Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Paulina Medina C.
Tel. (56-2) 433 5200
paulina.medina@humphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2012

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 2012

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	Inscrita y colocada

Estado de resultados consolidado

En miles de $	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 $	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				
En miles de $	01-01-2009 30-12-2009	01-01-2010 30-12-2010	01-01-2011 30-12-2011	01-01-2012 30-06-2012
Ingresos de actividades ordinarias	75.182.130	73.486.753	97.196.684	45.693.350
Costo de ventas (menos)	-65.778.852	-65.351.476	-85.362.174	-41.160.811
Ganancia bruta	9.403.278	8.135.277	11.834.510	4.532.539
Otros ingresos, por función	102.240	1.922.699	238.901	140.076
Gasto de administración	-7.425.451	-6.804.764	-7.557.987	-4.679.664
Otros gastos, por función	0	-1.421.157	-164.424	-120.349
Ingresos financieros	486.888	494.299	295.664	299.972
Costos financieros	-1.259.983	-861.859	-1.665.464	-1.180.243
Diferencias de cambio	539.623	247.665	-640.434	6.632
Ganancia (pérdida)	1.578.676	1.346.903	1.580.757	-971.801

Estado de situación financiera clasificado consolidado				
En miles de $	dic-09	dic-10	dic-11	jun-12
Total activos corrientes	42.263.045	43.460.811	62.327.178	41.811.499
Total activos no corrientes	15.210.185	14.970.922	22.335.490	24.892.281
Total activos	57.473.230	58.431.733	84.662.668	66.703.780
Total pasivos corrientes	36.880.257	36.431.592	42.756.867	26.490.945
Total pasivos no corrientes	3.236.778	3.318.410	22.543.059	22.378.120
Total patrimonio	17.356.195	18.681.731	19.362.742	17.758.944
Total pasivos y patrimonio	57.473.230	58.431.733	84.662.668	66.703.780

Opinión

Fundamento de la clasificación

Segmento agroinsumos

Comercialización de fertilizantes: Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 30% 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: ADM Chile, Vitra, Mosaic (Cargil), SQM, Fertilizantes Compo Agro.

Comercialización de productos fitosanitarios: Esta línea de negocios representa el 29% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**.

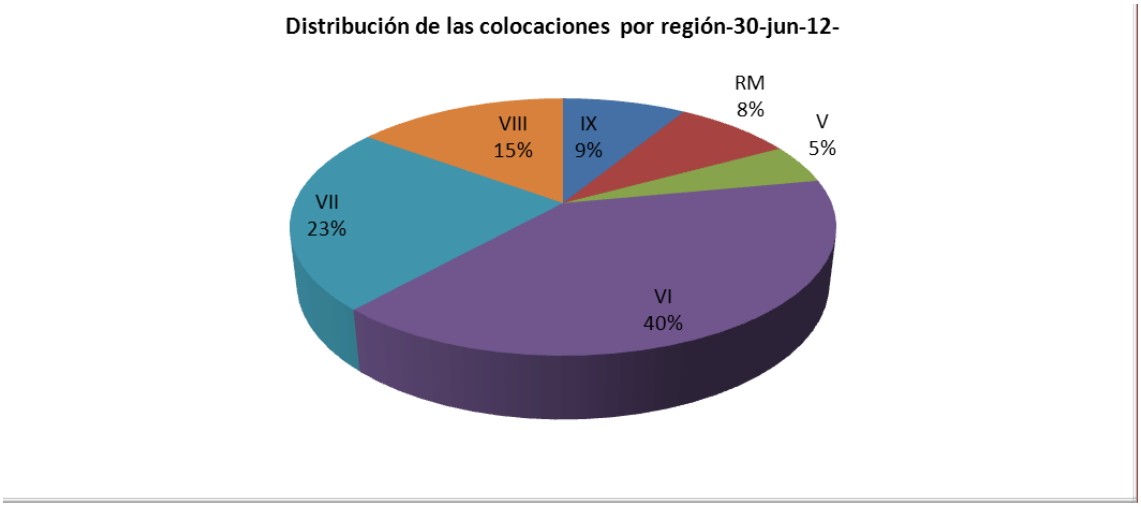
Aproximadamente el 80% de la oferta comercial de la compañía está compuesta por productos elaborados por BASF Chile, Bayer, Dow Agroscience, Sygenta, Anasac.

