en un 57,1% de Empresas Sutil S.A., ligada a la industria agrícola.

Entre las filiales más importantes se encuentran:

Coagra Agroindustrial S.A., constituida en enero de 2005, dedicada al negocio de secado, guarda, estandarización, industrialización y comercialización de granos con presencia en el mercado del maíz y trigo

Banagro S.A., fue constituida en abril de 2011, dedicada principalmente a realizar operaciones de *factoring*, *leasing* y de asesoría financiera al sector agrícola.

Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos (distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas y maquinaria agrícola), representando cerca del 94,0% de las ventas en 2022. Su segunda fuente de ingresos denominada agroindustria está asociada al corretaje de granos (maíz y trigo), servicios de secado y guarda (3,1% de las ventas en el mismo período).

Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que complementa sus operaciones, ya que la empresa otorga, como promedio, un plazo de venta a sus clientes del orden de 90 días para cultivos anuales y de 85 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es que, según datos a diciembre de 2022, los deudores comerciales representaron el 80,6% del activo corriente y un 69,6% del activo total. En consecuencia, sus operaciones presentan una marcada estacionalidad durante el año, que obedece a los ciclos de producción de los agricultores.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de la empresa **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes en 2022, concentrando un total de 59,3% de las ventas (61,5% en 2021) y un 64,2% de la ganancia bruta (68,9% en 2021).

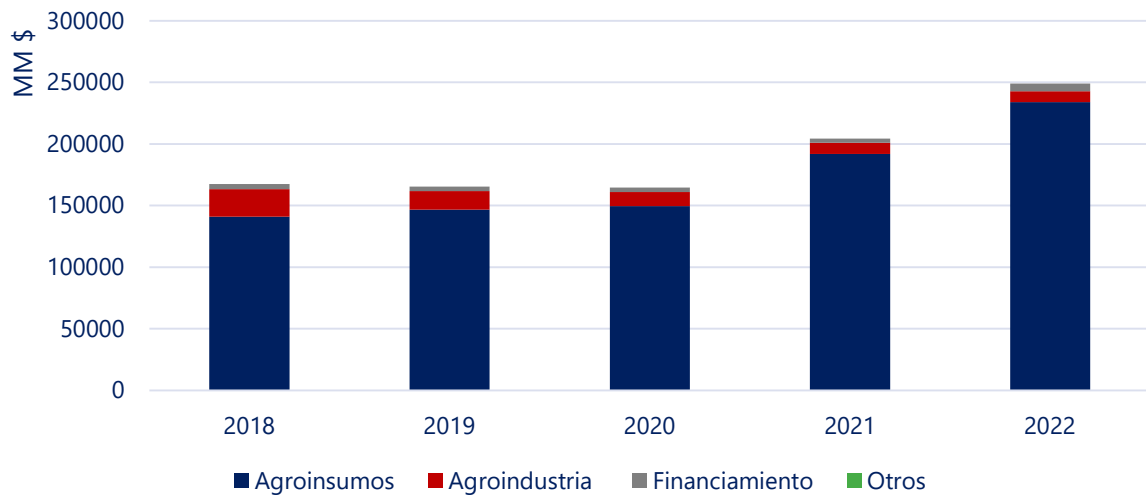


Ilustración 1: Ingresos por segmento

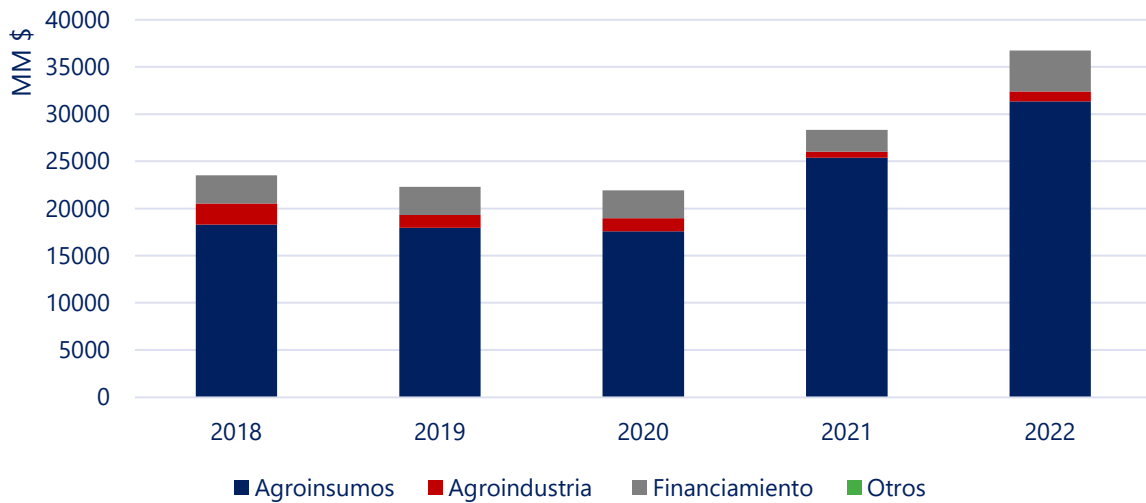


Ilustración 2: margen bruto por segmento

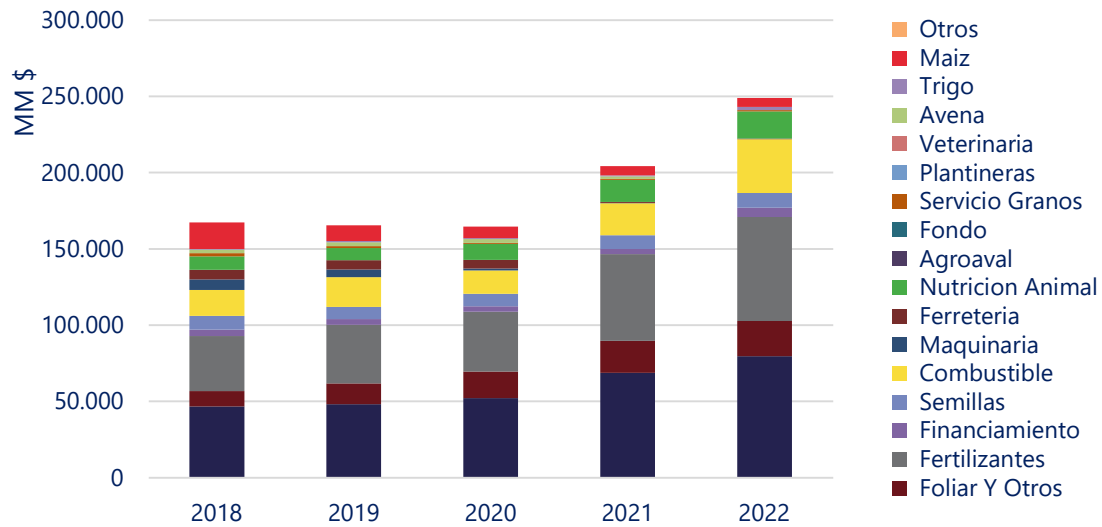


Ilustración 3: Ingresos por producto

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del PIB nacional de 2022, tuvo una participación en torno al 3,1% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

