



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Elisa Villalobos H.  
Tel. (56) 22433 5200  
elisa.villalobos@humphreys.cl

## Coagra S.A.

Octubre 2016

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

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Línea de bonos <sup>1</sup>	<b>BBB</b>
Acciones	<b>Primera Clase Nivel 4</b>
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2016

<b>Antecedentes de los instrumentos</b>	
Línea de bonos	Nº inscripción 613 de 08.10.09

<b>Estado de resultados consolidado</b>						
<b>En miles de pesos</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-15</b>	<b>jun-16</b>
Ingresos de actividades ordinarias	125.841.530	137.276.819	157.012.195	163.110.223	63.984.378	56.252.487
Costo de ventas (menos)	-111.320.413	-119.457.179	-134.203.635	-138.846.489	-54.852.997	-46.671.246
Ganancia bruta	14.521.117	17.819.640	22.808.560	24.263.734	9.131.381	9.581.241
Otros ingresos, por función	170.969	628.590	610.432	1.010.779	279.898	579.795
Gasto de administración y costo de distr.	-10.535.648	-13.407.490	-15.763.826	-16.302.414	-7.211.926	-7.894.680
Otros gastos, por función	-141.988	-567.790	-717.840	-872.054	-257.445	-257.445
Ingresos financieros	743.172	669.842	781.628	713.890	570.048	570.048
Costos financieros	-2.223.489	-3.021.247	-2.839.331	-2.742.301	-1.418.075	-1.850.884
Diferencias de cambio	141.049	-483.759	-1.087.510	-1.149.725	-149.880	-40.002
Ganancia (pérdida)	1.315.867	1.337.855	3.078.204	4.255.184	606.111	393.011

<b>Estado de situación financiera clasificado consolidado</b>						
<b>En miles de pesos</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>jun-16</b>
Total activos corrientes	62.327.178	78.388.695	86.175.784	100.597.950	106.783.490	84.626.612
Total activos no corrientes	22.335.490	27.165.208	30.885.755	34.204.701	32.194.403	34.851.857
Total activos	84.662.668	105.553.903	117.061.539	134.802.651	138.977.893	119.478.469
Total pasivos corrientes	42.756.867	61.671.090	69.953.741	82.246.037	102.001.576	59.492.225
Total pasivos no corrientes	22.543.059	23.076.232	25.606.967	26.763.647	12.233.994	33.690.955
Total patrimonio	19.362.742	20.806.581	21.500.831	23.782.669	26.752.621	26.295.019
Total pasivos y patrimonio	84.662.668	105.553.903	117.061.539	132.792.353	140.988.191	119.478.199

<sup>1</sup> A la fecha no existen bonos emitidos con cargo a la línea.

## 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, nutrición animal, 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 2015 la empresa presentó ingresos anuales consolidados por \$163.110 millones (\$157.012 millones durante 2014) y generó un EBITDA de aproximadamente \$ 8,7 mil millones (\$ 7,8 mil millones durante 2014). A diciembre de 2015 el 62,5% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 86.815 millones. A junio de 2016, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 61.885 millones y \$ 26.295 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 119.478 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 13 mil clientes, repartidos entre la V y X región.

La clasificación de riesgo de la línea de bono inscrita por **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. Además esta clasificación valora el conocimiento de la administración en el sector.

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 (a contar de 2007).

Desde otra perspectiva, y considerando lo relevante del negocio crediticio, la clasificación se ve acotada por la moderada escala de operación que presenta la compañía en términos absolutos, no así comparada con su

industria (las colocaciones, medidas al mes de diciembre de 2015, estuvieron en torno a los \$ 86,8 mil millones -deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes-, superando a los casi \$ 84,3 mil millones de diciembre de 2014), 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. Sin perjuicio de lo expuesto, es importante reconocer que el proceso de consolidación ha ido disminuyendo este riesgo en relación con años anteriores.

La asignación de la categoría de riesgo ha considerado el 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 las compañías que operan en la industria a entornos adversos, sin perjuicio de ello, se estima favorablemente la mayor eficiencia y rentabilidad que presenta **Coagra** en los últimos cierres trimestrales, respecto a gran parte de sus competidores.

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 (58,6% de las ventas móviles a junio de 2016), 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; aunque es necesario señalar que este riesgo es inherente a la industria y se valora la capacidad de **Coagra** para administrarlo. A su vez, se reconocen como atenuantes el funcionamiento de comités de directores periódicos, comités financieros y mecanismos para controlar los riesgos (*hedges*) y niveles de morosidad de su cartera de clientes similares 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.

Cabe señalar que la clasificación de la línea de bonos, se ve restringida por el hecho que la sociedad ha vendido parte de sus cuentas por cobrar para la formación de un patrimonio separados; la forma de operar de esta estructura financiera da una subordinación implícita a los deudores corporativos en relación con el patrimonio separado.

