



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

Analista
Ignacio Peñaloza F.
Tel. (56-2) 2433 5200
ignacio.penalozahumphreys.cl

Coagra S.A.

Octubre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	BBB
Tendencia	Estable
EEFF base	30 junio 2013

Antecedentes de los instrumentos	
Línea de bonos	Nº inscripción 613 de 08.10.09
Serie C	Inscrita y no colocada
Serie D	Segunda emisión

Estado de resultados consolidado				
En miles de \$ de jun-2013	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Ingresos de explotación	55.306.270	77.665.628	107.297.535	78.333.640
Costos de explotación (menos)	-49.729.169	-68.399.043	-92.936.676	-68.539.026
Gastos de administración y ventas (menos)	-6.652.973	-6.690.777	-7.721.344	-7.735.598
Resultado de explotación	-1.075.872	2.575.807	6.639.515	2.059.017
Resultado fuera de explotación	-692.746	-1.083.403	-3.947.805	-240.574
Utilidad (pérdida) del ejercicio	-1.556.854	1.103.828	2.356.209	1.564.206

Estado de resultados consolidado				
En miles de \$ de jun-13	01-01-2010 31-12-2010	01-01-2011 31-12-2011	01-01-2012 30-12-2012	01-01-2013 30-06-2013
Ingresos de actividades ordinarias	76.982.058	100.688.574	126.764.676	56.695.391
Costo de ventas (menos)	-68.458.353	-88.442.580	-112.143.191	-49.574.086
Ganancia bruta	8.523.705	12.245.994	14.621.484	7.121.305
Otros ingresos, por función	2.010.100	247.606	172.545	64.542
Gasto de administración y costo de distr.	-7.142.093	-8.498.505	-11.651.802	-5.879.109
Otros gastos, por función	-1.488.658	-172.815	-143.370	-209.947
Ingresos financieros	517.676	308.244	748.891	366.772
Costos financieros	-902.940	-1.721.617	-2.238.447	-778.603
Diferencias de cambio	252.286	-662.906	143.810	-123.191
Ganancia (pérdida)	1.385.847	1.613.271	1.313.412	-61.444

Estado de situación financiera clasificado consolidado

En miles de \$ de jun-13	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13
Total activos corrientes	43.997.067	45.243.976	63.824.119	78.592.699	61.633.274
Total activos no corrientes	15.834.247	15.585.168	22.871.932	27.235.905	31.252.218
Total activos	59.831.315	60.829.145	86.696.051	105.828.604	92.885.492
Total pasivos corrientes	38.393.427	37.926.353	43.783.779	61.831.587	46.614.076
Total pasivos no corrientes	3.369.581	3.454.562	23.084.486	23.136.287	26.273.538
Total patrimonio	18.068.307	19.448.229	19.827.786	20.860.730	19.997.878
Total pasivos y patrimonio	59.831.315	60.829.145	86.696.051	105.828.604	92.885.492

Opinión

Fundamento de la clasificación

Coagra S.A. es un distribuidor de insumos y servicios para el sector agrícola: fertilizantes, fitosanitarios, semillas, maquinaria, combustible y ferretería. 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 2012 la empresa presentó ingresos anuales consolidados por US\$ 262 millones (US\$ 186 millones durante 2011) y generó un EBITDA de US\$ 9.5 millones (US\$ 9,7 millones durante 2011). A diciembre de 2012 el 58% de sus activos se encontraban invertidos en deudores por venta y documentos por cobrar, los cuales sumaban US\$ 129 millones. A junio de 2013, el pasivo financiero y patrimonio de la sociedad ascendían a US\$ 87,8 millones y US\$ 39.4 millones, respectivamente, los cuales financiaban activos por US\$ 183.2 millones. La empresa cuenta con una cartera cercana a los 13 mil clientes, atendidos por medio de catorce sucursales, repartidas entre la V y IX región.

La clasificación de línea de bonos y de los títulos de deuda de **Coagra** en "*Categoría BBB*", se fundamenta, principalmente, en el tipo de modelo de negocio que ha desarrollado, al constituirse como un importante proveedor de insumos y de financiamiento del sector agrícola. En este sentido, destacan la existencia de una amplia base clientes y la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones), aspectos que permiten diversificar el riesgo crediticio y facilitan el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores.

Complementariamente, se reconoce como elementos positivos el apoyo y experiencia del accionista controlador, Empresas Sutil S.A., conglomerado con trayectoria en el sector agrícola, y la adecuada

cobertura de las operaciones del emisor, con fuerte presencia en aquellas zonas que representan mayoritariamente la superficie cultivada y sembrada en Chile.

La categoría asignada también incorpora como elementos positivos la existencia de un adecuado volumen de colocaciones en relación con las obligaciones financieras de corto plazo y la tenencia de un *stock* de inventarios bajo para una empresa que intermedia productos. Igualmente se valora el hecho de que el riesgo crediticio se ha mitigado mediante la contratación de una póliza de seguro de créditos.

