



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s
Antonio González G.
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Acciones Tendencia EEFF base	A- Primera Clase Nivel 4 Estable 30 junio 2020

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Serie E (BCOAG-E)	Nº 613 ¹ , tercera emisión inscrita con fecha 23.08.2019
Serie F (BCOAG-F)	Nº 613 ² , tercera emisión inscrita con fecha 23.08.2019

Estado de resultados consolidado						
En miles de pesos	2015	2016	2017	2018	2019	jun-20
Ingresos de actividades ordinarias	163.110.223	146.885.798	143.592.421	167.322.584	165.480.193	59.289.203
Costo de ventas (menos)	-138.879.810	-124.255.636	-124.061.992	-143.791.978	-143.186.472	-51.192.198
Ganancia bruta	24.230.413	22.630.162	19.530.429	23.530.606	22.293.721	8.097.005
Otros ingresos, por función	374.669	512.088	1.002.863	568.602	1.174.550	494.944
Gasto de administración y costo de distr.	-16.302.414	-17.168.493	-16.578.579	-16.810.465	-16.751.587	-7.479.482
Otros gastos, por función	-235.944	-357.614	-98.081	-112.666	-767.051	-122.193
Ingresos financieros	713.890	894.489	718.562	789.434	720.465	430.693
Costos financieros	-2.708.980	-3.047.435	-2.617.449	-2.520.576	-2.839.685	-1.552.067
Diferencias de cambio	-1.149.725	-45.614	995.136	-1.655.125	-1.710.525	-189.288
Ganancia (pérdida)	4.255.184	2.942.217	2.682.167	2.695.729	1.708.334	-175.610

Estado de situación financiera clasificado consolidado						
En miles de pesos	2015	2016	2017	2018	2019	jun-20
Total activos corrientes	106.783.490	104.319.951	113.320.016	133.233.510	125.585.827	92.405.573
Total activos no corrientes	32.187.907	29.889.664	23.558.631	26.192.077	20.482.976	20.016.110
Total activos	138.971.397	134.209.615	136.878.647	159.425.587	146.068.803	112.421.683
Total pasivos corrientes	102.001.576	76.157.681	86.515.336	106.261.657	74.977.515	45.665.249
Total pasivos no corrientes	10.217.200	31.272.438	23.155.657	23.267.362	43.392.631	40.930.514
Total patrimonio	26.752.621	26.779.496	27.270.922	29.896.568	27.698.657	25.825.920
Total pasivos y patrimonio	138.971.397	134.209.615	136.941.915	159.425.587	146.068.803	112.421.683

¹ Nº de inscripción de la línea de bonos con cargo a la cual se emitió el bono.

² Nº de inscripción de la línea de bonos con cargo a la cual se emitió el bono.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos (como fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria, combustible, ferretería, 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 y exportación de avena. La compañía nació en 1993 como continuadora de las actividades de dos cooperativas que operaban en la VI Región desde la década de los 60.

A junio de 2020, la empresa presentó ingresos consolidados por \$ 59.289 millones y generó un resultado negativo de aproximadamente \$ 175 millones, por su parte, el 47,3% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 53.132 millones. A la misma fecha, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 66.554 millones y \$ 25.896 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 112.422 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 13 mil clientes, repartidos entre las regiones V y X.

A juicio de **Humphreys**, producto de las actuales contingencias (crisis provocadas por covid-19), la compañía posee una robusta liquidez, que le permite hacer frente a sus compromisos, incluso bajo el estrés aplicado por la clasificadora. Adicionalmente, las cuentas por cobrar cuentan con seguros de créditos, lo que, en caso más extremos, permite acceder a financiamiento contra la cobranza de dichos activos. Si bien, en opinión de la clasificadora, su mercado objetivo, -sector agrícola-, sufrió algunos efectos negativos producto de las medidas tomadas a nivel mundial como restricciones en el desplazamiento de la población, cierre de fronteras, entre otras, las cuales afectan la normalidad en las operaciones de logística y distribución de bienes; tanto los resultados, como la recaudación de **Coagra** no se han visto deteriorados y se mantuvieron relativamente alineados con respecto a periodos anteriores y con el ciclo del negocio.

La clasificación de riesgo de los bonos emitidos 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 (colocaciones) 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, y 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 el conocimiento que la administración tiene del sector.

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 bajos en relación con sus competidores y para una empresa que intermedia productos. Igualmente, se valora el hecho de que el riesgo crediticio se ha mitigado mediante la contratación de una póliza de seguro de créditos (a contar de 2007).

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, (las colocaciones, medidas al mes de junio de 2020, estuvieron en torno a los \$ 53.132 millones -deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes-), situación que, dado su modelo de negocio, reduce el acceso a economías de escala en cuanto a la obtención de utilidades. 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 V, VI y VII (61,6% de las ventas diciembre de 2019), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria y acorde a la generación del 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 una 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 (*hedges*) y niveles de morosidad de su cartera de clientes inferiores a otras empresas del mercado. 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 tanto en las regiones donde se ubica la empresa 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.

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 VI, VII y VIII en relación con el total de ingresos y de deudores.

En el futuro, 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 seguir aumentando la diversificación de sus fuentes de financiamiento y mantener controlado su costo de fondeo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevado conocimiento del mercado objetivo.

Fortalezas complementarias

- Cartera de crédito atomizada.
- Buena capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

- Matriz solvente y que aporta sinergia
- 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 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).
- Consolidación de los clientes y un aumento en el poder de negociación de estos (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2019

Durante 2019, la empresa generó ingresos por \$ 165.480 millones, lo que significa una reducción de 1,1% respecto de 2018, explicado principalmente por una baja en las ventas del segmento agroindustrias en un 32,2% y financiamiento con un 4,5%. Los costos de ventas de la compañía disminuyeron en un 0,4%. De esta forma, la ganancia bruta de la empresa disminuyó en un 5,3%, respecto de 2018.

Los gastos de administración y venta decrecieron 0,4% ubicándose en \$ 16.752 millones. En consecuencia, la ganancia alcanzó los \$ 1.708 millones, un 36,6% inferior a la registrada en 2018.

La empresa presentó activos por \$ 159.426 millones, cifra que fue financiada en un 41% con deuda financiera y un 18,8% con patrimonio.

Resultados a junio de 2020

Con respecto al primer semestre de 2020, las ventas de la empresa totalizaron \$ 59.289 millones, un 3,0% superior a igual período anterior, debido a un mejor desempeño del segmento agroinsumos.

