



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Coagra S.A.

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:

Benjamín Rodríguez W.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

benjamin.rodriguez@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Octubre 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos	A¹
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Estable

EEFF base	30 de junio 2022
-----------	------------------

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Serie E (BCOAG-E)	Tercera emisión
Línea de bonos	N° 1109 de 21.07.22

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Ingresos	143.592.421	167.322.584	165.480.193	164.551.995	204.279.168	88.778.594
Costo de Ventas	-124.061.992	-143.791.978	-143.186.472	-142.646.647	-175.951.627	-74.852.172
Ganancia bruta	19.530.429	23.530.606	22.293.721	21.905.348	28.327.541	13.926.422
Otros ingresos, por función	1.002.863	568.602	1.174.550	707.600	195.868	241.320
Gasto de administración y costo de distr.	-16.578.579	-16.810.465	-16.751.587	-15.618.766	-16.504.352	-8.243.514
Otros gastos, por función	-98.081	-112.666	-767.051	-347.927	-133.919	-40.149
Ingresos financieros	718.562	789.434	720.465	678.089	522.378	666.502
Costos financieros	-2.617.449	-2.520.576	-2.839.685	-2.795.781	-1.803.709	-969.954
Diferencias de cambio	995.136	-1.655.125	-1.710.525	701.715	-1.313.945	-358.577
Ganancia (pérdida)	2.682.167	2.695.729	1.708.334	3.439.894	7.209.823	4.415.178

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	jun-22
Activos corrientes	113.320.016	133.233.510	125.585.827	120.586.566	149.749.695	125.300.341
Activos no corrientes	23.558.631	26.192.077	20.482.976	19.809.953	29.477.349	31.162.169
Total de activos	136.878.647	159.425.587	146.068.803	140.396.519	179.227.044	156.462.510
Pasivos corrientes	86.515.336	106.261.657	74.977.515	80.854.662	111.731.652	85.550.578
Pasivos no corrientes	23.155.657	23.267.362	43.392.631	32.243.197	36.839.182	35.926.109
Patrimonio	27.207.654	29.896.568	27.698.657	27.298.660	30.656.210	34.985.823
Total pasivos y patrimonio	136.878.647	159.425.587	146.068.803	140.396.519	179.227.044	156.462.510

¹ Clasificación anterior: Categoría A-.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. (Coagra) es un distribuidor de insumos (como fertilizantes, fitosanitarios, semillas, combustible, nutrición animal, entre otros) y servicios para el sector agrícola. Asimismo, a través de sus filiales, está presente 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 región de O'Higgins desde la década de los 60.

A junio de 2022, la empresa presentó ingresos consolidados por \$ 88.779 millones y generó un resultado de aproximadamente \$ 4.415 millones, por su parte, el 53,5% de sus activos se encontraban invertidos en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 83.695 millones. A la misma fecha, la deuda financiera y patrimonio de la sociedad ascendían a \$ 86.417 millones y \$ 34.986 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por \$ 103.550 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 14 mil clientes, repartidos entre las regiones de Valparaíso y de Los Lagos.

El cambio de clasificación de los bonos, desde "*Categoría A-*" a "*Categoría A*" responde al fuerte crecimiento de los ingresos y flujos del emisor durante el año 2021, situación que se ha mantenido en el año en curso; ello en un contexto de contención de gastos de la sociedad. Así, si entre 2017 y 2019 la relación entre gastos de administración e ingresos era superior al 10%, el mismo indicador se sitúa bajo el 8% a diciembre de 2021 y junio de 2022, produciéndose el fortalecimiento patrimonial de la empresa.

La clasificación de riesgo de los bonos por **Coagra** en "*Categoría A*" 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 de clientes, la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones) y la capacidad logística. El volumen de deudores permite diversificar el riesgo crediticio y facilitar el comportamiento estadísticamente normal de sus cuentas por cobrar.

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 plantada en Chile. Además, la evaluación valora el conocimiento que la administración tiene del sector.

La categoría asignada también incorpora como elementos positivos la existencia de un aceptable volumen de colocaciones en relación con las obligaciones financieras de corto plazo y de un *stock* de inventarios que históricamente ha sido bajo para una empresa que intermedia productos. Adicionalmente, las cuentas por cobrar cuentan con pólizas de seguros de créditos mitigando su riesgo, lo que, en casos más extremos, permite acceder a financiamiento contra la cobranza de dichos activos.

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, (las colocaciones,

medidas al mes de junio de 2022, estuvieron en torno a los \$ 83.695 millones —deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes) situación que, dado su modelo de negocio, reduce el acceso a economías de escala en cuanto a la obtención de utilidades (sin perjuicio que se reconoce el incremento experimentado en el último año). 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. También, la asignación de la categoría de riesgo ha considerado el margen con que opera la industria el que, si bien ha mostrado ser relativamente estable, es reducido, lo cual incrementa la exposición de los resultados y de la eficiencia ante entornos adversos.

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 de Valparaíso, de O'Higgins y la del Maule (60% de las ventas diciembre de 2021), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria y acorde a la generación del Producto Interno Bruto (PIB) agrícola por cada región. En este sentido, reconociendo que en términos de zonas agrícolas la actividad de la sociedad se correlaciona con la realidad del país, ello no inhibe la existencia de una concentración geográfica.

Con todo, cabe destacar que hay atenuantes al riesgo intrínseco del sector donde opera **Coagra** como lo son la variedad de cultivos, frutales, viñedos y pecuarios de sus clientes, la propensión a 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, sumado a una estabilidad en su comportamiento a lo largo de los años.

El análisis reconoce como atenuantes, el funcionamiento de comités de directores periódicos, comités financieros y mecanismos para controlar los riesgos (a través de *hedges*) y niveles de morosidad de su cartera de clientes inferiores a otras empresas del 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 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 atenúe en el corto plazo.

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 A*", y la nula liquidez bursátil que presentan estos instrumentos en el mercado de valores (ausencia de mercado secundario) al no tener presencia bursátil.

En el ámbito de criterios ASG, el negocio de **Coagra** se basa en la convergencia de tres factores de impacto: social, medioambiental y económico, iniciando el proceso para clasificarse como empresa B, relacionándose con la comunidad a través de fundaciones y participación en la Teletón, además de distintas políticas de gobierno corporativo. La compañía, en su sitio Web y memoria integrada, divulga con detalle sus prácticas al respecto.

La tendencia se mantiene en “*Estable*” debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que se produzca una caída significativa en el peso de las regiones de O’Higgins, del Maule y del Bío Bío en relación con el total de ingresos y de deudores, sin descartar otros factores que impliquen mayor solidez. Así como también, 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

- Matriz solvente y que aporta sinergia
- 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).

