



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analista
Ignacio Peñaloza F.
Tel. (56-2) 2433 5200
ignacio.penalozahumphreys.cl

Coagra S.A.

Noviembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
Otros instrumentos:	
Línea de bonos	BBB
EEFF base	30 septiembre 2013

Antecedentes de los instrumentos	
Línea de bonos	Nº inscripción 613 de 08.10.09
Serie C	Inscrita y no colocada
Serie D	Segunda emisión

Estado de resultados consolidado				
En miles de \$ de sep-2013	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingresos de explotación	55.883.130	78.475.703	108.416.680	79.150.683
Costos de explotación (menos)	-50.247.859	-69.112.465	-93.906.033	-69.253.908
Gastos de administración y ventas (menos)	-6.722.365	-6.760.564	-7.801.880	-7.816.283
Resultado de explotación	-1.087.094	2.602.673	6.708.767	2.080.493
Resultado fuera de explotación	-699.972	-1.094.703	-3.988.982	-243.083
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-1.573.092	1.115.341	2.380.785	1.580.521

Estado de resultados consolidado				
En miles de \$ de sep-13	01-01-2010 31-12-2010	01-01-2011 31-12-2011	01-01-2012 30-12-2012	01-01-2013 30-09-2013
Ingresos de actividades ordinarias	77.785.003	101.738.785	128.086.868	96.034.181
Costo de ventas (menos)	-69.172.394	-89.365.062	-113.312.877	-84.651.550
Ganancia bruta	8.612.610	12.373.723	14.773.990	11.382.631
Otros ingresos, por función	2.031.066	250.189	174.345	281.174
Gasto de administración y costo de distr.	-7.216.587	-8.587.147	-11.773.334	-9.370.959
Otros gastos, por función	-1.504.185	-174.618	-144.865	-404.119
Ingresos financieros	523.076	311.459	756.702	492.285
Costos financieros	-912.358	-1.739.574	-2.261.795	-2.201.221
Diferencias de cambio	254.917	-669.820	145.310	-151.618
Ganancia (pérdida)	1.400.302	1.630.098	1.327.111	204.444

Estado de situación financiera clasificado consolidado

En miles de \$ de sep-13	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Total activos corrientes	44.455.969	45.715.884	64.489.823	79.412.444	74.134.664
Total activos no corrientes	15.999.403	15.747.726	23.110.493	27.519.983	31.139.144
Total activos	60.455.373	61.463.611	87.600.316	106.932.427	105.273.808
Total pasivos corrientes	38.793.882	38.321.936	44.240.457	62.476.508	58.578.576
Total pasivos no corrientes	3.404.727	3.490.594	23.325.264	23.377.605	26.251.322
Total patrimonio	18.256.765	19.651.080	20.034.596	21.078.313	20.443.910
Total pasivos y patrimonio	60.455.373	61.463.611	87.600.316	106.932.427	105.273.808

Opinión

Fundamento de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos y servicios para el sector agrícola: fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria, combustible y ferretería. Asimismo está presente, a través de sus filiales, en los negocios de financiamiento agrícola y prestación de servicios de secado, guarda y comercialización de cereales. Nació en 1993 como continuadora de las actividades de dos cooperativas que operaban en la VI Región desde la década de los 60.

Durante 2012 la empresa presentó ingresos anuales consolidados por US\$ 262 millones (US\$ 186 millones durante 2011) y generó un EBITDA de US\$ 9,5 millones (US\$ 9,7 millones durante 2011). A diciembre de 2012 el 58% de sus activos se encontraban invertidos en deudores por venta y documentos por cobrar, los cuales sumaban US\$ 129 millones. A septiembre de 2013, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a US\$ 97,5 millones¹ y US\$ 40,5 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por US\$ 208,8 millones. La empresa cuenta con una cartera cercana a los 13 mil clientes, atendidos por medio de catorce sucursales, repartidas entre la V y IX región.

Para clasificación de riesgo de los títulos accionarios en *Primera Clase Nivel 4*, se incorpora la clasificación de solvencia de la empresa, *BBB*, y la nula liquidez bursátil que presentan estos instrumentos en el mercado de valores (ausencia de mercado secundario) al no tener presencia.

La clasificación de línea de bonos y de los títulos de deuda de **Coagra** en "*Categoría BBB*", se fundamenta, principalmente, en el tipo de modelo de negocio que ha desarrollado, al constituirse como un importante proveedor de insumos y de financiamiento del sector agrícola. En este sentido, destacan la existencia de una

¹ Tipo de cambio utilizado: \$504,20 por dólar en septiembre 2013 y \$479,96 en diciembre de 2012.

amplia base clientes y la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones), aspectos que permiten diversificar el riesgo crediticio y facilitan el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores.

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 sembrada en Chile.

La categoría asignada también incorpora como elementos positivos la existencia de un adecuado volumen de colocaciones en relación con las obligaciones financieras de corto plazo y la tenencia de un *stock* de inventarios bajo 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.

