



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Bárbara Lobos M.

Tel. (56-2) 433 5200

barbara.lobos@humphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	BBB
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2011

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

Estado de resultados consolidado				
En miles de \$ de jun-2011	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingresos de explotación	52.851.335	74.218.205	102.534.811	74.432.763
Costos de explotación (menos)	-47.521.790	-65.362.946	-88.811.402	-65.434.594
Gastos de administración y ventas (menos)	-6.357.661	-6.393.787	-7.378.609	-6.886.923
Resultado de explotación	-1.028.116	2.461.472	6.344.800	2.111.246
Resultado fuera de explotación	-661.996	-1.035.313	-3.772.570	-294.819
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-1.487.748	1.054.831	2.251.622	1.473.737

Balance general consolidado				
En miles de \$ de jun-2011	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Total activos circulantes	32.422.523	37.154.574	53.750.653	42.353.416
Total activos fijos	5.784.308	5.783.717	6.953.845	6.665.379
Total otros activos	104.079	70.632	408.731	436.086
Total activos	38.310.909	43.008.923	61.113.229	49.454.881
Total pasivos circulantes	30.677.324	35.065.567	51.054.384	35.908.569
Total pasivos a largo plazo	2.489.353	1.416.339	1.688.825	1.824.955
Total patrimonio más interés minoritario	6.684.271	8.291.823	10.923.124	11.721.357
Total pasivos	39.850.948	44.773.729	63.666.333	49.454.881

Estado de resultados por función consolidado ¹			
En miles de \$ de Jun-11	01-01-2009 31-12-2009	01-01-2010 31-12-2010	01-01-2011 30-06-2011
Ingresos de actividades ordinarias	75.182.130	73.486.753	39.037.716
Costo de ventas (menos)	-65.778.852	-65.351.476	-34.610.166
Ganancia bruta	9.403.278	8.135.277	4.427.550
Otros ingresos, por función	102.240	1.922.699	156.475
Gasto de administración	-7.425.451	-6.804.764	-3.663.974
Otros gastos, por función	0	-1.421.157	-219.921
Ingresos financieros	486.888	494.299	188.527
Costos financieros	-1.259.983	-861.859	-489.469
Diferencias de cambio	539.623	247.665	-195.791
Ganancia (pérdida)	1.578.676	1.346.903	185.086

Estado de situación financiera clasificado consolidado			
En miles de \$ de Jun-11	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Total activos corrientes	42.263.045	43.460.811	38.580.898
Total activos no corrientes	15.210.185	14.970.922	15.392.174
Total activos	57.473.230	58.431.733	53.973.072
Total pasivos corrientes	36.880.257	36.431.592	18.319.448
Total pasivos no corrientes	3.236.778	3.318.410	17.636.818
Total patrimonio	17.356.195	18.681.731	18.016.806
Total pasivos y patrimonio	57.473.230	58.431.733	53.973.072

Opinión

Fundamento de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos y servicios para el sector agrícola: fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria y ferretería. Asimismo está presente, a través de sus filiales, en los negocios de financiamiento agrícola y prestación de servicios de acopio, 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.

¹ Dada la estacionalidad del negocio, asociado al ciclo de las empresas agrícolas, las utilidades de la compañía se tienden a concentrar durante el segundo semestre. Por ello, los estados financieros a junio no reflejan la rentabilidad del negocio.

Durante 2010 la empresa presentó ingresos anuales consolidados por US\$ 156 millones (US\$ 160 millones durante 2009) y generó un EBITDA de US\$ 4 millones (US\$ 6 millones durante 2009). A diciembre de 2010 el 58% de sus activos se encontraban invertidos en deudores por venta y documentos por cobrar, los cuales sumaban US\$ 72 millones. A junio de 2011, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a US\$ 51 millones y US\$ 38 millones, respectivamente, los cuales financiaban, junto a otras partidas, activos por US\$ 115 millones (48% de ellos correspondían a deudores por ventas). La empresa cuenta con una cartera cercana a los 30 mil clientes, atendidos por medio de once sucursales, repartidas entre las regiones Metropolitana y IX.

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 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, 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 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, han fluctuado en torno a los US\$ 80 millones durante los últimos dos años, luego de un *peak* cercano a US\$ 100 millones en diciembre de 2008), 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 VI y VII regiones (71% en 2010), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria. Sin perjuicio de ello, aunque en forma limitada, se espera que esta concentración se reduzca al incrementar su presencia en otras regiones, tanto del sur como del norte, a la vez que se

reconoce la diversificación de cultivos existente en su demanda y, como se mencionó anteriormente, la atomización de las operaciones.

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, se pondera la alta importancia de la deuda con el público en su estructura de financiamiento, 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 esa fecha). 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.

Adicionalmente, dentro de una perspectiva de largo plazo, la categoría asignada incorpora la posibilidad de que sus clientes accedan a fuentes de financiamiento distintas de las actuales, lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía, y la intensificación de la competencia tanto en las regiones donde opera como en aquellas en las que proyecta ubicarse. En este sentido, el desafío de la sociedad es lograr mecanismos de fidelización de su demanda, aumentar 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. Si bien **Coagra** aún no dispone de una unidad de auditoría interna, ha conformado comités de directores y ejecutivos dentro de la organización que tienen como función el control de las operaciones. 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.

Por último, la clasificación de riesgo incluye la exposición de la compañía y de su demanda a la volatilidad de los precios de *commodities*, aunque como contrapartida se reconoce la estrategia de la sociedad de mantener un bajo nivel de inventarios y una reducida posición de existencias propias. También, pero en menor medida, la clasificación incorpora el grado de incertidumbre de sus nuevas sucursales (plan de crecimiento).

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”², considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse favorecida si la empresa disminuye la importancia relativa de la VI y VII regiones en relación con el total de ingresos y de deudores y, a la vez, mejora los niveles de eficiencia. También se incorporarían como elementos positivos medidas tendientes a incrementar los niveles de control por instancias independientes.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la compañía mantenga un nivel de endeudamiento controlado y no deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar.

Hechos recientes

Durante el primer semestre de 2011 la empresa generó ingresos ordinarios consolidados por US\$ 83 millones, lo que representó un incremento de 35% respecto a igual período del año pasado. En el mismo período los costos de explotación alcanzaron un monto de US\$ 73 millones, lo que significó un incremento de 38% en relación con los seis primeros meses del año 2010.

