



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Gonzalo Neculmán G.
Tel. (56) 220433 5200
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	BBB
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2014

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 jun-14	2010	2011	2012	2013	Jun 2014
Ingresos de actividades ordinarias	80.635.976	105.467.710	132.781.503	142.431.093	143.480.960
Costo de ventas (menos)	-71.707.697	-92.640.466	-117.466.017	-123.968.226	-124.563.968
Ganancia bruta	8.928.279	12.827.244	15.315.486	18.462.867	18.916.992
Otros ingresos, por función	2.105.508	259.359	180.735	524.409	801.330
Gasto de administración y costo de distr.	-7.481.089	-8.901.883	-12.204.850	-13.918.845	-15.009.479
Otros gastos, por función	-1.559.317	-181.018	-150.175	-463.711	-484.000
Ingresos financieros	542.248	322.874	784.437	696.768	711.848
Costos financieros	-947.643	-1.806.850	-2.349.268	-3.127.270	-3.075.204
Diferencias de cambio	264.261	-694.370	150.636	-499.112	-530.623
Ganancia (pérdida)	1.451.625	1.689.845	1.375.753	1.370.104	1.203.102

Estado de situación financiera clasificado consolidado

En miles de \$ de jun-14	2009	2010	2011	2012	2013	Jun 2014
Total activos corrientes	46.085.368	47.391.461	66.853.501	82.427.198	88.819.391	62.838.256
Total activos no corrientes	16.585.813	16.324.911	23.957.538	28.528.644	31.684.960	32.018.277
Total activos	62.671.181	63.716.372	90.811.039	110.955.843	120.504.351	94.856.533
Total pasivos corrientes	40.215.753	39.726.510	45.861.956	64.766.395	72.177.584	48.058.762
Total pasivos no corrientes	3.529.517	3.618.532	24.180.181	24.338.573	26.269.577	25.835.935
Total patrimonio	18.925.911	20.371.330	20.768.903	21.850.874	22.057.190	21.055.790
Total pasivos y patrimonio	62.671.181	63.716.372	90.811.039	110.955.843	120.504.351	94.950.487

Opinión

Fundamento de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos y servicios para el sector agrícola: fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria, combustible, ferretería, entre otros. 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 2013 la empresa presentó ingresos anuales consolidados por \$ 137.276 millones (\$ 125.841 millones durante 2012) y generó un EBITDA de aproximadamente \$ 5 mil millones (\$ 3,5 mil millones durante 2012). A diciembre de 2013 el 61% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 73.203 millones. A junio de 2014, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 50.266 millones y \$ 20.961 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 94.856 millones. La empresa cuenta con una cartera cercana a los 13 mil clientes, repartidos entre la V y X región.

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, la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones) y la capacidad logística, 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 \$ 73.000 millones -deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes-, superando a los casi \$ 62.000 millones de diciembre de 2012), 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.

La asignación de la categoría de riesgo ha considerado margen con que opera la industria, que si bien ha mostrado ser estable, es reducido, lo cual incrementa la exposición de los resultados y de la eficiencia de la compañía a entornos adversos. Dado ello, se espera que la organización, producto de cambios internos o de la industria, aumente su rentabilidad y reduzca la importancia relativa de sus gastos de administración.

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 la VI, VII y VIII región (65% de las ventas móviles a junio de 2014), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria. Sin perjuicio de ello se reconoce que la concentración ha ido bajando en los últimos años, tendiendo a homologarse a la distribución del PIB agrícola del país. También 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 el negocio financiero implícito en su actividad comercial, reconociendo que esta área 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 esa fecha)¹. 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

¹ Según la información entregada por la empresa, actualmente **Coagra** cuenta con líneas de corto plazo para hacer frente a un potencial refinanciamiento de pasivos. Adicionalmente el equipo financiero está evaluando distintas alternativas para refinanciar el pasivo a largo plazo.

al estándar observado en el mercado. Por otro lado, se valora el hecho de contar con un área de auditoría, unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos.

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 y/o aumenten su poder de negociación frente a la empresa. En ese sentido, el desafío de la sociedad seguir aumentando la diversificación de sus fuentes de financiamiento y mantener controlado su costo de fondeo.

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

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 en la medida que la instancia formal de auditoría interna, se consolide aún más dentro de la organización. Asimismo, repercutiría positivamente en la clasificación si la empresa disminuye la importancia relativa de las regiones VI, VII y VIII en relación con el total de ingresos y de deudores y, a la vez, mejora los niveles de eficiencia.