Comercialización de semillas: Coagra es líder en el mercado nacional de comercialización y distribución de semillas de maíz, la que representa el 37% de sus ingresos**,** mientras que el trigo representa el 6% y la venta de otras semillas corresponde al 2% del total de ingresos y el 3,5% del total de ingresos provistos por agroinsumos.

Los principales proveedores de semillas de **Coagra** son: Pioneer, Monsanto, Tuniche, Cis y Du Pont.

Comercialización de maquinaria, Repuestos, ferretería y petróleo: 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 y herramientas de ferretería, actuando exclusivamente como distribuidor, a diferencia de algunos de sus competidores, que operan como importadores y comercializadores y a partir del año 2011 comercializan, además petróleo, por lo que los ingresos por maquinaria, repuestos y petróleo representan cerca del 16,9% del total de ingresos de la compañía

Los principales proveedores de la compañía son: SigdoTek, Sargent Agrícola, Gerdau Aza, y en petróleo, su principal proveedor es Enap Chile.



Las ventas por área geográfica del negocio de agroinsumos se concentran en la zona sur principalmente (55% de las ventas), Seguido por las ventas en la zona central que representan un 34% del total de ventas de agroinsumos.

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. A junio de 2012 esta línea de negocios generó el 45% de los ingresos operacionales consolidados de **Coagra.**

Negocio financiero

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa participa directamente en la actividad financiera a través de Agroaval y Coagra SF, presentando a junio de 2012 ingresos por financiamiento de $ 560 millones.

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 directa[3]. 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

[3] Prodalam (Inchalam) y Anagra.

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.

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.

Las líneas son revisadas una vez al año y un 90% de las ventas son aseguradas, el 10% restante de las ventas se garantizan a través de garantías reales, generalmente a través de prendas sobre el cultivo.

Morosidad

Al 30 de septiembre de 2012, el deterioro de deudores comerciales corresponde al 3,9% del total de la cartera, representado por todos aquellos créditos con mora mayor a 60 días. La distribución de la cartera morosa, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación:

Controles internos

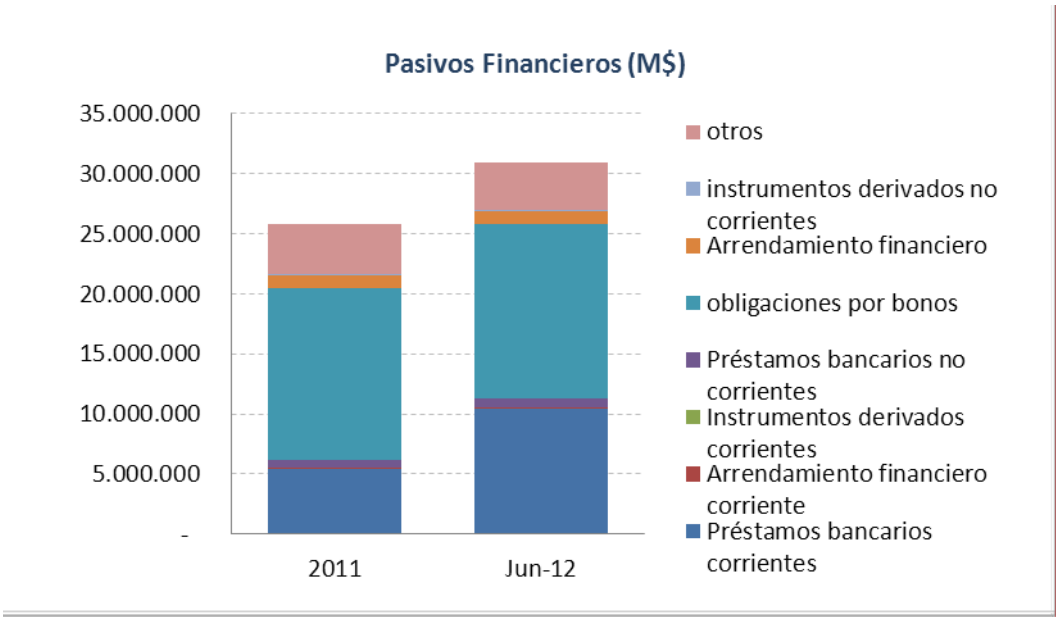
A Junio de 2012 La compañía cuenta con una unidad de contraloría creada recientemente, la cual ya ha realizado labores de auditoría y contraloría interna como el desarrollo de perfiles de la empresa a través del uso de matrices de riesgo. Además, ha creado un plan de auditoría anual, el cual se encuentra en proceso de cumplimiento. La compañía cuenta con 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:

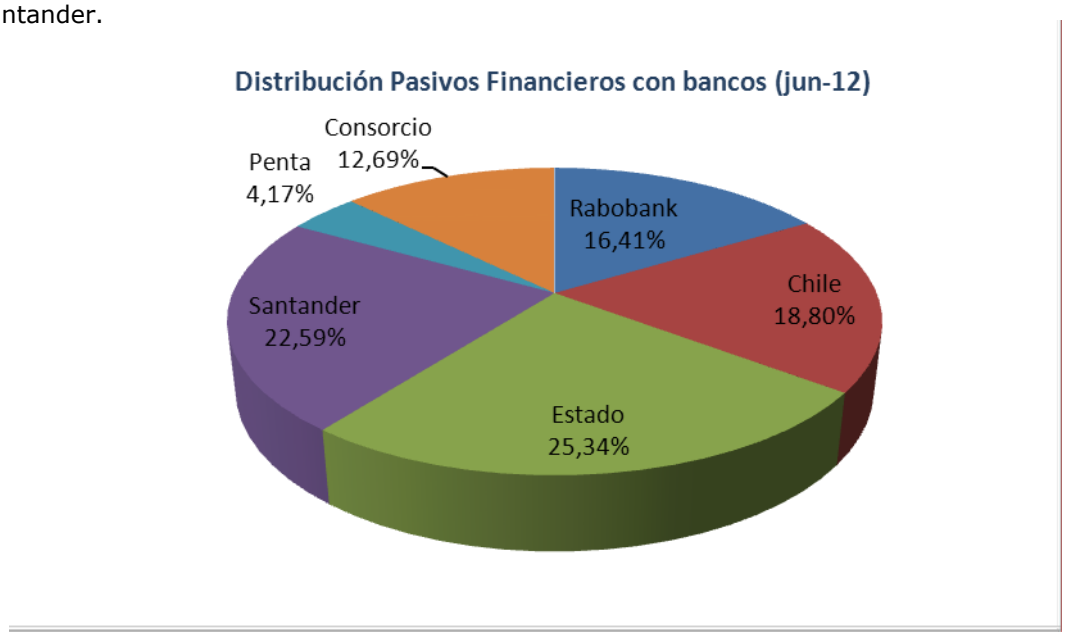
- Comité financiero: Se realiza mensualmente, es presidido por Edmundo Ruiz (vicepresidente del directorio) y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario.
- Comité comercial: Se realiza mensualmente, 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$ 130 millones a junio de 2012, lo cuales se financiaban principalmente con deuda a corto plazo de proveedores (US$ 37 millones), patrimonio (US$ 35 millones), bonos (US$ 28 millones) y con bancos (US$ 20 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.



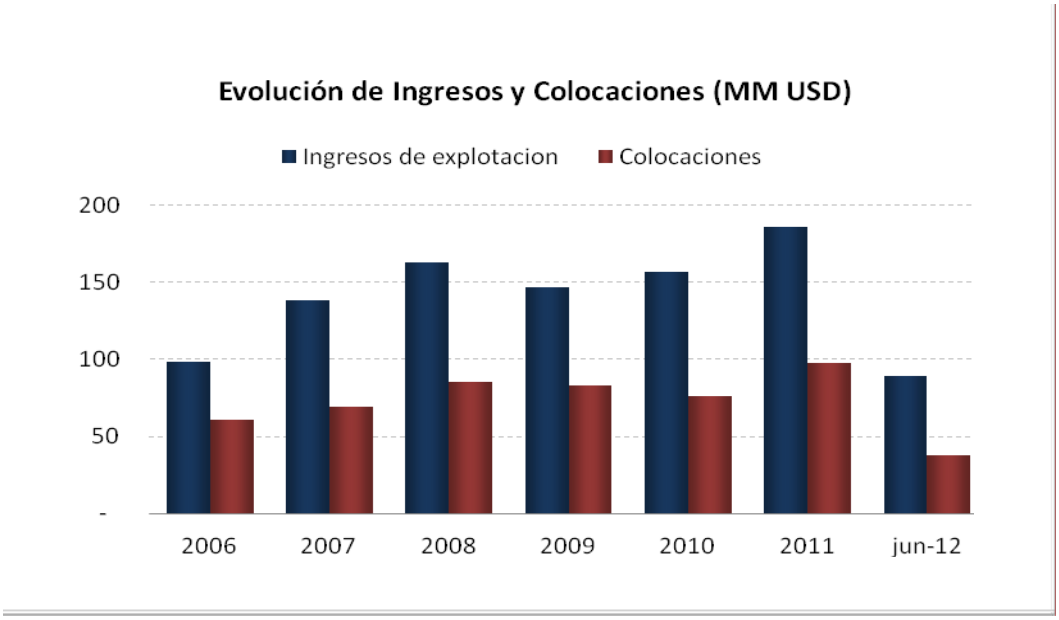
La empresa cuenta con pasivos financieros con cinco instituciones bancarias, las principales, Banco de Chile y Banco Santander.