La clasificación de riesgo de los títulos accionarios en *Primera Clase Nivel 4*, incorpora la clasificación de solvencia de la empresa, "Categoría *BBB+*" (superior al asignado a la línea de bonos), y la nula liquidez

bursátil que presentan estos instrumentos en el mercado de valores (ausencia de mercado secundario) al no tener presencia.

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, en particular en relación con la disponibilidad de recursos y su estatus dentro de la empresa. 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 (con gastos de administración sobre margen bruto que tiendan a situarse persistentemente por debajo del 60%, *ceteris paribus*).

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.

### 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.
- Seguros de cuentas por cobrar.

#### Riesgos considerados

- Moderada escala de operación en términos absolutos, no así comparada con su industria (riesgo difícil de evitar dada la estructura del mercado).
- Concentración geográfica de sus ingresos (riesgo difícil de evitar, dada la estructura del mercado).
- Riesgos propios del negocio financiero y del sector agrícola (el primero susceptible de atenuar; el segundo inherente al giro, pero atenuado por la existencia de seguros de créditos a las cuentas por cobrar).
- Consolidación de 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).
- Compromisos de ventas de cuentas por cobrar a un patrimonio separado (mitigado por la administración).

## Hechos recientes

### A diciembre de 2015

Durante 2015 la empresa generó ingresos por \$163.110 millones, lo que significa un incremento de 3,9% respecto de 2014. Los costos de ventas de la compañía aumentaron en 3,5%, de esta forma la ganancia bruta de la empresa se incrementó en un 6,4%, respecto de 2014.

Los gastos de administración y venta crecieron 3,4% en 2015, a \$16.302 millones. De esta forma, la compañía presentó una ganancia de \$4.255 millones, un 38,2% superior a la registrada en 2014.

La empresa presentó activos por \$138.978 millones que eran financiados en un 43,8% con deuda financiera y en un 19,2% por patrimonio.

### A junio de 2016

Durante el primer semestre de 2016 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$56.252 millones, lo que representó una disminución de 12,1% respecto a igual período del año pasado. Lo anterior, se produce por una baja en el precio internacional de los fertilizantes (que experimentaron una baja de 30%, con respecto a los precios observados en 2015). En el mismo tiempo los costos de ventas alcanzaron un monto de \$46.671 millones, lo que significó un retroceso de 14,9% en relación con los seis primeros meses del año 2015.

Los gastos de administración sumaron \$ 7.895 millones durante el primer semestre de 2016, lo que implicó un incremento de 9,5% a los registrados el primer semestre del año anterior. Con todo a junio de 2016 se presentó una ganancia ascendiente a \$393 millones, lo que significa un retroceso de 35,2% respecto del mismo lapso de 2015.

Al cierre de junio de año en curso la compañía presentó activos por \$ 119.478 millones, con un deuda financiera por \$ 61.885 millones y un patrimonio total de \$ 26.295 millones.

## Hechos recientes

La compañía pagó, en marzo de 2016, el bono corporativo, de carácter *bullet*, emitido el año 2011.

En abril de 2016 la compañía realizó la colocación de títulos de deuda securitizados por \$20.000 millones a seis años, con una tasa de colocación igual a 6,7%. La emisión tiene como activos subyacentes las facturas emitidas por **Coagra**.

## Definición categorías 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. En los hechos, la compañía está cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas.

**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 \$ 86.815 millones<sup>2</sup> en su *peak* de 2015 (cuarto trimestre), pero que, producto de la estacionalidad del negocio disminuye a \$46.301 millones a junio de 2016, 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 2016). 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 junio de 2016 las utilidades fluctuaron entre el 0,1% (como mínimo) y 3,1% (como máximo) de sus ingresos (medido como año móvil). Con todo, cabe destacar que comparado diciembre de 2010 y diciembre de 2015, se evidencia un aumento de las colocaciones desde \$ 41 mil millones a cerca de \$ 88 mil millones.

**Concentración geográfica de sus ingresos:** Las Regiones VI, VII, VIII concentraron el 58,6% de la venta generados en el año móvil a junio 2016 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.

<sup>2</sup> Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes



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 su acceso al sistema financiero.

**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.

**Eventual concentración de los clientes:** Las características de la demanda –concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones VI, VII y VIII– facilita la coordinación y/o concertación de clientes, lo cual repercutiría en una mayor capacidad negociadora por parte de los compradores. Sin embargo, al menos en el corto plazo, se estima como muy poco probable la manifestación de este riesgo.

**Efectos del proceso de securitización:** El proceso de securitización, por su operatividad, privilegia el aporte de las cuentas por cobrar para respaldar los bonos securitizados en desmedro de los acreedores directos de la empresa (ya que los activos de respaldo deteriorados deben ser remplazados por otros de mejor calidad crediticia). En la práctica el riesgo asociado a las cuentas por cobrar no se distribuye uniformemente entre bonistas securitizados y otros acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A junio de 2016 la cartera securitizada ascendía a \$19.215 millones, correspondiente al 41,5% del total.

