



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2017

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 ¹	BBB Primera Clase Nivel 4 Estable 30 junio 2017
Acciones	
Tendencia	
EEFF base	

Antecedentes de los instrumentos

Línea de bonos	Nº inscripción 613 de 08.10.09
----------------	--------------------------------

Estado de resultados consolidado

En miles de pesos	2013	2014	2015	2016	jun-16	jun-17
Ingresos de actividades ordinarias	137.276.819	157.012.195	163.110.223	146.885.798	56.252.487	47.672.751
Costo de ventas (menos)	-119.457.179	-134.203.635	-138.879.810	-124.369.823	-46.671.246	-40.619.170
Ganancia bruta	17.819.640	22.808.560	24.230.413	22.515.975	9.581.241	7.053.581
Otros ingresos, por función	628.590	610.432	374.669	512.088	579.795	650.328
Gasto de administración y costo de distr.	-13.407.490	-15.763.826	-16.302.414	-17.374.635	-8.085.114	-8.407.278
Otros gastos, por función	-567.790	-717.840	-235.944	-357.614	-257.445	-148.361
Ingresos financieros	669.842	781.628	713.890	1.038.676	570.048	464.662
Costos financieros	-3.021.247	-2.839.331	-2.708.980	-2.841.293	-1.750.450	-1.200.236
Diferencias de cambio	-483.759	-1.087.510	-1.149.725	-45.614	-40.002	80.739
Ganancia (pérdida)	1.337.855	3.078.204	4.255.184	2.942.217	393.011	-1.257.682

Estado de situación financiera clasificado consolidado

En miles de pesos	2012	2013	2014	2015	2016	jun-17
Total activos corrientes	78.388.695	86.175.784	100.597.950	106.783.490	104.319.951	84.347.773
Total activos no corrientes	27.165.208	30.885.755	34.204.701	32.187.907	29.889.664	22.102.048
Total activos	105.553.903	117.061.539	134.802.651	138.971.397	134.209.615	106.449.821
Total pasivos corrientes	61.671.090	69.953.741	82.246.037	102.001.576	76.157.681	57.868.137
Total pasivos no corrientes	23.076.232	25.606.967	26.763.647	10.217.200	31.272.438	23.059.878
Total patrimonio	20.806.581	21.500.831	23.782.669	26.752.621	26.779.496	25.521.806
Total pasivos y patrimonio	105.553.903	117.061.539	132.792.353	138.971.397	134.209.615	106.449.821

¹ A la fecha no existen bonos emitidos con cargo a la línea.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos (como fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria, combustible, ferretería, nutrición animal, entre otros) y servicios para el sector agrícola. 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. La compañía nació en 1993 como continuadora de las actividades de dos cooperativas que operaban en la VI Región desde la década de los 60.

Durante 2016, la empresa presentó ingresos anuales consolidados por \$146.886 millones (\$163.110 millones durante 2015) y generó un EBITDA de aproximadamente \$ 6,4 mil millones (\$ 8,9 mil millones durante 2015). A diciembre de 2016, el 60,3% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 80.942 millones. A junio de 2017, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 61.200 millones y \$ 25.522 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 106.450 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 13 mil clientes, repartidos entre las regiones V y X.

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 la firma, 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, la evaluación 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 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 2016, estuvieron en torno a los \$ 80,9 mil millones -deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes-, inferior a los \$ 86,8 mil millones de diciembre de 2015), 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, el 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 favorable la mayor rentabilidad que presenta **Coagra** en los últimos cierres trimestrales respecto de 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 las regiones VI, VII y VIII (64,7% de las ventas móviles a junio de 2017), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria.

Con todo, cabe destacar que hay atenuantes al riesgo intrínseco del sector donde opera Coagra como lo son la variedad de cultivos de sus clientes, el aumento de la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario, dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria.

Junto con lo anterior, la categoría 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 estos riesgos son inherentes a la industria y, dado eso, la evaluación valora la capacidad de **Coagra** para administrarlos.

El análisis reconoce 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, destaca la existencia de un área de auditoría, unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos.

La categoría asignada incorpora la posibilidad de acceso de los clientes a otras fuentes de financiamiento (lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía), la intensificación de la competencia tanto en las regiones donde se ubica la empresa y un eventual proceso de consolidación de los agricultores (donde los

actores del mercado tiendan a ser grandes empresas, con mejores posibilidades de acceso al crédito y posición negociadora). En contraposición, se reconoce la baja probabilidad que estos riesgos se manifiesten en forma inmediata, existiendo incluso la posibilidad que alguno de los factores mencionados se atenúen en el corto plazo.

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 separado y que la forma de operar de esta estructura financiera da una subordinación implícita a los deudores corporativos en relación con el patrimonio separado.

Por su parte, la evaluación 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 podría verse favorecida en la medida que la instancia formal de auditoría interna se consolide aún más dentro de la organización, en particular, en su disponibilidad de recursos y estatus dentro de la empresa. Asimismo, repercutiría positivamente una caída significativa en el peso de las regiones VI, VII y VIII en relación con el total de ingresos y de deudores.