Análisis financiero

Evolución de los ingresos y colocaciones[4]

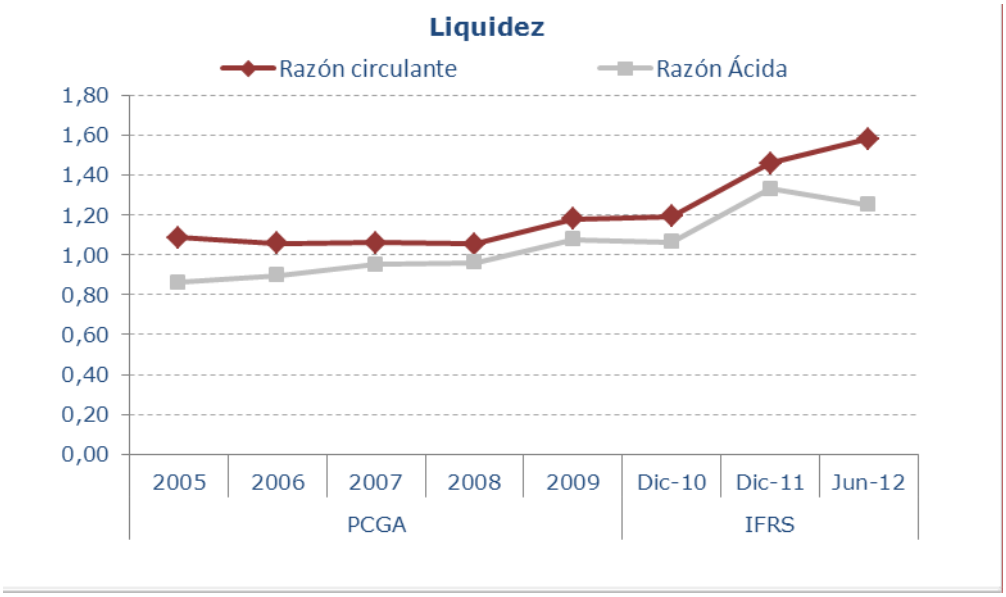
Los ingresos de operación y las colocaciones presentaron un crecimiento importante en los años 2007 y 2008, derivado de un mayor esfuerzo comercial y de la consolidación de las sucursales, entre otras acciones asociadas a la reestructuración del negocio con posterioridad a la toma de control por parte 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. A diciembre de 2011 la empresa acumulaba ingresos ordinarios por US$ 186 millones (19% por sobre los ingresos acumulados a diciembre de 2010). A la fecha la empresa posee ingresos por US$ 90 millones.



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. A partir del primer semestre de 2011 el indicador exhibió un alza relevante asociado al traspaso al largo plazo de parte de la deuda financiera de corto plazo implicando que a la fecha este indicador se encuentra en 1,58 veces.

[4] Datos en pesos reales de junio de 2012. Datos a junio corresponden a periodo móvil de 12 meses.