Los gastos de administración y venta sumaron US\$ 8 millones durante el primer semestre de 2010, lo que implicó un crecimiento de 8% a los registrados el primer semestre del año anterior. Con todo, la ganancia del ejercicio alcanzó a US\$ 393.000, superando la pérdida por US\$ 1,3 millones registrada en el mismo período del año anterior.

En abril de 2011 se inscribió una emisión, ya colocada, con cargo a la línea inscrita en la SVS con el número 613 por UF 650.000, correspondiente a un *bullet* a cinco años. En el mismo mes se constituyó Coagra Soluciones Financieras S.A, sociedad que se dedica, principalmente, al otorgamiento y cobranza de créditos y toda otra actividad que se relacione con el negocio del *factoring* y el *leasing*; junto con la prestación de servicios de asesoría financiera, económica, comercial, administrativa y técnica.

Definición categoría de riesgo

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.

² Corresponde a aquellas clasificaciones que presentan una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Fortalezas

Cobertura geográfica: El área de operación de la compañía abarca el 80% de la superficie cultivada y sembrada en Chile, donde se concentran la mayoría de los clientes-agricultores que demandan los insumos y servicios agrícolas ofrecidos por el emisor.

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 de 2010. Asimismo, la cartera de colocaciones muestra una alta atomización (según datos de diciembre de 2010, el principal deudor representa en torno al 2% de la cartera, siendo los diez más importantes inferiores al 1% de las colocaciones).

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande, quienes se comprometen a pagar las líneas de crédito otorgadas para tal efecto una vez que la cosecha se haya realizado (en el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha o pagar las líneas). Además, se reconoce que alrededor del 90% de las ventas corresponde a clientes con larga trayectoria con la compañía.

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** (año 2006), lo que se ha traducido en un mejoramiento de gestión de inventarios, mejoras en el gobierno corporativo y sistematización de operaciones, entre otros.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación, con colocaciones del orden de los US\$ 78 millones en su *peak* de 2010 (cuatro trimestre), pero que, producto de la estacionalidad del negocio, puede disminuir a US\$ 44 millones (valor de las colocaciones a junio de 2010), situación que reduce el acceso a economías de escala (los gastos y costos representan del orden del 98% de los ingresos, según datos a diciembre de 2010). Este aspecto, en opinión de **Humphreys**, es de relevancia en las sociedades que participan del negocio financiero, por cuanto mayores volúmenes de operación permiten soportar menores *spread* (mejor competitividad) y destinar, en términos absolutos, mayores recursos a instancias de control de los riesgos financieros, de mercado y, especialmente, operativos (reducción de riesgo).

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones VI y VII concentraron 74% de los ingresos del año 2010 por venta de insumos agrícolas, los cuales, a su vez, representaron un 70% de los ingresos generados en el ejercicio. Esta situación es consustancial al negocio por la concentración de las superficies cultivables del país. En todo caso, se estima que la importancia de cada región iría en descenso con el plan de expansión de la compañía. De igual forma, se incorpora la correlación de su negocio con el comportamiento del sector agrícola.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa del sector agrícola, considerado de elevado riesgo, como proveedor y acreedor. 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 los elementos de mitigación de los riesgos, como aceptar como caución los productos físicos al final del ciclo productivo o tomar seguros por el pago de los servicios e insumos entregados.

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. Pero cabe señalar que el porcentaje en mora a diciembre de 2010 es un 8% (6% a junio de 2011) de toda la cartera, en tanto las provisiones y castigos anuales no han superado el 0,5% de las ventas en los últimos años (0,11% durante 2010). En complemento a este riesgo de cartera, **Coagra** tiene un seguro de crédito con la compañía Crédito Continental.

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. En esta dimensión se considera que la empresa financia el 27% de sus activos (según datos de junio de 2011) a través de un bono *bullet* a cinco años (vencimiento en 2016), existiendo un riesgo asociado a la incertidumbre sobre las condiciones que afectarán el refinanciamiento de dichos activos. De forma conjunta, se incorpora el desafío de lograr una reducción en su costo.

Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento: Dado que una de las principales fortalezas del negocio radica en 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 éstos incrementen su acceso a fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, 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.

Exposición a entrada de nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución, no se evidencian barreras de entrada relevantes que inhiban el ingreso de nuevos operadores, ya sea directamente o por medio de adquisición de empresas ya existentes. Por otra parte, el mercado

evidencia una oportunidad de crecimiento a nivel nacional, lo que implica un mayor nivel de competencia en las distintas regiones, tanto en donde ya opera la compañía como en aquellas en las que quiere ingresar.

Eventual concertación de los clientes: Las características de la demanda de **Coagra** –concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones VI y VII– 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 como muy poco probable la manifestación de este riesgo.

Controles internos: Para estos efectos la sociedad ha establecido desde hace cinco años una serie de comités presididos por diferentes miembros del directorio. Se destaca el comité de crédito, que se realiza semanalmente y analiza y aprueba líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza. A esto se añaden los comités de administración, comercial y financiero, de realización mensual. Sin perjuicio de ello, considerando las prácticas que han ido imponiendo los organismos reguladores y las que el mercado ha ido adoptando voluntariamente, se espera que incrementos en los volúmenes de operación conlleven a la creación de instancias totalmente independientes de control.

Antecedentes generales

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. Actualmente cuenta con presencia entre la Región Metropolitana y la IX Región, con una red de once sucursales y cinco plantas de silos.