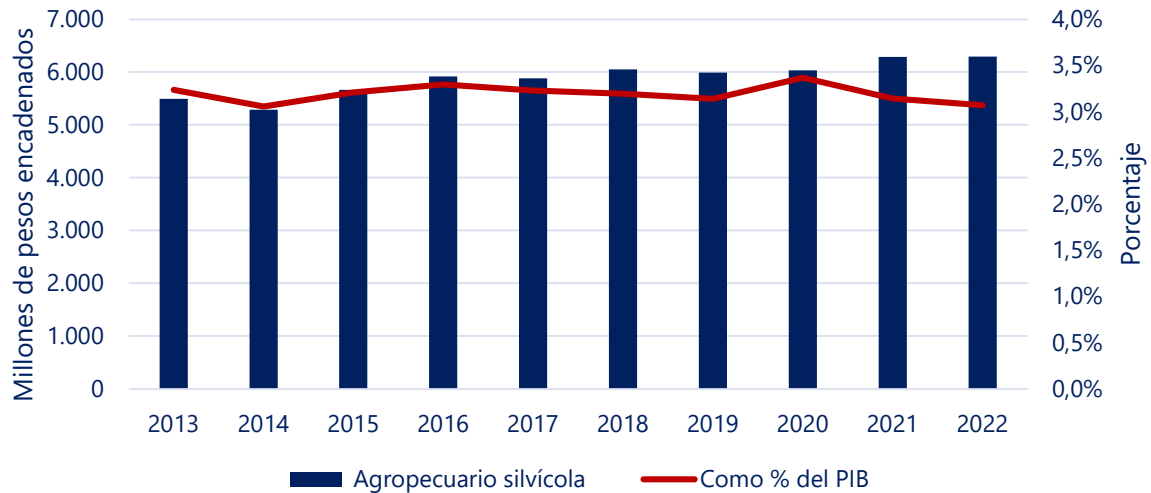


Ilustración 4: Evolución del PIB Agropecuario-silvícola

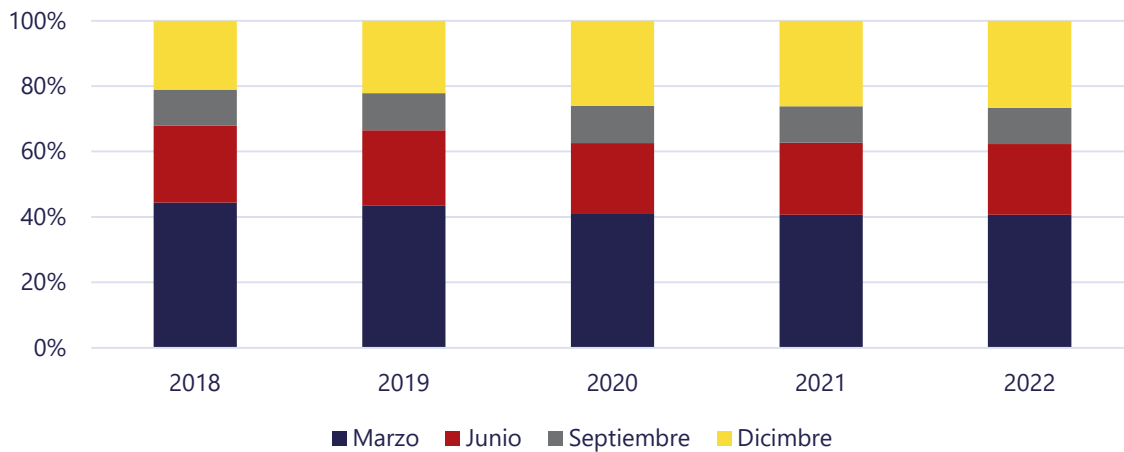


Ilustración 5: Evolución del PIB silvo-agropecuario por trimestre.

Se observa que en los últimos diez años el PIB de sector silvo-agropecuario ha representado entre el 3,1% y el 3,4% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo, dado la dinámica exportadora del sector.

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones de O'Higgins, del Maule y Metropolitana, que tienen una importancia cercana al 51,5% en 2022 (50,3% en 2021). En la Tabla 1 se muestra la distribución del PIB silvo-agropecuario, por región y para los últimos cinco años.

Región	2018	2019	2020	2021	2022
Región de Arica y Parinacota	1,04%	1,02%	1,01%	0,98%	0,96%
Región de Tarapacá	0,07%	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%
Región de Antofagasta	0,05%	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%
Región de Atacama	1,47%	1,32%	1,36%	1,27%	1,28%
Región de Coquimbo	5,97%	5,88%	5,97%	5,73%	5,73%
Región de Valparaíso	11,05%	10,44%	9,95%	9,23%	9,87%
Región Metropolitana de Santiago	11,33%	11,34%	11,74%	10,91%	11,17%
Región de Libertador General Bernardo O'Higgins	20,18%	20,68%	21,02%	20,85%	21,65%
Región del Maule	16,75%	17,67%	17,81%	18,51%	18,66%
Región de Ñuble	5,32%	5,60%	5,61%	5,82%	5,59%
Región del Biobío	7,79%	7,49%	7,24%	7,48%	7,20%
Región de la Araucanía	8,28%	7,97%	7,55%	8,09%	7,31%
Región de los Ríos	4,15%	4,10%	4,11%	4,10%	3,98%
Región de Los Lagos	5,68%	5,51%	5,66%	6,03%	5,56%
Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo	0,36%	0,33%	0,32%	0,32%	0,33%
Región de Magallanes y la Antártica Chilena	0,53%	0,54%	0,52%	0,55%	0,59%

Tabla 1: Distribución del PIB silvo-agropecuario

En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual de sus ingresos y reducir su exposición a una región en particular, todo ello dentro de las restricciones que impone su mercado objetivo.

