



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Coagra S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Antonio González G.
Carlos García B.
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Octubre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos	A-
Acciones (COAGRA)	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bonos serie E (BCOAG-E)	N° 613 de 23.08.19
Bonos serie F (BCOAG-F)	N° 613 de 23.08.19

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Ingresos	146.885.798	143.592.421	167.322.584	165.480.193	164.551.995	63.912.996
Costo de ventas	-124.255.636	-124.061.992	-143.791.978	-143.186.472	-142.646.647	-56.230.494
Ganancia bruta	22.630.162	19.530.429	23.530.606	22.293.721	21.905.348	7.682.502
Otros ingresos, por función	512.088	1.002.863	568.602	1.174.550	707.600	40.656
Gasto de administración y costo de distr.	-17.168.493	-16.578.579	-16.810.465	-16.751.587	-15.618.766	-7.334.097
Otros gastos, por función	-357.614	-98.081	-112.666	-767.051	-347.927	-76.423
Ingresos financieros	894.489	718.562	789.434	720.465	678.089	270.914
Costos financieros	-3.047.435	-2.617.449	-2.520.576	-2.839.685	-2.795.781	-821.118
Diferencias de cambio	-45.614	995.136	-1.655.125	-1.710.525	701.715	376.891
Ganancia (pérdida)	2.942.217	2.682.167	2.695.729	1.708.334	3.439.894	210.112

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Activos corrientes	104.319.951	113.320.016	133.233.510	125.585.827	120.586.566	77.850.295
Activos no corrientes	29.889.664	23.558.631	26.192.077	20.482.976	19.809.953	25.700.032
Total de activos	134.209.615	136.878.647	159.425.587	146.068.803	140.396.519	103.550.327
Pasivos corrientes	76.157.681	86.515.336	106.261.657	74.977.515	80.854.662	41.313.758
Pasivos no corrientes	31.272.438	23.155.657	23.267.362	43.392.631	32.243.197	35.041.565
Patrimonio	26.779.496	27.207.654	29.896.568	27.698.657	27.298.660	27.195.004
Total pasivos y patrimonio	134.209.615	136.878.647	159.425.587	146.068.803	140.396.519	103.550.327

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. (Coagra) 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 2021, la empresa presentó ingresos consolidados por \$ 63.913 millones y generó un resultado de aproximadamente \$ 210 millones, por su parte, el 46,8% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 48.511 millones. A la misma fecha, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 47.353 millones y \$ 27.195 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 103.550 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 14 mil clientes, repartidos entre las regiones V y X.

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 (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 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 caso 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, (las colocaciones, medidas al mes de junio de 2021, estuvieron en torno a los \$ 48.511 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 (60,7% de las ventas diciembre de 2020), 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, 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 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

Enero-diciembre 2020

Durante 2020, la empresa generó ingresos por \$ 164.552 millones, lo que significa una reducción de 0,6% respecto de 2019. Los costos de ventas de la compañía disminuyeron en un 0,4%. De esta forma, la ganancia bruta de la empresa disminuyó en un 1,7%, respecto de 2019.

Los gastos de administración y venta decrecieron 6,8% ubicándose en \$ 15.619 millones. En consecuencia, la ganancia alcanzó los \$ 3.940 millones, un 101% inferior a la registrada en 2019.

La empresa presentó activos por \$ 140.397 millones, cifra que fue financiada en un 47% con deuda financiera y un 19,4% con patrimonio.

Resultados junio 2021

Con respecto al primer semestre de 2021, las ventas de la empresa totalizaron \$ 63.913 millones, un 7,8% superior a igual período anterior, debido a un mejor desempeño del segmento agroinsumos.

Por otra parte, los costos de venta aumentaron un 9,8%, por lo que el margen bruto de la empresa cayó en 5,1%, representando el 12,0% de los ingresos (13,7% durante el primer semestre del año anterior).

Finalmente, la utilidad del ejercicio alcanzó los \$ 210 millones, revirtiendo lo que venían mostrando durante el periodo anterior (producto del ciclo del negocio), en donde llegó hasta los -\$ 176 millones, esto debido principalmente al positivo desempeño de los segmentos de agroinsumos y financiamiento.

La empresa presentó activos por \$ 103.550 millones, cifra que fue financiada en un 45,7% con deuda financiera y un 26,3% 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.

"-" 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.

Tendencia Estable

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

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 77%¹ 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.