Otro aspecto que podría incidir favorablemente en el rating sería una mejora en 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 podría bajar si el negocio se ve afectado por un acceso alternativo al financiamiento, por parte de los clientes y/o un aumento en el poder de negociación frente a la empresa. En ese sentido, el desafío de la sociedad es 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 un área 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 los clientes y un aumento en el poder de negociación de estos (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 2016

Durante 2016, la empresa generó ingresos por \$146.1886 millones, lo que significa una disminución de 9,9% respecto de 2015, explicada principalmente por una caída en los precios de fertilizantes y en los volúmenes de los mercados de líneas importantes, como lo son fertilizantes, nutrición y semillas. Los costos de ventas de la compañía cayeron en 10,4%, debido a una disminución en el volumen de ventas de los fertilizantes. De esta forma, la ganancia bruta de la empresa bajó 7,1%, respecto de 2015.

Los gastos de administración y venta crecieron 6,6% ubicándose en \$17.375 millones el año pasado. La ganancia alcanzó los \$2.942 millones, un 30,9% inferior a la registrada en 2015.

La empresa presentó activos por \$134.210 millones, cifra que fue financiada en un 43,4% con deuda financiera y un 20,0% con patrimonio.

A junio de 2017

Durante el primer semestre de 2017, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$47.673 millones, lo que representó un retroceso de 15,3% respecto de igual período del año pasado. La baja obedeció, principalmente, a una caída en la recepción de granos y menor humedad, lo que generó una baja en los servicios asociados de secado y guarda en este segmento de negocios.

Por su parte, los costos de venta alcanzaron un monto de \$40.619 millones, lo que significó una caída de retroceso de 13,0% en relación con los seis primeros meses del año 2016.

Los gastos de administración sumaron \$ 8.407 millones durante el primer semestre de 2017, lo que implicó un incremento de 4,0% a los registrados el primer semestre del año anterior. De esta manera, a junio de 2017, la pérdida ascendió a \$1.258 millones, lo que se compara negativamente con la utilidad de \$393 millones registrada en igual lapso de 2016.

Al cierre de junio del año en curso, la compañía presentó activos por \$ 106.450 millones con un deuda financiera por \$ 61.200 millones y un patrimonio total de \$ 26.779 millones.

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 corresponde a clientes con larga trayectoria en 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 perfeccionamientos en la gestión de inventarios, gobierno corporativo y sistematización de operaciones, entre otras áreas.

Controles internos: La empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna. Además, destaca la existencia de un comité de crédito que se realiza semanalmente (para analizar y aprobar las líneas de crédito, los cambios en condiciones, las prórrogas y las situaciones de mora y cobranza) y de comités mensuales de administración, comercial y financiero.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación. Las colocaciones llegaron a su *peak* el cuarto trimestre de 2016, ubicándose en \$ 80.942 millones². Pero producto de la estacionalidad del negocio, disminuyeron a \$42.879 millones a junio de 2017. Esta reducción dificulta el acceso a economías de escala, considerando que los gastos y costos representan del orden del 102,8% de los ingresos, según datos a junio de 2017.

El último tema señalado, a juicio 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.

También es necesario advertir el bajo margen con que opera **Coagra**, de hecho entre los años 2009 y junio de 2017 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 con diciembre de 2010 y diciembre de 2016 se evidencia un aumento de las colocaciones desde \$ 41 mil millones a cerca de \$ 81 mil millones.

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones VI, VII, VIII concentraron el 64,7% de la venta generada en el año móvil terminado en junio 2017 y ésta se enfocó básicamente en insumos, agroindustria

² Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

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 algunas medidas tomadas por la empresa como aceptar los productos físicos al final del ciclo productivo bajo la figura de caución, la existencia de seguros de crédito y la diversificación de los 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.

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 es 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 su acceso a fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, la 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 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 2017, la cartera securitizada ascendía a \$22.355 millones, correspondiente al 52,1% del total.

Antecedentes generales

Coagra 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 y, actualmente, tiene presencia entre las regiones V y X.