Por otra parte, los costos de venta aumentaron un 2,5%, por lo que el margen bruto de la empresa se creció en 6,6%, representando el 13,7% de los ingresos (13,2% durante el primer semestre del año anterior).

Finalmente, si bien la utilidad del ejercicio fue negativa durante el periodo (producto del ciclo del negocio), alcanzando los -\$ 176 millones, tuvo un mejor resultado comparativo siendo un 80,2% menor al del año anterior, en donde llegó hasta los -\$ 886 millones, debido principalmente a mejores desempeños de los segmentos de agroinsumos y financiamiento.

La empresa presentó activos por \$ 112.422 millones, cifra que fue financiada en un 59,2% con deuda financiera y un 23,0% con patrimonio.

Definición 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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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.

Oportunidades y fortalezas

Cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 90% de la superficie cultivada y plantada en Chile, 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. Las regiones en donde opera **Coagra** representan el 76%³ del PIB agropecuario-silvícola nacional. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles.

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. El principal cliente de la compañía no supera el 1% de las ventas totales del emisor, según datos entregados por la empresa.

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). Además, se reconoce que alrededor del 94% de las ventas corresponde a clientes con larga trayectoria en la compañía. En los hechos, la compañía está cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas que no son satisfecha 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: La empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna, radicada en Empresas Sutil, controlador de **Coagra S.A.** Además, destaca la existencia de un comité de crédito que se realiza semanalmente en presencia de Directores de la sociedad (para analizar y aprobar las líneas de crédito, los cambios en condiciones, las prórrogas y las situaciones de mora y cobranza) y de comités mensuales de administración, comercial y financiero.

³ Al año 2018.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación. Las colocaciones llegaron a su *peak* el cuarto trimestre de 2018, ubicándose en \$ 99.140 millones⁴. Pero 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% (entre 2015 y 2019), fluctuando entre 0,9% y 2,6% (junio 2017 y diciembre 2015 respectivamente).

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.

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones V, VI, VII concentraron el 61,6% de la venta generada en diciembre de 2019 y ésta 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. 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 ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. El riesgo agrícola, directa o indirectamente se traspa 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. Los impagos siniestrados son liquidados y pagados por el seguro contratado con la Compañía de Seguros Continental (clasificada en AA- por **Humphreys**), a los 180 días, a razón de un 85% los clientes nominados y 70% los innominados.

⁴ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes.

En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un elemento relevante en el modelo de negocios de **Coagra S.A.**, por lo cual se enfrenta al desafío diversificar sus alternativas de financiamiento, manteniendo su acceso al sistema financiero.

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.

Eventual concentración de los clientes: Las características de la demanda –concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones VI, VII y VIII– 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 S.A. fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O´Higgins, que operaban en la VI Región. En 1996, la sociedad fue inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros y, actualmente, tiene presencia entre las regiones V y X.

Entre las filiales más importantes encontramos:

Coagra Agroindustrial S.A. fue constituida en enero de 2005 y su foco es la prestación de servicios agroindustriales a los productores de granos. Principalmente, secado, guarda y comercialización de estos productos.

Banagro S.A., también filial de **Coagra**, fue constituida en abril de 2011. Esta sociedad se dedica, principalmente, al otorgamiento y cobranza de créditos y toda otra actividad que se relacione con el negocio del factoring y leasing; la realización y ejecución de operaciones de arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles; y la prestación de servicios de asesorías financieras, económica, comercial, administrativa y técnica.

Por otra parte, Todoagro S.A., es una filial creada en 1996, la cual se dedica a la comercialización de granos con presencia en el mercado del maíz en la zona sur del país, y Los Ciruelos de Colchagua SPA., la cual está

dedicada principalmente a operaciones, ya sea la adquisición, explotación o comercialización, de bienes raíces o proyectos inmobiliarios.

En cuanto a la matriz de **Coagra** -Empresas Sutil S.A.-, a junio de 2020, obtuvo ingresos por \$ 115.691 millones y una utilidad de \$ 17 millones. En tanto, sus activos ascendieron a \$ 285.080 millones y su patrimonio alcanzó los \$ 78.937 millones.

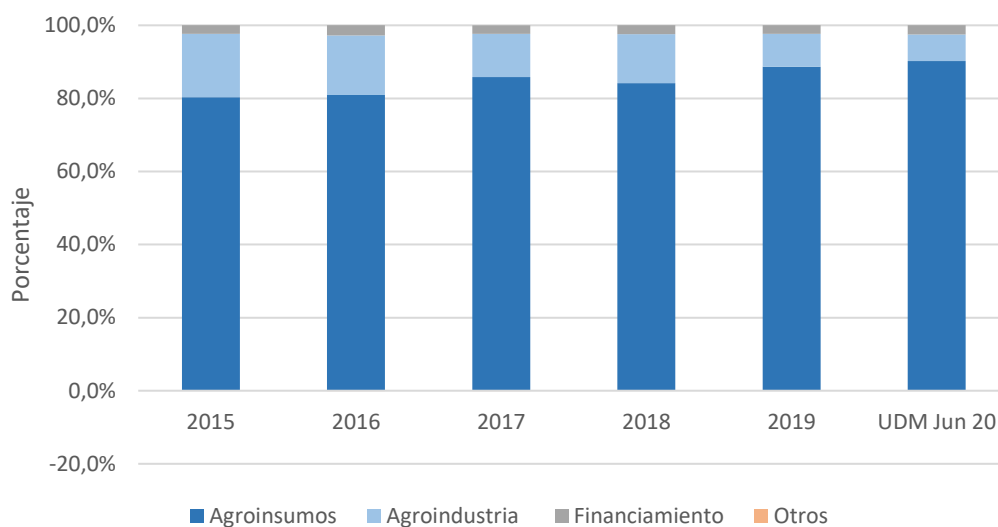
Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos. Este segmento aportó cerca del 83,2% de las ventas a junio de 2020. Su segunda fuente de ingresos es la comercialización y almacenamiento de granos, con el 13,2% 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 pago a sus clientes, del orden de 105 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 2019, los deudores comerciales representaban el 78,9% del activo corriente y un 67,9% del activo total, porcentaje que llegan a 57,5% y 47,3% según balance a junio de 2020. 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 S.A.**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante a junio de 2020, concentrando el 46,6% del total de esta línea.