Por parte de la oferta, en términos de ventas, la industria es liderada por Copeval, aunque **Coagra** de acuerdo con declaraciones de la administración se encuentra dentro de las empresas líderes, ofreciendo una amplia gama de servicios a sus clientes. En este rubro coexisten también empresas focalizadas en zonas específicas.

Líneas de negocio⁵

Líneas de negocios

Como se mencionó anteriormente **Coagra** presenta tres segmentos en sus estados financieros: agroinsumos, financiamiento y agroindustria.

Agroinsumos

El segmento de agroinsumos se dedica a la distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas y maquinaria.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante durante 2022, concentrando el 59,3% del total de ingresos.

Como se puede ver en la Ilustración 5, durante 2021 agroinsumos exhibió ingresos por \$ 233.910 millones, siendo un 22,0% superior al ejercicio anterior (\$ 191.782 millones). Lo anterior fue impulsado principalmente por crecimientos en combustible, fertilizantes y fitosanitarios.

El margen bruto exhibió una trayectoria similar a la de los ingresos en los últimos dos años, impulsado por crecimientos en fertilizantes, financiamiento y fitosanitarios. En cuanto al margen bruto sobre ingresos, en 2022 llegó a 13,4%, similar a lo presentado en el año anterior (13,2%).

⁵ Ingresos por segmento incluyen intereses implícitos.

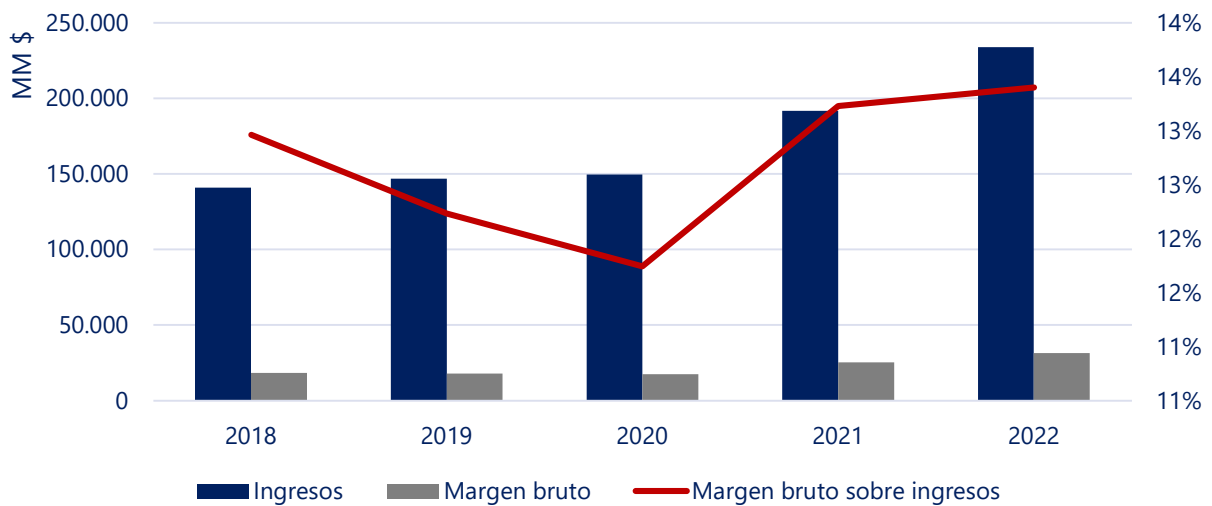


Ilustración 6: Evolución ingresos y ganancia bruta agroinsumos

Agroindustria

La compañía, a través de la filial Coagra Agroindustrial S.A., ofrece a los agricultores los servicios de acopio, guarda, secado y comercialización de granos, para lo cual cuenta con una capacidad aproximada de 50 mil toneladas, con cuatro plantas ubicadas en San Fernando y Talca.

Durante 2022 los ingresos de este segmento alcanzaron los \$ 8.805 millones siendo un 2,9% inferior a lo presentado en 2021 (en línea con la estrategia de la compañía por disminuir su participación en este negocio).

En cuanto al indicador margen bruto sobre ingresos, durante 2022 obtuvo un valor de 12,0% superior al 7,0%, del año 2021, como se muestra en la Ilustración 6.

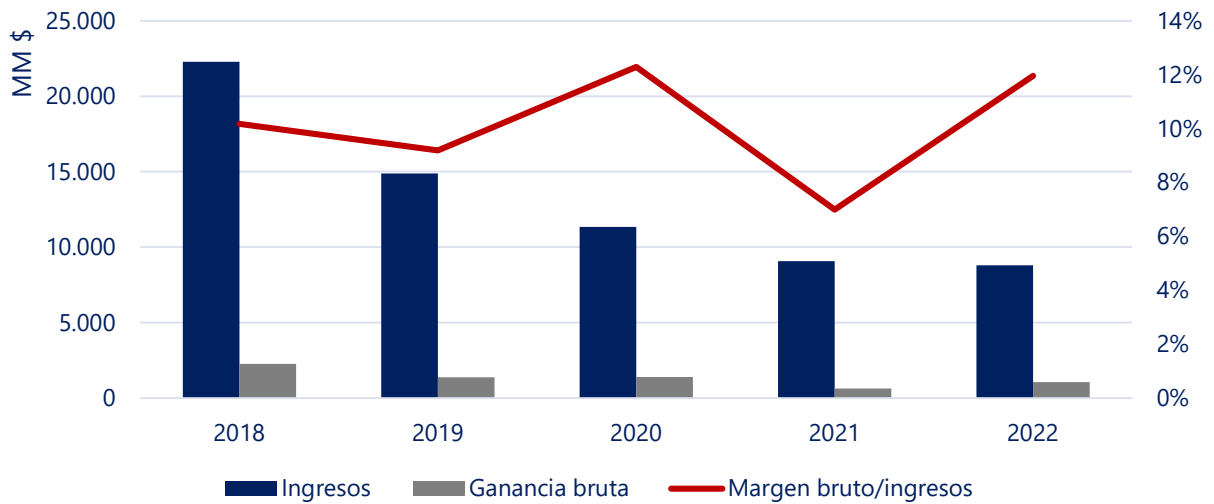


Ilustración 7: Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroindustria

Financiamiento

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa presentó durante 2022 ingresos por \$ 6.191 millones en el segmento propiamente financiero (*factoring, leasing* y asesoría financiera al segmento agrícola). Por su parte, las cuentas por cobrar de la compañía en la misma fecha alcanzaron los \$ 148.756 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de cuentas por cobrar totales.