## 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.

## Propiedad y administración

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

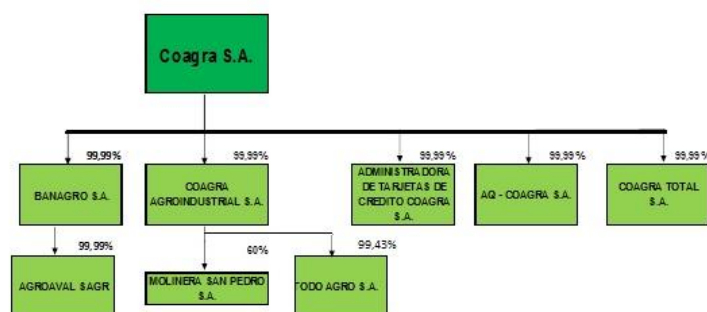
Nombre	Cargo
Juan Ignacio Sutil	Presidente del directorio
Edmundo Ruiz	Vicepresidente de directorio
Luis José Larraín	Director
Jorge Correa	Director
Hernán Garcés	Director

Los niveles ejecutivos de la compañía son:

Nombre	Cargo
Max Donoso	Gerente General Corporativo
Andrés Luna	Gerente de Adm. Y Finanzas
Eduardo Papic	Gerente Negocios Coagra Comercial
Magdalena Matte	Fiscal
José Francisco Larraín	Gerente General de Banagro
Pedro Pablo Larraín	Gerente General de Coagra Agroindustrial

## 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.

Banagro 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.

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.

## Segmentos de negocio

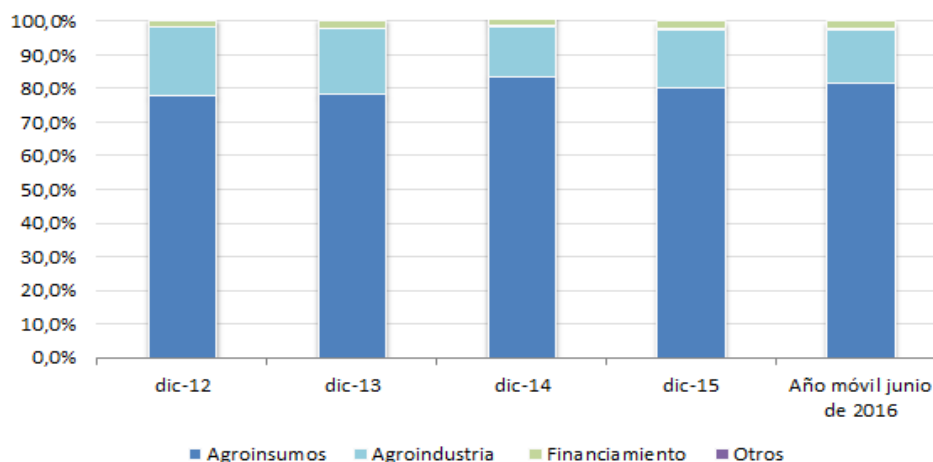
Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos, que aportó cerca del 82% de las ventas de en el año móvil que va de julio 2015 a junio 2016. Su segunda fuente de ingresos en la comercialización y almacenamiento de granos, con el 15,9% 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, como máximo, un plazo de 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 2016, los deudores comerciales representaban el 54,7% del activo corriente y un 38,8% 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 Coagra S.A., y

Dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes a junio de 2014, concentrando en conjunto el 69% del total de esta línea (medido como año móvil a junio de 2015).

Ilustración 1  
**Ingresos por segmento de negocios**  
(Como % de los ingresos totales)



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 Banagro en *factoring, leasing*, y otros servicios financieros.

### Segmento Agroinsumos

**Comercialización de fertilizantes:** Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 25% de los ingresos por ventas de **Coagra**. En este mercado participan tanto productores e importadores como distribuidores independientes.

Los principales proveedores de la compañía son: Vitra, anagra, Soquimich e Iansagro.

**Comercialización de productos fitosanitarios:** Esta línea de negocios representa el 34% de los ingresos por ventas de **Coagra**.

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

**Comercialización de semillas:** Este segmento, representó el 5,7% de los ingresos.

Los principales proveedores de semillas de **Coagra** son: Pioneer, Anasac, Inia, Monsanto y Curimapu.

**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 (cabe señalar que la mayor parte de la venta de maquinaria se da a través de la representación de la marca Valtra). A partir del año 2011 comercializan, también, petróleo,

por lo que los ingresos por maquinaria, repuestos y petróleo representan cerca del 12,5% del total de ingresos de la compañía.

Los principales proveedores de la compañía son: Enap, Valtra, Sargent, Marienberg y Solomon.