Propiedad y administración

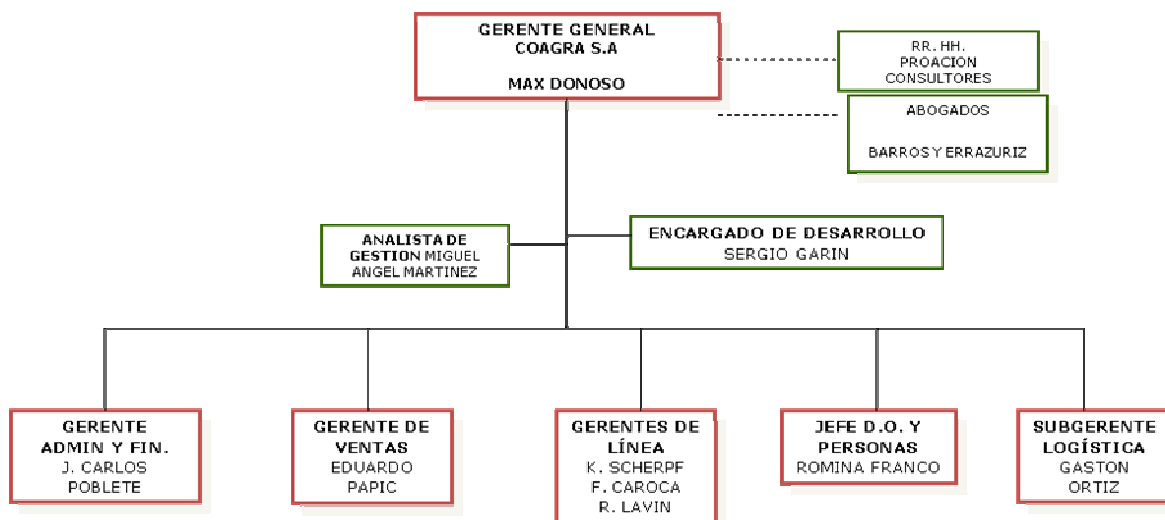
Coagra cuenta con un directorio conformado por siete miembros, los que se individualizan a continuación:

Nombre	Cargo
Juan Sutil	Presidente del directorio
Edmundo Ruiz	Vicepresidente de directorio
Hernán Garcés	Director
José Larraín	Director
César Barros	Director
Jorge Correa	Director
Alejandro Quesney	Director

Su gobierno corporativo está conformado por los comités financiero, comercial, de crédito y de administración y sistemas, cuya frecuencia es mensual con excepción del comité de crédito que sesiona semanalmente. Las responsabilidades de cada comité se detallan en el siguiente cuadro:

Comité	Responsabilidades
Comité financiero	Políticas y estrategias de financiamiento.
Comité comercial	Políticas y estrategias comerciales.
Comité crédito	Analiza y aprueba líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.
Comité administración y sistemas	Políticas de control e implementación para los sistemas operativos y de gestión de la compañía.

A continuación se presenta el organigrama de la compañía:



Negocio y estrategia

Descripción de Coagra S.A. y filiales:

Coagra Agroindustrial S.A. fue constituida en enero de 2005 y su foco es la compra, venta, comercialización, industrialización, importación, exportación, corretaje, acopio, secado y almacenaje, de todo tipo de granos, semillas, productos vegetales, frutales y animales y sus subproductos industriales; además presta servicios asociados a los productos mencionados; también puede fabricar y comercializar alimentos para animales y consumo humano, así como comercializar cualquier tipo de combustible; entre otras actividades.

Coagra Total S.A. fue constituida en junio de 2000 y su objeto es la prestación a personas naturales o jurídicas, de todo tipo de servicios, materiales y/o inmateriales y en especial, la prestación de servicios computacionales y cualquiera otros destinados a la puesta en marcha y/o mantención de sistemas de financiamiento para la adquisición de todo tipo de bienes, la obtención y otorgamiento de créditos a corto y/o largo plazo y la ejecución de todas las operaciones, negocios y actos necesarios o conducentes a la realización del objeto social, o que se relacionen directa o indirectamente con él y, además, emprender cualquier otro negocio que la sociedad acuerde.

Coagra Alimentos S.A. fue constituida en marzo de 2007 y su objeto es la compra, venta, comercialización, industrialización, importación, exportación, corretaje, acopio, secado y almacenaje, de todo tipo de granos, semillas, productos vegetales, frutales y animales y sus subproductos industriales, por cuenta propia o ajena, entre otros.

Administradora de Tarjetas de Crédito Coagra S.A. fue constituida el 21 de junio de 2000 y es la sociedad que gestiona la cobranza judicial y la comunicación corporativa de toda la compañía.

Agroaval S.A.G.R fue constituida en octubre de 2010 y tiene como principal objeto otorgar garantías personales a los acreedores de sus beneficiarios, además de prestar asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus clientes.

Coagra Soluciones Financieras S.A (Coagra SF) 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 el *leasing*; a la realización y ejecución de operaciones de arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles; junto con la prestación de servicios de asesorías financieras, económica, comercial, administrativa y técnica.

AQ Coagra S.A.³ fue constituida en febrero de 2007 y se dedica a la venta de maquinarias, equipos repuestos, ferretería e insumos agrícolas, destrucción de plagas, pulverizaciones y fumigaciones aéreas, ventas de plantas y venta de motocicletas y servicios, producción y servicios de almácigos, importación de semillas.

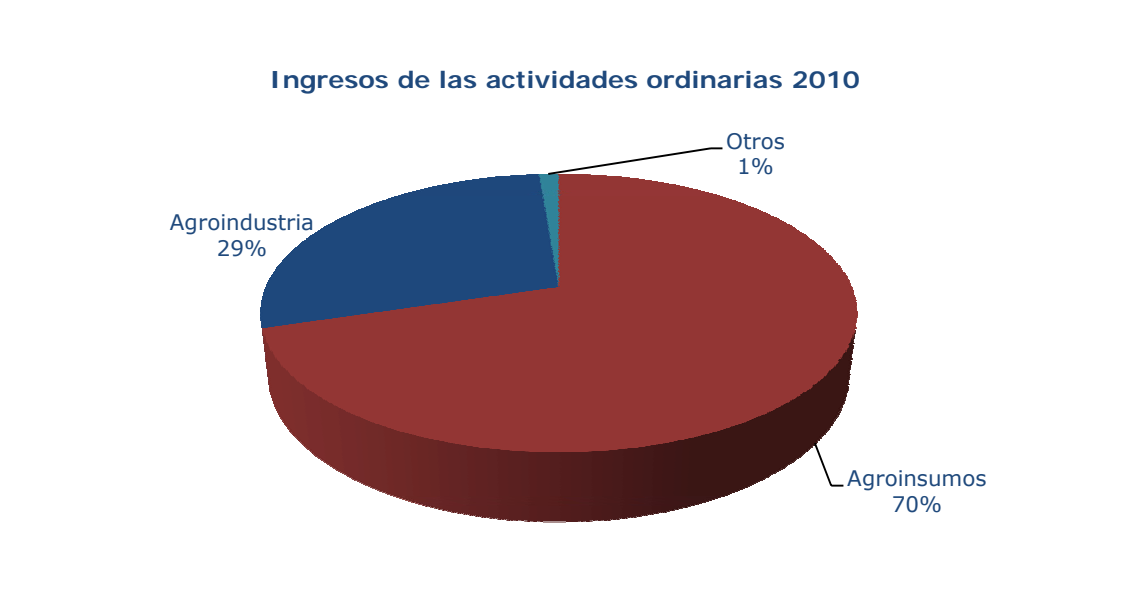
³ El control de la sociedad AQ Coagra S.A, está sustentado por el poder para dirigir las políticas financieras y de operación de la entidad participada, en virtud de una disposición legal o estatutaria, o por algún tipo de acuerdo. Mantiene el 50% de su propiedad.