Hechos recientes

Resultado a diciembre 2021

Durante 2021, la empresa generó ingresos por \$ 204.279 millones, lo que significa un aumento de 24,1% respecto de 2020. Los costos de ventas de la compañía crecieron en un 23,3%. De esta forma, la ganancia bruta de la empresa aumentó en un 29,3%, respecto de 2020.

Los gastos de administración y venta crecieron en 5,7% ubicándose en \$ 16.504 millones. En consecuencia, la ganancia alcanzó los \$ 7.210 millones, un 109,6% superior a la registrada en 2020.

La empresa presentó activos por \$ 179.227 millones, cifra que fue financiada en un 46,0% con deuda financiera y un 17,1% con patrimonio.

Resultados junio 2022

Con respecto al primer semestre de 2022, las ventas de la empresa totalizaron \$ 88.779 millones, un 38,9% superior a igual período anterior, debido a un mejor desempeño del segmento agroinsumos.

Por otra parte, los costos de venta aumentaron un 33,1%, por lo que el margen bruto de la empresa creció en 81,3%, representando el 15,7% de los ingresos (12,0% durante el primer semestre del año anterior).

Finalmente, la utilidad del ejercicio alcanzó los \$ 4.415 millones, mostrando un crecimiento de 20 veces con respecto a junio 2021, revirtiendo en parte, la estacionalidad propia del negocio. Este aumento se produce principalmente al positivo desempeño de los segmentos de agroinsumos.

La empresa presentó activos por \$ 156.463 millones, cifra que fue financiada en un 45,7% con deuda financiera y un 55,2% con patrimonio.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 90% de la superficie cultivada y plantada 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. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles.

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 0,6% de las ventas totales del emisor, según datos entregados por la empresa.

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande. En el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito al momento de la cosecha. Además, se reconoce que alrededor del 94% 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 que no son satisfecha por otros agentes del mercado.

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, radicada en Empresas Sutil, controlador de **Coagra S.A.** Además, destaca la existencia de un comité de crédito que se realiza semanalmente en presencia de directores de la sociedad (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, visto como proveedor financiero. Las colocaciones llegaron a su *peak* el cuarto trimestre de 2021, ubicándose en \$ 129.417 millones². Pero producto de la estacionalidad del negocio, las colocaciones se reducen mucho en los otros trimestres del año. Esta reducción, dado el modelo de negocio que se lleva a cabo, dificulta el acceso a economías de escala que favorezcan la obtención de utilidades; así en promedio en los últimos años la relación entre utilidad e ingreso ha sido de 2,1% (entre 2017 y junio 2022), fluctuando entre 0,9% y 5,0% (junio 2017 y junio 2022 respectivamente).

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. Sin embargo, es necesario destacar que, desde el trimestre de septiembre 2021, el monto de colocaciones de cada trimestre siempre ha superado lo previsto en el mismo periodo del año anterior.

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones de Valparaíso, de O'Higgins y la del Maule concentraron el 60,7% de la venta generada en diciembre de 2021 y ésta se enfocó básicamente en insumos, agroindustria y financiamiento. Este riesgo se ve atenuado debido a que se toma en cuenta que 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, que se morigeraría por la existencia de diversos cultivos, que podrían verse afectados en forma diferente por eventos climatológicos y pestes, pero que, en casos extremos, como por ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. 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.

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

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

² Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

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 de O’Higgins, del Maule y del Bío Bío— 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.

Antecedentes generales

La corporación

Coagra fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O’Higgins, que operaban en la región de O’higgins. En 1996, la sociedad fue inscrita en la Comisión para el Mercado Financiero (anteriormente Superintendencia de Valores y Seguros) y, actualmente, tiene presencia entre las regiones de Valparaíso y la de los Lagos. Actualmente, la compañía es propiedad en un 57,1% de Empresas Sutil S.A., ligada a la industria agrícola.

Entre las filiales más importantes se encuentran:

Coagra Agroindustrial S.A., constituida en enero de 2005 y orientada a la prestación de servicios agroindustriales a los productores de granos; principalmente, secado, guarda y comercialización de estos productos.

Banagra S.A., 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.

Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos. Este segmento aportó cerca del 95,0% de las ventas anualizadas a junio de 2022. Su segunda fuente de ingresos es la comercialización y almacenamiento de granos, con el 3,1% de las ventas en el mismo período.

Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que complementa sus operaciones, ya que la empresa otorga, como promedio, un plazo de venta a sus clientes del orden de 90 días para cultivos anuales y de 85 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es

que, según datos a diciembre de 2021, los deudores comerciales representaban el 80,8% del activo corriente y un 67,5% del activo total, porcentaje que llegan a 66,8% y 53,5% según balance a junio de 2022. En 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**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante a junio de 2022, concentrando el 65,6% del total de esta línea.

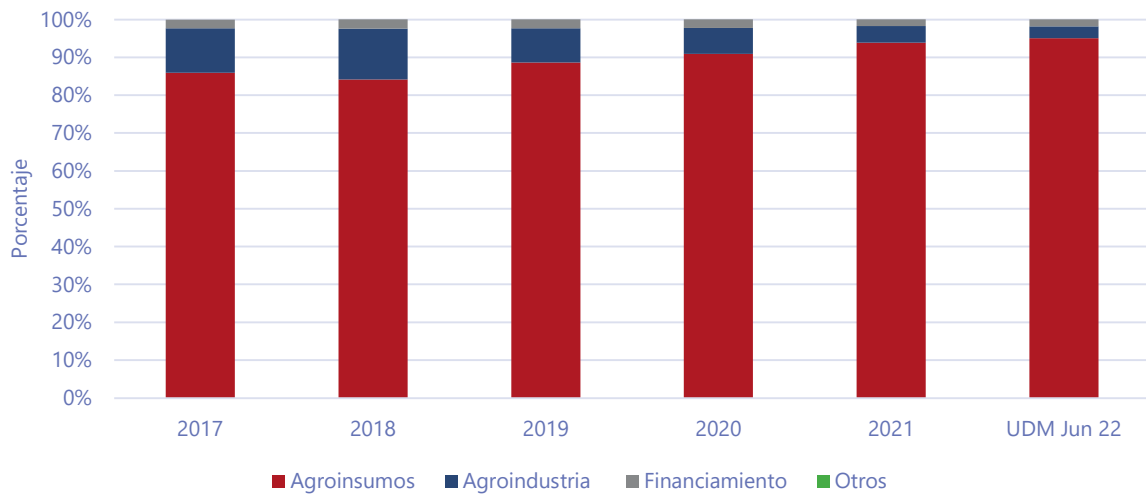


Ilustración 1: Ingresos por segmentos de negocios (2017 - junio 2022 UDM)