Desde otra perspectiva, y considerando lo relevante del negocio crediticio, la clasificación se ve acotada por la moderada escala de operación que presenta la compañía (las colocaciones, medidas al mes de diciembre, estuvieron en torno a los US\$ 128.6 millones, superando a los US\$ 97¹ millones de diciembre de 2011), 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.

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 elevada concentración existente en la zona sur (66% a 2012), situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria. Sin perjuicio de ello, aunque en forma limitada, se espera que esta concentración se reduzca al incrementar su presencia en otras regiones, tanto del sur como del norte, a la vez que 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 esta área de negocio implícito en su actividad comercial, reconociendo que es intensiva en capital de trabajo. En ese sentido, no es ajena a la clasificación la estructura de financiamiento con el público, mediante un *bullet* a cinco años, cobrando relevancia la capacidad del emisor para refinanciar sus pasivos en el mediano plazo (sujeto a las condiciones del entorno a esa fecha)². Con todo, se reconocen como atenuantes el funcionamiento de comités de directores periódicos y mecanismos para controlar los riesgos (*hedges*) y niveles de morosidad de su cartera de clientes similares al estándar observado en el mercado. Por otro lado, se valora la reciente constitución de un área de auditoría la cual se encuentra en proceso de cumplimiento de un plan anual; unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos, por lo que se espera que se consoliden los resultados e integren a la cultura organizacional.

¹ Cabe señalar que el nivel de facturación anual es mayor.

² Según la información entregada por la empresa, actualmente **Coagra** cuenta con líneas en los bancos para hacer frente a un potencial refinanciamiento de pasivos. Adicionalmente el equipo financiero está evaluando alternativas para refinanciar el pasivo a largo plazo.

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. En ese sentido, el desafío de la sociedad es aumentar la diversificación de sus fuentes de financiamiento y reducir su costo de fondeo.

La metodología y criterio de clasificación de *Humphreys*, en lo que respecta a empresas que participan del negocio crediticio, da especial relevancia a la existencia de controles internos independientes, con elevado *status* dentro de su organización y con recursos suficientes para desarrollar las actividades que les son propias. En opinión de la clasificadora, el crecimiento de las colocaciones y, en general, de la complejidad del negocio, debiera llevar a futuro a alcanzar los estándares que se observan en esta materia en el sector financiero, en especial para la adecuada gestión de los riesgos operativos.

En el mismo sentido, se espera que la organización mejore sus niveles de eficiencia, medidos como gastos de administración sobre ingresos, por cuanto si bien no son incompatibles con el negocio de distribución, son menos eficientes que la competencia directa, situación que les resta competitividad en el largo plazo.

La tendencia de clasificación se califica en "Estable"³, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, en lo más inmediato, 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 y si los mejores niveles de rentabilidad recientemente obtenidos se estabilizan en el tiempo. Asimismo, repercutiría positivamente en la clasificación si la empresa disminuye la importancia relativa de la zona sur en relación con el total de ingresos y de deudores y, a la vez, mejora los niveles de eficiencia.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la compañía mantenga un nivel de endeudamiento controlado, es decir, que no se presenten alzas importantes de los niveles actualmente mostrados, comparativamente acotado con respecto a su industria y no se deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar.

³ Corresponde a aquellas clasificaciones que presentan una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevado conocimiento del mercado objetivo.

Fortalezas complementarias

- Cartera de crédito atomizada.
- Buena capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Moderada escala de operación (riesgo difícil de evitar dada la estructura del mercado).
- Alta concentración geográfica de sus ingresos (riesgo difícil de evitar, dada la estructura del mercado).
- Riesgos propios del negocio financiero y del sector agrícola (el primero susceptible de atenuar; el segundo inherente al giro, pero atenuado por la existencia de seguros de créditos a las cuentas por cobrar).

Riesgos improbables en el corto plazo

- Consolidación de clientes y consecuente aumento en el poder de negociación.
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento.
- Exposición a entrada de nuevos operadores.

Hechos recientes

Durante el primer semestre de 2013 la empresa generó ingresos ordinarios consolidados por US\$ 112 millones, lo que representó un incremento de 25% respecto a igual período del año pasado. En el mismo tiempo los costos de explotación alcanzaron un monto de US\$ 98 millones, lo que significó un crecimiento de 21% en relación con los seis primeros meses del año 2012.

Los gastos de administración y venta y costos de distribución sumaron US\$ 11.6 millones durante el primer semestre de 2013, lo que implicó un crecimiento de 26% a los registrados el primer semestre del año anterior. La pérdida del ejercicio alcanzó a US\$ 0.1 millones, mucho más favorable que la pérdida por US\$ 1.9 millones, registrada en el mismo período del año anterior.

Durante el periodo 2012, Coagra S.A obtuvo el poder de dirigir las políticas financieras y operación de Todoagro S.A., con el fin de obtener beneficios de sus actividades.