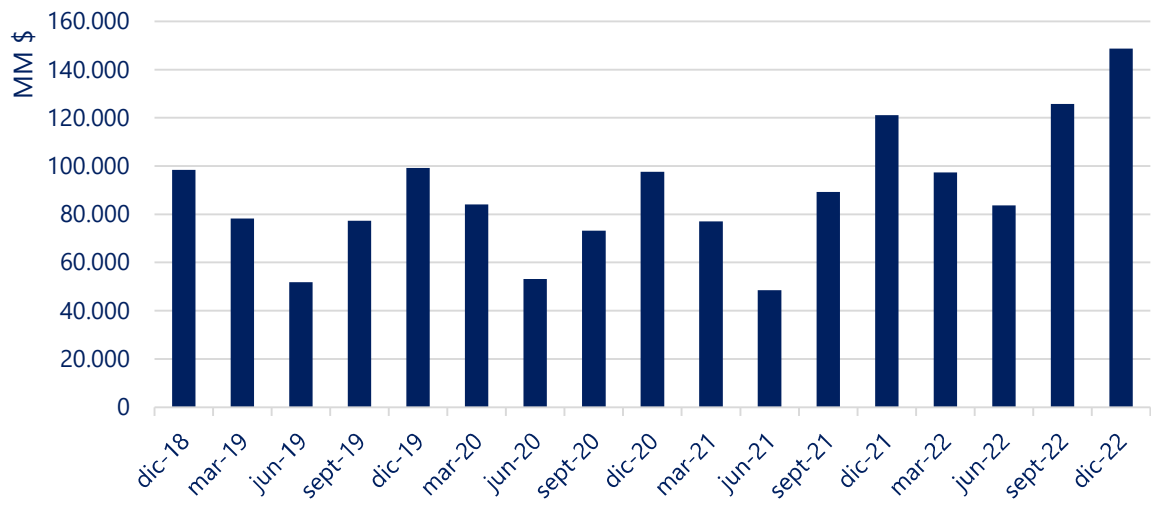


Ilustración 8: Evolución de cuentas por cobrar

Como se ve en la ilustración 8 los ingresos y el margen bruto sobre ingresos en 2022 alcanzaron los \$ 4.197 millones y 67,4% respectivamente.

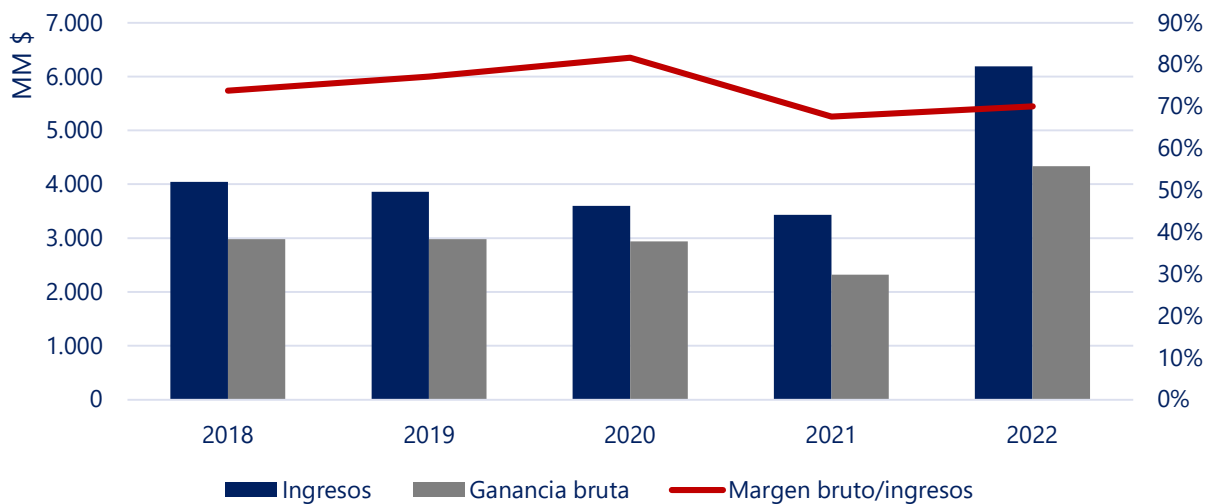


Ilustración 9: Evolución ingresos y margen sobre ingreso

Administración y características del negocio

Concentración de clientes

La compañía cuenta con una cartera de clientes atomizada en términos de montos de ventas (más de 14.000 clientes). Los clientes muestran diversidad de tamaño (gran empresa agrícola y mediano agricultor) y de rubro (frutal, uva vinífera, hortalizas, cultivos, pecuarios, otros), presentando necesidades de insumos estacional y de financiamiento de capital de trabajo, lo que se traduce en una alta importancia de las ventas a plazo dentro de su cartera.

Administración de riesgos

Análisis de crédito

Toda venta a plazo es analizada por el Departamento de Crédito, instancia encargada del estudio y registro de los antecedentes económico-financieros y agronómicos del cliente, base sobre la cual se otorga una clasificación y una línea acorde a sus necesidades y perfil de riesgo.

Las categorías asignadas por **Coagra** a sus clientes son: A+, A-, A, B+, B-, C+, C-, D y E. Según la definición de la compañía, las seis primeras categorías —que concentran en torno al 85% de las ventas— están conformadas por clientes que han presentado un buen comportamiento de pago, mantienen buenas referencias comerciales, su situación patrimonial es adecuada y participan en rubros de explotación bien manejados, rentables y diversificados.

La categoría C es asignada a clientes con irregular comportamiento anterior y/o patrimonio ajustado; la categoría D corresponde a clientes con mal comportamiento anterior y problemas comerciales internos o en el sistema financiero, a los cuales solo se puede vender al contado; y la categoría E agrupa a clientes nuevos, los cuales no han sido sujeto a análisis y no cuentan con líneas asignadas.