¹ Al año 2019

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 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: 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.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación, visto como proveedor financiero. Las colocaciones llegaron a su *peak* el cuarto trimestre de 2019, ubicándose en \$ 99.140 millones². 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 1,7% (entre 2016 y 2021), fluctuando entre 0,9% y 2,3% (junio 2017 y junio 2021 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 60,7% de la venta generada en diciembre de 2020 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

² Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes.

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 240 días, a razón de un 85% los clientes nominados y 70% los innominados.

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 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 corporación

Coagra 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. Actualmente, la compañía es propiedad en un 57,1% de Empresas Sutil S.A., ligada a la industria agrícola.

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.

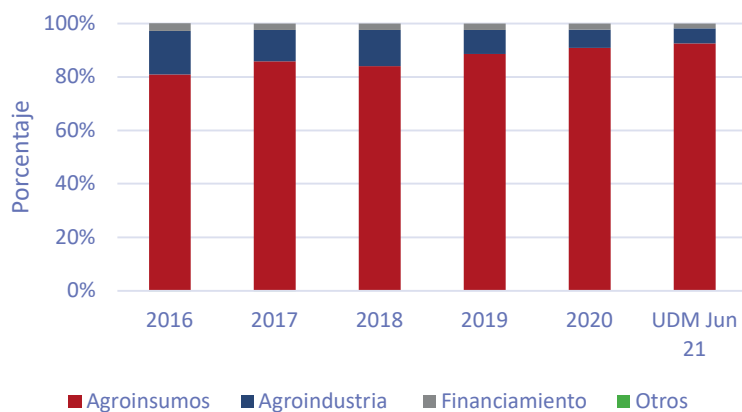
Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos. Este segmento aportó cerca del 92,5% de las ventas anualizadas a junio de 2021. Su segunda fuente de ingresos es la comercialización y almacenamiento de granos, con el 5,7% 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 95 días para cultivos anuales y de 75 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es que, según datos a diciembre de 2020, los deudores comerciales representaban el 81,0% del activo corriente y un 69,6% del activo total, porcentaje que llegan a 62,3% y 46,8% según balance a junio de 2021. 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 fue la línea más relevante a junio de 2021, concentrando el 52,2% del total de esta línea.

Ilustración 1
Ingresos por segmento de negocios
2016 – UDM junio 2021

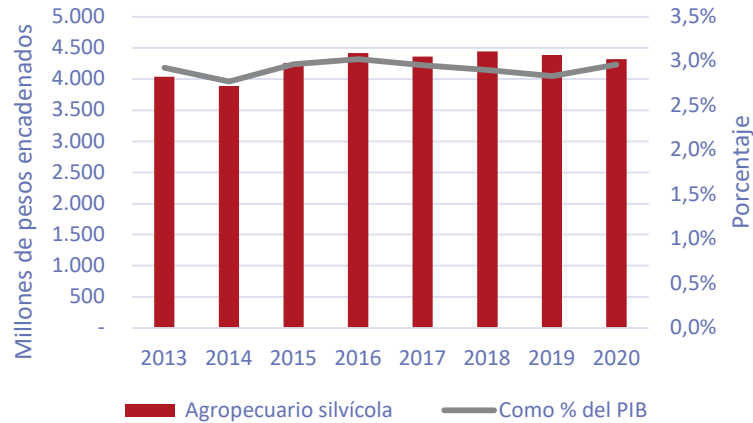


El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del Producto Interno Bruto (PIB) nacional de 2020, tuvo una participación en torno 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



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 49,4%.

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
(2015-2019)

Región	2015	2016	2017	2018	2019
XV	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
I	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
II	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
III	1,7%	1,8%	1,4%	1,3%	1,4%
IV	6,3%	6,8%	6,8%	6,5%	6,8%
V	10,6%	11,3%	11,5%	10,6%	11,1%
RM	12,0%	12,1%	12,3%	12,2%	12,9%
VI	20,3%	20,7%	19,8%	20,2%	21,9%
VII	14,3%	14,3%	14,6%	15,3%	14,8%
VIII	13,5%	13,0%	13,1%	13,6%	12,7%
IX	8,5%	7,7%	7,7%	7,6%	6,6%
XIV	4,8%	4,2%	4,4%	4,5%	4,1%
X	5,4%	5,6%	5,9%	5,9%	5,5%
XI	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%
XII	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%