Líneas de negocio

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en la comercialización de insumos agrícolas, como fertilizantes, fitosanitarios y semillas, los que representaron 70% de las ventas del año 2010 (71% en 2009). Su segunda fuente de ingresos es el negocio asociado a la comercialización y almacenamiento de granos, incluye los servicios de planta de silos, que aportó el 29% de las ventas de 2010, al igual que en 2009.

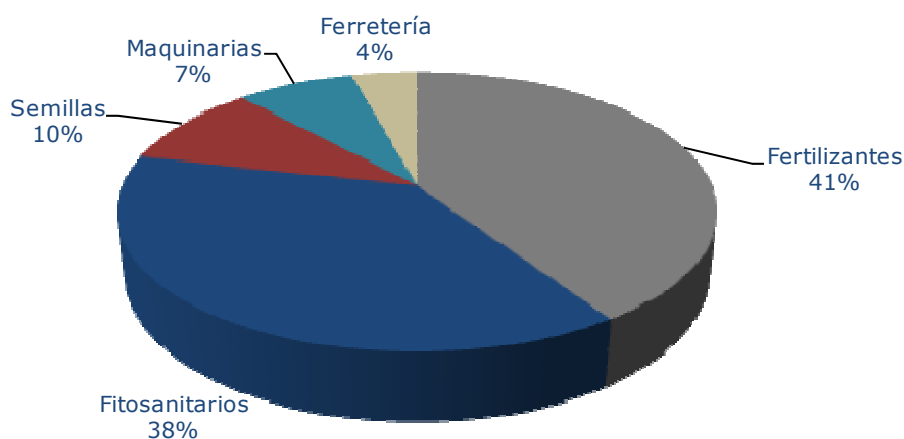
Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que da sentido a sus operaciones, ya que la empresa otorga un extenso plazo pago a sus clientes, del orden de 240 días para cultivos anuales y de 120 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es que según datos a junio de 2011, los deudores comerciales representaban el 67% del activo corriente y un 48% del activo total. Como consecuencia sus operaciones presentan una marcada estacionalidad durante el año, que obedece a los ciclos de producción de los agricultores.

Las colocaciones son efectuadas a través de la empresa matriz, Coagra S.A., y de la filial Coagra Total S.A. Esta última administra la "tarjeta de cliente", que corresponde a una línea de crédito para la compra de productos en **Coagra**.



Dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes en 2010, concentrando en conjunto el 79% del total.

Distribución Ingresos 2010 Negocio Agroinsumos



Desde octubre de 2010, la empresa inició su participación explícita en el negocio financiero, mediante la incorporación de las filiales Agroaval, la que le permitirá competir en el segmento de las garantías recíprocas o afianzamiento y Coagra Soluciones Financieras y de *factoring*, *leasing*, y otros servicios financieros. No obstante, el negocio financiero directo aún genera una baja proporción de los ingresos operacionales (inferior al 1% en 2010), debido a su reciente incorporación (3% durante el primer semestre de 2011).

Segmento agroinsumos

Comercialización de fertilizantes: Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 41% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**. Se estima que la participación de mercado de la compañía en este sector oscila en torno al 15%, ubicándola como el segundo mayor distribuidor en este rubro, en el que participan tanto productores e importadores como distribuidores independientes.

Los principales proveedores de la compañía son: SQM, Vitra, Mosaic (Cargil), Química del Sur y Anagra, cuyos productos representan más del 80% de la oferta de fertilizantes de **Coagra**.

Comercialización de productos fitosanitarios: Esta línea de negocios representa el 38% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**. A nivel nacional, se estima que la compañía tiene una participación de mercado estimada de 16%, cifra que se eleva a más de 20% en las regiones VI y VII, donde se concentra cerca del 75% de la demanda por estos productos.

Aproximadamente el 80% de la oferta comercial de la compañía está compuesta por productos elaborados por Syngenta, Bayer, Anasac, Basf y Dow.

Comercialización de semillas: Coagra es líder en el mercado nacional de comercialización y distribución de semillas de maíz, línea que aportó el 10% de los ingresos por venta de agroinsumos, con una participación estimada del orden de 30%. En los ingresos por ventas de semillas de la compañía, el maíz es el producto más importante, seguido por el trigo, las hortalizas, forrajeras, raps y leguminosas.

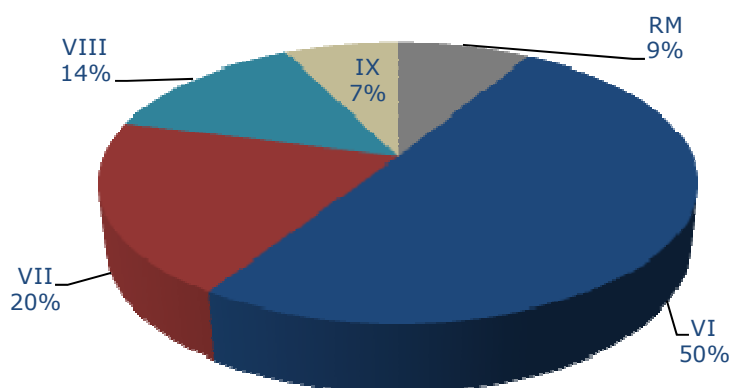
Los principales proveedores de semillas de Coagra son: Pioneer, Anasac, Tuniche, Syngenta y Winter, cuyas marcas componen el 76% de la oferta comercial de la compañía.