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 acotados con respecto a su industria y no se deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar.

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevado conocimiento del mercado objetivo.

Fortalezas complementarias

- Cartera de crédito atomizada.
- Buena capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

- Implementación de auditoría interna (en la medida que esta fortaleza se siga consolidando, repercutiría favorablemente en la clasificación de riesgo).
- Seguros de cuentas por cobrar.

Riesgos considerados

- Moderada escala de operación (riesgo difícil de evitar dada la estructura del mercado).
- Alta 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 clientes y consecuente aumento en el poder de negociación (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Exposición a entrada de nuevos operadores (riesgo poco probable en el corto plazo).

Hechos recientes

Durante el primer semestre de 2014 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 60.040 millones, lo que representó un incremento de 6,0% respecto a igual período del año pasado, este aumento se debe principalmente por el aumento de la venta de agroinsumos. En el mismo tiempo los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 52.200 millones, lo que significó un crecimiento de 5,3% en relación con los seis primeros meses del año 2013.

Los gastos de administración sumaron \$ 7.220 millones durante el primer semestre de 2014, lo que implicó un crecimiento de 22,4% a los registrados el primer semestre del año anterior. La pérdida del ejercicio alcanzó a \$ 389 millones, lo que se compara de forma desfavorable con la pérdida por \$ 223 millones, registrada en el mismo período del año anterior.

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.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Cobertura geográfica: El área de operación de la compañía abarca cerca del 90% 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. Esta situación facilita acceder a la diversificación que se puede dar al interior del sector.

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 el emisor.

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande, quienes se comprometen a pagar una vez que la cosecha se haya realizado (en el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito). Además, se reconoce que alrededor del 90% de las ventas corresponden 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** S.A. (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.

Controles internos: La empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna. Destaca el comité de crédito, que se realiza semanalmente el cual analiza y aprueba líneas de crédito, cambios en

condiciones, prórrogas y situaciones de mora y cobranza. A esto se añaden los comités de administración, comercial y financiero, de realización mensual.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación, con colocaciones del orden de los \$ 73.203 millones³ en su *peak* de 2013 (cuarto trimestre), pero que, producto de la estacionalidad del negocio disminuye a \$ 40.295 millones a junio de 2014, situación que reduce el acceso a economías de escala (los gastos y costos representan del orden del 97% de los ingresos, según datos a junio de 2014). Este aspecto, en opinión 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. A ello se debe agregar el bajo margen con que opera la empresa; de hecho entre los años 2009 y 2014 las utilidades fluctuaron entre el 0,1% y 2,5% de sus ingresos.

Alta concentración geográfica de sus ingresos: Las Regiones VI, VII, VIII concentraron el 65% de la venta generados en el año móvil de julio 2013 a junio 2014 los que corresponden a insumos, agroindustria y financiamiento. 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. El riesgo agrícola, directa o indirectamente, se traspasa 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, tomar seguros de crédito y diversificación de productos.

Riesgos del negocio crediticio y acceso a financiamiento: La operación de la empresa incorpora los riesgos propios de la actividad financiera: incobrabilidad, concentración sectorial, calce de plazos y necesidad de un eficiente manejo del capital de trabajo. Los impagos siniestrados son liquidados y pagados por el seguro contratado con la Compañía de Seguros Continental (clasificada en AA- por **Humphreys**), a los 180 días, a razón de un 85 % los clientes nominados y 70% los innominados. Durante el año 2014 hubo \$ 281 millones en siniestros, lo que representa el 0,7% de la cartera.

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

³ Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

su acceso al sistema financiero. En esta dimensión se considera que la empresa financia el 17% de sus activos (según datos de junio de 2014) 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 activos⁴. 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 estos pudiesen incrementar de alguna forma 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, de las altas inversiones y de las utilidades poco atractivas, podrían ingresar nuevos partícipes amenazantes de la posición actual, ya sea directamente o por medio de adquisiciones de empresas ya existentes. Con todo, en la actualidad ya se observa una consolidación del mercado en pocos actores, del cual **Coagra S.A.** es parte.

Eventual concentración de los clientes: Las características de la demanda –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.

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 V y la X Región.

⁴ Según la información entregada por la empresa, actualmente Coagra cuenta con líneas de corto plazo para hacer frente a un potencial refinanciamiento de pasivos. Adicionalmente el equipo financiero está evaluado distintas alternativas para refinar el pasivo a largo plazo.