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 negocio

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

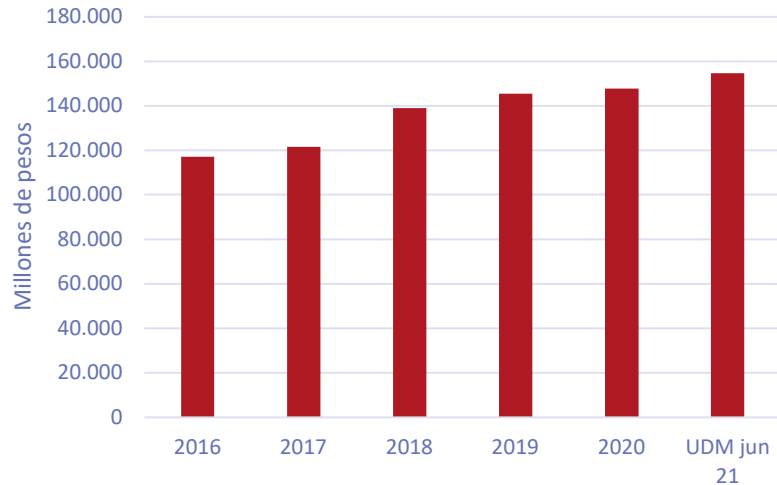
Agroinsumos

El segmento de agroinsumos se dedica a la 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 **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante a junio de 2021, concentrando el 52,2% del total de esta línea.

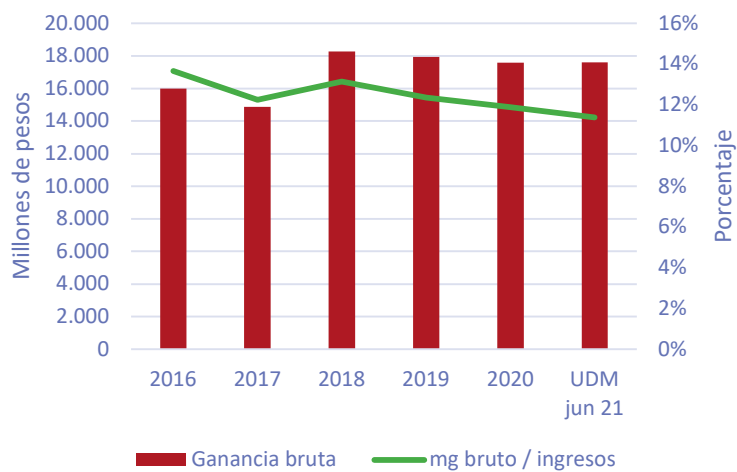
Como se puede ver en la Ilustración a diciembre de 2020 agroinsumos presenta ingresos por \$ 147.706 millones, siendo un 1,6% superior al ejercicio de 2019 y en los últimos doce meses (UDM) a junio de 2021, la cifra llega a \$ 154.582 millones.

Ilustración 3
Evolución ingresos Agroinsumos
2016 – UDM junio 2021



En cuanto al margen bruto sobre ingresos este a 2020 llega a 11,9%, inferior a lo presentado en la misma fecha de 2019. En los UDM a junio de 2021 el margen bruto sobre ingresos alcanzó 11,4%.

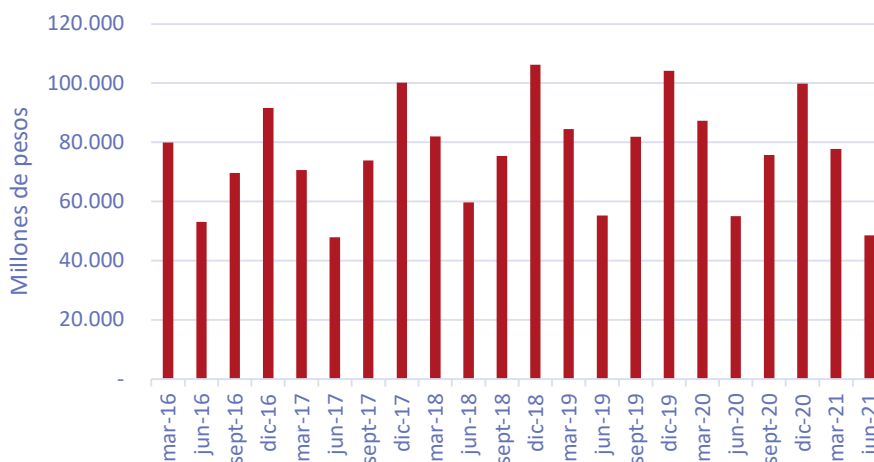
Ilustración 4
Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroinsumos
2016 – UDM junio 2021