Comercialización de maquinaria e implementos agrícolas: Coagra comercializa maquinaria y equipos agrícolas, con una participación de mercado cercana a 20%, según estimaciones de la empresa. El negocio está orientado a la venta de tractores nuevos y usados, implementos, piezas y repuestos, actuando exclusivamente como distribuidor, a diferencia de algunos de sus competidores, que operan como importadores y comercializadores.

Los principales proveedores de la compañía son: SigdoTek, Sargent Agrícola, Impac Case (marca para la que Coagra tiene la representación exclusiva en las regiones VII y VIII) y New Holland (representación exclusiva en las regiones VI y VII) y Metaltec.

Comercialización de productos de ferretería: En esta línea de negocios, Coagra comercializa una gama de herramientas y materiales tanto de elaboración nacional como importados, cuyos principales fabricantes son: Plásticos Montesa, Marienberg, Gerdau Aza, Prodalam, Polytex. Según estimaciones de la compañía, su participación de mercado en las regiones donde está presente alcanza aproximadamente un 14%.

Distribución Ingresos 2010 Negocio Agroinsumos



Las ventas por área geográfica del negocio de agroinsumos se concentran en la VI, VII y VIII regiones (84% de las ventas), aunque se reconoce una disminución de su importancia en los últimos dos años con la incursión en las nuevas zonas geográficas (en el 2008 la importancia de estas regiones llegaba al 91% y el 2009 a 86%).

Solo el 2% de las ventas del negocio de agroinsumos se realiza al contado, según datos de 2010, reflejando la importancia del negocio creditico en modelo de negocios. En 2009, la proporción de ventas al contado alcanzó 3%.

Segmento agroindustrial

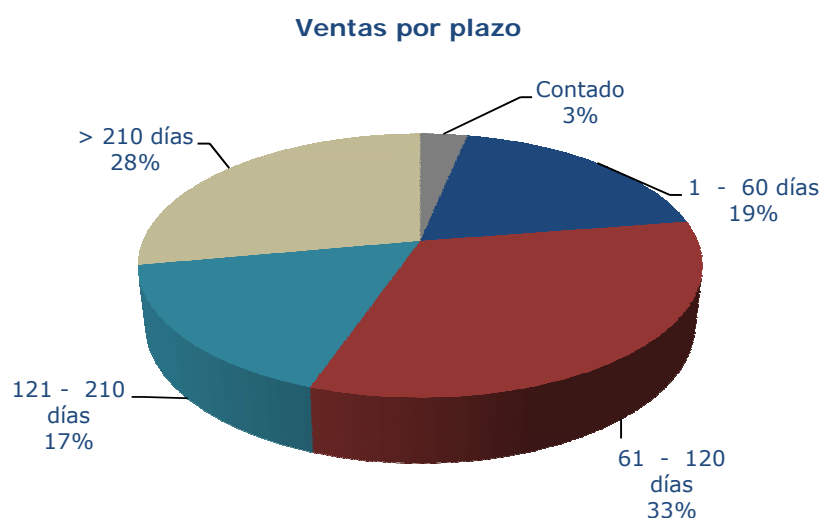
La compañía, a través de la filial Coagra Agroindustrial S.A., ofrece a los agricultores los servicios de acopio, guarda, secado y comercialización de granos, para lo cual cuenta con una capacidad instalada de 210 mil toneladas, con cinco plantas ubicadas en: San Francisco de Mostazal, Rosario, San Fernando, Talca y Chillán. Esta línea de negocios generó el 29% de los ingresos operacionales consolidados de **Coagra** en 2010.

Negocio financiero

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo del negocio de agroinsumos, la empresa opera su negocio financiero directo a través de Agroaval y Coagra SF.

Clientes

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



Desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura toda la cartera de clientes.

Antecedentes de mercado

El mercado objetivo está constituido por agricultores y empresas agrícolas que requieren de diversos tipos de insumos para la explotación de sus actividades agrícolas.

La competencia se puede agrupar en cuatro categorías: cadenas nacionales de distribución, cadenas regionales de distribución, distribuidores locales y fabricantes con distribución directa⁴. A continuación se señalan los principales participantes de cada una de éstas y sus principales características.

	Cobertura			Integralidad			Gestión		
	Nacional	Regional	Local	Completa	Parcial	Especialista	Prof. e Ind.	Cooperativa	Emp. Unip.
Copeval	X			x			x		
Coagra	X			x			x		
Tattersall	X				x		x		
Martínez y Valdivieso		x				x	x		
GTM		x				x			X
Bramell		x				x			X
Cals		x		x				x	
Bioleche		x		x				x	
Cooprinsem		x		x				x	
Reyes y Cía.			x			x			X
Bigdo			x		x				X

Administración de riesgos

Análisis de crédito

Toda venta a plazo es analizada por el Departamento de Crédito, encargado 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.

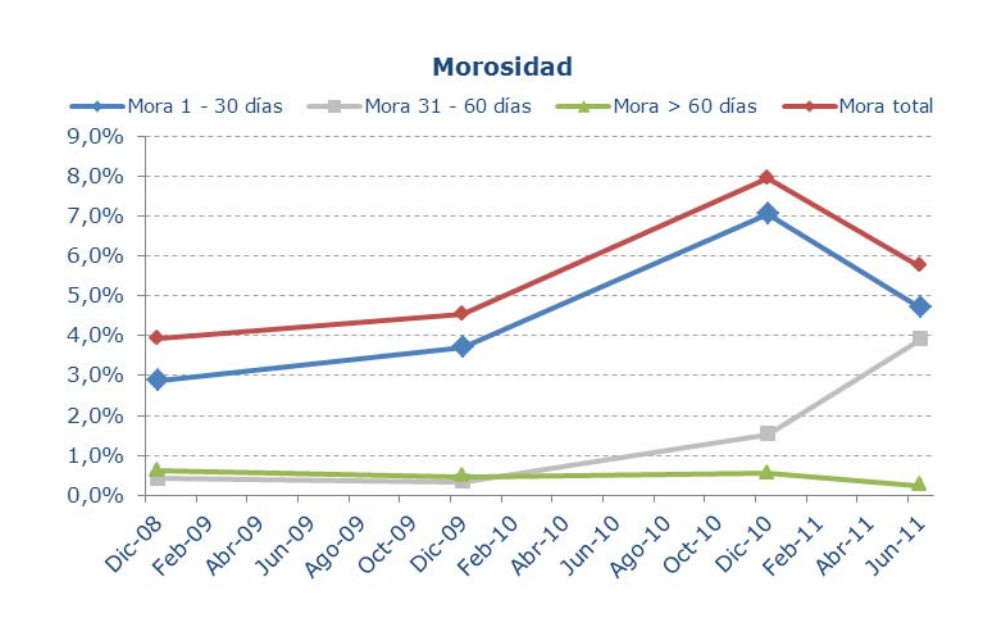
Las categorías asignadas por **Coagra** a sus clientes son: A+, A, B, C, D y E. Las primeras tres categorías – que concentran en torno al 85% de las ventas- están representadas por clientes que tienen un buen comportamiento anterior, buenas referencias comerciales, buena situación patrimonial, rubros de explotación bien manejados, rentables y diversificados.