Definición categoría de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Oportunidades y fortalezas

Cobertura geográfica: El área de operación de la compañía abarca el 80% 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.

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 a junio de 2013.

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 para ser comercializada a modo de abono o directamente hacer el pago). Además, se reconoce que alrededor del 90% de las ventas corresponden a clientes con larga trayectoria con la compañía.

Apoyo y experiencia del controlador: El accionista controlador, Empresas Sutil S.A., es un conglomerado con experiencia en el sector agrícola y ha llevado a cabo una serie de procesos y mejoramientos desde la toma de control de **Coagra** S.A. (año 2006), lo que se ha traducido en un mejoramiento de gestión de inventarios, mejoras en el gobierno corporativo y sistematización de operaciones, entre otros.

Controles internos: La empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna. Destaca el comité de crédito, que se realiza semanalmente el cual analiza y aprueba líneas de crédito, cambios en condiciones, prórrogas y situaciones de mora y cobranza. A esto se añaden los comités de administración, comercial y financiero, de realización mensual. Esta nueva unidad, en la medida que se acople al funcionamiento de la compañía, podrá mitigar de forma importante riesgos en la operación de la empresa.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: La compañía presenta una moderada escala de operación, con colocaciones del orden de los US\$ 128⁴ millones en su *peak* de 2012 (cuarto trimestre), pero que, producto de la estacionalidad del negocio, puede disminuir a US\$ 80 millones (valor de las colocaciones a junio de 2013), situación que reduce el acceso a economías de escala (los gastos y costos representan del orden del 90% de los ingresos, según datos a junio de 2013). 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.

Alta concentración geográfica de sus ingresos: La Zona Sur concentró el 66% de la venta generados en el año móvil de julio 2012 a junio 2013 (Regiones VII, VIII, IX), los que corresponden a insumos, agroindustria y financiamiento. Esta situación es connatural al negocio por la concentración de las superficies cultivables del país. En todo caso, se estima que la importancia de cada región iría en descenso con el plan de expansión de la compañía. De igual forma, se incorpora la correlación de su negocio con el comportamiento del sector agrícola.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa del sector agrícola, considerado de elevado riesgo, como proveedor y acreedor. El riesgo agrícola, directa o indirectamente, se traspa 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 por el pago de los servicios e insumos entregados 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. Pero cabe señalar que a junio de 2013 el porcentaje provisionado de la cartera, es un 2.6%. Los impagos siniestrados son liquidados y pagados por el seguro contratado con la Compañía de Seguros Continental, a los 180 días, a razón de un 85 % los clientes nominados y 70% los innominados. Este año 2013 han habido \$133.265 en siniestros, lo que representa el 0,41% de la cartera.

En opinión de *Humphreys*, la actividad crediticia es un elemento relevante en el modelo de negocios de **Coagra S.A.**, por lo cual se enfrenta al desafío diversificar sus alternativas de financiamiento, manteniendo su acceso al sistema financiero. En esta dimensión se considera que la empresa financia el 16% de sus

⁴ Es importante señalar que la facturación anual es mayor. A diciembre de 2012 los ingresos por actividades ordinarias fueron de US\$ 262 millones.

activos (según datos de junio de 2013) a través de un bono *bullet* a cinco años (vencimiento en 2016), existiendo un riesgo asociado a la incertidumbre sobre las condiciones que afectarán el refinanciamiento de dichos activos⁵. De forma conjunta, se incorpora el desafío de lograr una reducción en su costo.

Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento: Dado que una de las principales fortalezas del negocio radica en la capacidad de la empresa para otorgar créditos o líneas de operación en la obtención de insumos a sus clientes, la sociedad podría ver debilitada su posición competitiva en la medida que estos pudiesen incrementar de alguna forma su acceso a fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, instalación de bancos especialistas y/o la bolsa agrícola. Si bien se reconoce que no es una situación de amenaza en el corto plazo, se enmarca como un riesgo de mediano y largo plazo.

Exposición a entrada de nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución, de las altas inversiones y de las utilidades poco atractivas, podrían ingresar nuevos partícipes amenazantes de la posición actual, ya sea directamente o por medio de adquisiciones de empresas ya existentes. Con todo, en la actualidad ya se observa una consolidación del mercado en pocos actores, del cual **Coagra S.A.** es parte.

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

Antecedentes generales

Coagra S.A. fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O´Higgins, que operaban en la VI región. En 1996 la sociedad fue inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros. Actualmente cuenta con presencia entre la Región Metropolitana y la IX Región, con una red de catorce sucursales y cinco plantas de silos.

⁵ Según la información entregada por la empresa, actualmente Coagra cuenta con líneas en los bancos para hacer frente a un potencial refinanciamiento de pasivos. Adicionalmente el equipo financiero está evaluado alternativas para refinanciar el pasivo a largo plazo.