Ilustración 1
Ingresos por segmento de negocios
2015 – UDM junio 2020

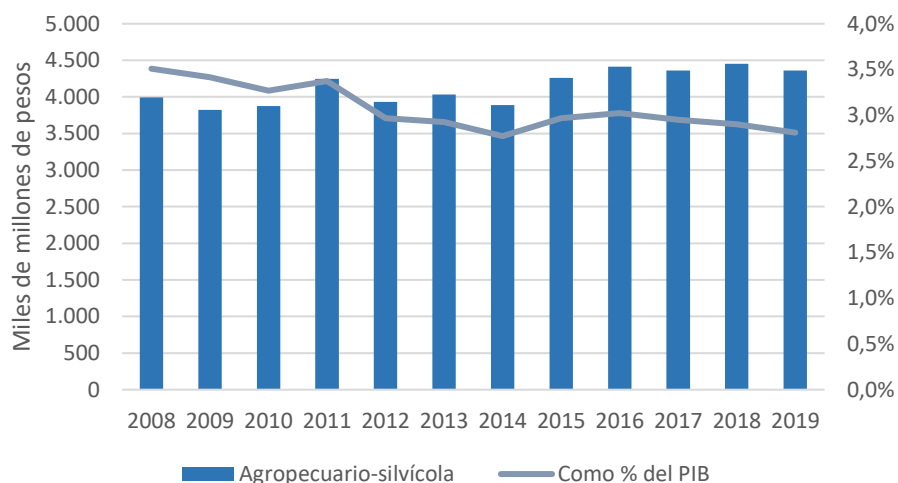


El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del Producto Interno Bruto (PIB) nacional de 2019, tuvo una participación cercana al 3,0% 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.

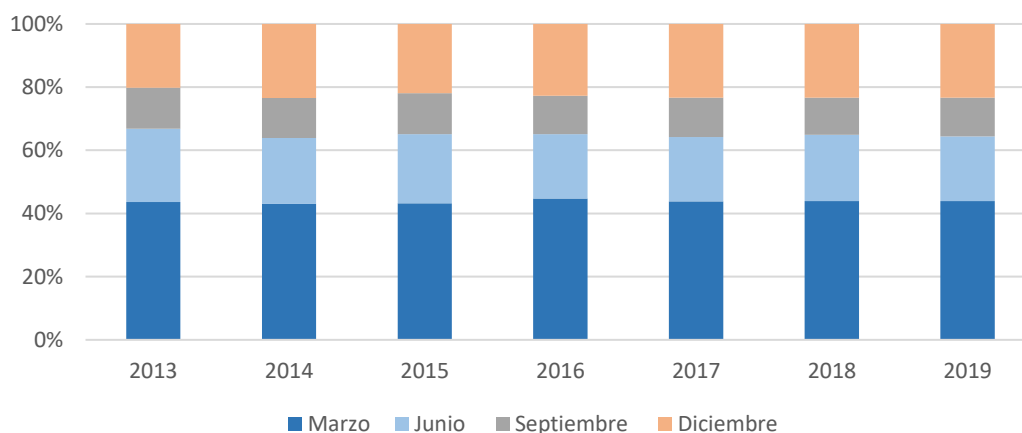
Se observa que en los últimos tres años el PIB de sector silvo agropecuario ha representado cerca del 3,0% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo, dado la dinámica exportadora del sector.

Ilustración 2
Evolución del PIB Agropecuario-silvícola
 (Como % del PIB total)



La estacionalidad de la actividad silvo agropecuaria se refleja en los datos que se muestran en el siguiente cuadro, en donde se aprecia que en el primer trimestre de cada uno de los últimos cinco años se ha generado entre el 43,0% y 44,8% del PIB del sector.

Ilustración 3
Evolución del PIB Agropecuario-silvícola por trimestre
 Entre 2013-2019. Como porcentaje del PIB Agropecuario)



Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones VI, VII y VIII, que tienen una importancia cercana al 49,2%.

En el siguiente cuadro se muestra la distribución del PIB silvo-agropecuario, por región y para los últimos cuatro años.

Tabla 1
Distribución del PIB silvo-agropecuario
 (2014-2018)

Región	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
XV	1,19%	1,35%	1,31%	1,30%	1,29%
I	0,06%	0,06%	0,06%	0,10%	0,10%
II	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%
III	1,72%	1,68%	1,78%	1,42%	1,28%
IV	6,21%	6,28%	6,81%	6,74%	6,53%
V	10,41%	10,65%	11,26%	11,48%	10,60%
RM	11,80%	12,02%	12,12%	12,35%	12,04%
VI	20,78%	20,29%	20,74%	19,77%	20,11%
VII	13,40%	14,32%	14,33%	14,61%	15,37%
VIII	13,25%	13,55%	13,02%	13,08%	13,73%
IX	8,46%	8,48%	7,70%	7,68%	7,67%
XIV	5,03%	4,79%	4,22%	4,42%	4,43%
X	6,42%	5,44%	5,63%	5,93%	5,77%
XI	0,36%	0,32%	0,35%	0,40%	0,37%
XII	0,83%	0,70%	0,61%	0,64%	0,65%

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, teniendo como segundo actor a **Coagra** que también ofrece una amplia gama de servicios a sus clientes. En este rubro coexisten también empresas focalizadas en zonas específicas.

Líneas de negocios

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

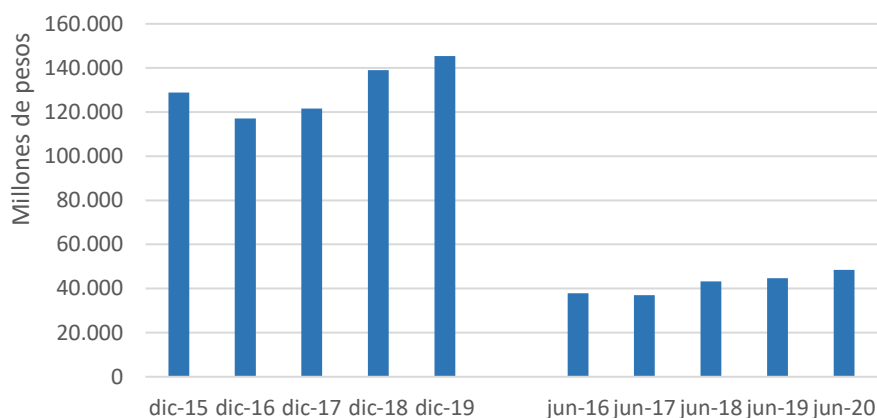
Agroinsumos

El segmento de agroinsumo se dedica a la comercialización de productos fitosanitarios, fertilizantes, combustible, nutrición vegetal y animal, semillas, maquinarias, repuestos, ferretería entre otras cosas.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de la empresa **Coagra S.A.**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante a junio de 2020, concentrando el 46,6% del total de esta línea.