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

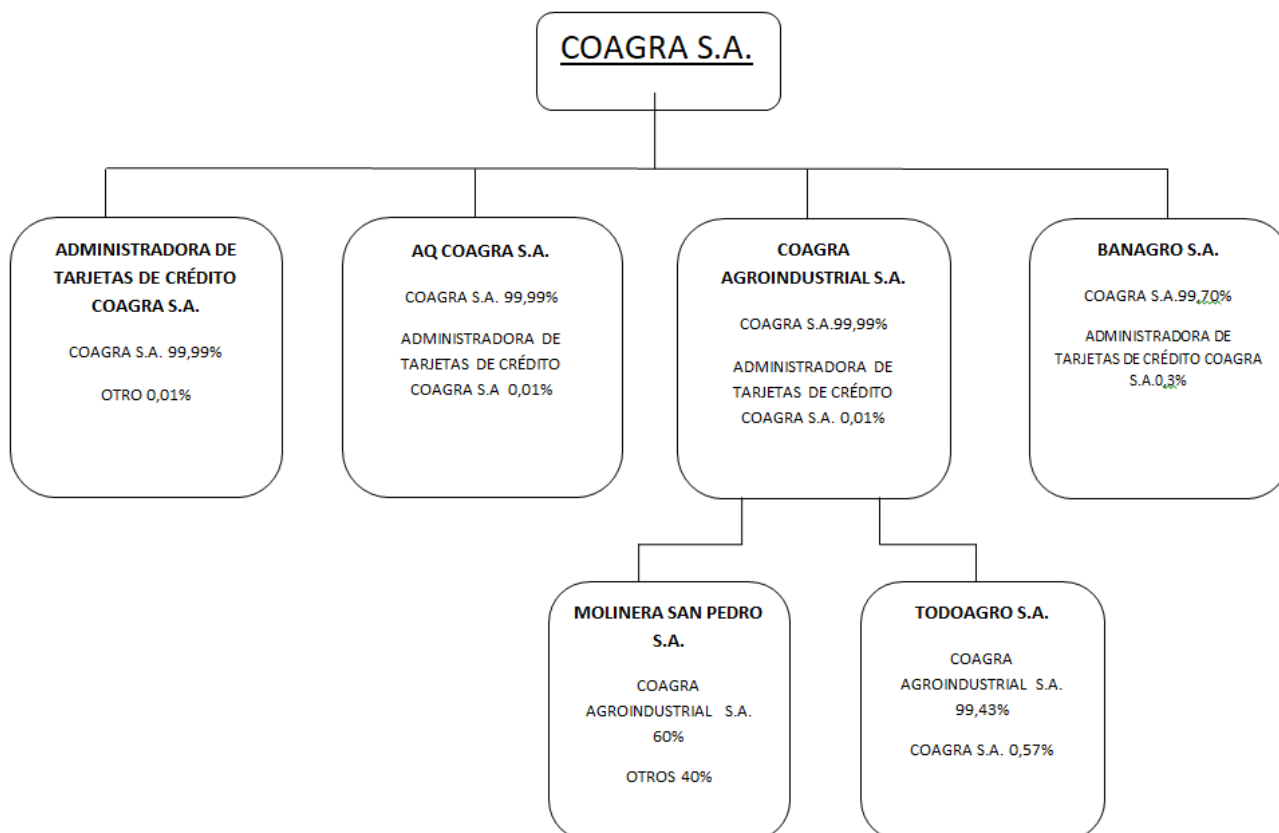
Los niveles ejecutivos de la compañía son:

Nombre	Cargo
Max Donoso	Gerente General
Andrés Luna	Gerente de Adm. Y Finanzas
Magdalena Matte	Fiscal
Gianni Delucchi	Auditor
Pedro Pablo Larraín	Gerente General Coagra Agroindustrial S.A.
José Larraín	Gerente General Banagro S.A.

Negocio y estrategia

Descripción de **Coagra** y filiales:

ORGANIGRAMA COAGRA S.A.



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*; la realización y ejecución de operaciones de arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles; y 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.

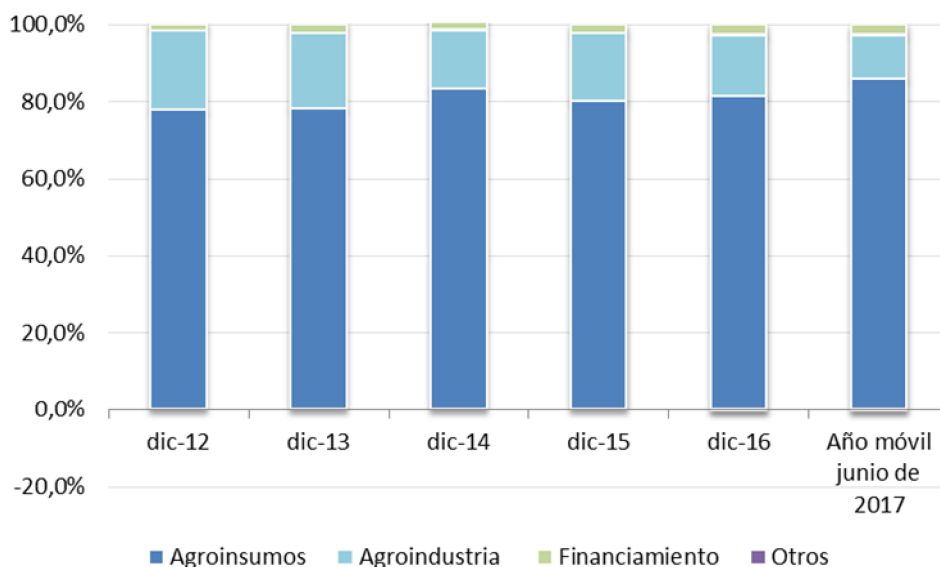
Segmentos de negocios

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos. Este segmento aportó cerca del 86,0% de las ventas en el año móvil que va de julio 2016 a junio 2017. Su segunda fuente de ingresos en la comercialización y almacenamiento de granos, con el 11,3% 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 2017, los deudores comerciales representaban el 50,8% del activo corriente y un 40,3% 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 fue la línea más relevante a junio de 2017, concentrando el 69,4% del total de esta línea (medido como año móvil).

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



Cabe señalar, que en octubre de 2010 la empresa comenzó a participar en el negocio financiero, mediante la incorporación de las filiales Agroaval (que le permite competir en el segmento de las garantías recíprocas o afianzamiento) y Banagro (que está presente en *factoring*, *leasing*, y otros servicios financieros).

SEGMENTO AGROINSUMOS

Comercialización de fertilizantes: Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 23,1% de los ingresos por ventas de **Coagra**. En este mercado participan productores, importadores y distribuidores independientes.

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

Comercialización de productos fitosanitarios: Esta línea de negocios representa el 34,9% 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 representa el 6,0% 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 este tipo de maquinarias (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 15,9% del total de ingresos de la compañía.