Propiedad y administración

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

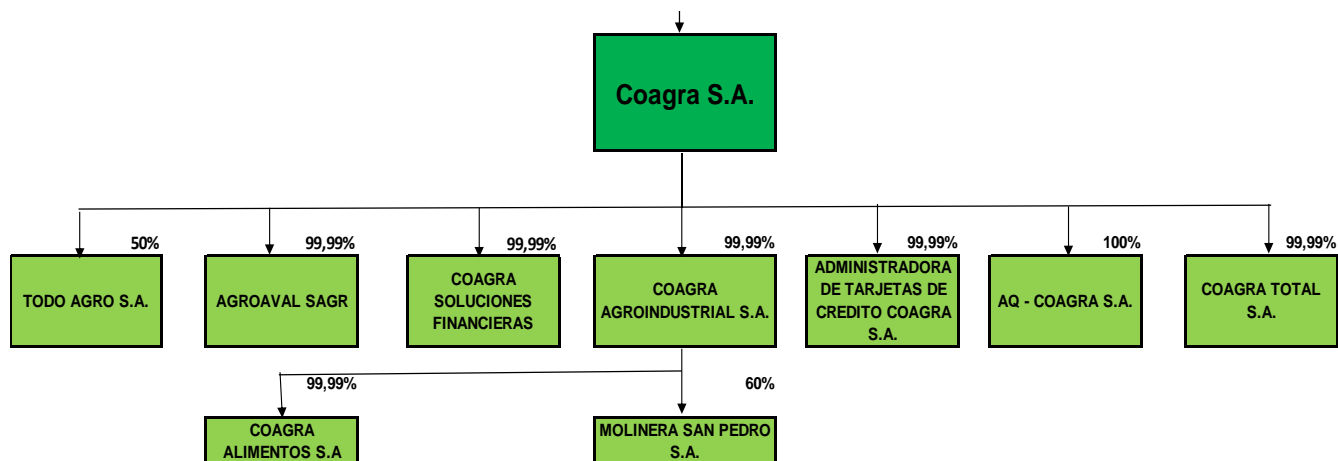
Nombre	Cargo
Juan Sutil	Presidente del directorio
Edmundo Ruiz	Vicepresidente de directorio
Hernán Garcés	Director
Luis Larraín	Director
César Barros	Director
Jorge Correa	Director
Alejandro Quesney	Director

Los niveles ejecutivos de la compañía son:

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

Negocio y estrategia

Descripción de **Coagra S.A.** y filiales:



Coagra Agroindustrial S.A. fue constituida en enero de 2005 y su foco es la prestación de servicios agroindustriales a los productores de granos. Principalmente, secado, guarda y comercialización de estos productos.

Coagra Total S.A. fue constituida en junio de 2000 y su objeto es la prestación a personas naturales o jurídicas, de todo tipo de servicios, materiales y/o inmateriales y, en especial, la prestación de servicios computacionales y cualquiera otros destinados a la puesta en marcha y/o mantención de sistemas de financiamiento para la adquisición de todo tipo de bienes, la obtención y otorgamiento de créditos a corto y/o largo plazo y la ejecución de todas las operaciones, negocios y actos necesarios o conducentes a la realización del objeto social, o que se relacionen directa o indirectamente con él y, además, emprender cualquier otro negocio que la sociedad acuerde.

Coagra Alimentos S.A. fue constituida en marzo de 2007 y su objeto es la compra, venta, comercialización, industrialización, importación, exportación, corretaje, acopio, secado y almacenaje, de todo tipo de granos, semillas, productos vegetales, frutales y animales y sus subproductos industriales, por cuenta propia o ajena, entre otros.

Administradora de Tarjetas de Crédito Coagra S.A. fue constituida el 21 de junio de 2000 y es la sociedad que gestiona la cobranza judicial y la comunicación corporativa de toda la compañía.

Agroaval S.A.G.R fue constituida en octubre de 2010 y tiene como principal objeto otorgar garantías personales a los acreedores de sus beneficiarios, además de prestar asesoramiento técnico, económico, legal y financiero a sus clientes.

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

AQ Coagra S.A.⁶ fue constituida en febrero de 2007 y se dedica a la venta de maquinarias, equipos, repuestos, ferretería e insumos agrícolas, destrucción de plagas, pulverizaciones y fumigaciones aéreas, ventas de plantas, venta de motocicletas y servicios, producción y servicios de almácigos e importación de semillas.

Todoagro S.A. fue constituida el 6 de febrero de 1996. Se ubica en la X región y se dedica a la comercialización y explotación de insumos relacionados a la actividad silvoagropecuaria, así como a la representación y asesoramiento de empresas dedicadas.