Financiamiento

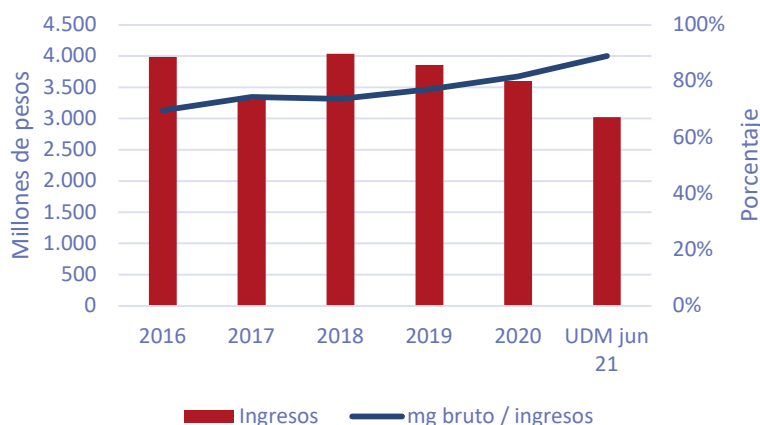
Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa presentó, durante el 2020, ingresos en el segmento propiamente financiero (factoring, leasing y asesoría financiera al segmento agrícola) por \$ 3.600 millones. Por su parte, las colocaciones de la compañía a junio de 2021 alcanzaron los \$ 48.511 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de colocaciones totales.

Ilustración 5
Evolución colocaciones
2016 – junio 2021



Como se ve en la ilustración 6 los ingresos y el margen bruto sobre ingresos en los UDM a junio de 2021 alcanzaron los \$ 3.024 millones y 88,9% respectivamente.

Ilustración 6
Evolución ingresos y margen sobre ingreso
2016 – UDM junio 2021

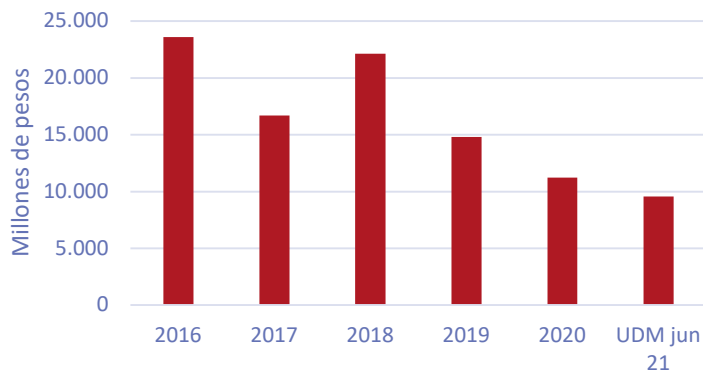


Agroindustria

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 50 mil toneladas, con cuatro plantas ubicadas en San Fernando, Talca y Victoria.

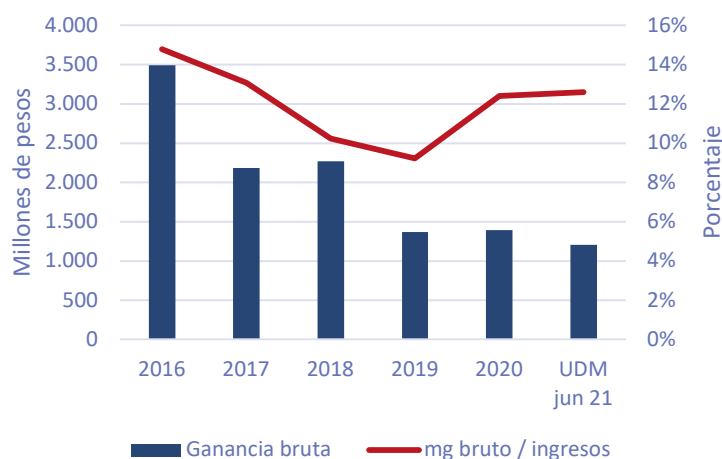
A junio de 2021 los ingresos anualizados de este segmento alcanzaron los \$ 9.571 millones siendo un 14,8% inferior a lo presentado a diciembre de 2020, que va en línea con la estrategia de la compañía por disminuir su participación en este negocio.

Ilustración 7
Evolución ingresos Agroindustria
2016 – UDM junio 2021



En cuanto al indicador margen bruto sobre ingresos, durante los últimos doce meses a junio de 2021 toma un valor de 12,6% similar cifra que alcanzaba en diciembre de 2020 con un 12,4%, como se muestra en la Ilustración 8.