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 (las colocaciones, medidas al mes de diciembre, estuvieron en torno a los US\$ 128.6 millones, superando a los US\$ 97² millones de diciembre de 2011), situación que reduce el acceso a economías de escala. 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.

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 elevada concentración existente en la sexta y séptima región (62% a 2012), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria. Sin perjuicio de ello, se ha observado un mejoramiento constante en este aspecto en los últimos años, reduciendo la concentración en la sexta región (región históricamente más concentrada) en un 10% en los últimos cinco años, y se espera que con la próxima incorporación de la mitad restante de la propiedad de Todoagro (a 2013 pertenece en un 50% a **Coagra**), la concentración de los ingresos en las dos regiones más importantes disminuya bajo el 50%.

Junto con lo anterior, la categoría de riesgo 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 esta área de negocio implícito en su actividad comercial, reconociendo que es intensiva en capital de trabajo. En ese sentido, no es ajena a la clasificación la estructura de financiamiento con el público, mediante un *bullet* a cinco años, cobrando relevancia la capacidad del emisor para refinanciar sus pasivos en el mediano plazo (sujeto a las condiciones del entorno a

² Cabe señalar que el nivel de facturación anual es mayor.

esa fecha)³. Con todo, se reconocen como atenuantes el funcionamiento de comités de directores periódicos y mecanismos para controlar los riesgos (*hedges*) y niveles de morosidad de su cartera de clientes similares al estándar observado en el mercado. Por otro lado, se valora la reciente constitución de un área de auditoría la cual se encuentra en proceso de cumplimiento de un plan anual; unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos, por lo que se espera que se consoliden los resultados e integren a la cultura organizacional.

En el futuro, la clasificación se podría ver desmejorada si el negocio se ve afectado producto de un acceso alternativo al financiamiento por parte de los clientes, aun cuando se reconoce que en el corto plazo es poco probable que esto suceda. En ese sentido, el desafío de la sociedad es tratar de continuar aumentando la diversificación de sus fuentes de financiamiento y reducir su costo de fondeo.

La metodología y criterio de clasificación de **Humphreys**, en lo que respecta a empresas que participan del negocio crediticio, da especial relevancia a la existencia de controles internos independientes, con elevado *status* dentro de su organización y con recursos suficientes para desarrollar las actividades que les son propias. En opinión de la clasificadora, el crecimiento de las colocaciones y, en general, de la complejidad del negocio, debiera llevar a futuro a alcanzar los estándares que se observan en esta materia en el sector financiero, en especial para la adecuada gestión de los riesgos operativos.

En el mismo sentido, se espera que la organización mejore sus niveles de eficiencia, medidos como gastos de administración sobre ingresos, por cuanto si bien no son incompatibles con el negocio de distribución, son menos eficientes que la competencia directa, situación que les resta competitividad en el largo plazo.

La tendencia de clasificación se califica en "*Estable*"⁴, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, en lo más inmediato, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la instancia formal de auditoría interna, se consolide aún más dentro de la organización y si los mejores niveles de rentabilidad recientemente obtenidos se estabilizan en el tiempo. Asimismo, repercutiría positivamente en la clasificación si la empresa disminuye la importancia relativa de la zona sur en relación con el total de ingresos y de deudores y, a la vez, mejora los niveles de eficiencia. Para el caso de los títulos accionario, un aumento en la clasificación de riesgo requiere, necesariamente, que los instrumentos sean efectivamente transados en el mercado de valores, en forma permanente y recurrente.

³ Según la información entregada por la empresa, actualmente **Coagra** cuenta con líneas en los bancos para hacer frente a un potencial refinanciamiento de pasivos. Adicionalmente el equipo financiero está evaluando alternativas para refinanciar el pasivo a largo plazo.

⁴ Corresponde a aquellas clasificaciones que presentan una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la compañía mantenga un nivel de endeudamiento controlado, es decir, que no se presenten alzas importantes de los niveles actualmente mostrados, comparativamente acotado con respecto a su industria y no se deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar. En el caso de la clasificación de las acciones, es necesario que la calificación de la sociedad emisora se mantenga en grado de inversión.

Hechos recientes

Durante los primeros tres trimestres de 2013 la empresa generó ingresos ordinarios consolidados por US\$ 190,5 millones, lo que representó un incremento de 20% respecto a igual período del año pasado. En el mismo tiempo los costos de explotación alcanzaron un monto de US\$ 167,9 millones, lo que significó un crecimiento de 18% en relación con los nueve primeros meses del año 2012.

Los gastos de administración y venta y costos de distribución sumaron US\$ 18,6 millones durante los primeros tres trimestres de 2013, lo que implicó un crecimiento de 22% a los registrados al mismo período del año anterior. La ganancia del ejercicio alcanzó a US\$ 0.4 millones, mucho más favorable que la pérdida por US\$ 0,8 millones, registrada en el mismo período del año anterior.

Durante el periodo 2012, **Coagra S.A.** obtuvo el poder de dirigir las políticas financieras y operación de Todoagro S.A., con el fin de obtener beneficios de sus actividades.

Definición de categorías de riesgo

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.

Categoría BBB

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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.”