Las líneas son revisadas una vez al año y un 90% de las ventas son aseguradas. El 10% restante de las ventas se realiza con clientes relacionados (socios, proveedores, ejecutivos).

Cabe señalar, que desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura su cartera de clientes (este seguro ha tenido renovaciones continuas desde el año 2007).

Morosidad

La distribución de la cartera morosa por tramo, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación (según información presentada en los estados financieros):

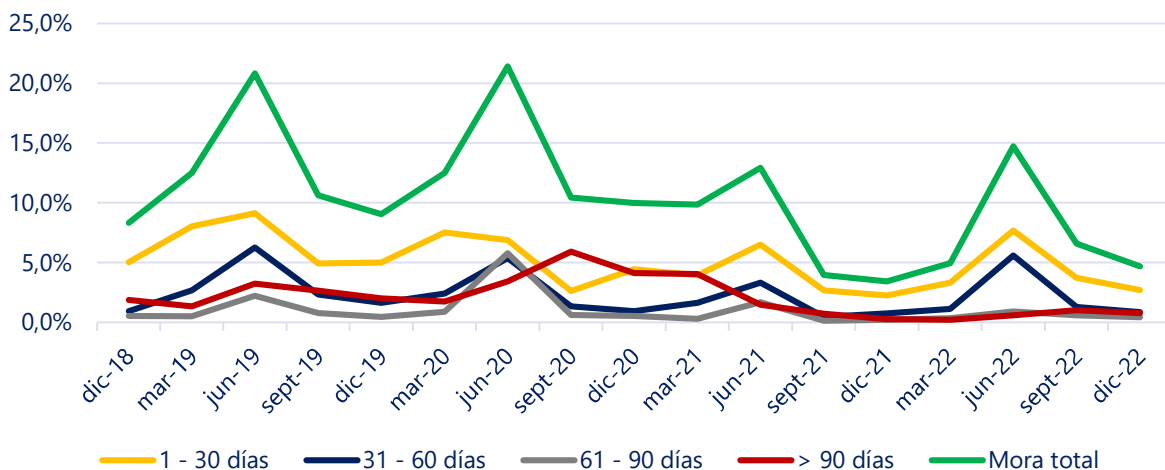


Ilustración 10: Evolución de la cartera morosa (como porcentaje del stock de colocaciones)⁶

Control interno

La compañía a mediados de 2012 constituyó el área de auditoría interna que reportaba al comité de auditoría conformado por altos cargos de la sociedad y de la matriz; posteriormente, a comienzo de 2018, esta unidad fue absorbida por la nueva Gerencia de Auditoría Interna del controlador, Empresas Sutil, la cual, en la actualidad, fiscaliza a todas las filiales del grupo y reporta mensualmente al comité de Auditoría del *holding*. La división está compuesta por un Gerente de Auditoría y dos auditores.

También la compañía cuenta con instancias de control por medio de comités (del cual depende el auditor) que se realizan mensualmente, presididos por miembros del directorio, cuyos temas relevantes quedan establecidos en actas. Se han establecido puntos críticos de control con fecha de revisión (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

⁶ Considera morosidad de cuentas por cobrar netas (*post deterioro*) según información de los estados financieros.

Las principales características de cada comité son las siguientes:

- Comité de administración y finanzas: Se realiza mensualmente, compuesto por el Gerente de Finanzas de **Coagra**, y además participa el presidente del Directorio y el Gerente General, y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario, políticas de control e implementación para sistemas operativos y de gestión de la compañía.
- Comités comerciales: Se realizan mensualmente, compuesto por Gerente General, el presidente del Directorio y Gerente de Zona respectiva y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.
- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por dos directores y su objetivo es analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.

Además, existe un comité de Recursos Humanos y Prevención de Riesgo, que lo preside el Gerente General y participa la Gerenta de Personas y el Gerente de Finanzas y un comité de logística y *supply chain*, que lo preside el Gerente General.

Análisis financiero⁷

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

En términos reales, el nivel de ingresos anualizados de la compañía ha mostrado una cierta estabilidad entre 2017 y comienzos de 2021. Sin embargo, a partir de junio de 2021 se observa una tendencia al alza que se acelera en 2022, alcanzando un valor máximo de \$ 269.531 millones en septiembre de 2022 (UDM), y reduciéndose hasta los \$ 257.961 millones en diciembre del mismo año. En el último periodo, el alza con respecto al mismo ejercicio del año anterior se explica por un aumento general en las ventas de la compañía, especialmente de combustibles y en menor medida fertilizantes y fitosanitarios.

En cuanto a las colocaciones se exhibe volatilidad en los periodos analizados (bajas importantes en junio de cada año y fuertes alzas en diciembre) principalmente explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en diciembre de 2022 colocaciones por \$ 148.756 millones (8,4% superior a 2021).