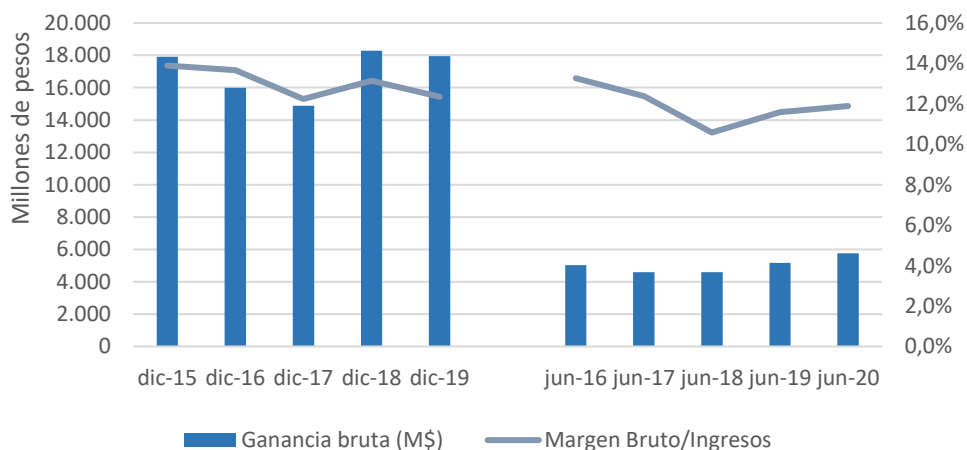
Como se puede ver en la Ilustración a diciembre de 2019 agroinsumo presenta ingresos por \$ 145.346 millones, siendo un 4,5% superior al mismo periodo de 2018 y a junio de 2020, la cifra llega a \$ 48.473 millones.

Ilustración 4
Evolución ingresos Agroinsumos
(En millones de pesos, 2015 – junio 2020)



En cuanto al margen bruto sobre ingresos este a 2019 llega a 12,3% inferior a lo presentado en la misma fecha de 2018. A junio de 2020 el margen bruto sobre ingresos alcanzó 11,9%.

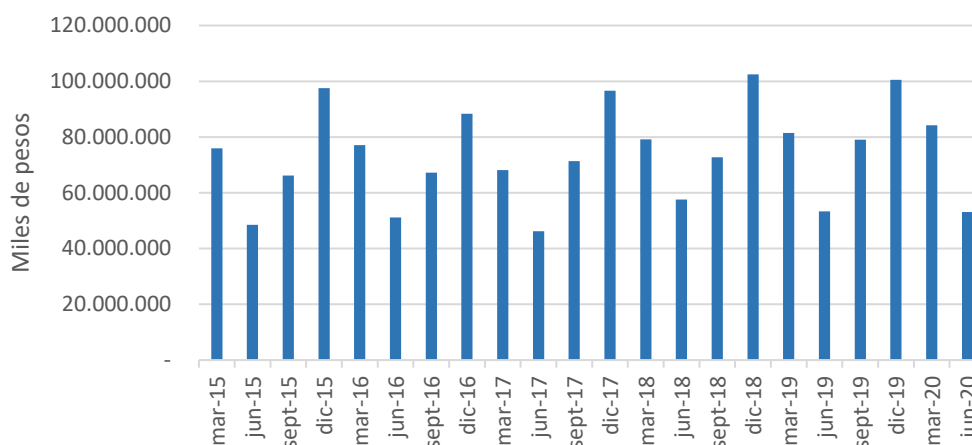
Ilustración 5
Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroinsumo
(En millones de pesos, 2015 – junio 2020)



Financiamiento

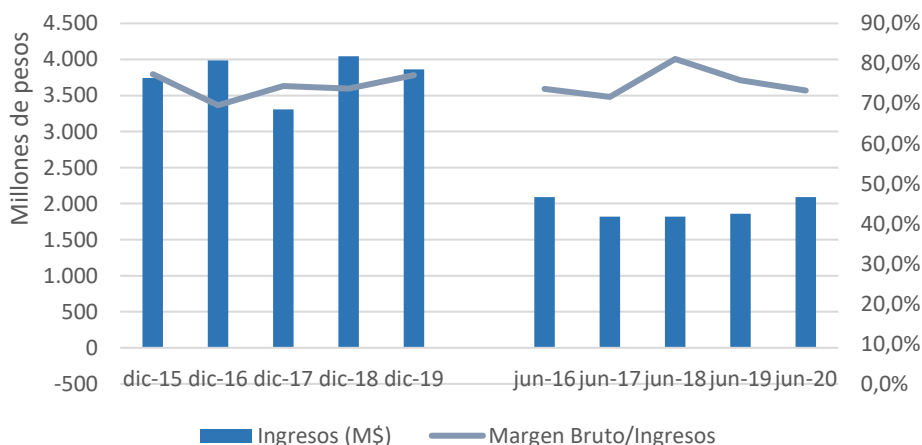
Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa presentó durante el 2019 ingresos en el segmento propiamente financiero (*factoring, leasing* y asesoría financiera al segmento agrícola) por \$ 3.861 millones. Por su parte, las colocaciones de la compañía a junio de 2020 alcanzaron los \$ 53.132 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de colocaciones totales.

Ilustración 6
Evolución colocaciones
2015 – junio 2020



Como se ve en la ilustración 7 los ingresos y el margen bruto sobre ingresos a junio de 2020 llegan a \$ 2.092 millones y 73,2% respectivamente.