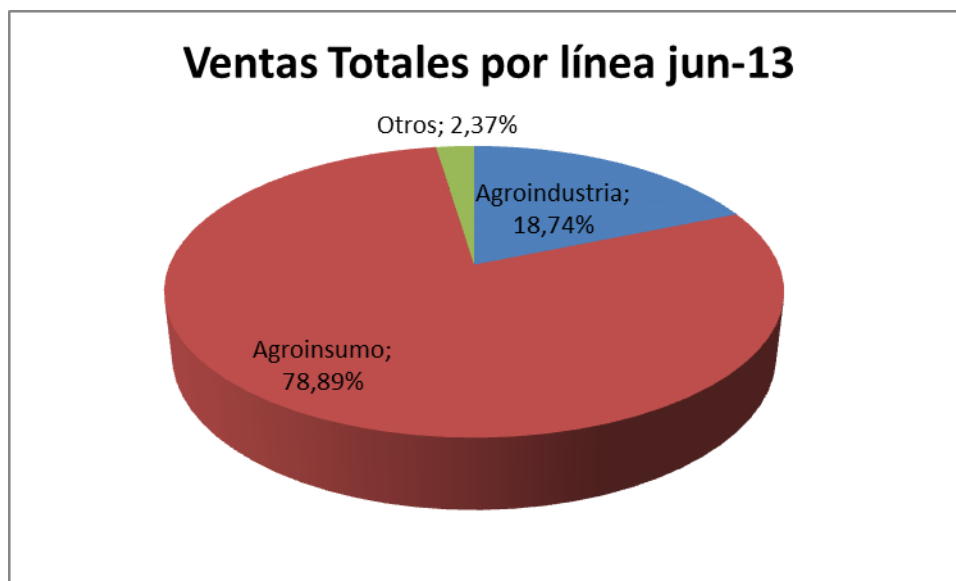
Líneas de negocio

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de insumos, como fertilizantes, fitosanitarios y semillas, que aportó un 78,9% de las ventas de en el año móvil que va de julio 2012 a junio 2013. Su segunda fuente de ingresos en la comercialización y almacenamiento de granos, incluye los servicios de plantas de silo, con el 18,7% de las ventas en el mismo período.

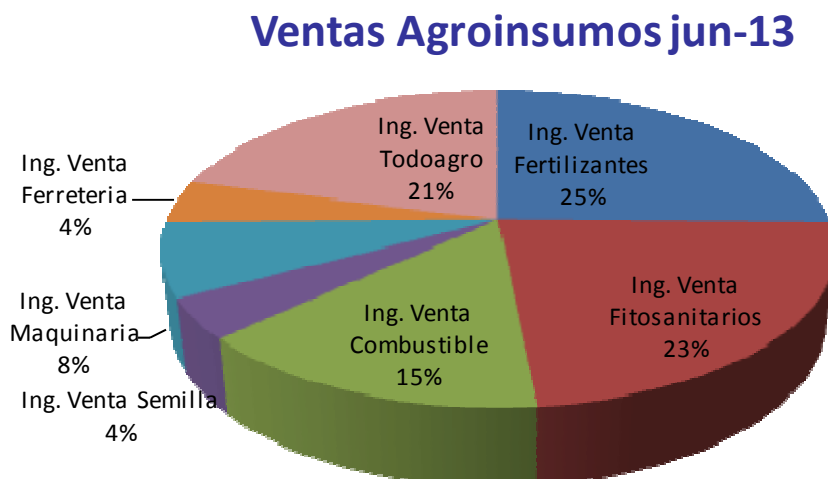
Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que da sentido a sus operaciones, ya que la empresa otorga un extenso plazo pago a sus clientes, del orden de 240 días para cultivos anuales y de 120 días para la producción de fruta, vitivinicultura y otros cultivos. Reflejo de ello es que según datos a junio de 2013, los deudores comerciales representaban el 66% del activo corriente y un 43% 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 colocaciones son efectuadas a través de la empresa matriz, Coagra S.A., y de la filial Coagra Total S.A. Esta última administra la "tarjeta de crédito", que corresponde a una línea de crédito para la compra de productos en **Coagra**.

⁶ Coagra S.A. posee el 100% de la propiedad de AQ Coagra S.A.



Dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes a junio de 2013, concentrando en conjunto el 48% del total (sólo teniendo en cuenta el período enero-junio 2013).



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 permitirá competir en el segmento de las garantías recíprocas o afianzamiento y Coagra Soluciones Financieras S.A. en *factoring*, *leasing*, y otros servicios financieros.

Segmento agroinsumos

Comercialización de fertilizantes: Esta línea de negocios aporta aproximadamente el 25% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**. Se estima que la participación de mercado de la compañía en este sector oscila en torno al 15% a nivel nacional. En el que participan tanto productores e importadores como distribuidores independientes.

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

Comercialización de productos fitosanitarios: Esta línea de negocios representa el 23% de los ingresos por ventas de agroinsumos de **Coagra**. También tiene el 15% de participación a nivel nacional.