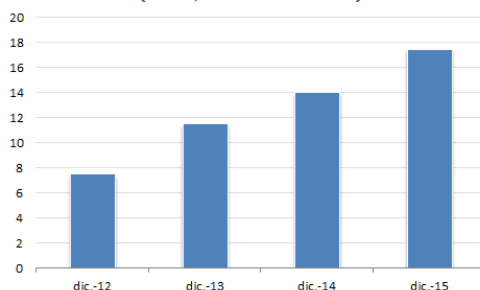
### Segmento agroindustrial

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, En marzo de 2015 se comenzó el proceso de comercialización de avena procesada con la compra de una planta en Victoria. A junio de 2016 (como año móvil), este segmento de negocios generó el 15,9% 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 2016, ingresos en el segmento operativo de financiamiento (*factoring, leasing, asesoría financiera al segmento agrícola, y SGR*) por \$ 3.885 millones. A continuación se presenta la evolución del stock de colocaciones.

Ilustración 2  
Stock de colocaciones del segmento financiero  
(MM\$. 2012-2015)



## 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.

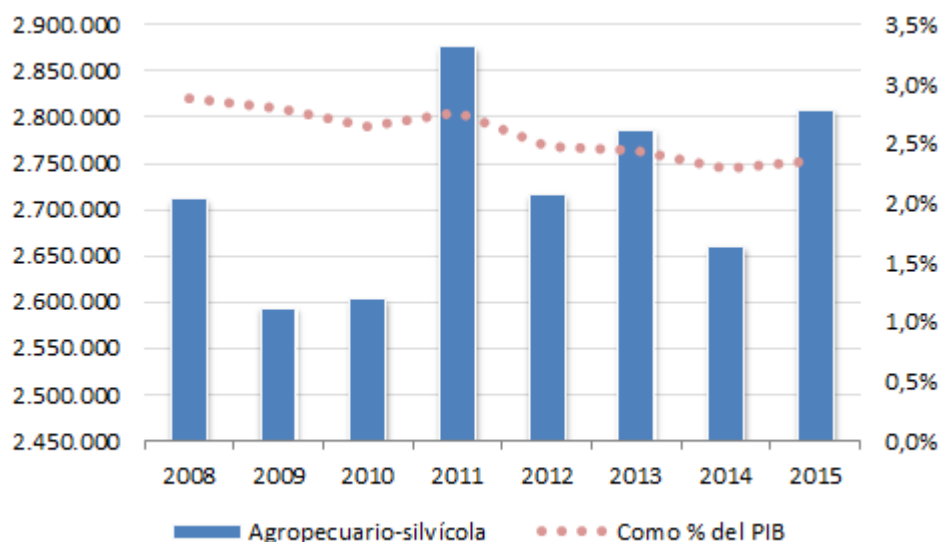
Desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura toda la cartera de clientes.

## 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 2,4%, concentrado en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

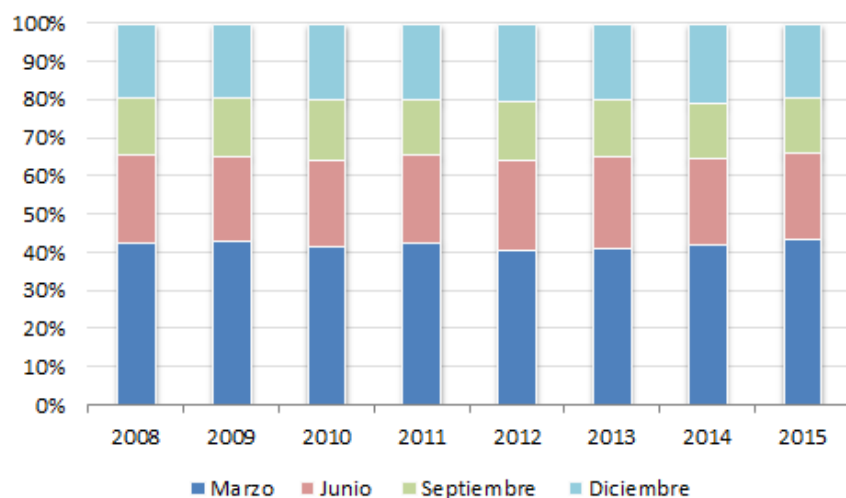
Se observa que en los últimos años el PIB de sector silvo agropecuario ha oscilado alrededor del 2,6% del PIB nacional; esperando que la situación no experimente bajas relevantes en el mediano plazo. No obstante la moderada importancia del sector, cabe destacar que en términos de generación de empleo, representa en torno al 8% de la fuerza laboral.

Ilustración 3  
**Evolución del PIB Agropecuario-silvícola**  
(Como % del PIB total)



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 cinco años se ha generado entre el 40,4% y 43,3% del PIB del sector.

Ilustración 4  
**Evolución del PIB Agropecuario-silvícola por trimestre**  
(Entre 2008-2015. Como porcentaje del PIB Agropecuario)



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 siete años.