⁷ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

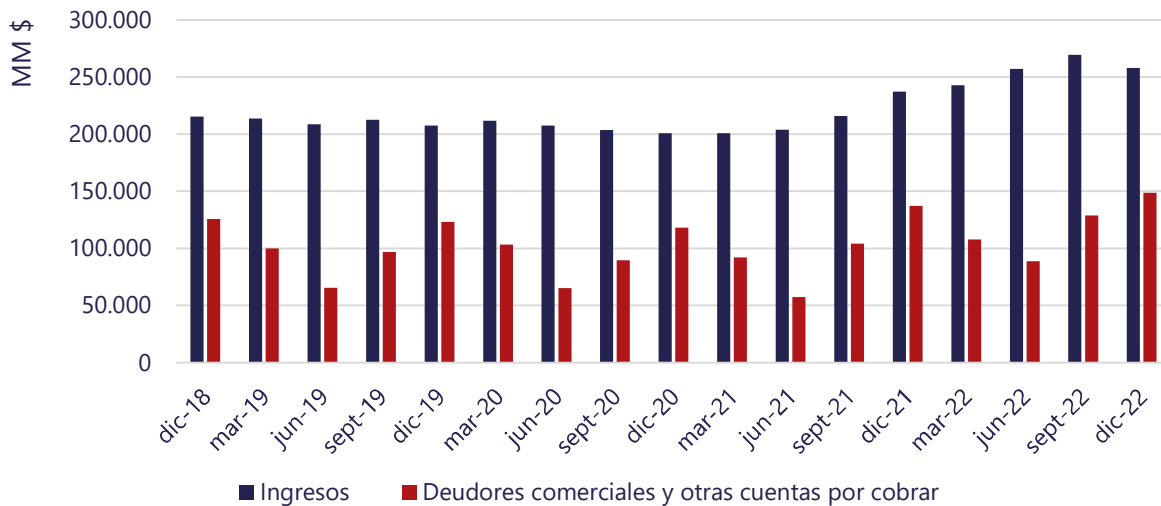


Ilustración 11: Evolución ingresos y cuentas por cobrar

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra un comportamiento oscilante, marcado por la estacionalidad del negocio, sin embargo, el indicador se mantiene dentro de una franja que va desde las 2,8 veces y las 4,9 veces, llegando a las 4,8 veces en diciembre de 2022 (4,9 veces en diciembre de 2021). Con todo, se podría decir que se evidencia cierta tendencia al alza, aunque no pronunciada.

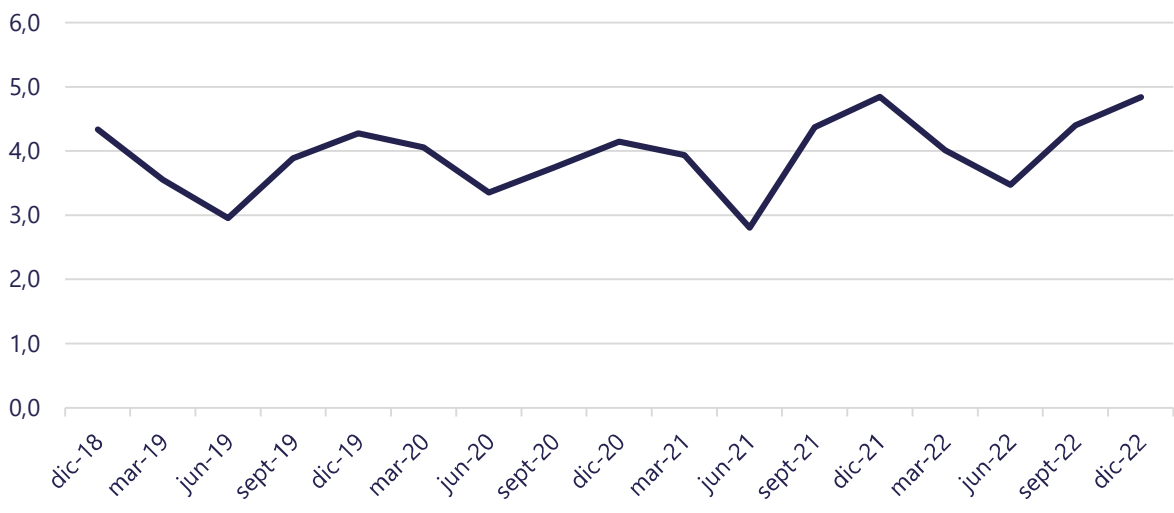


Ilustración 12: Evolución de la razón de endeudamiento

Si se calcula las deudas con relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁸ estimado por **Humphreys**, y aquellas se ajustan por (i) las cuentas por cobrar, (ii) por parte de los inventarios y (iii) se adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores), se observa que su indicador de deuda financiera ajustado a flujo de caja de largo plazo⁹ muestra un comportamiento volátil, pero mostrando una baja en los últimos periodos, alcanzando durante 2022 las 2,4 veces (3,3 veces en 2021).

En cuanto al indicador cuentas por cobrar sobre deuda financiera, como se muestra en la Ilustración 13, toma un comportamiento cambiante producto de la naturaleza de la estacionalidad del negocio, oscilando entre las 0,8 veces y 1,5 veces. Durante diciembre de 2022, este indicador alcanzaba 1,5 veces, al igual que en diciembre del año anterior.

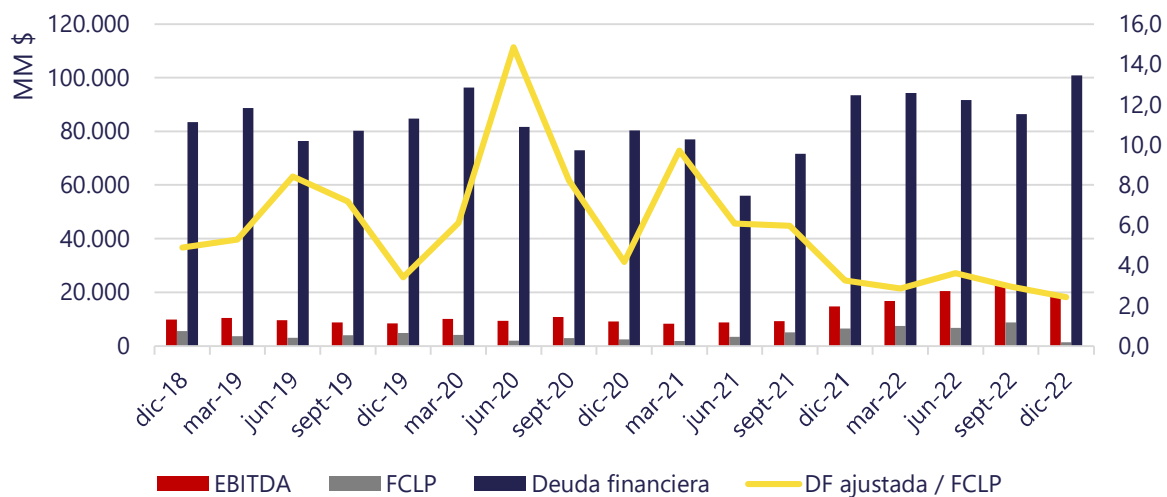


Ilustración 13: Evolución deuda financiera ajustada y FCLP

⁸ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁹ Se realizó un ajuste adicional en relación con la tasa de promedio ponderada de la deuda considerando el valor promedio de los últimos cinco años, dado que en 2022 exhibió niveles elevados en comparación al comportamiento histórico, y según la opinión de la clasificadora, no sería representativa de largo plazo.