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

SEGMENTO AGROINDUSTRIAL

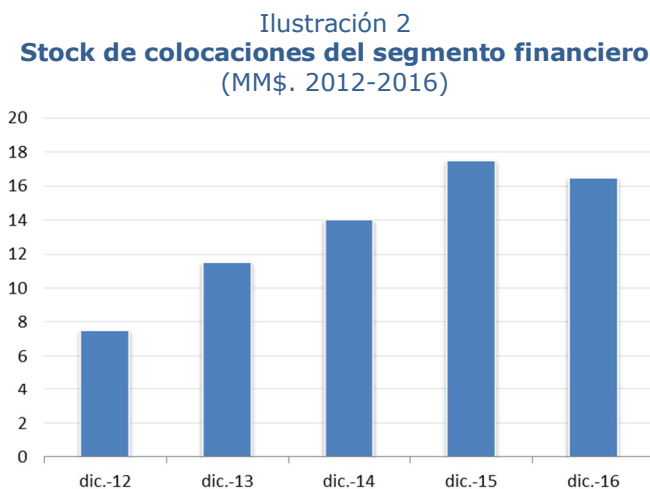
La compañía, a través de la filial Coagra Agroindustrial S.A., ofrece a los agricultores los servicios de acopio, guarda, secado y comercialización de granos, para lo cual cuenta con una capacidad instalada de 233 mil toneladas, con cinco plantas ubicadas en San Francisco de Mostazal, Rosario, San Fernando, Talca y Chillán.

En marzo de 2015, comenzó el proceso de comercialización de avena procesada con la compra de una planta en Victoria. A junio de 2017 (como año móvil), este segmento de negocios generó el 11,3% 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 2017, ingresos en el segmento operativo de financiamiento (*factoring, leasing, asesoría*

financiera al segmento agrícola, y SGR) por \$ 3.716 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de colocaciones.



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.

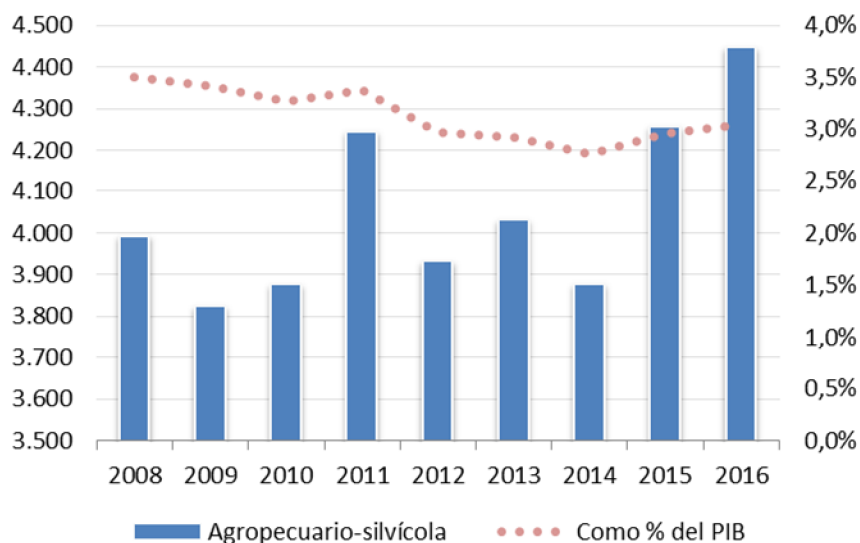
Desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura toda la cartera de clientes.

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del Producto Interno Bruto (PIB) nacional, tiene una participación cercana al 3,0% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

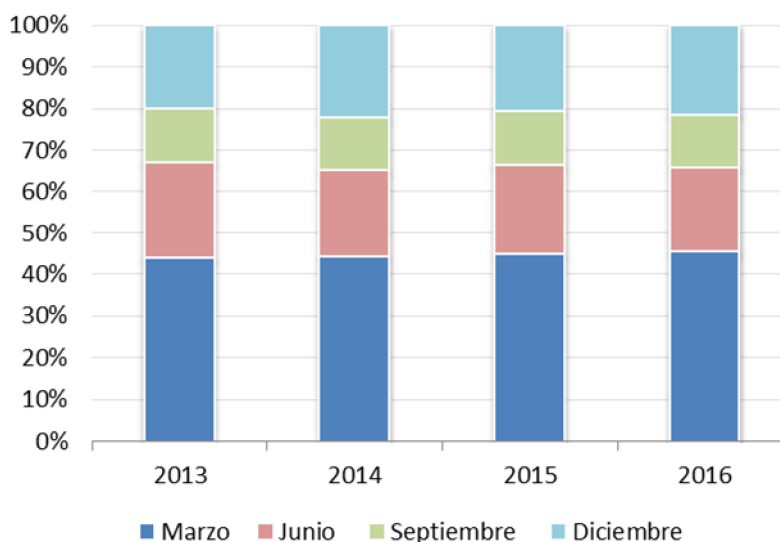
Se observa que en los últimos años el PIB de sector silvo agropecuario ha representado cerca del 3,0% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo. No obstante, la moderada importancia del sector, en términos de generación de empleo, este rubro 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 se refleja 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 43,8% y 45,5% del PIB del sector.

Ilustración 4
Evolución del PIB Agropecuario-silvícola por trimestre
(Entre 2013-2017. Como porcentaje del PIB Agropecuario)



Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro, es su marcada concentración geográfica, particularmente entre las regiones VI y VIII, que tienen una importancia cercana al 63,5%.