Región	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
XV	0,75%	0,82%	0,73%	0,78%	0,70%	0,72%	0,74%
I	0,07%	0,07%	0,07%	0,06%	0,06%	0,06%	0,07%
II	0,16%	0,18%	0,16%	0,16%	0,15%	0,14%	0,13%
III	1,81%	1,91%	1,68%	1,87%	2,24%	2,26%	2,21%
IV	5,11%	5,51%	5,07%	5,04%	4,99%	4,91%	5,31%
V	7,86%	9,21%	8,97%	8,76%	8,65%	8,82%	9,65%
RM	12,14%	12,78%	12,15%	12,26%	11,75%	11,59%	11,70%
VI	18,88%	19,28%	18,95%	18,97%	19,36%	19,03%	19,54%
VII	14,25%	14,29%	14,41%	14,59%	15,21%	14,92%	14,23%
VIII	18,29%	15,87%	16,26%	15,94%	16,04%	16,65%	15,39%
IX	8,52%	7,85%	8,53%	8,58%	8,02%	8,01%	7,45%
XIV	4,87%	4,82%	5,31%	5,26%	5,26%	5,28%	5,36%
X	6,43%	6,60%	6,93%	7,06%	7,01%	6,99%	7,56%
XI	0,29%	0,28%	0,28%	0,27%	0,23%	0,23%	0,24%
XII	0,57%	0,52%	0,49%	0,41%	0,34%	0,39%	0,40%

En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual de sus ingresos y reducir su exposición a una región en particular, todo ello dentro de las restricciones que impone su mercado objetivo.

Por parte de la oferta, en términos de ventas, la industria es liderada por Copeval, teniendo como segundo actor a **Coagra** que también ofrece una amplia gama de servicios a sus clientes. Junto a ello, 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.

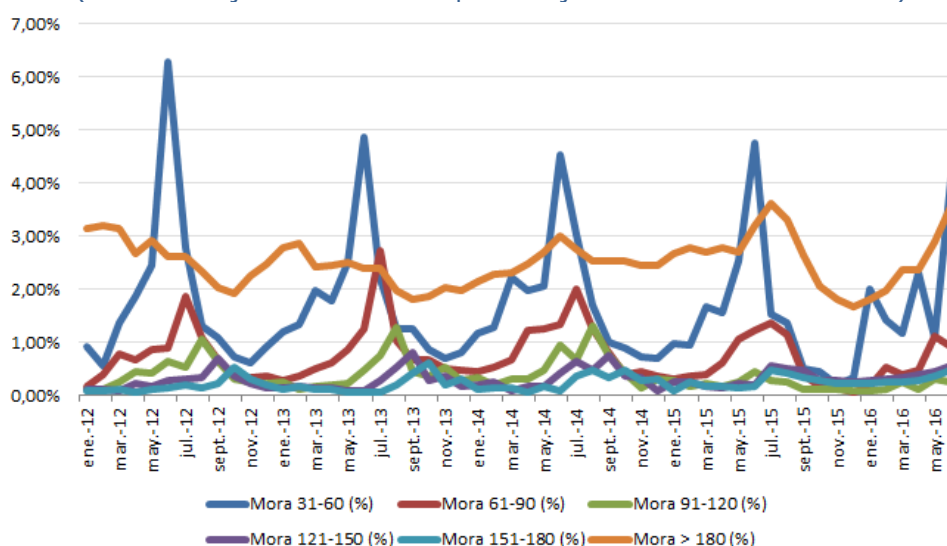
Las líneas son revisadas una vez al año y un 90% de las ventas son aseguradas, el 10% restante de las ventas se garantizan a través de cauciones reales, generalmente a través de prendas sobre el cultivo.

### Morosidad

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



**Ilustración 5**  
**Evolución de la cartera morosa**  
 (Entre 2012-junio 2016. Como porcentaje del stock de colocaciones)



Fuente Coagra S.A.

### 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 un director, el auditor, la contralora, gerente general corporativo y gerente de finanzas.

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:

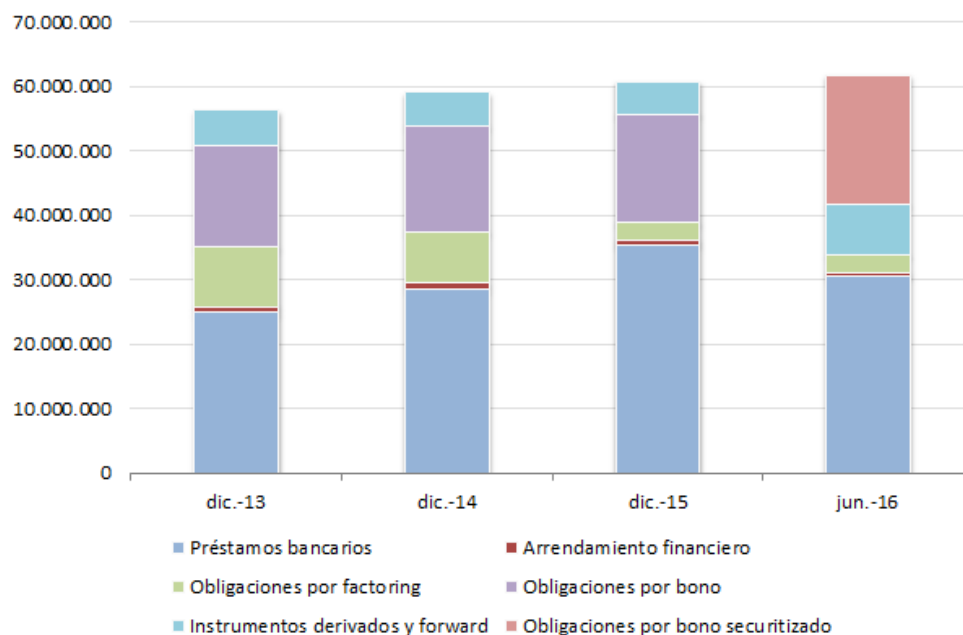
- Comité financiero: Se realiza mensualmente, es presidido por el vicepresidente del directorio y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario.
- Comité comercial: Se realiza mensualmente, es presidido por su gerente general y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.
- Comité de administración y sistemas: Se realiza mensualmente, es presidido por un 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 un 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 el gerente general.