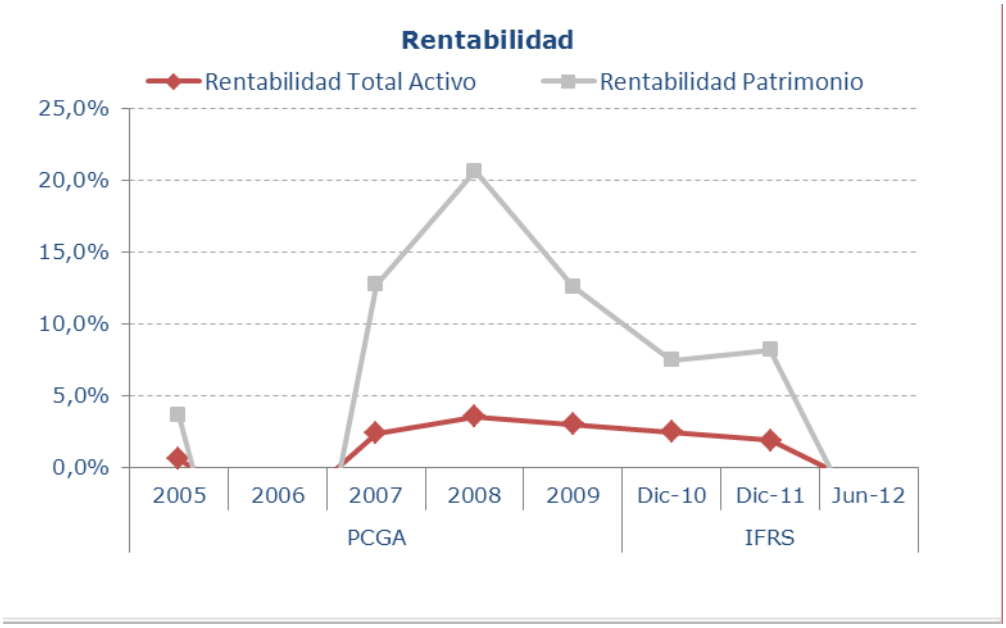


Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, presenta niveles decrecientes entre el 2008 y 2010, presentando un aumento a diciembre de 2011 y una nueva baja a junio de 2012 llegando a 2,74 veces.

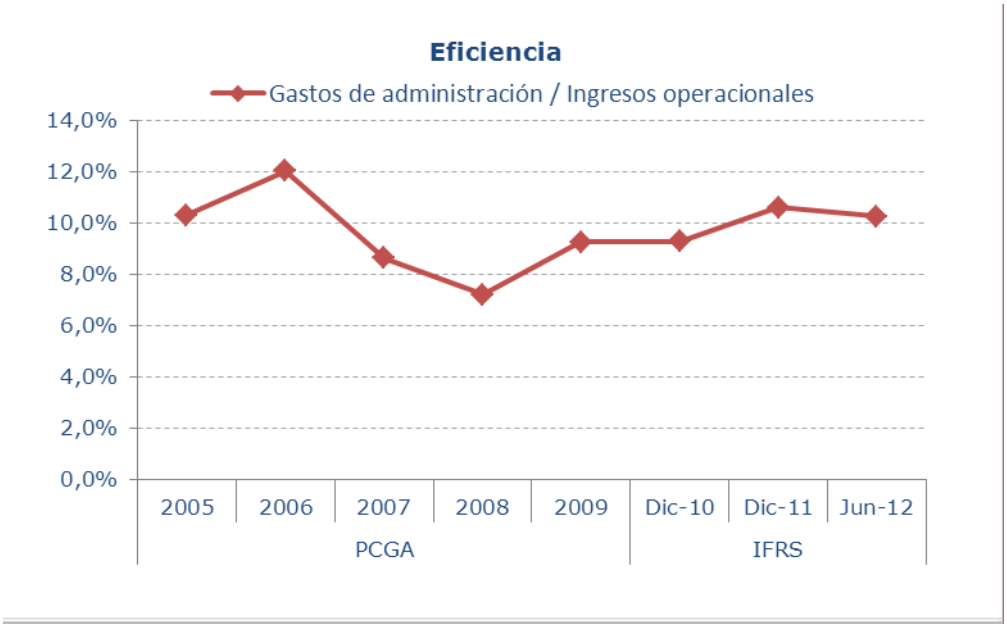
Rentabilidad

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%. Con todo, a la fecha el ROE y ROA alcanza valores negativos (-1,5% y -5,5% respectivamente), recogiendo efectos particulares del aumento del precio de los granos, lo que ha hecho que la empresa presente resultados negativos.



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. A la fecha su razón de eficiencia es de 10,24%



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%

(*) Inscrita y no colocada.

Las emisiones presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Junio 2012
Endeudamiento total	Pasivo total sobre patrimonio ≤ 6,0	2,75 veces
Endeudamiento financiero	Deuda financiera sobre patrimonio ≤ 4,0	2,52 veces
Activos libres de gravámenes	≥ 1,2 endeudamiento sin garantías	
Patrimonio mínimo	> UF 400 mil	UF 784.843

"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 auditoria 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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."