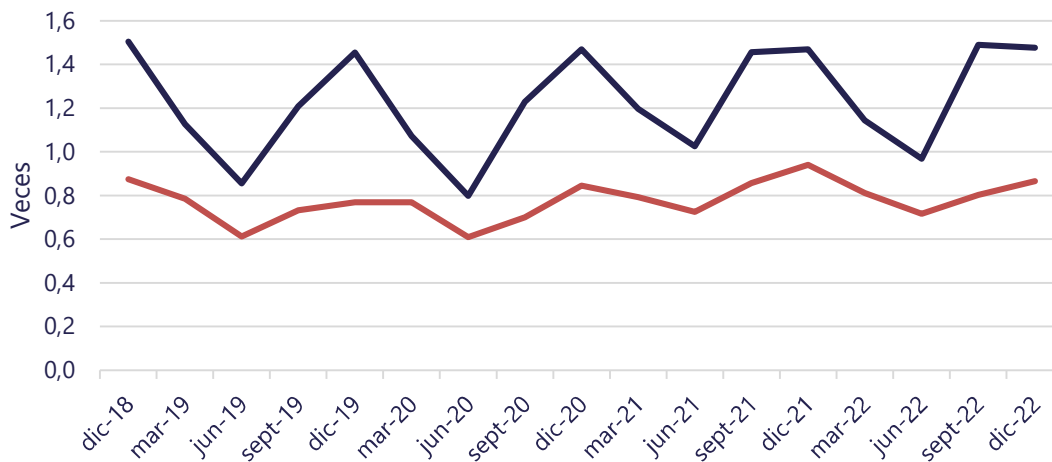


Ilustración 14: CxC/Deuda Financiera y CxC / (DF + CxP)

Liquidez

La liquidez de la compañía medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha presentado valores superiores a la unidad. Cabe mencionar, que en septiembre de 2020 **Coagra** realizó el pago del bono securitizado, lo que ocasionó una disminución de este indicador al cambiar la estructura de la deuda.

En lo más reciente (2022), se obtuvo un valor de 1,23 veces en comparación a las 1,34 veces de diciembre de 2021. Esta variación se da principalmente por el incremento de los pasivos financieros corrientes (deuda con bancos y en menor medida por compromisos con el público). Por su parte la razón ácida alcanzó las 1,05 veces (1,14 veces en diciembre de 2021).

Lo anterior se puede apreciar en el siguiente gráfico:

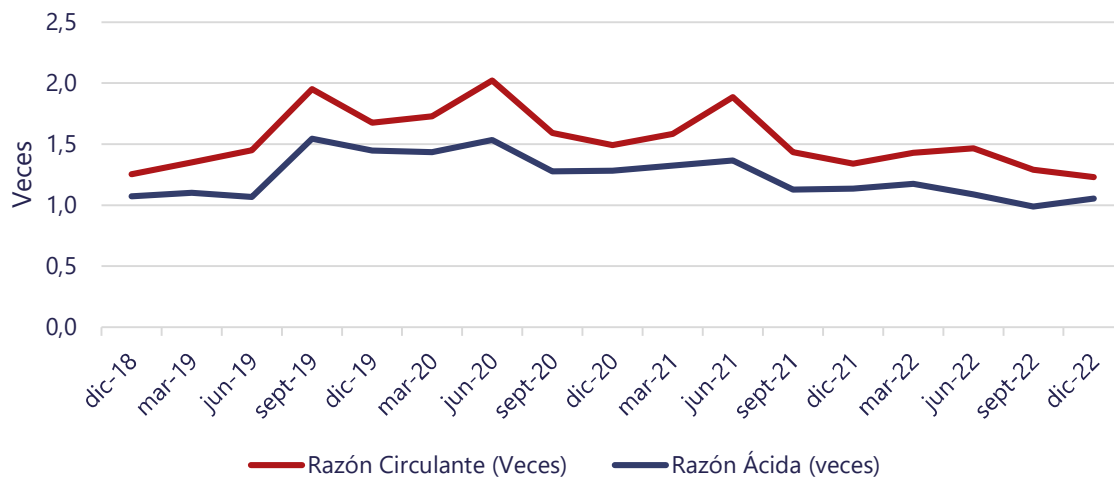


Ilustración 15: Evolución razón circulante y ácida

Rentabilidad

Desde el año 2018 a la fecha, las rentabilidades han exhibido un comportamiento volátil, sobre todo la utilidad sobre patrimonio que ha variado entre 5,8% (diciembre de 2019) y 40,4% (septiembre de 2022) alcanzando un 35,9% en diciembre de 2022. Por su parte, la rentabilidad del activo ha variado entre 1,1% (diciembre de 2019) y 8,8% (junio de 2022), obteniendo un 6,1% en diciembre 2022, mientras que la rentabilidad operacional ha fluctuado entre 3,7% y 14,8% alcanzando un 9,4% en diciembre de 2022.

Desde junio 2021 las rentabilidades han mostrado una fuerte tendencia al alza hasta alcanzar sus puntos máximos en junio y septiembre de 2022, revirtiendo levemente su comportamiento en las observaciones más recientes, pero manteniéndose en niveles todavía superiores a los exhibidos en 2021. En general, las altas rentabilidades obtenidas en 2022 se explican principalmente por alzas en los márgenes del segmento agroinsumos (especialmente de fertilizantes y fitosanitarios) y en menor medida por el segmento de financiamiento que también exhibió crecimientos importantes en la ganancia bruta.