⁴ Prodalam (Inchalam) y Anagra.

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

Morosidad

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



Controles internos

La compañía no cuenta con una unidad de contraloría interna; sin embargo, ha creado instancias de control por medio de comités que se realizan periódicamente, presididos por miembros del directorio, cuyos temas relevantes quedan establecidos mediante actas que pueden ser revisados posteriormente. Se han establecido puntos críticos de control definidos con fecha de control (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

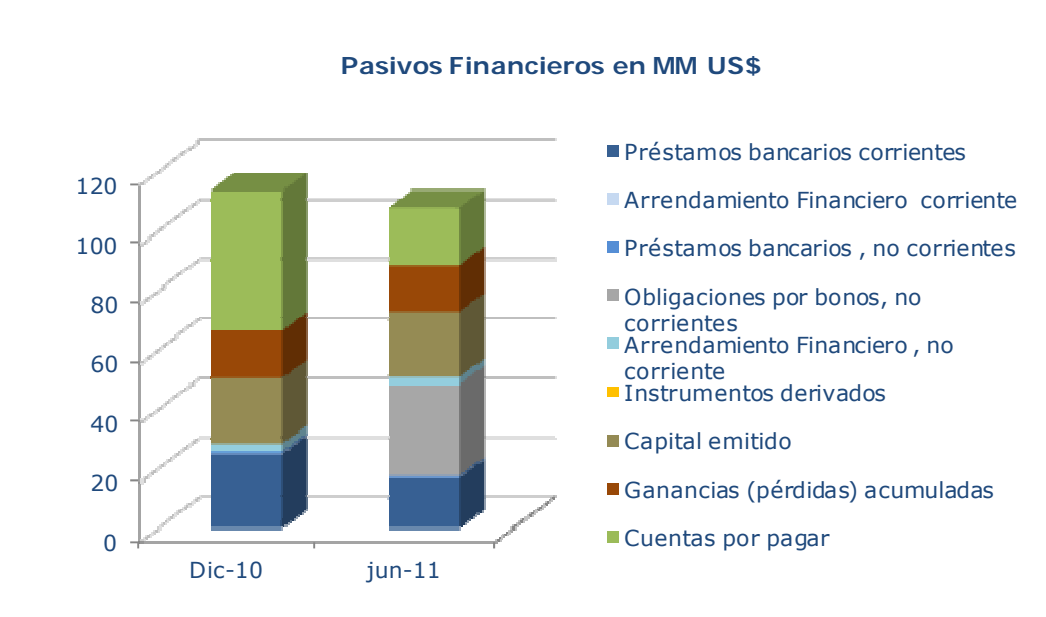
Las principales características de cada comité, son las siguientes:

- Comité financiero: Se realiza mensualmente, es presidido por Edmundo Ruiz (vicepresidente del directorio) y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario.
- Comité comercial: Se realiza mensualmente, es presidido por Juan Sutil (presidente del directorio) y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.
- Comité de administración y sistemas: Se realiza mensualmente, es presidido por José Larraín (director) y su objeto es definir las políticas de control e implementación para los sistemas operativos y de gestión de la compañía.

- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por Jorge Correa (director) y/o José Larraín (director), cuyo objetivo es analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.

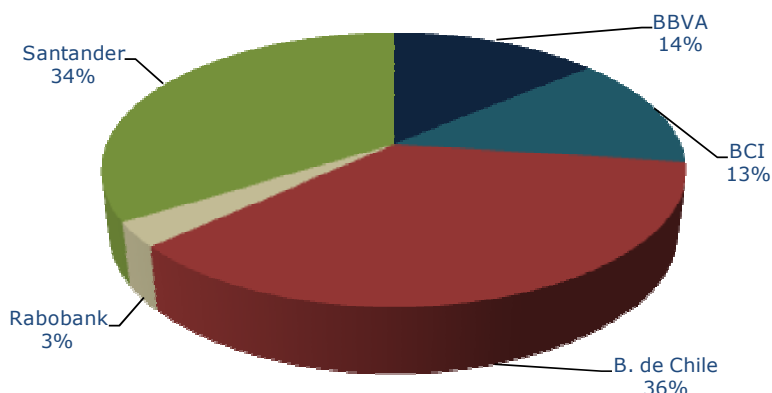
Estructura de financiamiento

La empresa presentaba activos por US\$ 115 millones a junio de 2011, lo cuales se financiaban principalmente por patrimonio (US\$ 38 millones) y bonos (US\$ 31 millones). De igual forma, su estructura de financiamiento incluía una fuerte presencia de deuda a corto plazo con proveedores (US\$ 19 millones) y con bancos (US\$ 17 millones). Se observó un cambio en la estructura de financiamiento respecto de diciembre de 2010, debido a la emisión de un bono corporativo (según escritura pública de fecha 29 de abril de 2011) por UF 650.000 equivalentes a \$ 14.000 millones, con estructura *bullet*, plazo de cinco años y tasa cámara más 2,5%. La emisión de deuda pública, implicó la reducción de la deuda con proveedores y con bancos, ambas obligaciones corrientes, aumentando la importancia relativa de los pasivos no corrientes. Al 30 de junio la compañía cumplía con todas las obligaciones financieras acordadas en el contrato de emisión de bonos.



La empresa cuenta con pasivos financieros con cinco instituciones bancarias, las principales, Banco de Chile y Banco Santander.