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del PIB nacional de 2021, tuvo una participación en torno al 3,1% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

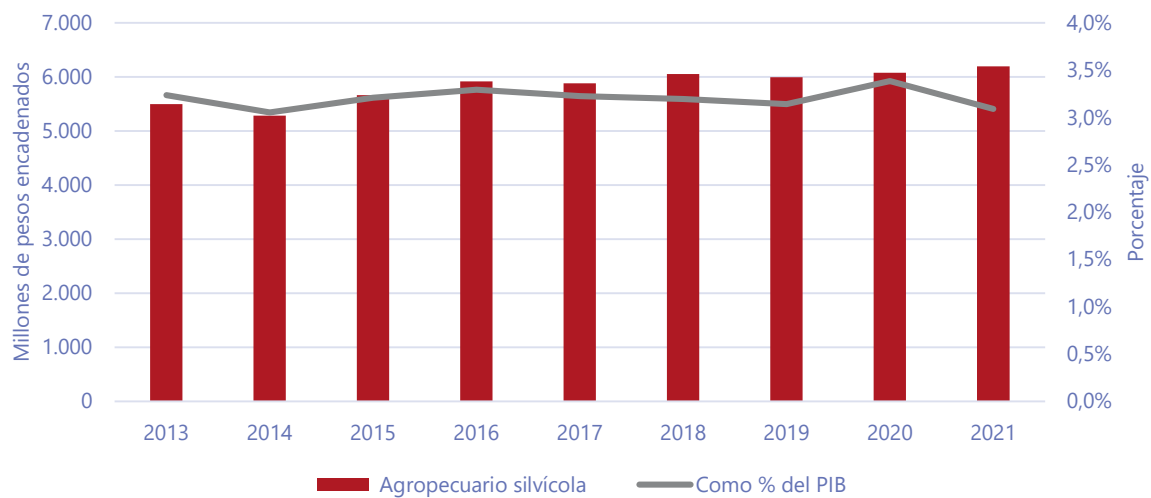


Ilustración 2: Evolución del PIB Agropecuario-silvícola (como porcentaje del PIB total)

Se observa que en los últimos ocho años el PIB de sector silvo-agropecuario ha representado entre el 3,1% y el 3,4% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo, dado la dinámica exportadora del sector.

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones de O'Higgins, del Maule y Metropolitana, que tienen una importancia cercana al 50,3%.

En la Tabla 1 se muestra la distribución del PIB silvo-agropecuario, por región y para los últimos cuatro años.

Tabla 1: Distribución del PIB silvo-agropecuario (2017 - 2021)

Región	2017	2018	2019	2020	2021
Arica y Parinacota (XV)	1,3%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Tarapacá (I)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Antofagasta (II)	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Atacama (III)	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Coquimbo (IV)	6,8%	5,7%	5,8%	5,7%	5,7%
Valparaíso (V)	11,5%	10,3%	9,8%	9,0%	8,8%
Metropolitana (RM)	12,3%	11,2%	11,6%	10,7%	10,5%
O'Higgins (VI)	19,8%	20,7%	21,0%	20,8%	21,2%
Maule (VII)	14,6%	17,7%	17,8%	18,4%	18,6%
Ñuble (XVI)	5,3%	5,6%	5,6%	5,8%	5,8%
Bío Bío (VIII)	13,1%	7,5%	7,3%	7,5%	7,7%
Araucanía (IX)	7,7%	8,3%	7,9%	8,4%	8,3%
Los Ríos (XIV)	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%
Los Lagos (X)	5,9%	5,5%	5,7%	6,2%	5,9%
Aysén (XI)	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Magallanes (XII)	0,6%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%

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 empresas focalizadas en zonas específicas.

Líneas de negocio

Líneas de negocios

Como se mencionó anteriormente **Coagra** presenta tres segmentos en sus estados financieros: agroinsumos, financiamiento y agroindustria.

Agroinsumos

El segmento de agroinsumos se dedica a la comercialización de productos fitosanitarios, fertilizantes, combustible, nutrición vegetal y animal, semillas entre otras cosas.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante a junio de 2022, concentrando el 60,7% del total de esta línea.

Como se puede ver en la Ilustración 3, a diciembre de 2021 agroinsumos presenta ingresos por \$ 188.920 millones, siendo un 27,9% superior al ejercicio de 2020 y en los últimos doce meses (UDM), a junio de 2022, la cifra llega a \$ 215.191 millones.

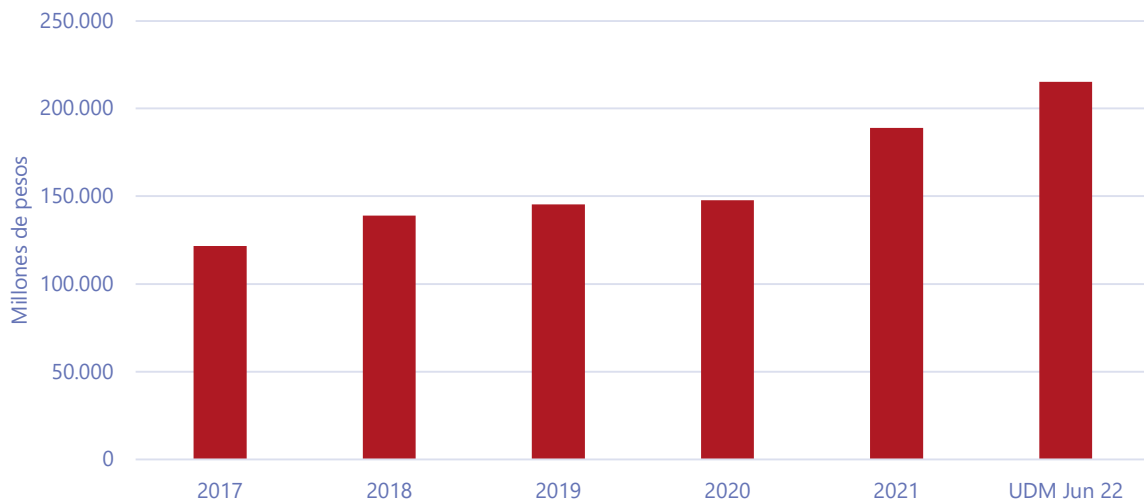


Ilustración 3: Evolución ingresos agroinsumos (2017 – junio 2022 UDM)

En cuanto al margen bruto sobre ingresos este a 2021 llega a 13,4%, superior a lo presentado en la misma fecha de 2020. En los UDM a junio de 2022 el margen bruto sobre ingresos alcanzó 14,5%.