Propiedad y administración

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

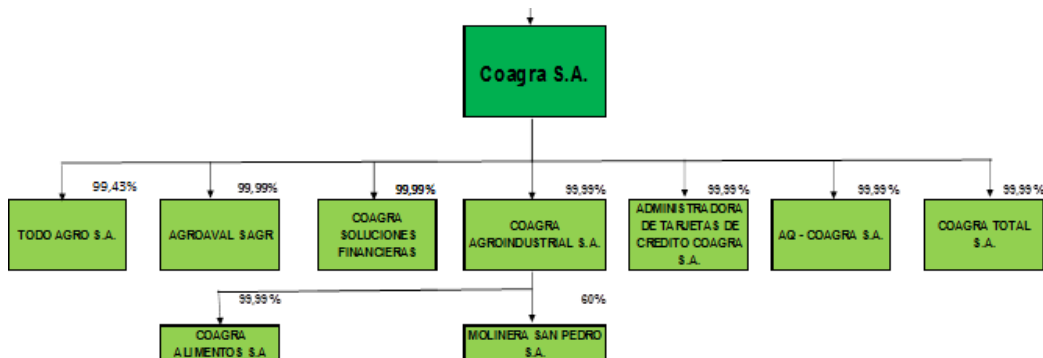
Nombre	Cargo
Juan Ignacio Sutil	Presidente del directorio
Edmundo Ruiz	Vicepresidente de directorio
Hernán Garcés	Director
Luis José Larraín	Director
Jorge Correa	Director

Los niveles ejecutivos de la compañía son:

Nombre	Cargo
Max Donoso	Gerente General
Patricio Valenzuela	Gerente de Adm. Y Finanzas
Eduardo Papic	Gerente de Ventas
Gastón Ortiz	Sugerente de Logística
Klaus Scherpf	Gerente de línea Fertilizantes y semillas
Francisco Caroca	Gerente de Línea Maquinaria, Ferretería y Combustible
Pedro Pablo Larraín	Gerente de Coagra Agroindustrial S.A
José Gabriel Correa	Gerente de Agroaval y Coagra Soluciones Financieras S.A.
Rodrigo Lavín	Gerente de línea Fitosanitarios
Carlos Yunge	Auditor interno

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 prestación de servicios agroindustriales a los productores de granos. Principalmente, secado, guarda y comercialización de estos productos.

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.

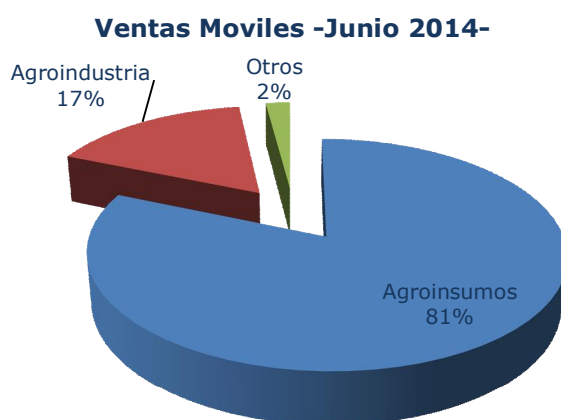
Coagra Soluciones Financieras S.A (Coagra SF) fue constituida en abril de 2011. Esta sociedad se dedica, principalmente, al otorgamiento y cobranza de créditos y toda otra actividad que se relacione con el negocio del *factoring* y *leasing*; a la realización y ejecución de operaciones de arrendamiento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

Líneas de negocio

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos, que aportó un 81% de las ventas de en el año móvil que va de julio 2013 a junio 2014. Su segunda fuente de ingresos en la comercialización y almacenamiento de maíz, con el 13% de las ventas en el mismo período.

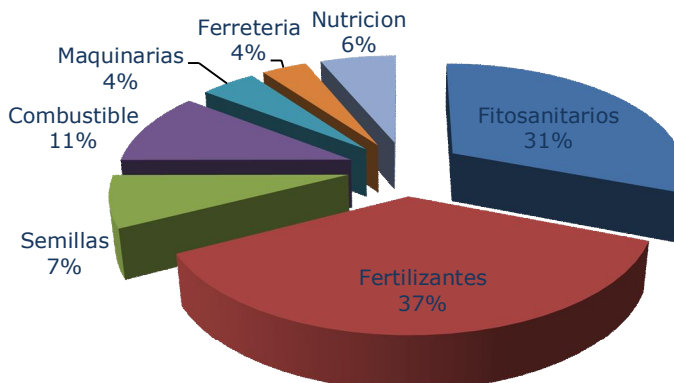
Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que da sentido a sus operaciones, ya que la empresa otorga un extenso plazo pago a sus clientes, del orden de 240 días para cultivos anuales y de 120 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es que según datos a junio de 2014, los deudores comerciales representaban el 64% del activo corriente y un 42% 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 ventas a plazo del segmento agroinsumos 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 crédito", de los clientes en esta modalidad.



Dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes a junio de 2013, concentrando en conjunto el 67% del total de esta línea (medido como año móvil a junio de 2014).

Ventas Moviles Agroinsumos -Junio 2014-



Cabe señalar que desde octubre de 2010, la empresa inició su participación explícita en el negocio financiero, mediante la incorporación de las filiales Agroaval, la que le permite competir en el segmento de las garantías recíprocas o afianzamiento y Coagra Soluciones Financieras S.A. en *factoring, leasing*, y otros servicios financieros.

Segmento Agroinsumos

Comercialización de fertilizantes: Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 37% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**. En este mercado participan tanto productores e importadores como distribuidores independientes.

Los principales proveedores de la compañía son: Vitra, anagra, ADM, y Soquimich.

Comercialización de productos fitosanitarios: Esta línea de negocios representa el 31% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**.

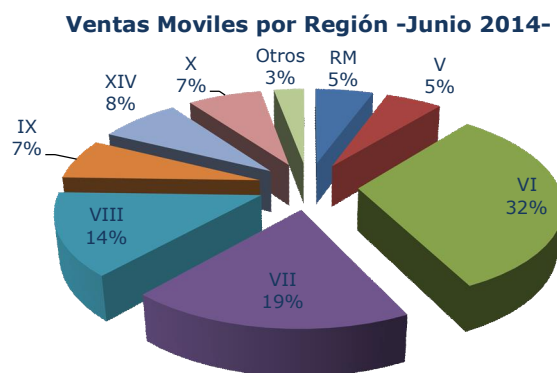
En este caso los principales proveedores son: Bayer, Basf, Syngenta, Anasac y Dow.

Comercialización de semillas: Este segmento, representó el 8% de los ingresos de agroinsumos.

Los principales proveedores de semillas de **Coagra** son: Pioneer, Monsanto, Dekalb, Cis y Anasac.

Comercialización de maquinaria, repuestos, ferretería y petróleo: El negocio está orientado a la venta de tractores nuevos y usados, implementos, piezas y repuestos y herramientas de ferretería, actuando como importador y distribuidor de ésta maquinaria (también poseen una representación de una marca de tractores). A partir del año 2011 comercializan, también, petróleo, por lo que los ingresos por maquinaria, repuestos y petróleo representan cerca del 5% del total de ingresos por agroinsumos de la compañía.

Los principales proveedores de la compañía son: Gerdau Aza y Valtra (con representación exclusiva), 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 en las regiones VI, VII y VIII (65% de las ventas en el año móvil julio 2013-junio 2014), la regiones metropolitana y V región representan el 11% de las ventas.

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 233 mil toneladas, con cinco plantas ubicadas en: San Francisco de Mostazal, Rosario, San Fernando, Talca y Chillán. A junio de 2013 (como año móvil), esta línea de negocios generó el 17% de los ingresos.

Segmento 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 en el año móvil a junio de 2014, ingresos en el segmento operativo de financiamiento (*factoring, leasing, asesoría financiera* al segmento agrícola, y SGR) por \$ 2.894 millones.

Clientes

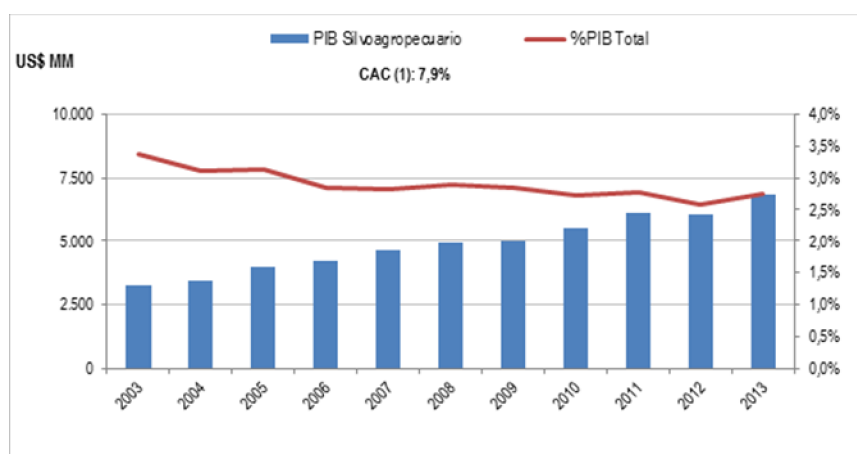
La compañía cuenta con una cartera de clientes atomizada en términos de montos de ventas. Los clientes muestran diversidad de tamaño (gran empresa agrícola y mediano agricultor) y de rubro (frutal, uva vinífera, hortalizas, otros), presentando necesidades de insumos estacional y de financiamiento de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