Distribución pasivos financieros al 30 junio 2011

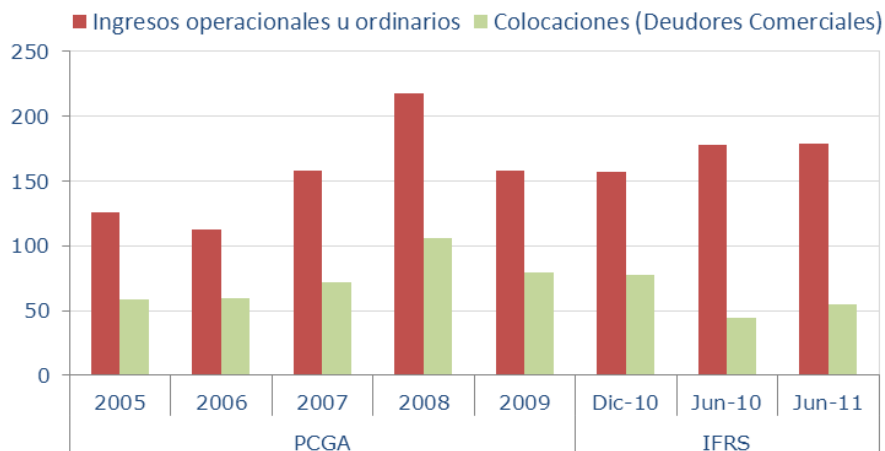


Análisis financiero

Evolución de los ingresos y colocaciones⁵

Los ingresos de operación y las colocaciones presentaron un crecimiento importante en los años 2007 y 2008, derivado de un mayor esfuerzo comercial y de la consolidación de las sucursales, entre otras acciones asociadas a la reestructuración del negocio con posterioridad a la toma de control por parte del grupo Sutil. El 2009 se observó el efecto de la caída que experimentaron los precios de algunos agroinsumos y granos respecto al año anterior como consecuencia de la crisis *subprime* y de otros eventos que afectaron al sector agrícola. Durante los últimos doce meses la empresa acumula ingresos ordinarios por US\$ 179 millones (1% real por sobre los ingresos acumulados entre junio de 2009 y junio de 2010).

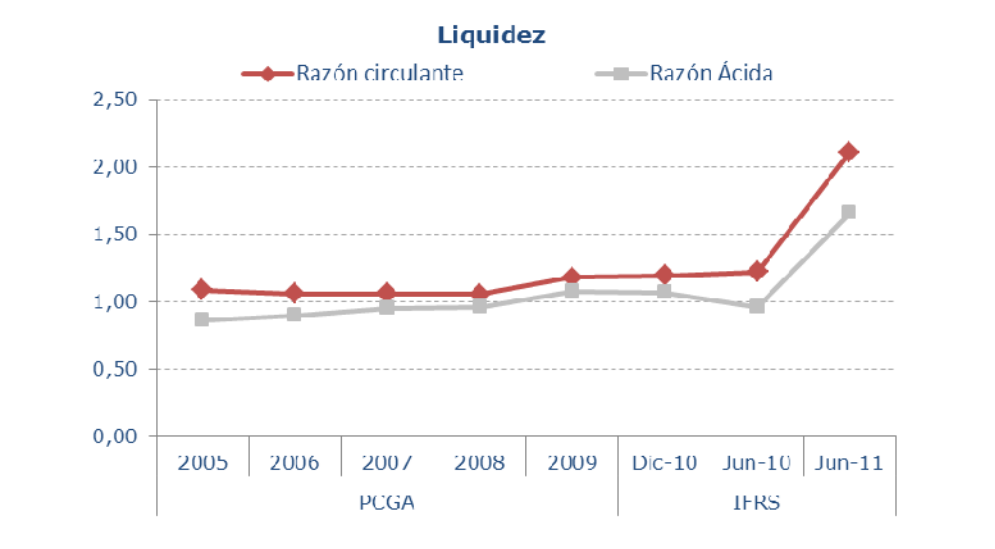
Evolución ingresos y colocaciones (MM USD)



⁵ Datos en pesos reales de junio de 2011. Dólar de referencia 471,13. Datos a junio corresponden a periodo móvil de 12 meses.

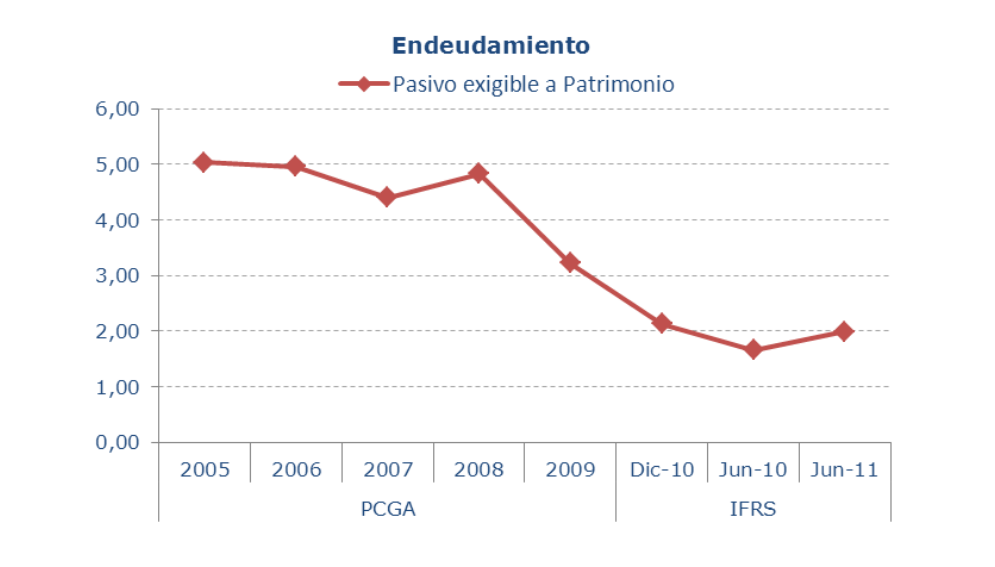
Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, presentó un comportamiento estable entre 2005 y 2010 oscilando entre 1,1 a 1,2 veces. Durante el primer semestre de 2011 el indicador exhibió un alza relevante asociado a un incremento en el nivel de deuda financiera pasivos de largo plazo cuyo objeto fue financiar el crecimiento las colocaciones y ha refinanciado pasivos financieros corrientes y con proveedores.