## Estructura de financiamiento

A junio de 2016 la empresa presentaba activos por \$119.478 millones, los cuales se financiaban principalmente con deuda con bancos (\$30.550 millones), patrimonio (\$26.295 millones) deuda a corto plazo de proveedores (\$25.740 millones), bonos securitizado (\$20.098 millones), y *factoring* (\$ 2.684 millones). La compañía cuenta con la emisión de un bono securitizado por \$20.000 millones, a un plazo de seis años y tasa de colocación 6,7%.

Ilustración 6  
**Estructura de pasivos financieros corrientes y no corrientes**  
(En miles de pesos. Entre 2013-junio 2016)



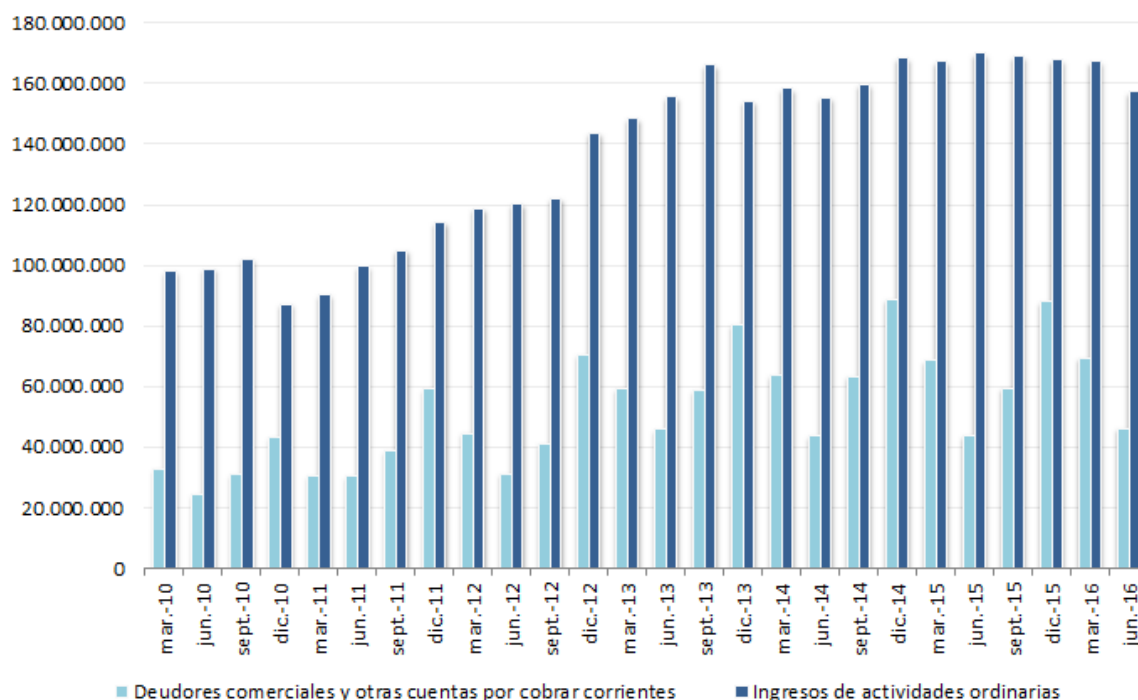
La empresa cuenta con pasivos financieros repartida entre los principales bancos de la plaza del país.

## 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 2016 y medido como año móvil, el ingreso ordinario de la empresa alcanzó \$155.378 millones, presentando un nivel de colocaciones de \$46.301 millones.