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.

El Mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del producto interno bruto nacional, tiene una participación cercana al 3%, concentrado en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre del año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

Se observa que en los últimos años el PIB de sector silvo agropecuario ha oscilado alrededor del 2,9% del PIB nacional; esperando que la situación no experimente bajas relevantes en el mediano plazo. No obstante la moderada importancia del sector, cabe destacar que en términos de generación de empleo, representa en torno al 9% de la fuerza laboral.



La estacionalidad de la actividad silvo agropecuaria queda reflejada en los datos que se muestran en el siguiente cuadro, en donde se aprecia que en el primer trimestre de cada uno de los últimos cuatro años se ha generado entre el 39% y 41% del PIB del sector.

Año	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV
2010	39,7%	22,5%	16,6%	21,1%
2011	40,6%	23,4%	15,3%	20,8%
2012	38,8%	25,3%	14,8%	21,0%
2013	39,8%	24,9%	14,1%	21,2%

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro, es su marcada concentración geográfica, particularmente entre la sexta y octava región, que tienen una importancia cercana al 50%.

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

Región	2008	2009	2010	2011	2012
I	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
II	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
III	1,9%	1,9%	1,7%	1,9%	2,0%
IV	5,4%	5,5%	5,1%	5,0%	4,9%
V	8,3%	9,2%	9,0%	8,8%	9,5%
VI	19,8%	19,3%	19,0%	19,0%	18,9%
VII	15,0%	14,3%	14,4%	14,6%	15,1%
VIII	19,2%	15,9%	16,3%	15,9%	15,9%
IX	9,0%	7,8%	8,5%	8,6%	8,3%
X	6,8%	6,6%	6,9%	7,1%	7,0%
XI	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
XII	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
RM	12,8%	12,8%	12,2%	12,3%	11,6%
XIV	0,0%	4,8%	5,3%	5,3%	5,3%
XV	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%

En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos 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. Junto a ellos, coexisten numerosas empresas focalizadas en zonas específicas; sin embargo, en el último tiempo se aprecia a una mayor consolidación de la industria.

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.

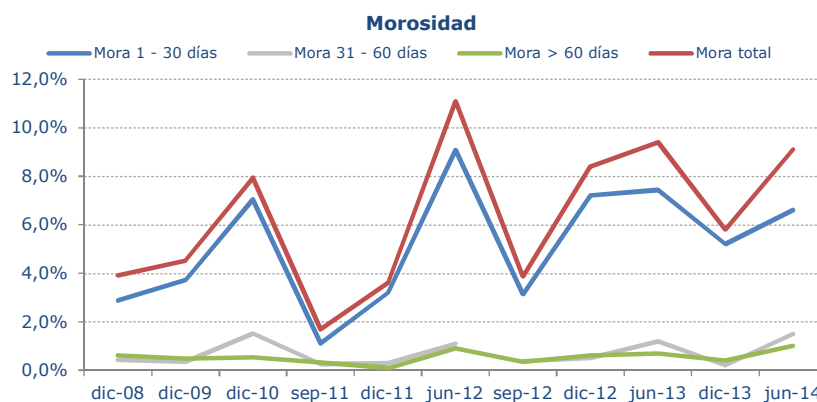
Las categorías asignadas por **Coagra** a sus clientes son: A+, A, B, C, D y E. Según la definición de la compañía, las tres primeras categorías –que concentran en torno al 85% de las ventas- están conformadas por clientes que presentan y han presentado un buen comportamiento de pago, mantienen buenas referencias comerciales, su situación patrimonial es adecuada y participan en rubros de explotación bien manejados, rentables y diversificados.

La categoría C 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 cauciones reales, generalmente a través de prendas sobre el cultivo.