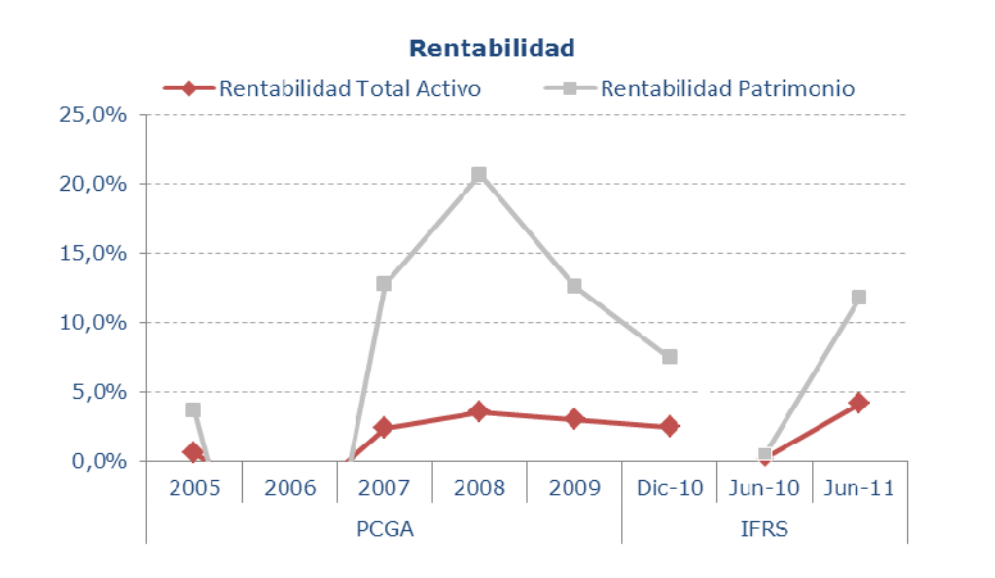
Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, presenta niveles decrecientes desde 2008.



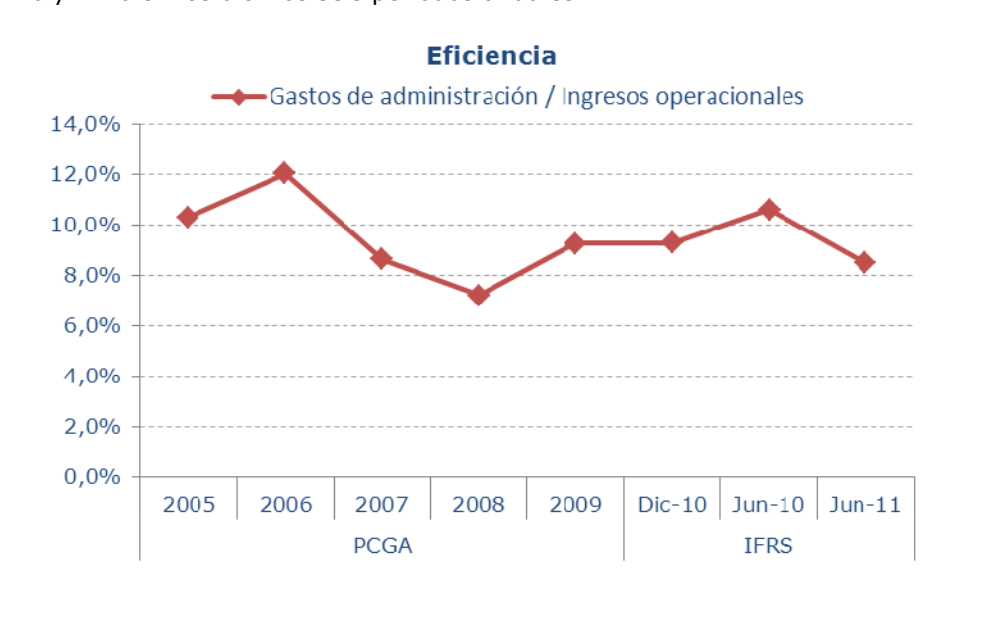
Rentabilidad

A continuación, se muestra la evolución que han tenido los indicadores de rentabilidad de **Coagra** desde el año 2005 a la fecha. Se puede observar que los indicadores de rentabilidad tuvieron una baja pronunciada en 2006, momento de reestructuración de la compañía. Desde entonces a la fecha, la rentabilidad total del activo ha fluctuado entre el 2% y el 4%. El ROE a la fecha alcanza 12%, recogiendo efectos particulares del primer semestre de 2011 asociados al precio del trigo.



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha oscilado entre 7% y 12% en los últimos seis períodos anuales.



Características de las emisiones vigentes

Características de la línea de bonos inscrita

Nº y fecha de inscripción	Nº 613 del 8 octubre 2009
Monto máximo	UF 1.000.000
Plazo vencimiento	10 años

Características de las emisiones con cargo a la línea de bonos

	Serie A (*)	Serie B (*)
Nemotécnico	BCOAG-A	BCOAG-B
Monto nominal	Hasta \$ 15.000 millones	Hasta UF 750 mil
Tasa de interés	7,0%	4,0%
Fecha vencimiento	15 junio 2015	15 junio 2015
Amortización de capital	A partir del 15 junio 2012	A partir del 15 junio 2012
Garantías	Fianza y codeada solidaria de Coagra Industrial S.A. y Coagra Total S.A.	Fianza y codeada solidaria de Coagra Industrial S.A. y Coagra Total S.A.

Características de las emisiones con cargo a la línea de bonos

	Serie C (*)	Serie D
Nemotécnico	BCOAG-C	BCOAG-D
Monto nominal	Hasta \$ 15.000 millones	Hasta UF 750 mil
Tasa de interés	2,5%+TCP	4,5%
Fecha vencimiento		
Amortización de capital		
Garantías		

(*) Inscrita y no colocada.

Las emisiones presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros

	Líneas de bonos	Junio 2011
Endeudamiento total	Pasivo total sobre patrimonio $\leq 6,0$	2,0 veces
Endeudamiento financiero	Deuda financiera sobre patrimonio $\leq 4,0$	1,3 veces
Activos libres de gravámenes	$\geq 1,2$ endeudamiento sin garantías	
Patrimonio mínimo	> UF 400 mil	UF 823.065

“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.”