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

Región	2013	2014	2015
XV	1,24%	1,36%	1,69%
I	0,05%	0,08%	0,08%
II	0,08%	0,08%	0,10%
III	0,08%	0,08%	0,10%
IV	5,85%	7,11%	8,30%
V	9,56%	11,93%	13,77%
RM	11,32%	13,49%	15,78%
VI	18,96%	23,75%	27,36%
VII	13,99%	15,28%	18,66%
VIII	15,86%	15,13%	17,47%
IX	10,49%	9,61%	11,12%
XIV	5,09%	5,75%	6,40%
X	6,53%	7,31%	7,39%
XI	0,33%	0,43%	0,43%
XII	0,58%	0,96%	0,96%

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. En este rubro coexisten también 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, instancia encargada 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 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.

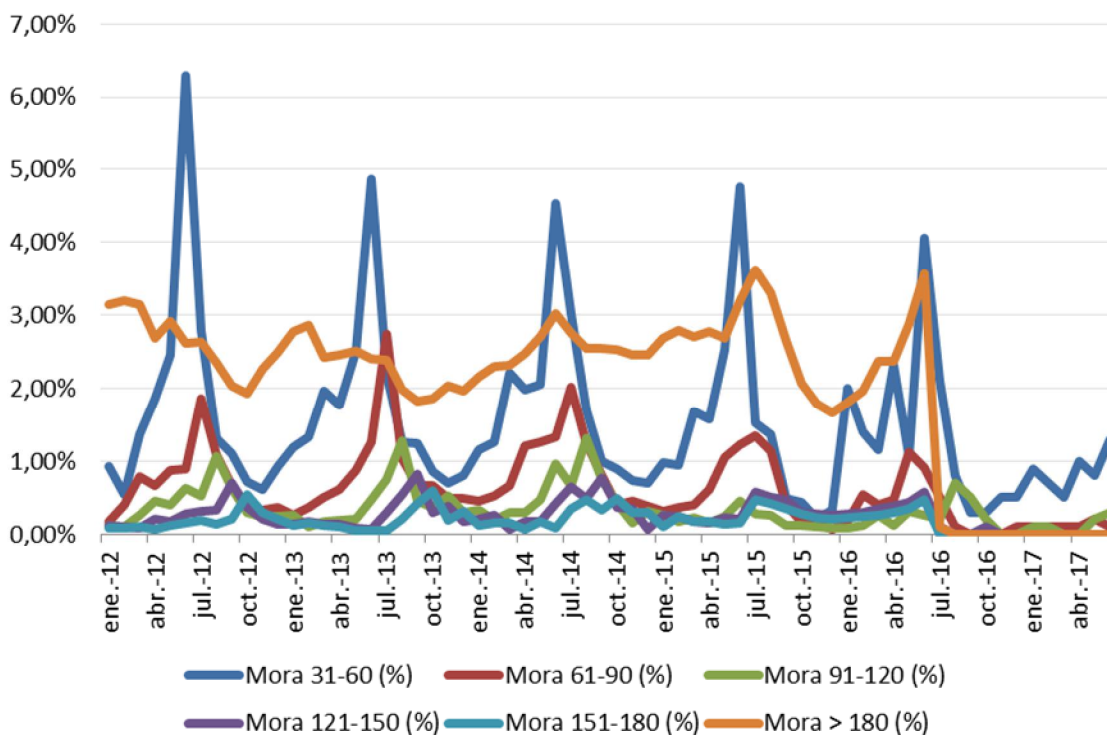
La categoría C es asignada a clientes con irregular comportamiento anterior y/o patrimonio ajustado; la categoría D corresponde a clientes con mal comportamiento anterior y problemas comerciales internos o en el sistema financiero, a los cuales solo se puede vender en efectivo; y la categoría E agrupa a clientes nuevos, los cuales no han sido sujeto a análisis y no cuentan 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 2017. 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 que junto con las labores de auditoría y contraloría interna, ha permitido levantar procesos de la compañía a través del uso de matrices de riesgo.

Además, se creó un plan de auditoría en el cual se van revisando los cumplimientos mes a mes por un director, un auditor, una contralora, el gerente general corporativo y el 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 en actas que pueden ser revisadas posteriormente. Se han establecido puntos críticos de control con fecha de revisión (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

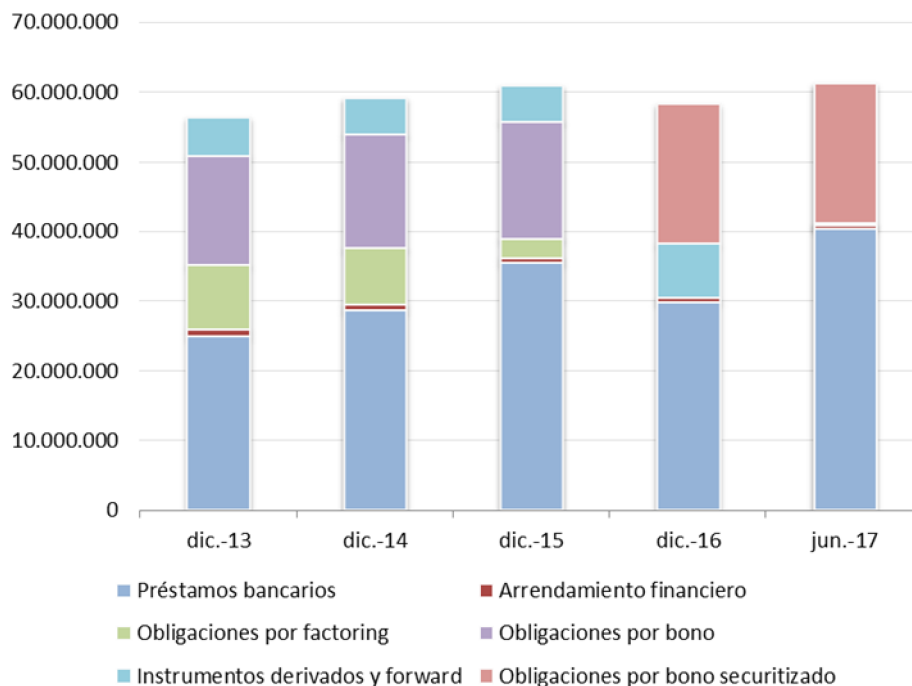
Las principales características de cada comité, son las siguientes:

- 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 el 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 y su 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 2017, la empresa presentaba activos por \$106.450 millones, los cuales se financiaban principalmente con deuda en bancos (\$40.358 millones), patrimonio (\$25.522 millones) deuda a corto plazo de proveedores (\$16.956 millones) y bonos securitizados (\$20.098 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 2017)



La empresa cuenta con pasivos financieros repartidos entre los principales bancos 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, debido a un mayor esfuerzo comercial y 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.

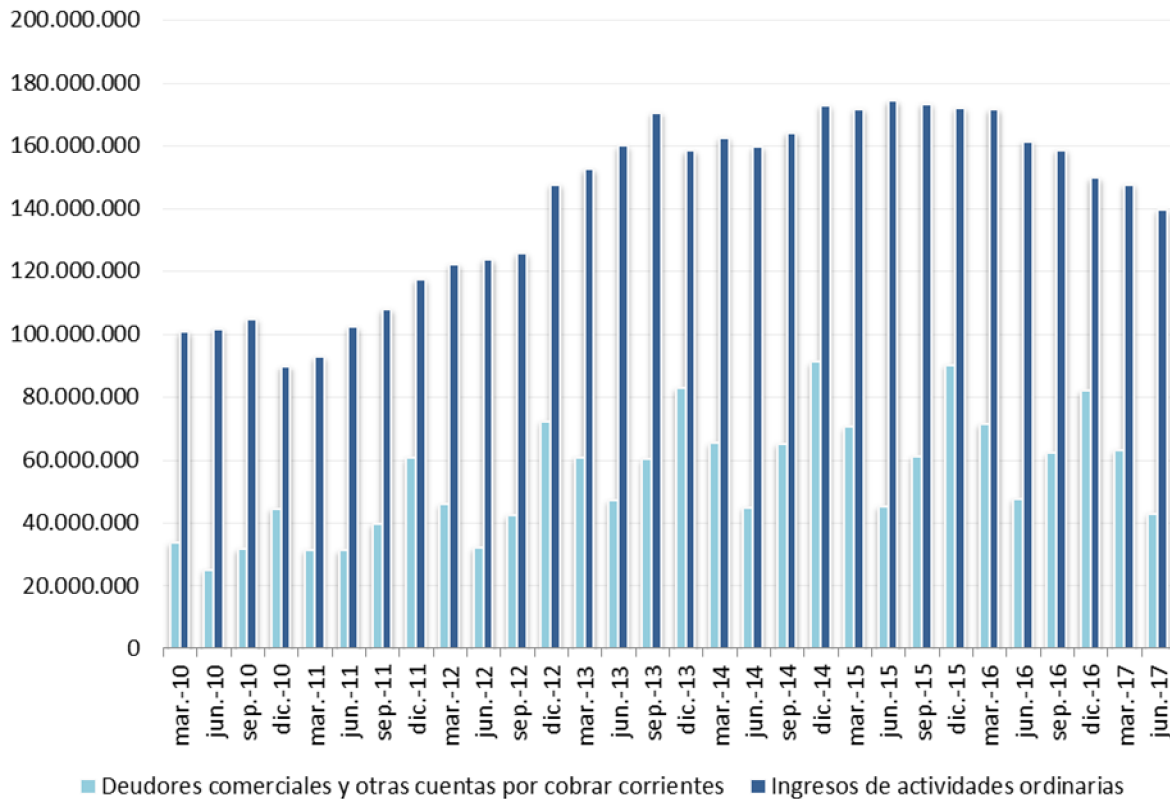
En 2009, se observó el efecto de la caída que experimentaron los precios de algunos agroinsumos y granos respecto del año anterior como consecuencia de la crisis *subprime* y otros eventos que afectaron al sector agrícola.

Entre 2010 (año que entra en funcionamiento la norma IFRS) y 2013, los ingresos y las colocaciones presentaron una tendencia al alza que se estabilizó en 2014 (con las marcadas estacionalidades del negocio).

A partir de 2016, se observa una caída en los ingresos, principalmente, debido a una disminución en el precio de fertilizantes, manteniendo las colocaciones estables. A junio de 2017, medido como año móvil, el ingreso ordinario de la empresa alcanzó \$139.524 millones, presentando un nivel de colocaciones de \$42.879

millones. Estos valores fueron menores respecto de los registrados en el mismo periodo del año anterior, debido a las bajas en el segmento agroindustrial de la compañía.