Morosidad

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



Se puede observar un fuerte aumento de la mora a partir de septiembre de 2011 como consecuencia de la integración de las carteras de nuevos negocios (nuevas zonas), las que no presentaban el mismo comportamiento. La empresa presenta indicadores de mora total estacional en los periodos analizados.

Controles internos

La compañía cuenta con una unidad de auditoría interna creada a mediados de 2012, la cual junto con las labores de auditoría y contraloría interna, ha levantado los procesos de la compañía a través del uso de matrices de riesgo. Además, ha creado un plan de auditoría en el cual se van revisando los cumplimientos mes a mes por tres directores, el auditor y la contralora. Se espera auditar 170 procesos (agrupados en 67 unidades de auditoría) que fueron levantados de manera externa, en un presupuesto de 30 meses. Actualizó el manual de manejo de conflictos, así como creó manuales de conducta e implementó canales de denuncias para cualquier circunstancia que lo amerite.

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 mediante actas que pueden ser revisados posteriormente. Se han establecido puntos críticos de control con fecha de revisión (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

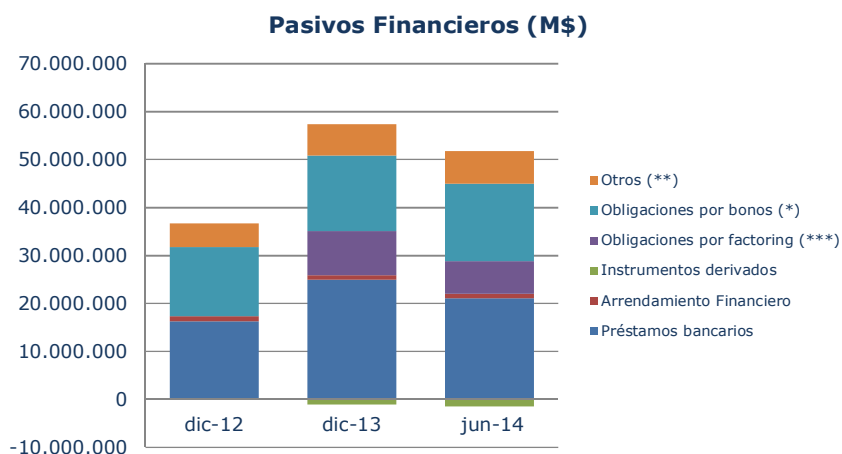
Las principales características de cada comité, son las siguientes:

- Comité 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 Max Donoso 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.
- Además existe un comité de recursos humanos, que lo preside Max Donoso (Gerente General).

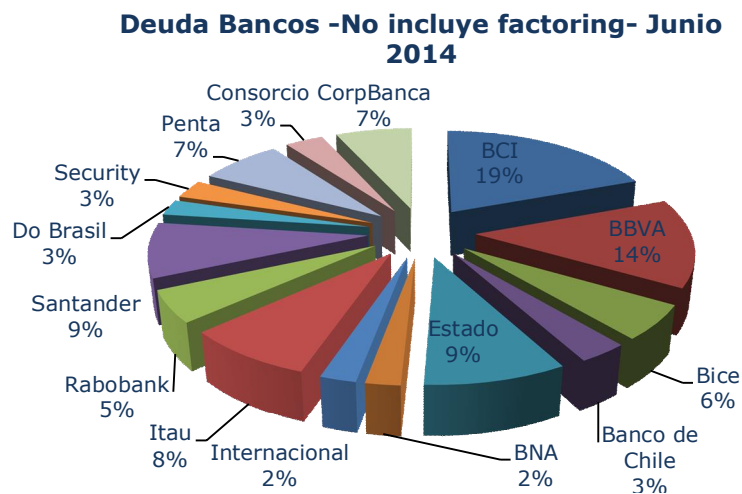
Estructura de financiamiento

A junio de 2014 la empresa presentaba activos por \$ 94.856 millones, lo cuales se financiaban principalmente con deuda a corto plazo de proveedores (\$ 19.573 millones), patrimonio (\$ 20.961 millones), bonos (\$ 16.171 millones), deuda bancos (\$ 21.144 millones) y *factoring* (\$ 6.684 millones). La compañía cuenta con la emisión de un bono corporativo (según escritura pública de fecha 29 de abril de 2011) por UF 650.000, 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.