Ilustración 8
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.

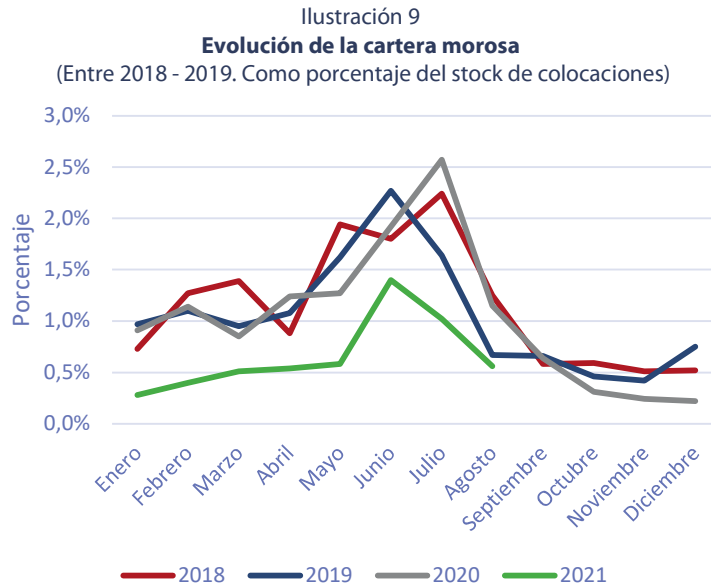
La categoría C es asignada a clientes con irregular comportamiento anterior y/o patrimonio ajustado; la categoría D corresponde a clientes con mal comportamiento anterior y problemas comerciales internos o en el sistema financiero, a los cuales solo se puede vender al contado; y la categoría E agrupa a clientes nuevos, los cuales no han sido sujetos 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 mayor a 30 días, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación:



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 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 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, 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 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.

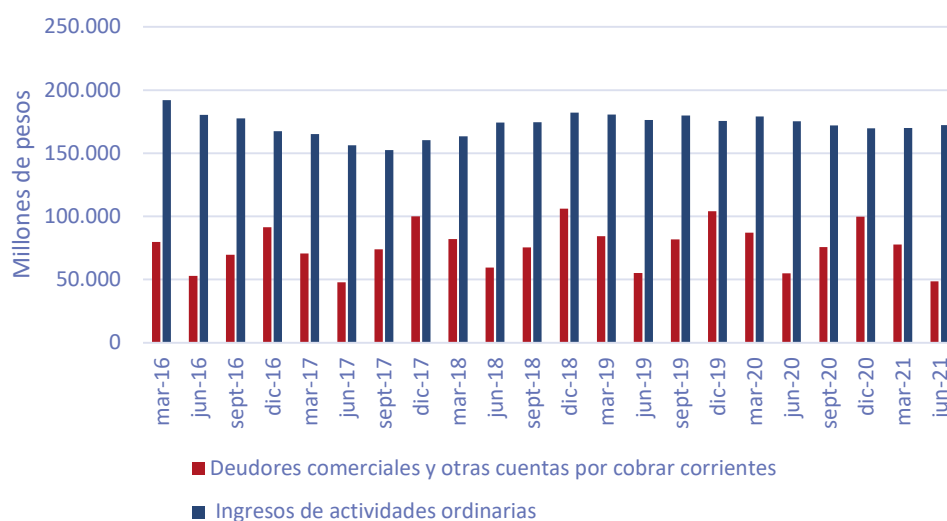
- Además, existe un comité de Recursos Humanos y Prevención de Riesgo, que lo preside el Gerente General y participa el presidente del Directorio y Gerente de Logística de **Coagra**.
- Además, existe un comité de logística y *supply chain*, que lo preside el Gerente General.

Análisis financiero³

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 y manteniéndose estable, alcanzando a junio de 2021 ingresos ordinarios por \$ 172.442 millones (aún bajo a lo alcanzado en marzo 2016, cuando llegó a los \$ 192.207 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 2020 colocaciones por \$ 99.869 millones (4,1% inferior a 2019) y a junio de 2021 \$ 48.511 millones (11,9% inferior al mismo periodo de 2020).