Ilustración 7
Evolución ingresos y cuentas por cobrar
(En miles de pesos. Entre 2010-junio 2017)



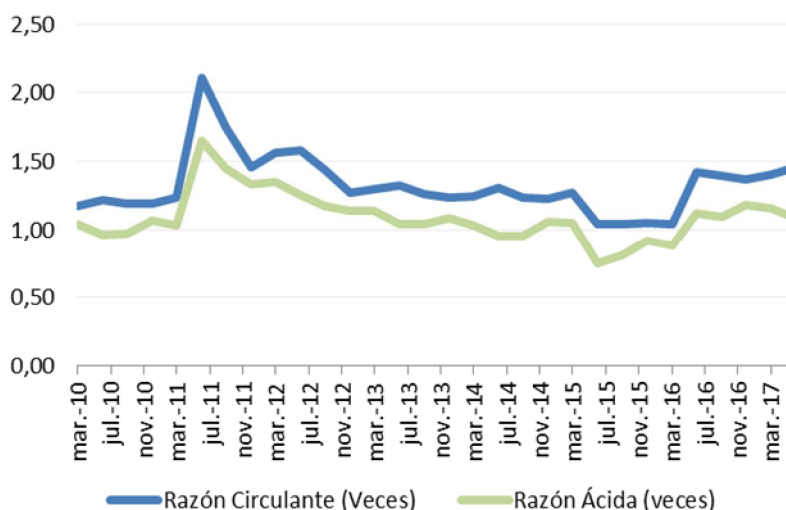
Liquidez

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 en junio de 2016, donde el ratio se calculó en 1,42 veces, situación que mejoró a junio de 2017 alcanzando un valor de 1,46 veces.

Lo anterior se puede apreciar en el siguiente gráfico:

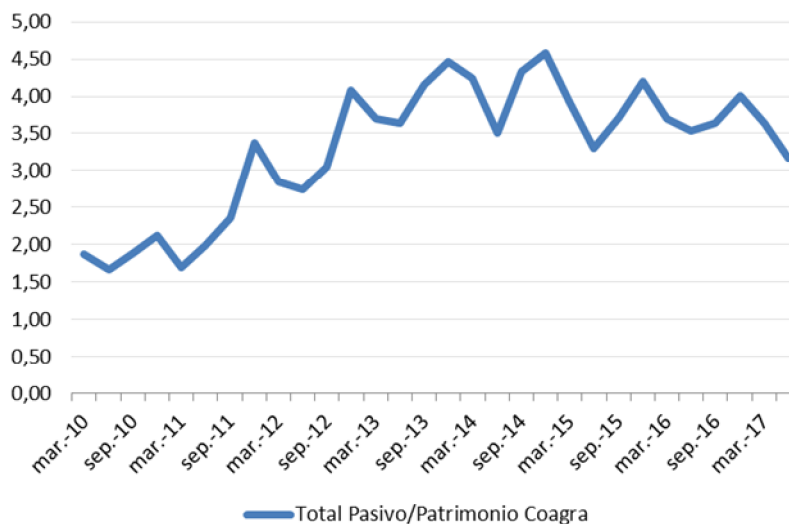
Ilustración 8
Evolución razón circulante y ácida
 (Veces. Entre 2010-junio 2017)



Endeudamiento

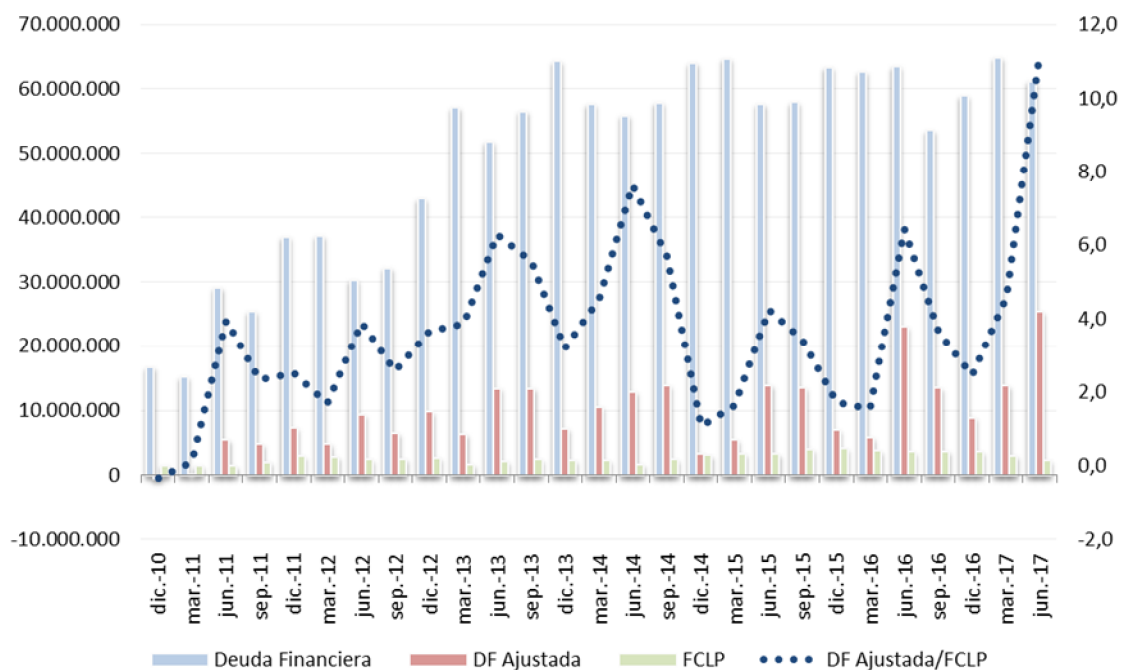
El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra una tendencia al alza, pasando desde 2,1 veces en diciembre de 2010 a 3,2 veces a junio de 2017. A diciembre de 2014, el indicador alcanzó su valor máximo, igual a 4,6 veces, mientras que en ese mismo periodo de 2015 llegó a 4,3 veces.