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

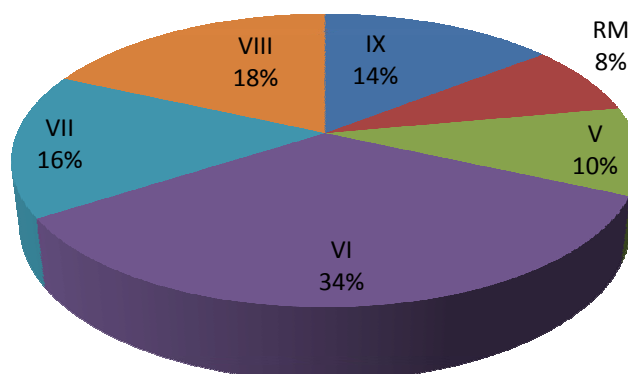
Comercialización de semillas: **Coagra** es líder en el mercado nacional de comercialización y distribución de semillas de maíz con cerca del 30% de participación, la que representa el 29% de sus ingresos, mientras que el trigo representa el 3% y la venta de otras semillas corresponde al 2,5% del total de ingresos y el 4% del total de ingresos provistos por agroinsumos.

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

Comercialización de maquinaria, repuestos, ferretería y petróleo: **Coagra** comercializa maquinaria y equipos agrícolas, con una participación de mercado cercana a 20%, según estimaciones de la empresa. El negocio está orientado a la venta de tractores nuevos y usados, implementos, piezas y repuestos y herramientas de ferretería, actuando exclusivamente como distribuidor, a diferencia de algunos de sus competidores, que operan como consignadores y/o comercializadores. A partir del año 2011 comercializan, además, petróleo, por lo que los ingresos por maquinaria, repuestos y petróleo representan cerca del 16% del total de ingresos de la compañía

Los principales proveedores de la compañía son: Gerdau Aza y Valtra (con representación exclusiva), y en petróleo, su principal proveedor es Enap Chile.

Ingresos por Punto de Venta por región-30-jun-13



Las ventas por área geográfica del negocio de agroinsumos se concentran en la zona sur principalmente (64% de las ventas en el año móvil julio 2012-junio 2013), Seguido por las ventas en la zona central que representan un 34% del total de ventas de agroinsumos.

Segmento agroindustrial

La compañía, a través de la filial Coagra Agroindustrial S.A., ofrece a los agricultores los servicios de acopio, guarda, secado y comercialización de granos, para lo cual cuenta con una capacidad instalada de 210 mil toneladas, con cinco plantas ubicadas en: San Francisco de Mostazal, Rosario, San Fernando, Talca y Chillán. En el último año, a junio de 2013, esta línea de negocios generó el 19% de los ingresos operacionales consolidados de **Coagra**.

Negocio financiero

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa participa directamente en la actividad financiera a través de Agroaval y Coagra SF, presentando en el año móvil a junio de 2013, ingresos en el segmento operativo de financiamiento (*factoring, leasing* y asesoría financiera al segmento agrícola) por \$ 3.195 millones.

Clientes

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

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

Antecedentes de mercado

El mercado objetivo está constituido por agricultores y empresas agrícolas que requieren de diversos tipos de insumos para la explotación de sus actividades agrícolas.

La competencia se puede agrupar en cuatro categorías: cadenas nacionales de distribución, cadenas regionales de distribución, distribuidores locales y fabricantes con distribución directa⁷. A continuación se señalan los principales participantes de cada una de éstas y sus principales características.

	Cobertura			Integralidad			Gestión		
	Nacional	Regional	Local	Completa	Parcial	Especialista	Prof. e Ind.	Cooperativa	Emp. Unip.
Copeval	X			x			x		
Coagra	X			x			x		
Tattersall	X				x		x		
Martínez y Valdivieso		x				x	x		
GTM		x				x			X
Bramell		x				x			X
Cals		x		x				x	
Bioleche		x		x				x	
Cooprinsem		x		x				x	
Reyes y Cía.			x			x			X
Bigdo			x		x				X

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.

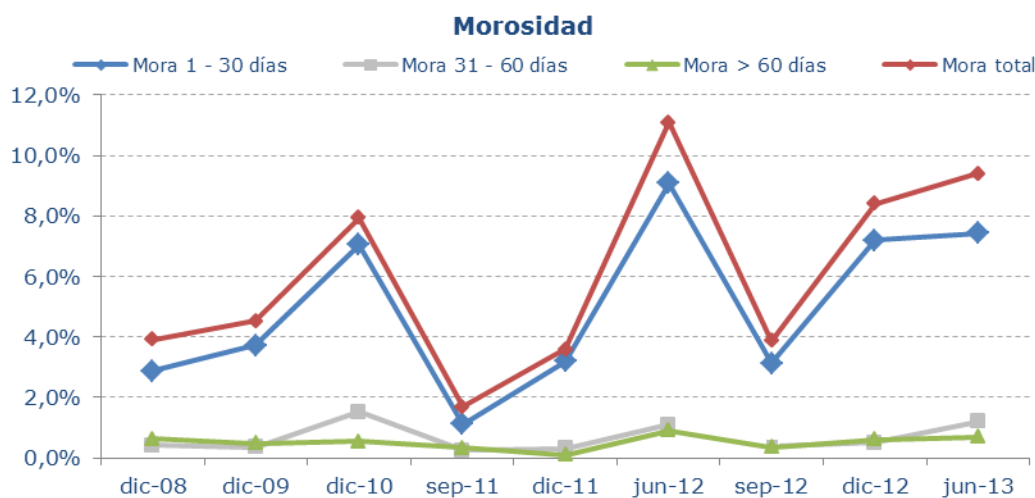
La categoría C representa clientes con irregular comportamiento anterior y/o patrimonio ajustado; la categoría D corresponde a clientes con mal comportamiento anterior, con problemas comerciales internos o en el sistema financiero, a los cuales solo se puede vender en efectivo, y la categoría E corresponde a clientes nuevos, los cuales no han sido sujeto a análisis, no contando con líneas asignadas.