Ilustración 7
Evolución ingresos y margen sobre ingreso
2015 - junio 2020

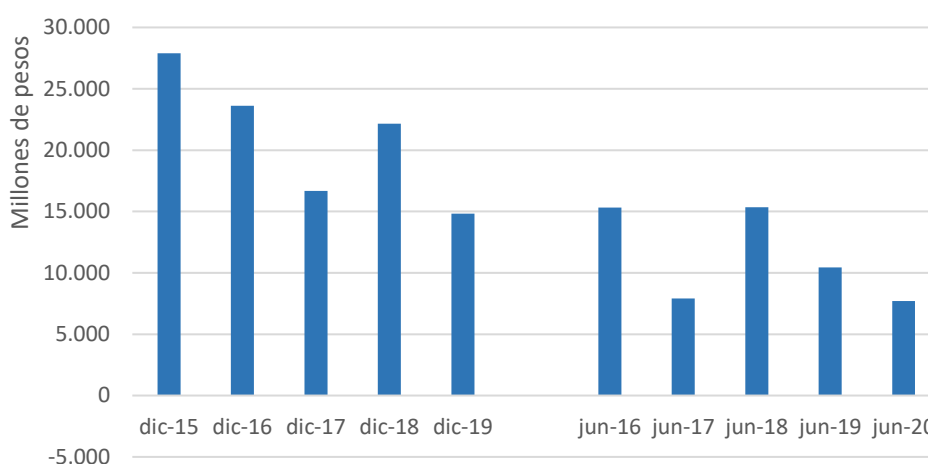


Agroindustria

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 de 91 mil toneladas, con cuatro plantas ubicadas en San Fernando, Talca, Chillán y Victoria.

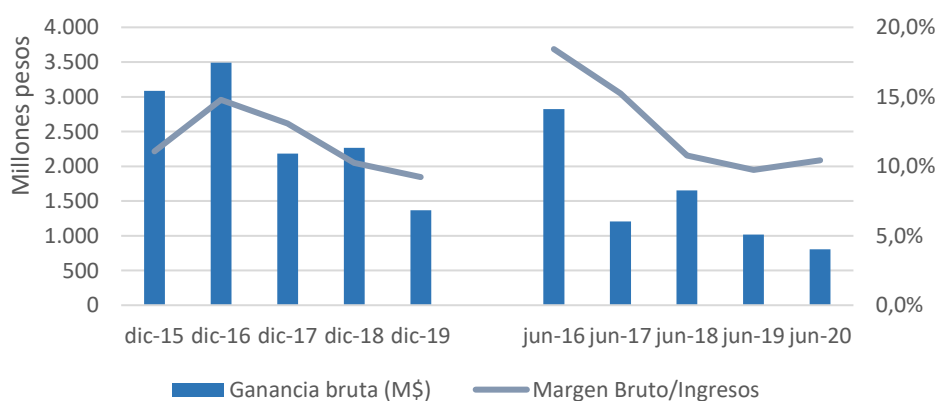
A junio de 2020 los ingresos de este segmento alcanzaron los \$ 7.713 millones siendo un 26% inferior a lo presentado a la misma fecha de 2019.

Ilustración 8
Evolución ingresos Agroindustria
(En millones de pesos, 2015 - junio 2020)



En cuanto al indicador margen bruto sobre ingresos, a junio de 2020 toma un valor de 10,4% cifra que a junio de 2019 alcanzaba un 9,7%, como se muestra en la Ilustración 9.

Ilustración 9
Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroindustria
(En millones de pesos, 2015 - junio 2020)



Administración y características del negocio

Concentración de clientes

La compañía cuenta con una cartera de clientes atomizada en términos de montos de ventas. 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.

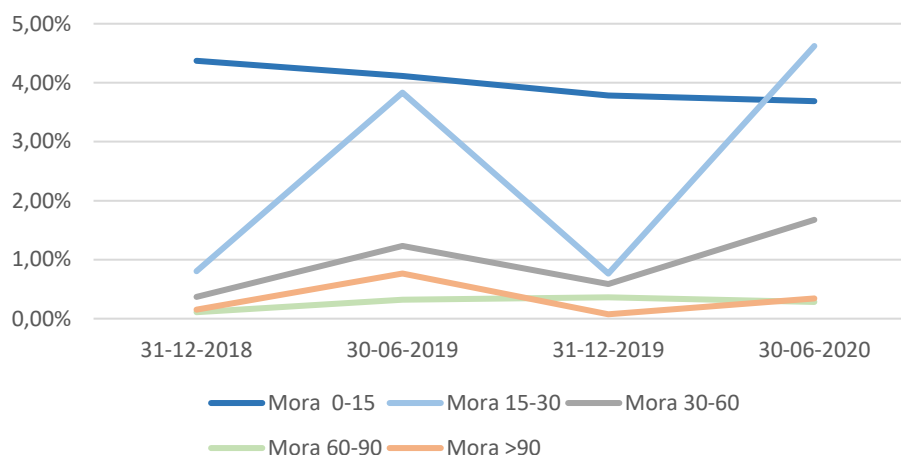
Las líneas son revisadas una vez al año y un 90% de las ventas son aseguradas. El 10% restante de las ventas se realiza con clientes relacionados (socios, proveedores, ejecutivos).

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.

Morosidad

La distribución de la cartera morosa, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación:

Ilustración 10
Evolución de la cartera morosa
 (Entre 2018 – junio 2020. Como porcentaje del stock de colocaciones)



Fuente: Coagra S.A.

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 Empresas Sutil; posteriormente, a comienzo de 2018, esta unidad fue absorbida por la nueva Gerencia de Auditoría Interna de Empresas Sutil la cual, en la actualidad, fiscaliza a todas las filiales del grupo y reporta mensualmente al comité de Auditoría de Empresas Sutil. La división está compuesta por un Gerente de Auditoría y tres 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.

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**, el cual le reporta al Gerente General, Gerente de Administración y Finanzas de **Coagra**, 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.
- Comites comerciales: Se realizan mensualmente, compuesto por conformado por Gerente General, el Presidente del Directorio y Gerente de Zona respectiva y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.