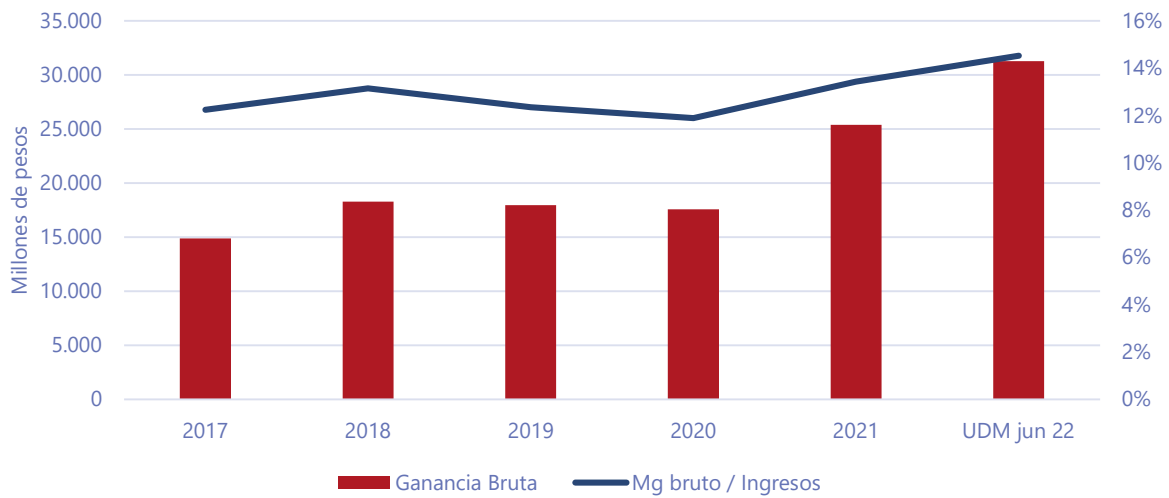


Ilustración 5: Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroinsumos (2017 – UDM junio 2022)

Financiamiento

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa presentó, durante el 2021, ingresos por \$ 3.432 millones en el segmento propiamente financiero (*factoring, leasing* y asesoría financiera al segmento agrícola). Por su parte, las cuentas por cobrar de la compañía a junio de 2022 alcanzaron los \$ 83.695 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de cuentas por cobrar totales.

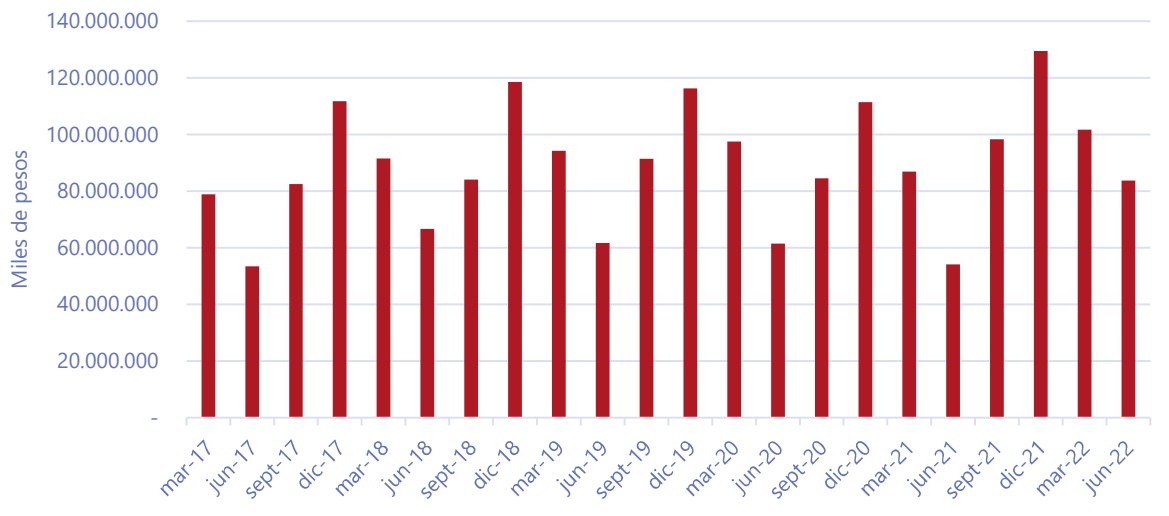


Ilustración 6: Evolución de cuentas por cobrar (2017 – junio 2022)

Como se ve en la ilustración 7 los ingresos y el margen bruto sobre ingresos en los UDM a junio de 2022 alcanzaron los \$ 4.197 millones y 67,4% respectivamente.

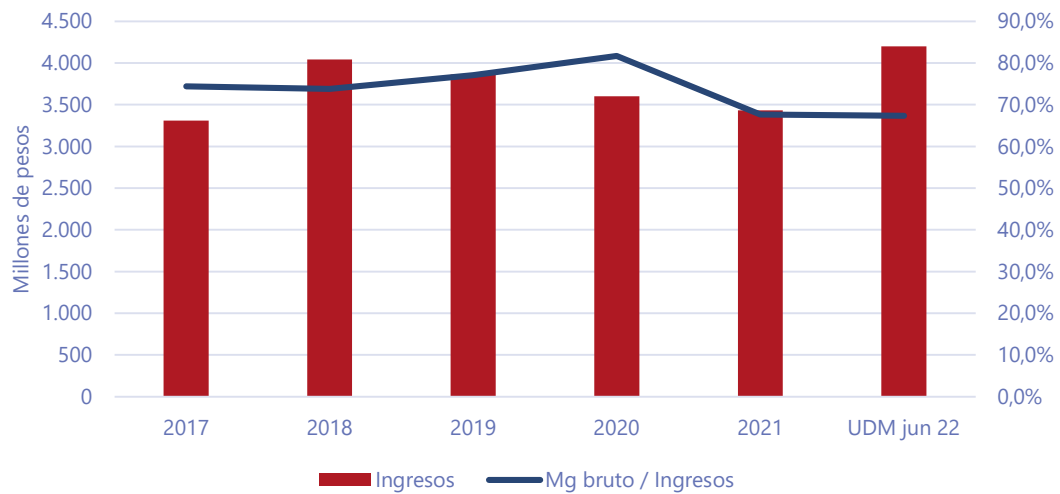


Ilustración 7: Evolución ingresos y margen sobre ingreso (2017 – UDM junio 2022)

Agroindustria

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 de 50 mil toneladas, con cuatro plantas ubicadas en San Fernando y Talca.

A junio de 2022 los ingresos anualizados de este segmento alcanzaron los \$ 7.012 millones siendo un 21,6% inferior a lo presentado a diciembre de 2021, que va en línea con la estrategia de la compañía por disminuir su participación en este negocio.