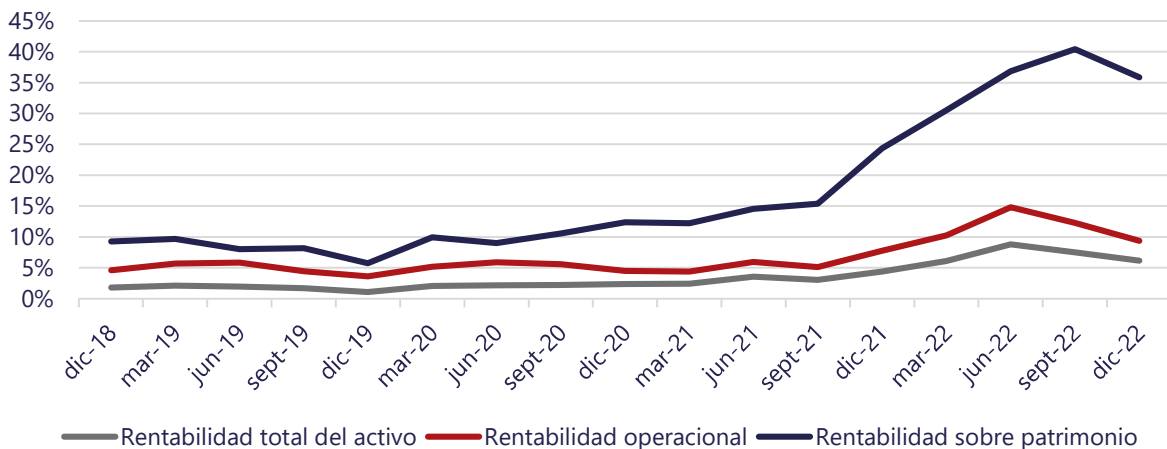


Ilustración 16: Evolución rentabilidad

Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años, alcanzando un 7,8% en 2022.

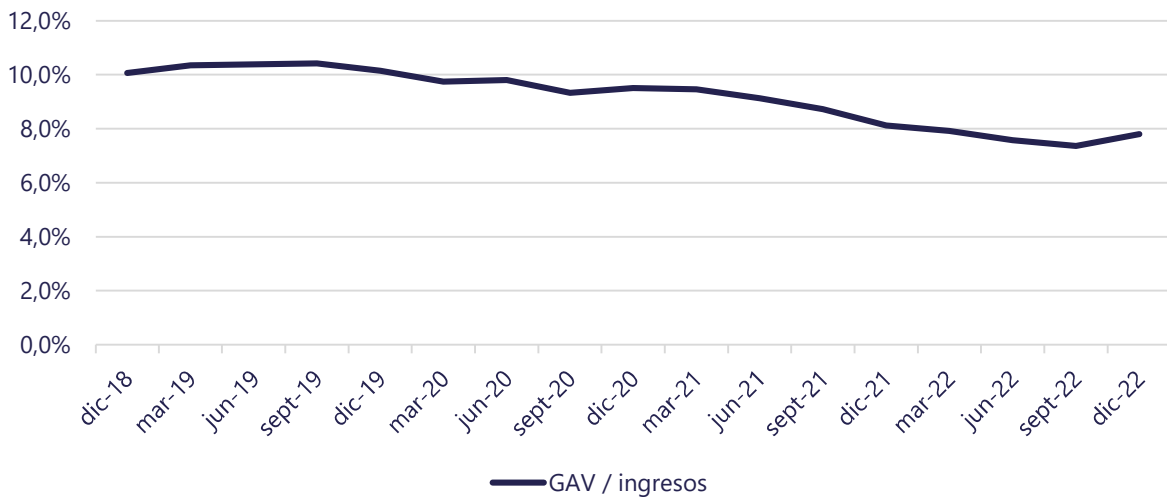


Ilustración 17: Evolución gastos de administración sobre ingresos

Covenants financieros

La serie E tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	31-dic-22
Nivel de Endeudamiento Total Consolidado	Mantener una razón de "Endeudamiento Total Consolidado" no superior a 6,0 veces sobre la base de cada FECU trimestral.	4,8 veces
Nivel de Endeudamiento Financiero	Mantener una razón de "Endeudamiento Financiero Neto Consolidado" no superior a 4,0 veces medido sobre la base de cada FECU trimestral.	2,7 veces
Patrimonio Mínimo	Mantener un "Patrimonio Mínimo" equivalente a 400.000 UF.	Cumple
Activos Libres de Gravámenes	Mantener "activos libres de gravámenes" por un valor de al menos 1,2 veces el monto insoluto total de endeudamiento sin garantías, considerando los activos y el "Endeudamiento" de cada FECU trimestral consolidada del Emisor.	1,8 veces
Propiedad Directa o Indirecta	Mantener la propiedad directa o indirecta de, a lo menos, el 85% de las acciones de casa una de las filiales importantes del emisor, salvo que la filial importante sea absorbida por otra filial importante o por una sociedad que pase a detentar tal calidad producto de la fusión.	Cumple

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,17	1,17	1,16	1,17	1,18
Razón Circulante (Veces)	1,25	1,67	1,49	1,34	1,23
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,24	1,64	1,46	1,32	1,21
Razón Ácida (veces)	1,07	1,45	1,28	1,14	1,05
Rotación de Inventarios (veces)	8,20	7,85	8,36	8,85	8,39
Promedio Días de Inventarios (días)	44,52	46,47	43,67	41,26	43,49
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,71	1,69	1,70	1,73	1,73
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	212,84	216,61	214,75	211,22	210,48
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,43	2,99	3,28	2,85	3,08
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	150,11	121,95	111,14	127,96	118,53
Diferencia de Días (días)	-62,73	-94,65	-103,61	-83,26	-91,95
Ciclo Económico (días)	-107,25	-141,13	-147,29	-124,52	-135,44

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,81	0,81	0,81	0,83	0,83
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,33	4,27	4,14	4,85	4,84
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	4,57	1,73	2,51	3,03	5,55
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	8,43	10,08	8,80	6,32	5,25
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,12	0,10	0,11	0,16	0,19

Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	50,43%	57,60%	58,75%	55,45%	56,95%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Veces que se gana el Interés (veces)	1,49	0,73	1,86	5,10	4,63

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	14,05%	13,46%	13,31%	13,82%	14,78%
Margen Neto (%)	1,59%	1,01%	2,08%	3,48%	4,96%
Rotación del Activo (%)	105,80%	114,37%	118,22%	116,72%	120,78%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,79%	1,09%	2,38%	4,42%	6,14%
Inversión de Capital (%)	74,65%	60,08%	50,37%	47,44%	39,95%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,25	3,30	4,18	5,50	7,47
Rentabilidad Operacional (%)	4,59%	3,67%	4,51%	7,75%	9,35%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,29%	5,79%	12,39%	24,34%	35,88%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	85,34%	85,80%	85,95%	85,65%	84,76%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	85,95%	86,54%	86,69%	86,18%	85,22%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,06%	10,15%	9,50%	8,12%	7,79%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	23,24%	18,96%	22,67%	39,90%	50,51%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	4,59%	4,05%	4,55%	6,23%	7,44%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."