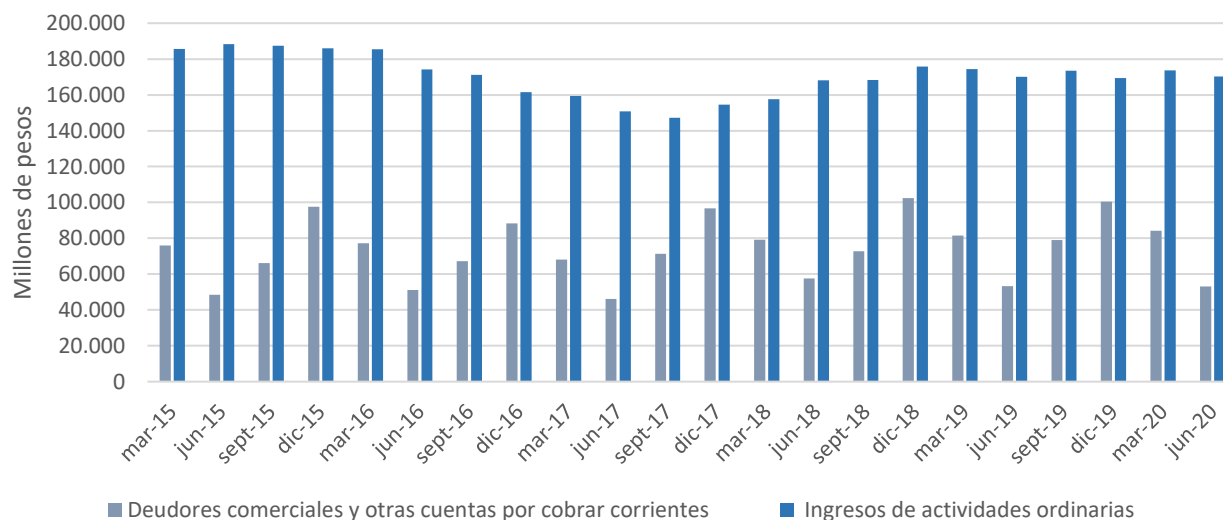
- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por dos directores y su objetivo es analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.
- Además, existe un comité de Recursos Humanos y Prevención de Riesgo, que lo preside el Gerente General y participa el Presidente del Pirectorio y Gerente de Logística de **Coagra**.
- Además, existe un comité de logística y supply chain, que lo preside el Gerente General.

Análisis financiero

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

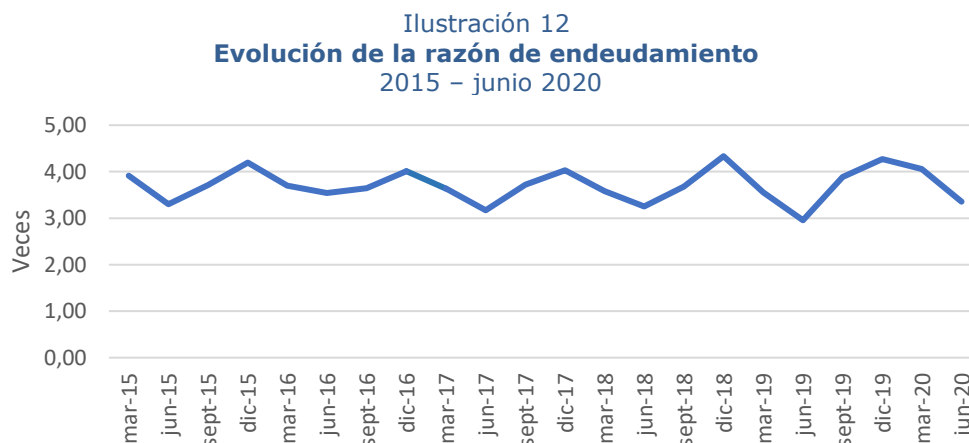
El nivel de ingresos anualizado de la compañía decayó entre 2016 y septiembre de 2017, principalmente debido a una disminución en el precio de fertilizantes y granos, manteniendo las colocaciones estables. Sin embargo, a partir de diciembre de 2017 se observa una mejora, alcanzando a junio de 2020 ingresos ordinarios por \$170.352 millones (aún bajo a lo alcanzado en 2015-2016, cuando llegó a los \$ 188.336 millones). En cuanto a las colocaciones se ve la volatilidad que representan en los periodos analizados principalmente explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en diciembre de 2019 colocaciones por \$ 100.490 millones (1,9% inferior a 2018) y a junio de 2020 \$ 53.132 millones (0,3% inferior al mismo periodo de 2019).

Ilustración 11
Evolución ingresos y cuentas por cobrar
2015 - junio 2020

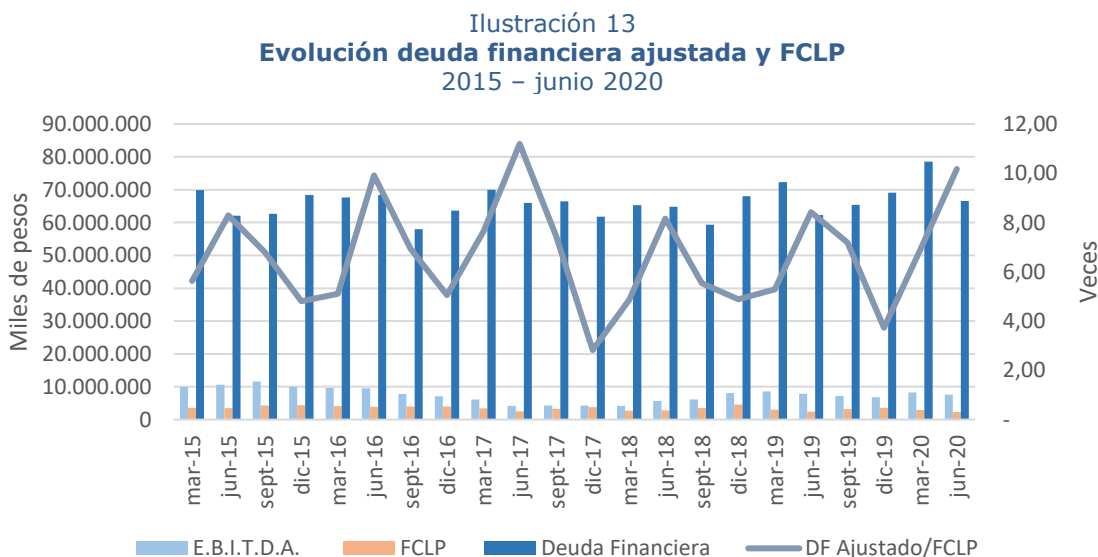


Endeudamiento

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 estable dentro de una franja que va desde las 3,0 veces y las 4,5 veces, llegando a las 4,3 veces en diciembre de 2019 y 3,6 veces en junio de 2020.