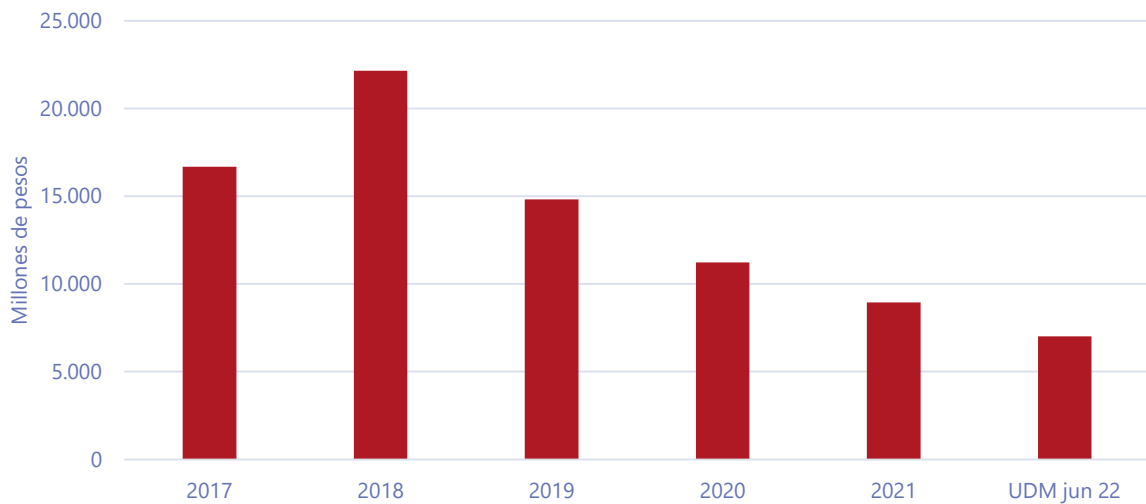


Ilustración 8: Evolución ingresos Agroindustria (2017 – UDM junio 2022)

En cuanto al indicador margen bruto sobre ingresos, durante los últimos doce meses a junio de 2022 toma un valor de 6,7% similar cifra que alcanzaba en diciembre de 2021 con un 7,1%, como se muestra en la Ilustración 9.

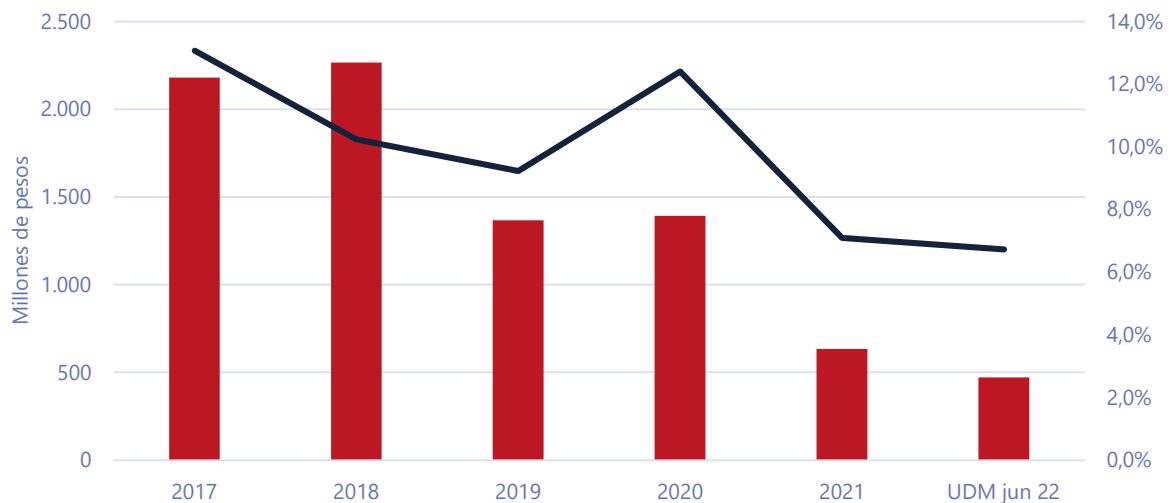


Ilustración 9: Evolución Margen bruto/ Ingreso Agroindustria (En millones de pesos, 2017 – junio 2022)

Administración y características del negocio

Concentración de 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, cultivos, pecuarios, 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.

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-, A, B+, B-, C+, C-, D y E. Según la definición de la compañía, las seis 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 al contado; 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 realiza con clientes relacionados (socios, proveedores, ejecutivos).

Cabe señalar, que desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura su cartera de clientes.

Morosidad

La distribución de la cartera morosa mayor a 30 días, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación:

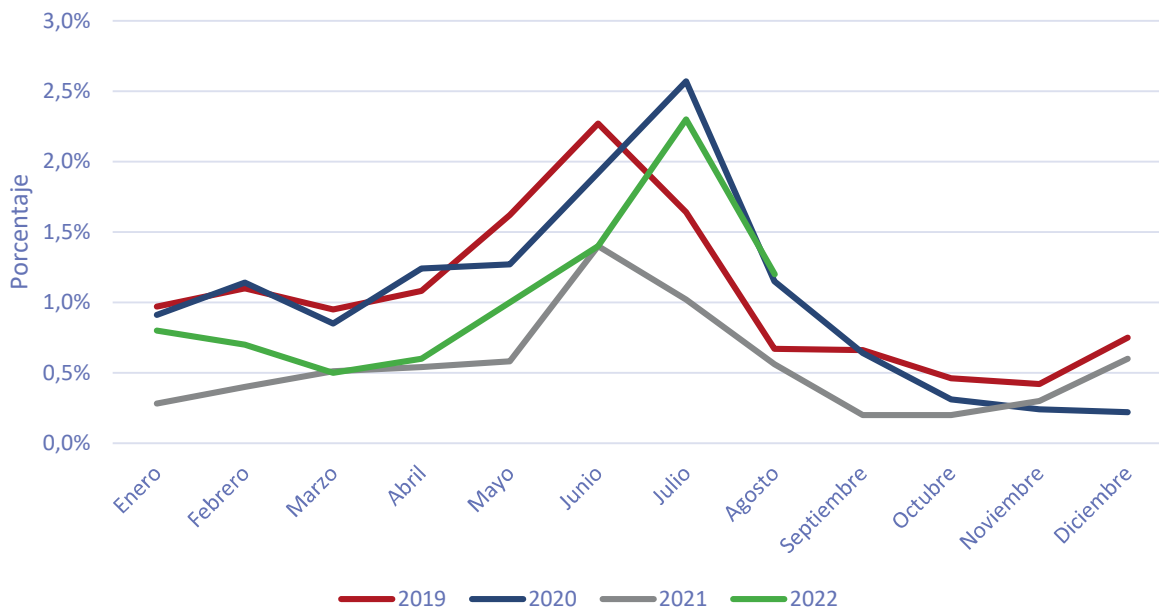


Ilustración 10: Evolución de la cartera morosa (Entre 2018 - 2019. Como porcentaje del stock de colocaciones)

Control interno

La compañía a mediados de 2012 constituyó el área de auditoría interna que reportaba al comité de auditoría conformado por altos cargos de la sociedad y de la matriz; posteriormente, a comienzo de 2018, esta unidad fue absorbida por la nueva Gerencia de Auditoría Interna del controlador, Empresas Sutil, la cual, en la actualidad, fiscaliza a todas las filiales del grupo y reporta mensualmente al comité de Auditoría del *holding*. La división está compuesta por un Gerente de Auditoría y tres auditores.