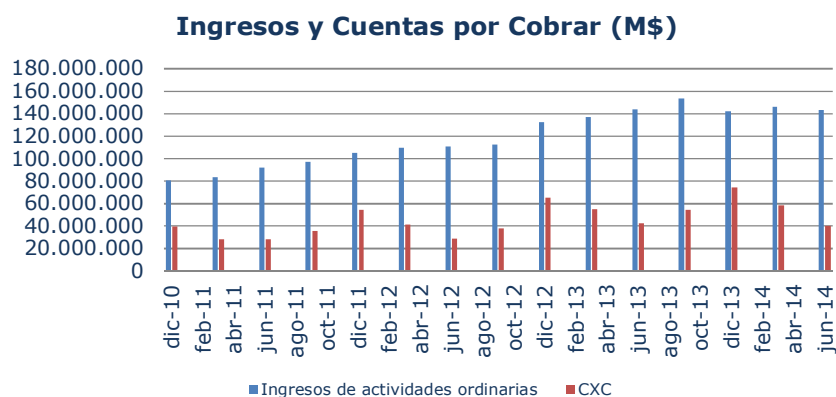
La empresa cuenta con pasivos financieros repartida entre varias instituciones bancarias, las principales, BCI, BBVA, Banco Estado y Banco Santander.



Análisis financiero

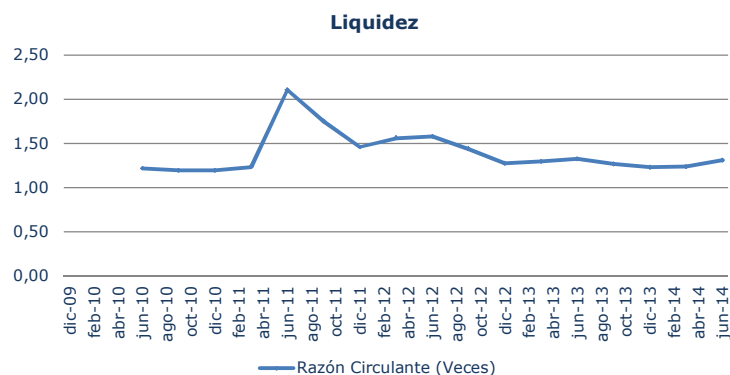
Evolución de los ingresos y colocaciones

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. Desde 2010 (bajo norma IFRS) a 2013 los ingresos y las colocaciones presentan una tendencia al alza que tiende a estabilizarse en 2014 (con las marcadas estacionalidades del negocio), a junio de 2014 y medido como año móvil, el ingreso ordinario de la empresa alcanzó \$ 143.480 millones, presentando un nivel de colocaciones de \$ 40.295 millones.



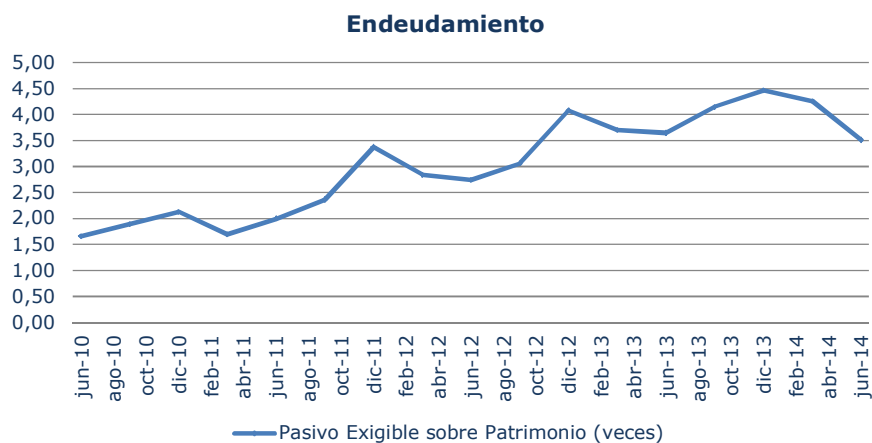
Liquidez

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 (bajo norma IFRS) el indicador exhibió un alza relevante asociado al traspaso al largo plazo de parte de la deuda financiera de corto plazo presentando una baja sostenida desde esa fecha, alcanzando a junio de 2014 un indicador de 1,31 veces.