Ilustración 9
Evolución de la razón de endeudamiento
 (Veces. Entre 2010-junio 2017)



Ahora bien, si se calcula las deudas en relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ estimado por **Humphreys**, y aquellas se ajustan por (i) las cuentas por cobrar (negocio financiero), (ii) por parte de los inventarios, (iii) se adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores) y (iv) 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 y una fuerte alza a junio de 2017 donde el ratio alcanza las 11,2 veces causado principalmente por la menor generación de Flujo de Caja (Ilustración 10).

Ilustración 10
Evolución deuda financiera ajustada y FCLP
(Veces. Entre 2010-junio 2017)



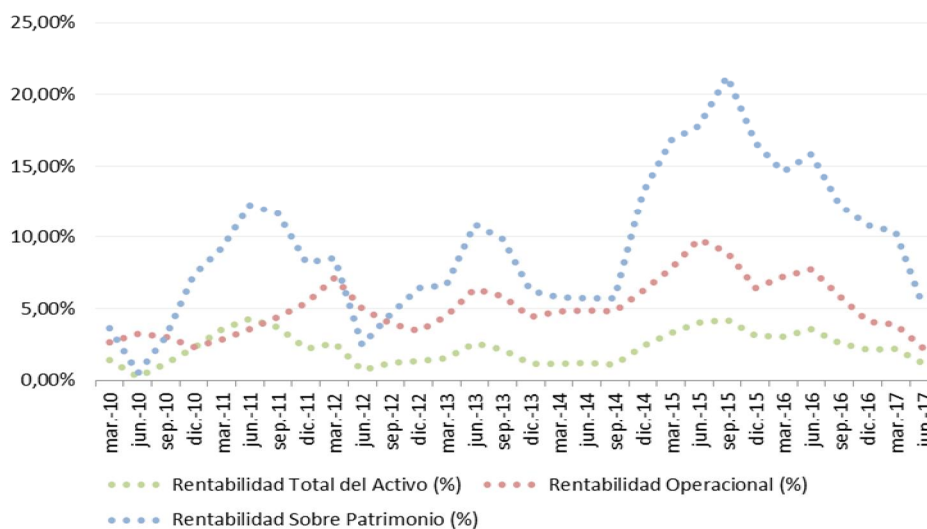
Rentabilidad

Desde el año 2010 hasta junio de 2017 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 1,1%, en tanto la rentabilidad del patrimonio alcanzó un promedio de 9,5% con una desviación estándar de 5,1% y la rentabilidad operacional presentó un promedio de 5,1% y una

³ 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.

desviación estándar de 2,0%. En los doce meses finalizados en junio de 2017, muestra un deterioro respecto a lo presentado en el mismo periodo de 2016, dado por un menor desempeño del negocio.

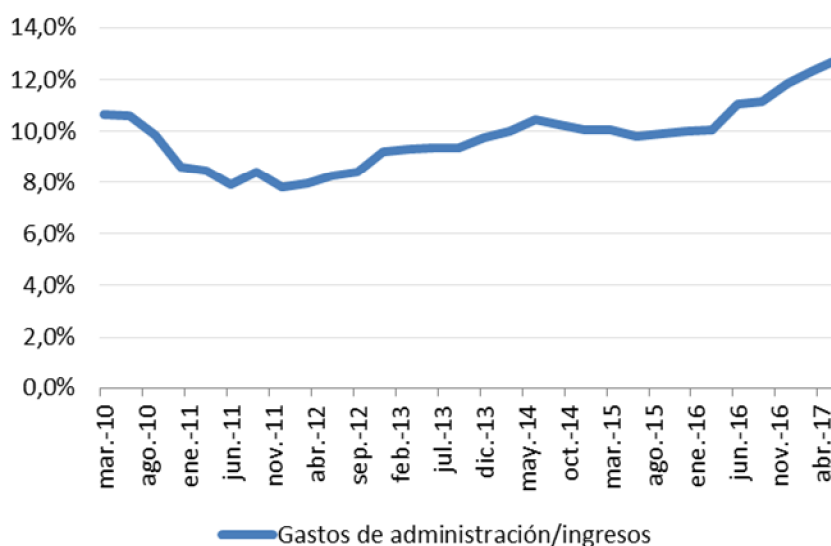
Ilustración 11
Evolución rentabilidad
 (Veces. Entre 2010-junio 2017)



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha oscilado entre 7,8% y 12,8% desde diciembre de 2010 hasta junio de 2017. A junio de 2017, la razón de eficiencia de la compañía es de 12,8%, valor máximo obtenido en todo el periodo de evaluación.

Ilustración 12
Evolución gastos de administración sobre ingresos
(%. Entre 2010-junio 2017)



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."