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. 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 de administración y finanzas: Se realiza mensualmente, compuesto por el Gerente de Finanzas de **Coagra**, y además participa el presidente del Directorio y el Gerente General, y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario, políticas de control e implementación para sistemas operativos y de gestión de la compañía.
- Comités comerciales: Se realizan mensualmente, compuesto por conformado por Gerente General, el presidente del Directorio y Gerente de Zona respectiva y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.

- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por dos directores 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 y Prevención de Riesgo, que lo preside el Gerente General y participa la Gerenta de Personas y el Gerente de Finanzas y un comité de logística y *supply chain*, que lo preside el Gerente General.

Análisis financiero³

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

El nivel de ingresos anualizado de la compañía ha mostrado una cierta estabilidad entre 2017 y 2020. Sin embargo, a partir de marzo de 2021 se observa una tendencia al alza, alcanzando a junio de 2022 ingresos ordinarios por \$ 242.493 millones. En cuanto a las colocaciones se ve la volatilidad que representan en los periodos analizados, principalmente explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en diciembre de 2021 colocaciones por \$ 129.417 millones (16,2% superior a 2020) y a junio de 2022 \$ 83.695 millones (54,7% superior al mismo periodo de 2020).

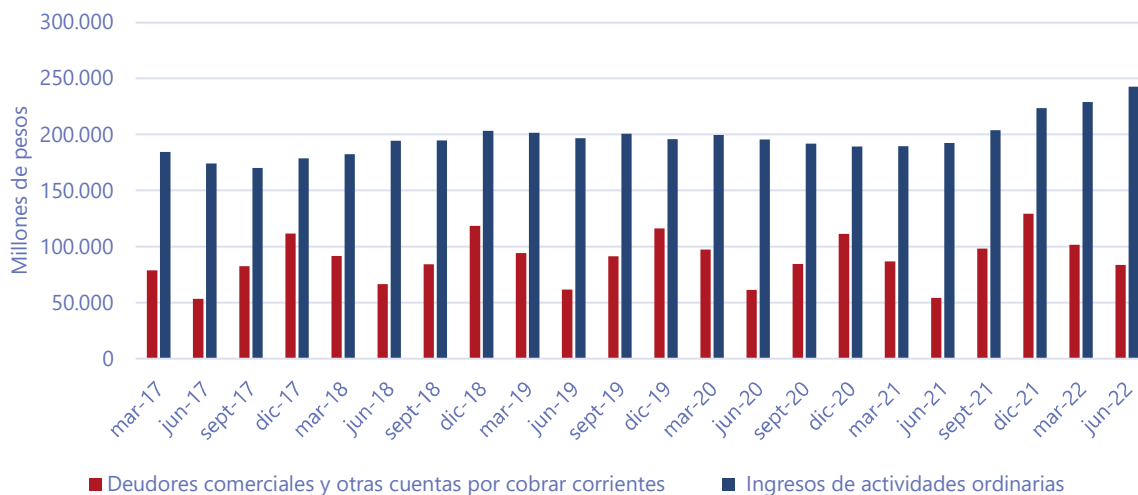


Ilustración 11: Evolución ingresos y cuentas por cobrar (2017 – junio 2022)

³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a junio de 2022.

Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra un comportamiento oscilante, marcado por la estacionalidad del negocio, sin embargo, el indicador se mantiene estable dentro de una franja que va desde las 2,8 veces y las 4,9 veces, llegando a las 4,85 veces en diciembre de 2021 y 3,47 veces en junio de 2022.

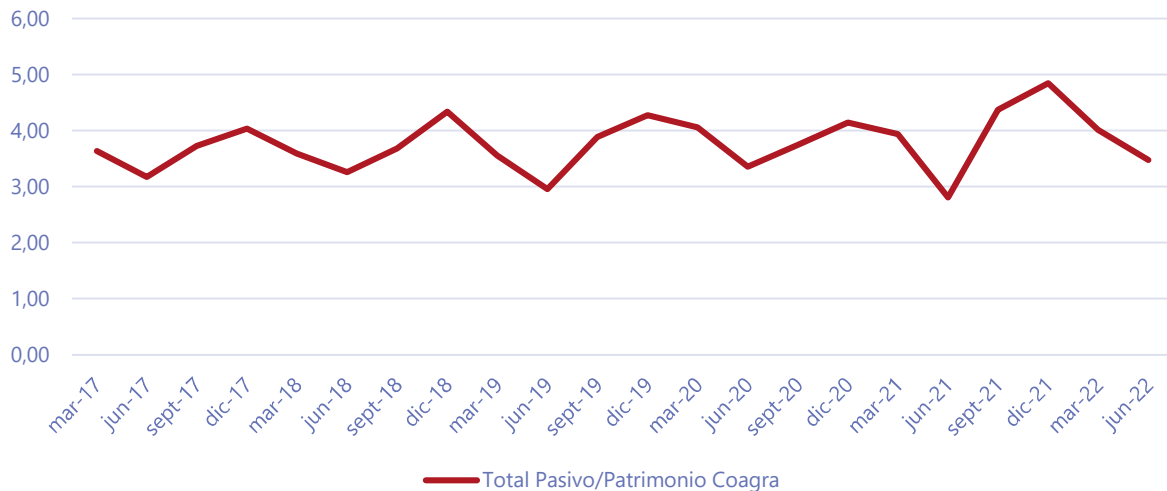


Ilustración 12: Evolución de la razón de endeudamiento (2017 – junio 2022)

Si se calcula las deudas en relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴ estimado por **Humphreys**, y aquellas se ajustan por (i) las cuentas por cobrar (negocio financiero), (ii) por parte de los inventarios y (iii) se adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores), se observa que su indicador de deuda financiera ajustado a flujo de caja de largo plazo muestra un comportamiento volátil, pero mostrando una baja en el último año, alcanzando a diciembre de 2021 las 3,3 veces, y a junio de 2022 las 3,6 veces (Ilustración 13).