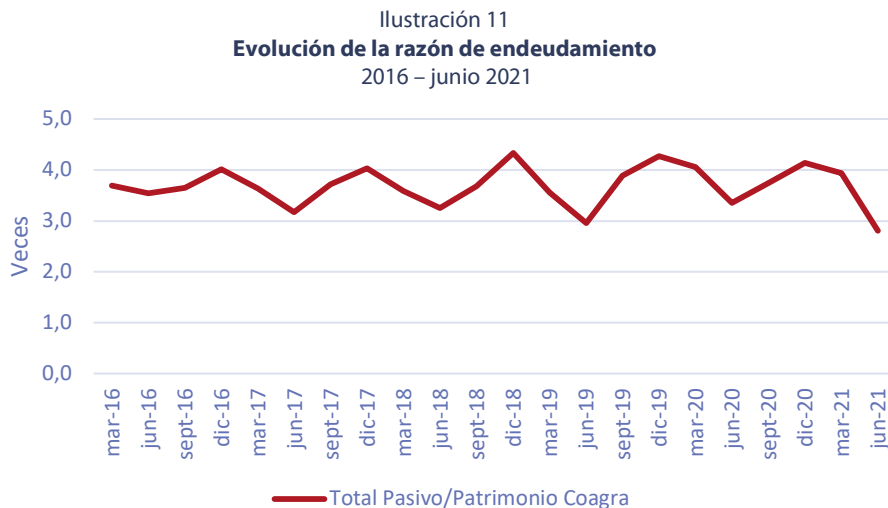
Ilustración 10
Evolución ingresos y cuentas por cobrar
2016 – junio 2021



³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2021.

Endeudamiento

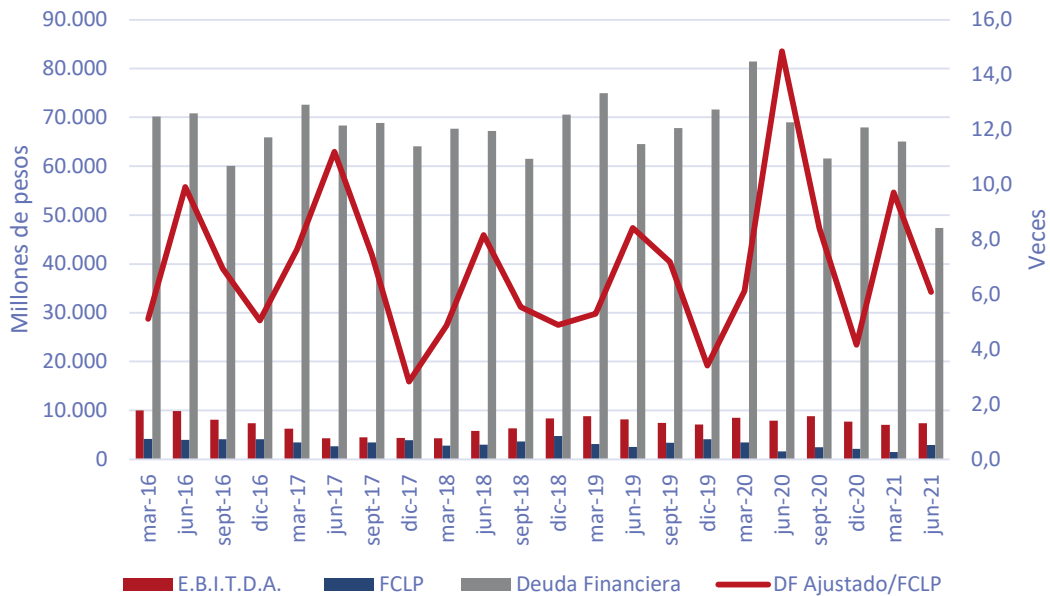
El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra un comportamiento oscilante, marcado por la estacionalidad del negocio, sin embargo, el indicador se mantiene estable dentro de una franja que va desde las 2,8 veces y las 4,5 veces, llegando a las 4,1 veces en diciembre de 2020 y 2,8 veces en junio de 2021.



Si se calcula las deudas en relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ 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 2020 las 4,2 veces, y a junio de 2021 las 6,1 veces (Ilustración 14).