Ilustración 7  
**Evolución ingresos y cuentas por cobrar**  
(En miles de pesos. Entre 2010-junio 2016)



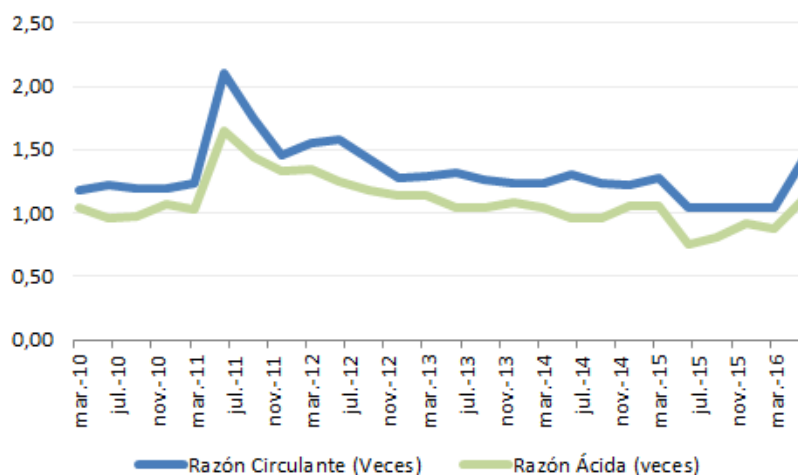
### Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, desde al año 2010 se ha presentado en un indicador superior a una vez, con oscilaciones importantes en el año 2011 producto de la colocación de deuda pública y la consiguiente entrada de recursos líquidos. Desde fines del año 2012 este indicador ha tenido un comportamiento más bien estable, situándose en torno a 1,25 veces, con una marcada alza al cierre de 2016 en donde el ratio se calculó en 1,42 veces. Lo anterior se compara

positivamente con junio de 2015, puesto que el pasivo corriente a esa fecha consideraba el último cupón (*bullet*) del bono corporativo emitido en 2011.

Lo anterior se puede observar en el gráfico que sigue.

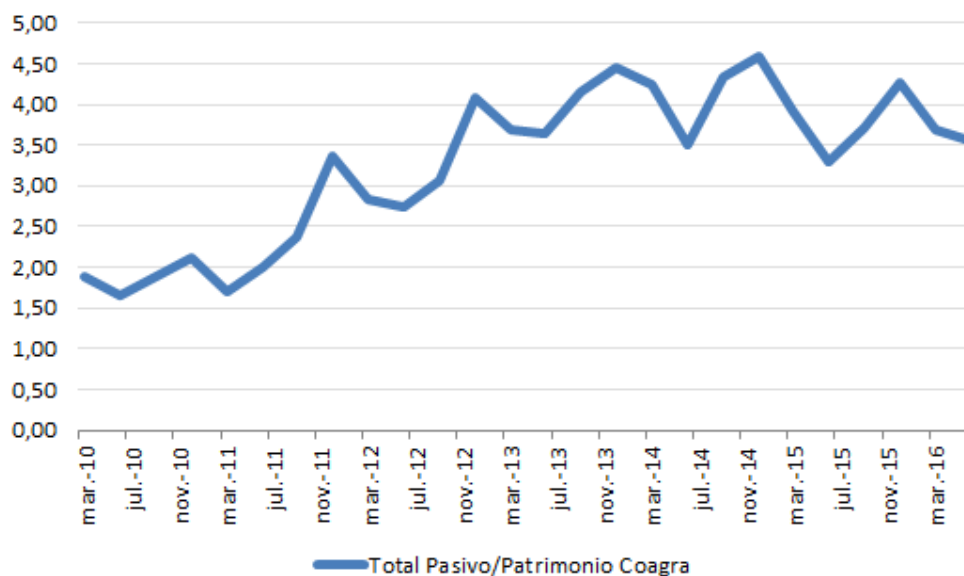
Ilustración 8  
**Evolución razón circulante y ácida**  
 (Veces. Entre 2010-junio 2016)



## Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una tendencia al alza, pasando desde 2,1 veces en diciembre de 2010 a 3,5 veces a junio de 2016. A diciembre de 2014, el indicador alcanzó su valor máximo, igual a 4,6 veces, mientras que en ese mismo periodo de 2015 llegó a 4,3 veces.

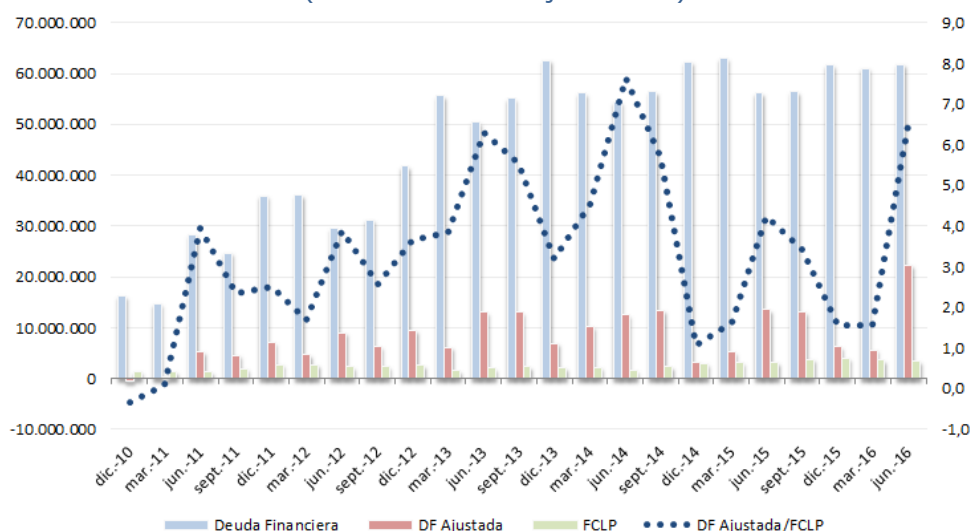
Ilustración 9  
**Evolución de la razón de endeudamiento**  
(Veces. Entre 2010-junio 2016)



Ahora bien, si medimos las deudas en relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>3</sup> 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 un comportamiento volátil, como se observa en el siguiente gráfico.