En cuanto al indicador cuentas por cobrar sobre deuda financiera, como se muestra en la Ilustración 14, toma un comportamiento cambiante producto de la naturaleza de la estacionalidad del negocio, oscilando entre las 0,7 y 1,6 veces. A junio de 2022 este indicador alcanzaba 1,0 veces (a diciembre 2021 este indicador tomaba un valor de 1,5 veces).

⁴ 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.

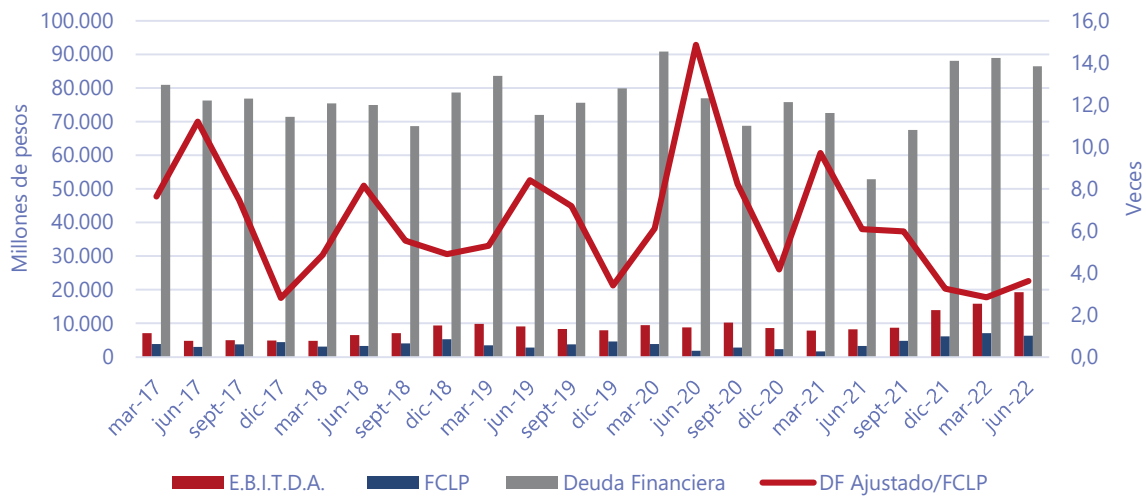


Ilustración 13: Evolución deuda financiera ajustada y FCLP (2017 – junio 2022)

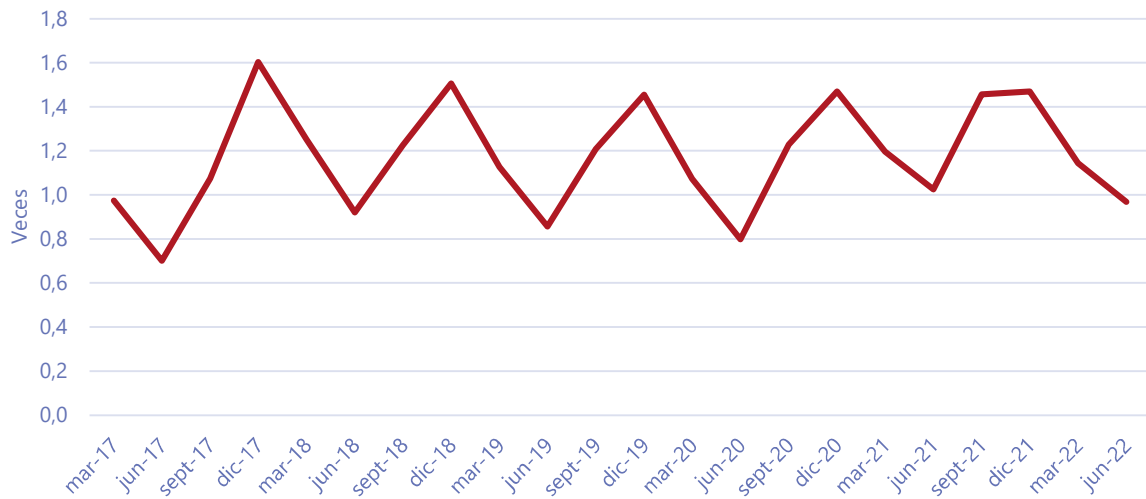


Ilustración 14: Cx/Deuda Financiera (2017 – junio 2022)

Liquidez

La liquidez de la compañía medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha presentado constantemente un indicador superior a la unidad, llegando a junio de 2022 a un valor de 1,46 veces. Cabe mencionar que en septiembre de 2020 **Coagra** realizó el pago del bono securitizado, lo que ocasionó una disminución de este indicador al cambiar la estructura de la deuda.

Lo anterior se puede apreciar en el siguiente gráfico:

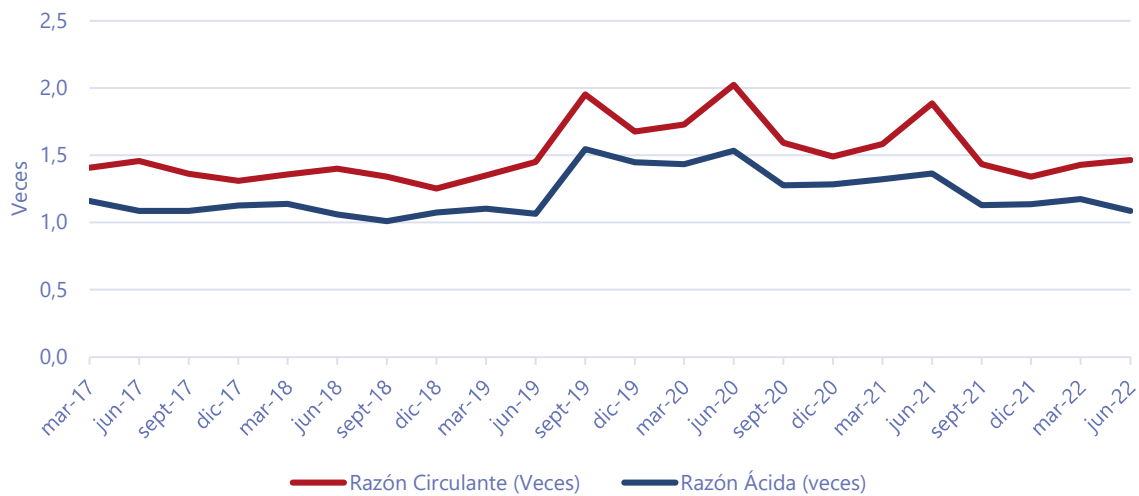


Ilustración 15: Evolución razón circulante y ácida (2017 – junio 2022)

Rentabilidad

Desde el año 2017 a la fecha, la rentabilidad del patrimonio ha presentado una volatilidad importante, principalmente por la variabilidad de los resultados de la empresa en algunos periodos. Desde marzo 2021, tanto la rentabilidad total del activo, como la rentabilidad operacional y rentabilidad del patrimonio, han mostrado una fuerte tendencia al alza, siendo esta última la con un mayor aumento a junio 2022, fecha en que llegó a 36,8%. Por su parte la rentabilidad total de activo alcanzó un valor de 8,9%, en tanto que la rentabilidad operacional un 13,1%.