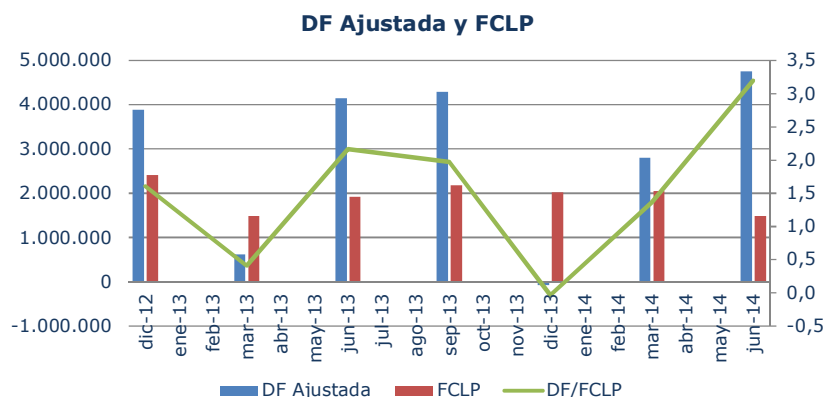


Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, presenta niveles decrecientes entre el 2008 y 2010. Desde 2010 la empresa presenta una senda de crecimiento en su indicador, pasando desde 2,13 veces en diciembre de 2010 a 3,5 veces a junio de 2014.

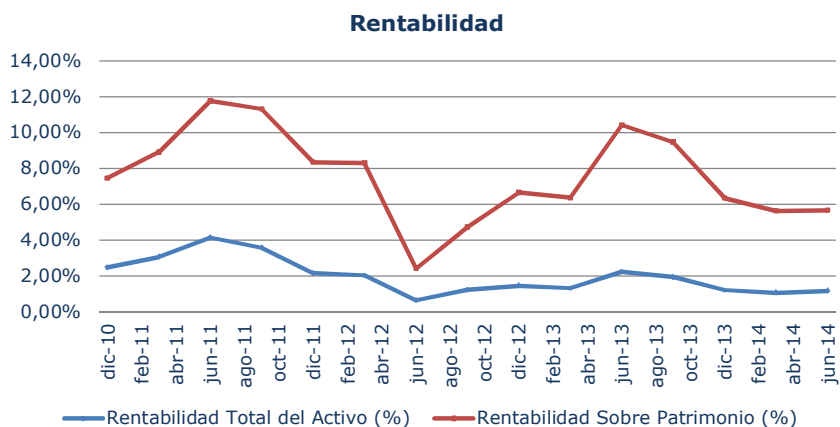


Ahora bien, si medimos las deudas en relación al flujo de caja de largo plazo estimado por **Humphreys**, y se ajustan las deudas por las cuentas por cobrar (negocio financiero), por una parte de los inventarios, se le adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores) y se elimina la parte del fondo de la SGR, se observa que su indicador de deuda financiera ajustado a flujo de caja de largo plazo, muestra una tendencia volátil, como muestra el siguiente gráfico.



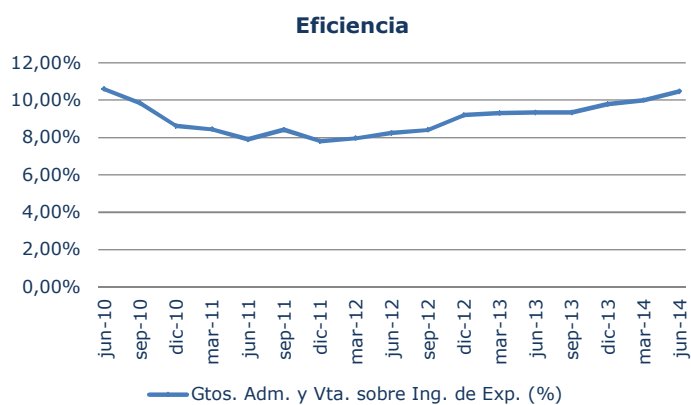
Rentabilidad

Desde el año 2010 hasta junio de 2014 la rentabilidad del activo y 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 activo ha promediado 1,97%, con una desviación estándar de 1,00%, en tanto la rentabilidad del patrimonio alcanzó un promedio de 7,59% con una desviación estándar de 2,57%.



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha oscilado entre 7% y 12% desde junio de 2010. A la fecha su razón de eficiencia es de 10,46%.



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

(*) Inscrita y no colocada.

Las emisiones presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Junio 2014
Endeudamiento total	Pasivo total sobre patrimonio $\leq 6,0$	3,53 veces
Endeudamiento financiero	Deuda financiera sobre patrimonio $\leq 4,0$	2,40 veces
Activos libres de gravámenes	$\geq 1,2$ endeudamiento sin garantías	
Patrimonio mínimo	> UF 400 mil	UF 872.551

"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."