<sup>3</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

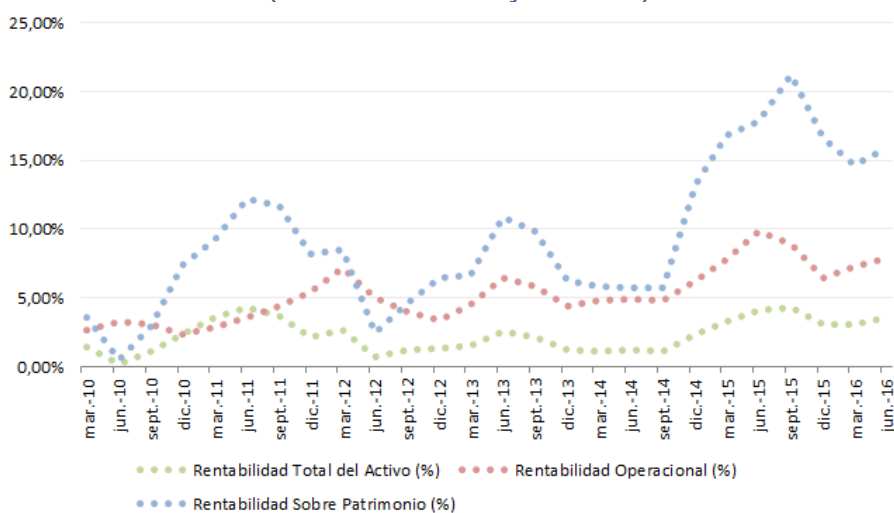
Ilustración 10  
**Evolución deuda financiera ajustada y FCLP**  
 (Veces. Entre 2010-junio 2016)



## Rentabilidad

Desde el año 2010 hasta junio de 2016 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 2,3%, con una desviación estándar de 1,2%, en tanto la rentabilidad del patrimonio alcanzó un promedio de 9,4% con una desviación estándar de 5,4%, mientras que la rentabilidad operacional presenta un promedio de 5,3% y una desviación estándar de 2,0%. En los doce meses finalizados en junio de 2016, muestra un deterioro respecto a lo presentado en el mismo periodo de 2015, dado por un menor desempeño del negocio, a lo que se suma mayores tasas impositivas por la reforma tributaria.

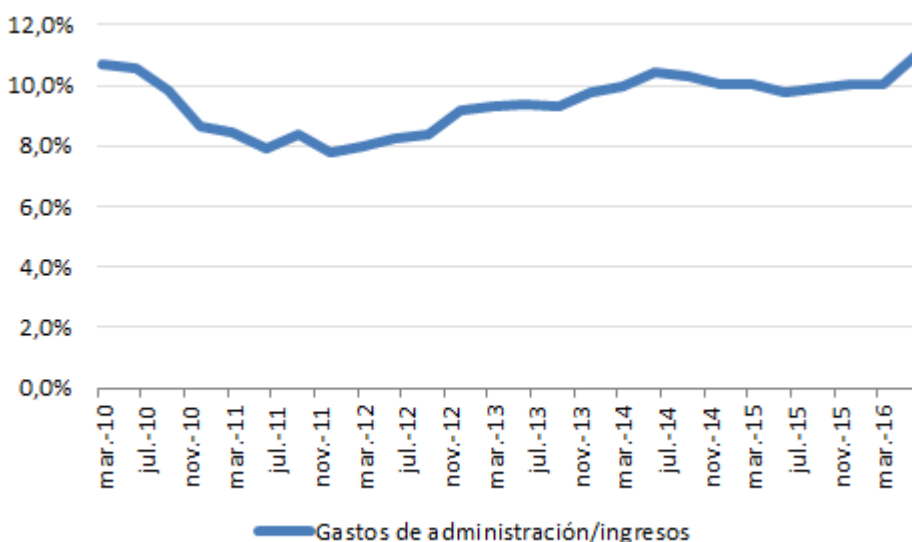
Ilustración 11  
**Evolución rentabilidad**  
 (Veces. Entre 2010-junio 2016)



## Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha oscilado entre 8% y 11% desde diciembre de 2010. A junio de 2016 la razón de eficiencia de la compañía es de 11,0%.

Ilustración 12  
**Evolución gastos de administración sobre ingresos**  
 (%. Entre 2010-junio 2016)



## 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

*"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."*