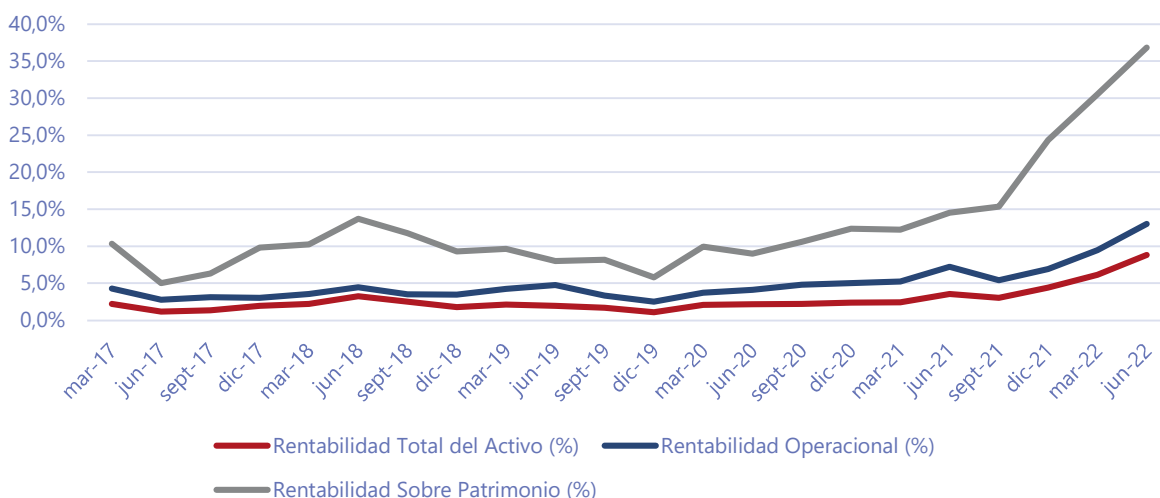


Ilustración 16: Evolución rentabilidad (2017 – junio 2022)

Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años, en donde la razón de eficiencia de la compañía a junio de 2022 es de 7,6%.



Ilustración 17: Evolución gastos de administración sobre ingresos (2017 – junio 2022)

Covenants

La serie E tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	30-jun-22
Nivel de Endeudamiento Total Consolidado	Mantener una razón de "Endeudamiento Total Consolidado" no superior a 6,0 veces sobre la base de cada FECU trimestral.	3,47
Nivel de Endeudamiento Financiero	Mantener una razón de "Endeudamiento Financiero Neto Consolidado" no superior a 4,0 veces medido sobre la base de cada FECU trimestral.	2,46
Patrimonio Mínimo	Mantener un "Patrimonio Mínimo" equivalente a 400.000 UF.	Cumple
Activos Libres de Gravámenes	Mantener "activos libres de gravámenes" por un valor de al menos 1,2 veces el monto insoluto total de endeudamiento sin garantías, considerando los activos y el "Endeudamiento" de cada FECU trimestral consolidada del Emisor.	1,5
Propiedad Directa o Indirecta	Mantener la propiedad directa o indirecta de, a lo menos, el 85% de las acciones de casa una de las filiales importantes del emisor, salvo que la filial importante sea absorbida por otra filial importante o por una sociedad que pase a detentar tal calidad producto de la fusión.	Cumple

Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	Junio 2022
Liquidez (veces)	1,17	1,17	1,17	1,16	1,17	1,18
Razón Circulante (Veces)	1,31	1,25	1,67	1,49	1,43	1,46
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,29	1,24	1,64	1,46	1,41	1,44
Razón Ácida (veces)	1,13	1,07	1,45	1,28	1,17	1,09
Rotación de Inventarios (veces)	8,13	8,20	7,85	8,36	8,94	7,33
Promedio Días de Inventarios (días)	44,91	44,52	46,47	43,67	40,81	49,82
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,60	1,71	1,69	1,70	2,25	2,90
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	228,17	212,84	216,61	214,75	162,19	125,98
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,69	2,43	2,99	3,28	4,89	6,38
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	135,54	150,11	121,95	111,13	74,63	57,23
Diferencia de Días (días)	-92,63	-62,73	-94,65	-103,62	-87,56	-68,74
Ciclo Económico (días)	-137,54	-107,25	-141,13	-147,29	-128,37	-118,56

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	Junio 2022
Endeudamiento (veces)	0,80	0,81	0,81	0,81	0,80	0,78
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,03	4,33	4,27	4,14	4,01	3,47
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	3,74	4,57	1,73	2,51	2,51	2,38
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	14,54	8,43	10,08	8,81	5,60	4,49
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,07	0,12	0,10	0,11	0,18	0,22
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,61%	50,43%	57,60%	58,75%	67,44%	71,14%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,39%	0,11%	0,43%	0,52%	0,46%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,12	1,49	0,73	1,86	5,79	7,44

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	Junio 2022
Margen Bruto (%)	13,60%	14,05%	13,46%	13,31%	14,34%	15,05%
Margen Neto (%)	1,85%	1,59%	1,01%	2,08%	4,12%	4,96%
Rotación del Activo (%)	105,39%	105,80%	114,37%	118,22%	139,00%	154,98%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,95%	1,79%	1,09%	2,38%	6,13%	8,85%
Inversión de Capital (%)	75,76%	74,65%	60,08%	50,37%	46,69%	41,98%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	5,38	6,25	3,30	4,18	5,66	6,10
Rentabilidad Operacional (%)	2,27%	4,59%	3,67%	4,51%	10,28%	14,82%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	9,81%	9,29%	5,79%	12,39%	30,51%	36,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	85,69%	85,34%	85,80%	85,95%	85,15%	84,49%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	86,40%	85,95%	86,54%	86,69%	85,66%	84,95%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	11,56%	10,06%	10,15%	9,50%	7,92%	7,57%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	10,80%	23,24%	18,96%	22,67%	47,54%	55,52%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,75%	4,59%	4,05%	4,55%	6,93%	7,94%

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."