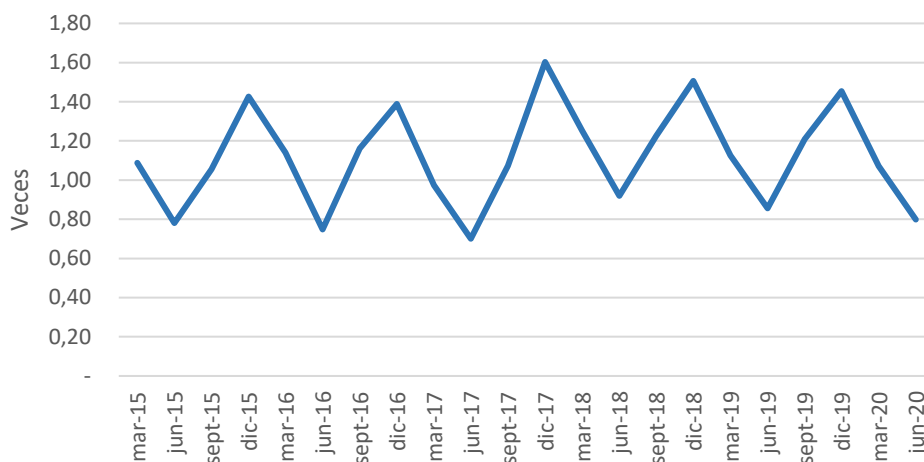
Ahora bien, si se calcula las deudas en relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁵ estimado por **Humphreys**, y aquellas se ajustan por (i) las cuentas por cobrar (negocio financiero), (ii) por parte de los inventarios y (iii) se adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores), se observa que su indicador de deuda financiera ajustado a flujo de caja de largo plazo, muestra un comportamiento volátil alcanzando a diciembre de 2019 las 3,7 veces, y a junio de 2020 las 10,2 veces (Ilustración 13).



⁵ 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.

En cuanto al indicador cuentas por cobrar sobre deuda financiera como se muestra en la Ilustración 14 toma un comportamiento cambiante producto de la naturaleza de la estacionalidad del negocio, oscilando entre las 0,8 y 1,6 veces. A junio de 2020 este indicador alcanzaba 0,8 veces (diciembre 2019 este indicador tomaba un valor de 1,45).

Ilustración 14
CxC/Deuda Financiera
2015 – junio 2020)

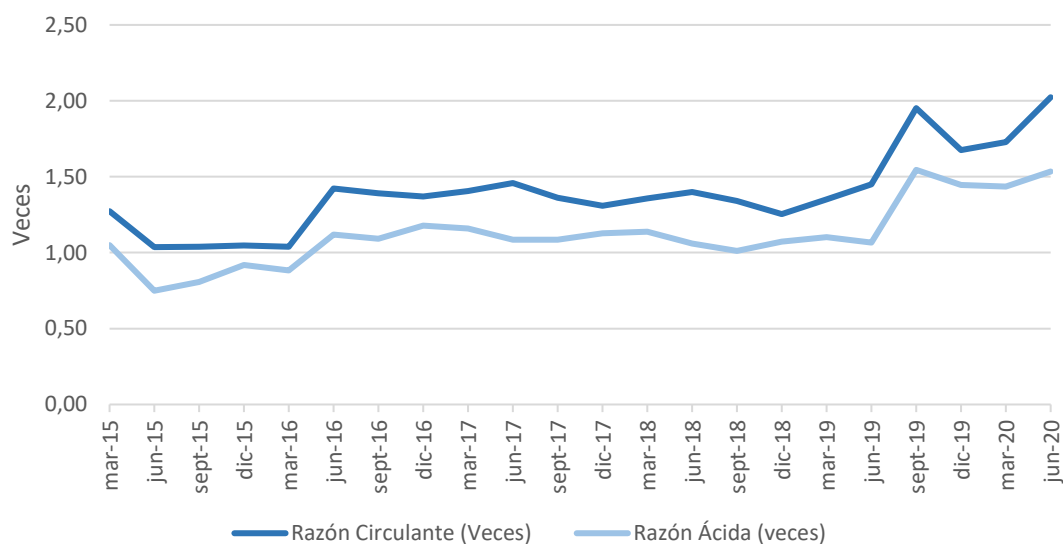


Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, desde el año 2015 ha presentado un indicador superior a una vez con un comportamiento más bien estable, situándose en torno a 1,25 veces, posteriormente en junio de 2019 tiene una marcada alza que se ha mantenido hasta la fecha llegando a junio de 2020 a un valor de 2,02 veces, este aumento de 39,5% con respecto a junio de 2019 se debe principalmente a la colocación de un bono corporativo por parte de **Coagra** lo cual le permitió reemplazar pasivos financieros corrientes por pasivos financieros no corriente .

Lo anterior se puede apreciar en el siguiente gráfico:

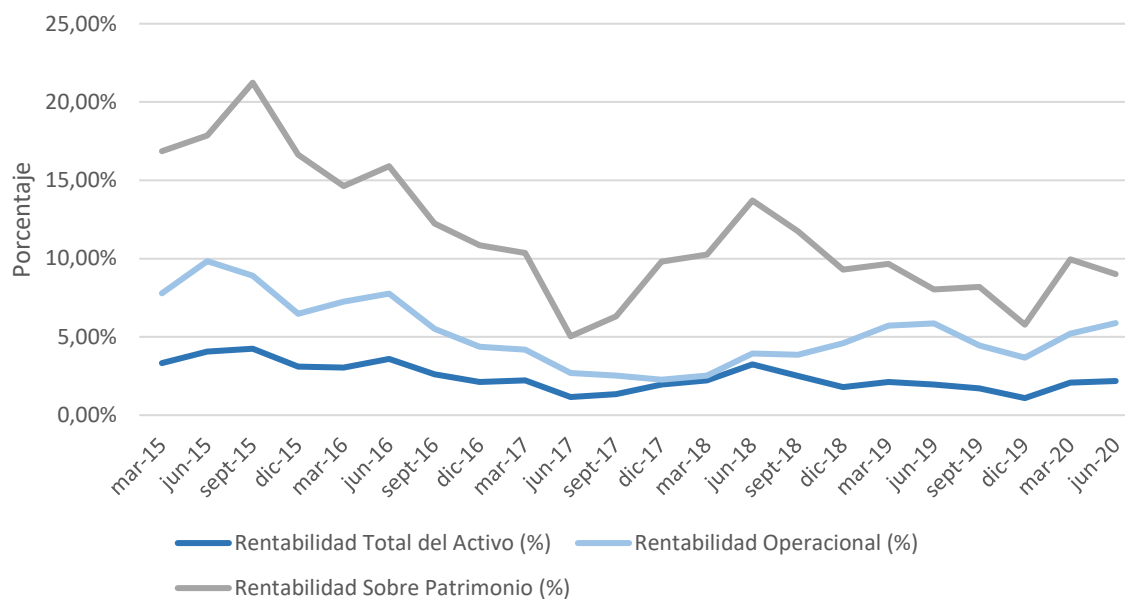
Ilustración 15
Evolución razón circulante y ácida
 2015 – junio 2020