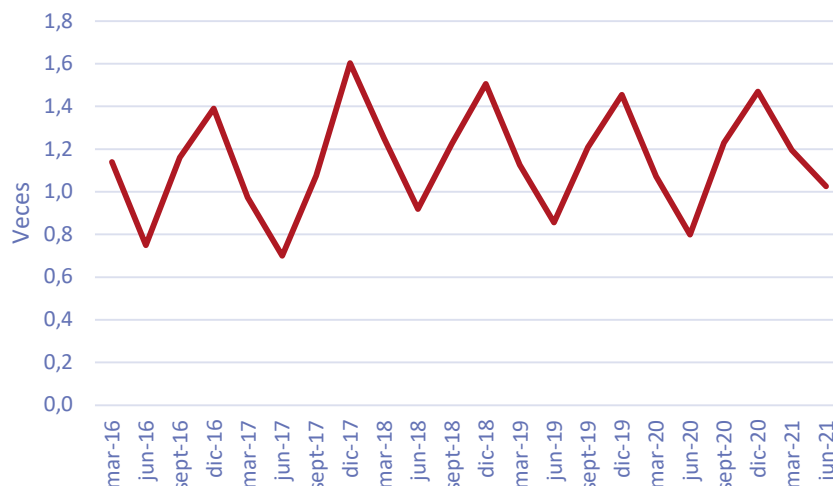
⁴El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 12
Evolución deuda financiera ajustada y FCLP
2016 – junio 2021



En cuanto al indicador cuentas por cobrar sobre deuda financiera como se muestra en la Ilustración 17 toma un comportamiento cambiante producto de la naturaleza de la estacionalidad del negocio, oscilando entre las 0,7 y 1,6 veces. A junio de 2021 este indicador alcanzaba 1,0 veces (diciembre 2019 este indicador tomaba un valor de 1,47 veces).

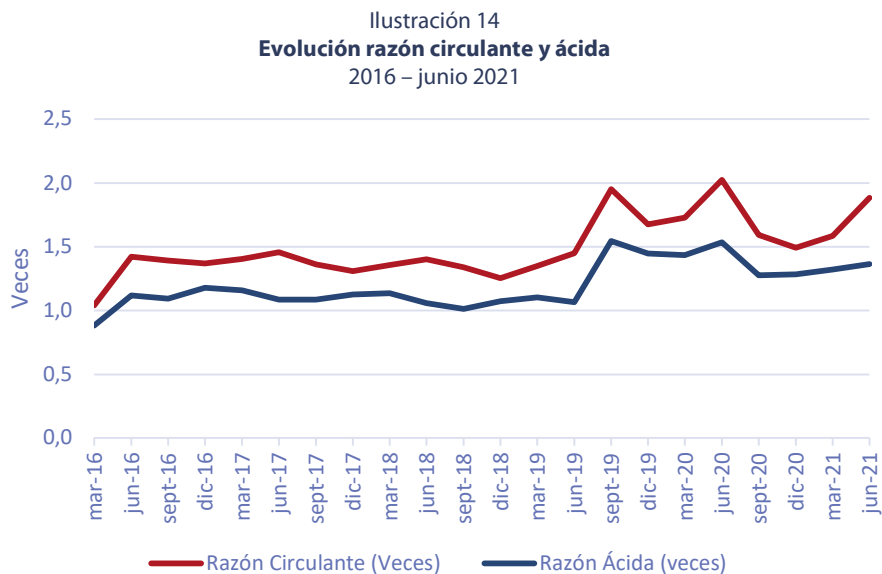
Ilustración 13
CxC/Deuda Financiera
2016 – junio 2021



Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha presentado un indicador superior a la unidad con un comportamiento constante y 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 2021 a un valor de 1,88 veces. Cabe mencionar que en septiembre de 2020 la compañía realizó el pago del bono securitizado, lo que ocasionó una disminución de este indicador al cambiar la estructura de la deuda.

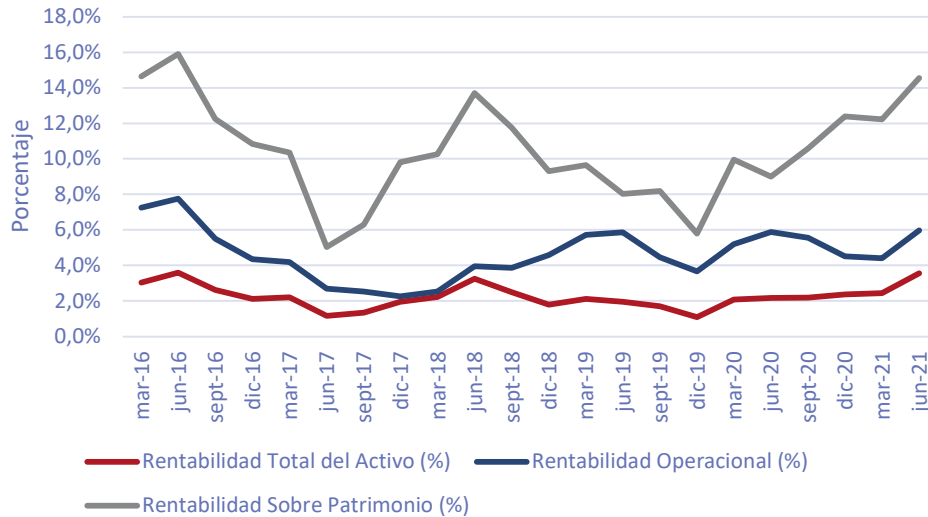
Lo anterior se puede apreciar en el siguiente gráfico:



Rentabilidad

Desde el año 2016 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 10,5%, con una desviación estándar de 2,8%. Por otra parte, la rentabilidad del activo alcanzó un promedio de 2,3% con una desviación estándar de 0,7% y la rentabilidad operacional presentó un promedio de 4,7% y una desviación estándar de 1,5%. A junio de 2021, el ROE, ROA y rentabilidad operacional toman un valor de 14,5%, 3,6% y 6,0% respectivamente.

Ilustración 15
Evolución rentabilidad
2016 – junio 2021



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, se ha mantenido estable cercana al 10% con una leve tendencia a la baja en los últimos años, en donde la razón de eficiencia de la compañía a junio de 2021 es de 9,1%.

Ilustración 16
Evolución gastos de administración sobre ingresos
2016 – junio 2021



Covenants

Covenants financieros		
	Limite	Indicador a junio 2021
Endeudamiento total	No superior a 6,0 veces	2,80
Endeudamiento financiero	No superior a 4,0 veces	1,70
Patrimonio mínimo (UF)	400.000	915.354
Activos libres de gravámenes	Al menos 1,2 veces	1,70

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	junio 2021
Liquidez (veces)	1,19	1,17	1,17	1,17	1,16	1,15
Razón Circulante (Veces)	1,37	1,31	1,25	1,67	1,49	1,88
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,35	1,29	1,24	1,64	1,46	1,86
Razón Ácida (veces)	1,18	1,13	1,07	1,45	1,28	1,36
Rotación de Inventarios (veces)	8,88	8,13	8,20	7,85	8,36	6,75
Promedio Días de Inventarios (días)	41,10	44,91	44,52	46,47	43,67	54,10
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,83	1,60	1,71	1,69	1,70	3,55
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	199,62	228,17	212,84	216,61	214,75	102,68
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,79	2,69	2,43	2,99	3,28	5,46
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	130,66	135,54	150,11	121,95	111,13	66,80
Diferencia de Días (días)	-68,95	-92,63	-62,73	-94,65	-103,62	-35,88
Ciclo Económico (días)	-110,06	-137,54	-107,25	-141,13	-147,29	-89,98

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	junio 2021
Endeudamiento (veces)	0,80	0,80	0,81	0,81	0,81	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,01	4,03	4,33	4,27	4,14	2,81
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	2,44	3,74	4,57	1,73	2,51	1,18
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	8,92	14,54	8,43	10,08	8,81	6,42
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,11	0,07	0,12	0,10	0,11	0,16
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	54,23%	52,61%	50,43%	57,60%	58,75%	62,02%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,23%	2,39%	0,11%	0,43%	0,52%	0,04%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,13	1,12	1,49	0,73	1,86	2,78

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	junio 2021
Margen Bruto (%)	15,43%	13,60%	14,05%	13,46%	13,31%	12,71%
Margen Neto (%)	1,99%	1,85%	1,59%	1,01%	2,08%	2,28%
Rotación del Activo (%)	110,28%	105,39%	105,80%	114,37%	118,22%	166,53%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	2,12%	1,97%	1,81%	1,10%	2,38%	3,58%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,12%	1,95%	1,79%	1,09%	2,38%	3,57%
Inversión de Capital (%)	71,78%	75,76%	74,65%	60,08%	50,37%	58,82%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	5,26	5,38	6,25	3,30	4,18	4,72
Rentabilidad Operacional (%)	4,36%	2,27%	4,59%	3,67%	4,51%	5,97%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,84%	9,81%	9,29%	5,79%	12,39%	14,54%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	83,89%	85,69%	85,34%	85,80%	85,95%	86,60%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	84,57%	86,40%	85,95%	86,54%	86,69%	87,29%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	11,70%	11,56%	10,06%	10,15%	9,50%	9,13%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	20,31%	10,80%	23,24%	18,96%	22,67%	22,87%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	4,41%	2,75%	4,59%	4,05%	4,55%	4,27%

"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."