Rentabilidad

Desde el año 2015 a la fecha, la rentabilidad del patrimonio ha presentado una volatilidad importante, principalmente por la variabilidad de los resultados de la empresa en algunos periodos. En ese rango de fechas y medido como año móvil, la rentabilidad del patrimonio ha promediado 11,5%, con una desviación estándar de 4,2%. Por otra parte, la rentabilidad del activo alcanzó un promedio de 2,2% con una desviación estándar de 0,9% y la rentabilidad operacional presentó un promedio de 5,2% y una desviación estándar de 2,1%. A junio de 2020, el ROA, ROE y rentabilidad operacional toman un valor de 2,2%, 9,0% y 5,9% respectivamente.

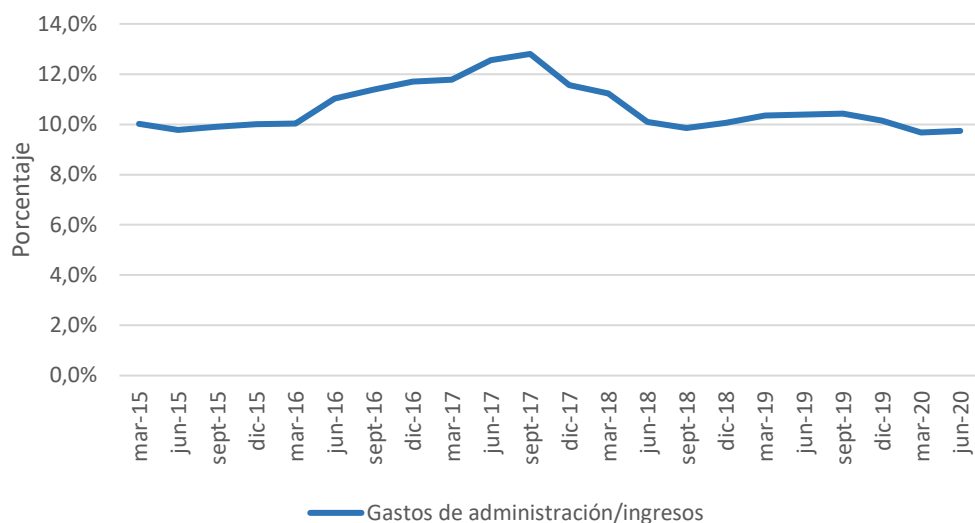
Ilustración 16
Evolución rentabilidad
2015 – junio 2020



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, se ha mantenido estable cercana al 10%. La razón de eficiencia de la compañía a junio de 2020 es de 9,7%.

Ilustración 17
Evolución gastos de administración sobre ingresos
2015 – junio 2020



Características de las emisiones vigentes

Características de los bonos vigentes

	Serie E	Serie F
Monto inscrito	UF 1.000.000	\$ 27.500 millones
Vencimiento	2026	2026
Estado	Colocada	No colocada

Covenants financieros

	Límite	30-06-2020
Endeudamiento total	No superior a 6,0 veces	3,4
Endeudamiento financiero	No superior a 4,0 veces	2,6
Patrimonio mínimo (UF)	400.000	899.970
Activos libres de gravámenes	Al menos 1,2 veces	1,50

Ratios Financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019	jun-20
Liquidez (veces)	1,18	1,19	1,17	1,17	1,17	1,17
Razón Circulante (Veces)	1,05	1,37	1,31	1,25	1,67	2,02
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,03	1,35	1,29	1,24	1,64	2,00
Razón Ácida (veces)	0,92	1,18	1,13	1,07	1,45	1,53
Rotación de Inventarios (veces)	10,41	8,88	8,13	8,20	7,85	6,47
Promedio Días de Inventarios (días)	35,05	41,10	44,91	44,52	46,47	56,44
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,91	1,83	1,60	1,71	1,69	3,21
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	191,52	199,62	228,17	212,84	216,61	113,84
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,97	2,79	2,69	2,43	2,99	7,72
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	122,77	130,66	135,54	150,11	121,95	47,30
Diferencia de Días (días)	-68,75	-68,95	-92,63	-62,73	-94,65	-66,54
Ciclo Económico (días)	-103,80	-110,06	-137,54	-107,25	-141,13	-122,98
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019	jun-20
Endeudamiento (veces)	0,81	0,80	0,80	0,81	0,81	0,77
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,19	4,01	4,03	4,33	4,27	3,35
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	9,98	2,44	3,74	4,57	1,73	1,12
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	6,85	8,92	14,54	8,43	10,08	8,74
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,15	0,11	0,07	0,12	0,10	0,11
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	54,23%	54,23%	52,61%	50,43%	57,60%	76,86%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,76%	1,23%	2,39%	0,11%	0,43%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,78	1,13	1,12	1,49	0,73	0,99
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	jun-20
Margen Bruto (%)	14,85%	15,43%	13,60%	14,05%	13,46%	13,53%
Margen Neto (%)	2,59%	1,99%	1,85%	1,59%	1,01%	1,44%
Rotación del Activo (%)	119,05%	110,28%	105,39%	105,80%	114,37%	151,53%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,09%	2,12%	1,97%	1,81%	1,10%	2,18%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,09%	2,12%	1,95%	1,79%	1,09%	2,17%
Inversión de Capital (%)	70,55%	71,78%	75,76%	74,65%	60,08%	63,16%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	34,60	5,26	5,38	6,25	3,30	3,64
Rentabilidad Operacional (%)	6,46%	4,36%	2,27%	4,59%	3,67%	5,88%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	16,64%	10,84%	9,81%	9,29%	5,79%	9,00%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	84,61%	83,89%	85,69%	85,34%	85,80%	85,79%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	85,15%	84,57%	86,40%	85,95%	86,54%	86,47%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,01%	11,70%	11,56%	10,06%	10,15%	9,73%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	31,10%	20,31%	10,80%	23,24%	18,96%	23,67%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,37%	4,41%	2,75%	4,59%	4,05%	4,47%

“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.”