⁷ Prodalam (Inchalam) y Anagra.

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

Al 30 de junio de 2013, el deterioro de deudores comerciales es de \$862.361, representado por todos aquellos créditos con mora mayor a 90 días. La distribución de la cartera morosa, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se presenta a continuación:



Se puede observar un fuerte aumento de la mora a partir de septiembre de 2011 como consecuencia de la integración de las carteras de nuevos negocios, las que no presentaban el mismo comportamiento, pero ya al comparar la mora de junio de 2012 y 2013 se nota una estabilización, reduciéndose la mora más corta, y la mora relevante (de sobre 30 días) se mantiene en un nivel considerado bajo (1,9% de las colocaciones).

Controles internos

A junio de 2013 la compañía cuenta con una unidad de contraloría creada a mediados de 2012, la cual junto con las labores de auditoría y contraloría interna, ha desarrollado perfiles de la empresa a través del uso de matrices de riesgo. Además, ha creado un plan de auditoría en el cual se van revisando los cumplimientos mes a mes por tres directores, el auditor y la contralora. Se espera auditar 170 procesos que fueron levantados de manera externa, en un presupuesto de 30 meses. Actualizó el manual de manejo de conflictos, así como creó manuales de conducta e implementó canales de denuncias para cualquier circunstancia que lo amerite.

También la compañía cuenta con instancias de control por medio de comités que se realizan periódicamente, presididos por miembros del directorio, cuyos temas relevantes quedan establecidos mediante actas que

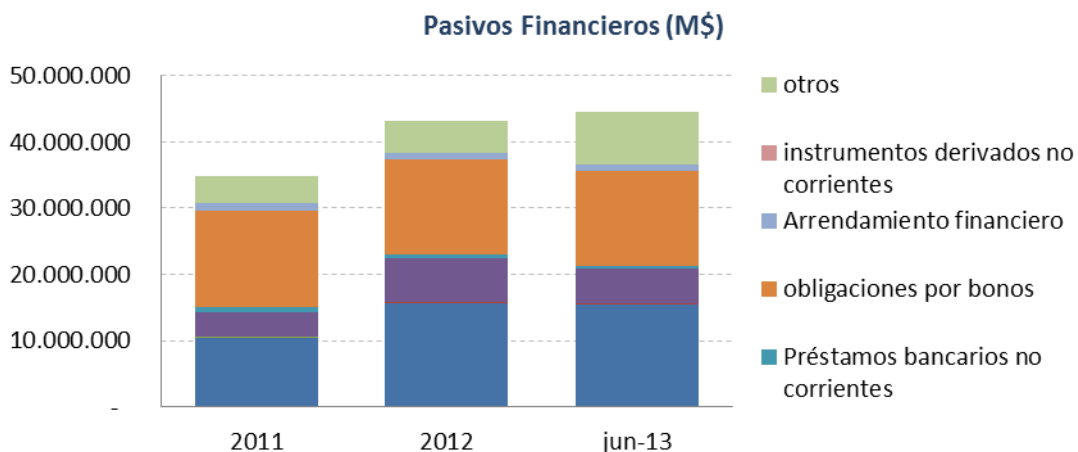
pueden ser revisados posteriormente. Se han establecido puntos críticos de control con fecha de revisión I (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

Las principales características de cada comité, son las siguientes:

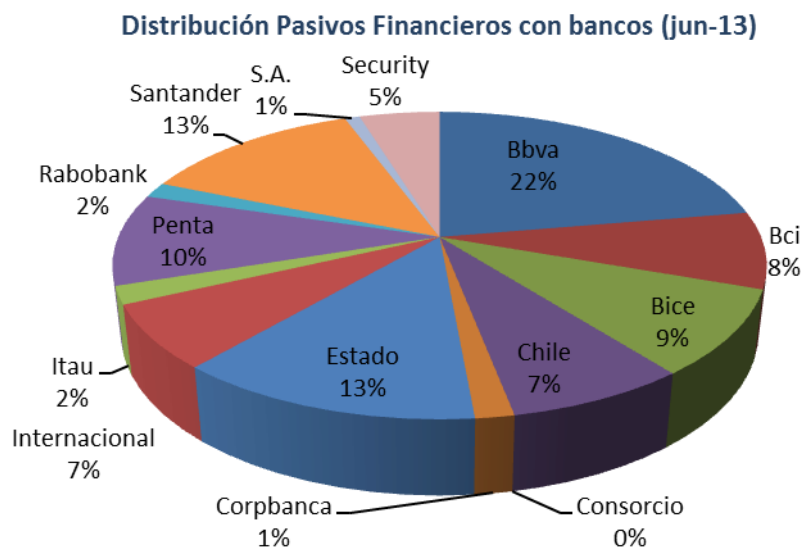
- Comité financiero: Se realiza mensualmente, es presidido por Edmundo Ruiz (vicepresidente del directorio) y su objeto es definir las políticas y estrategias de financiamiento, revisión de posición de liquidez y coberturas de riesgo financiero y cambiario.
- Comité comercial: Se realiza mensualmente, es presidido por Max Donoso y su objetivo es definir las políticas y estrategias comerciales.
- Comité de administración y sistemas: Se realiza mensualmente, es presidido por José Larraín (director) y su objeto es definir las políticas de control e implementación para los sistemas operativos y de gestión de la compañía.
- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por Jorge Correa (director) y/o José Larraín (director), cuyo objetivo es analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.
- Además existe un comité de recursos humanos.

Estructura de financiamiento

A junio de 2013 la empresa presentaba activos por US\$ 183 millones, lo cuales se financiaban principalmente con deuda a corto plazo de proveedores (US\$ 48 millones), patrimonio (US\$ 39,5 millones), bonos (US\$ 28,5 millones) y con bancos (US\$ 31 millones). Un cambio en la estructura de financiamiento respecto de diciembre de 2010 se dio debido a la emisión de un bono corporativo (según escritura pública de fecha 29 de abril de 2011) por UF 650.000 equivalentes a \$ 14.000 millones, con estructura *bullet*, plazo de cinco años y tasa cámara más 2,5%. La emisión de deuda pública, implicó la reducción de la deuda con proveedores y con bancos, ambas obligaciones corrientes, aumentando la importancia relativa de los pasivos no corrientes. Al 30 de junio la compañía cumplía con todas las obligaciones financieras acordadas en el contrato de emisión de bonos.



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

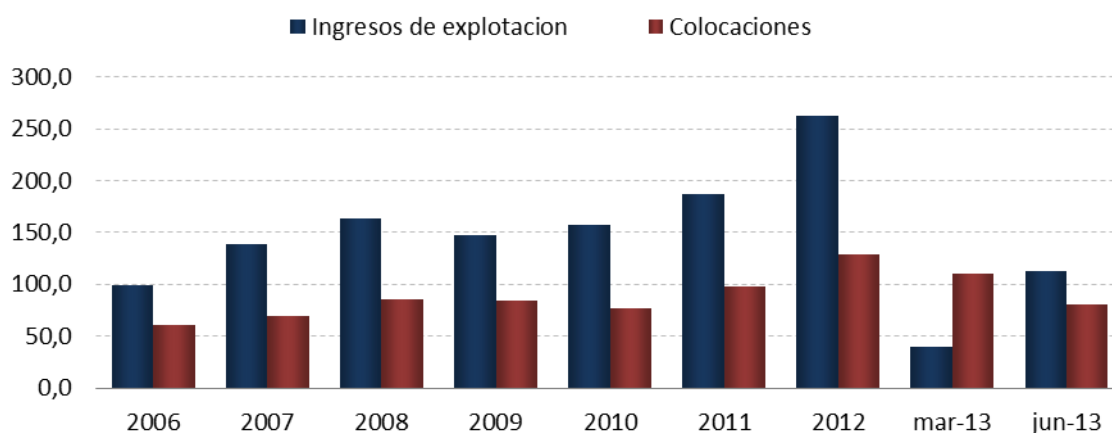


Análisis financiero

Evolución de los ingresos y colocaciones⁸

Los ingresos de operación y las colocaciones presentaron un crecimiento importante en los años 2007 y 2008, derivado de un mayor esfuerzo comercial y de la consolidación de las sucursales, entre otras acciones asociadas a la reestructuración del negocio con posterioridad a la toma de control por parte del grupo Sutil. El 2009 se observó el efecto de la caída que experimentaron los precios de algunos agroinsumos y granos respecto al año anterior como consecuencia de la crisis *subprime* y de otros eventos que afectaron al sector agrícola. A diciembre de 2012 la empresa acumuló ingresos ordinarios por US\$ 262 millones (40% por sobre los ingresos acumulados a diciembre de 2011). A la fecha la empresa posee ingresos por US\$ 112,4 millones (sólo primer semestre).

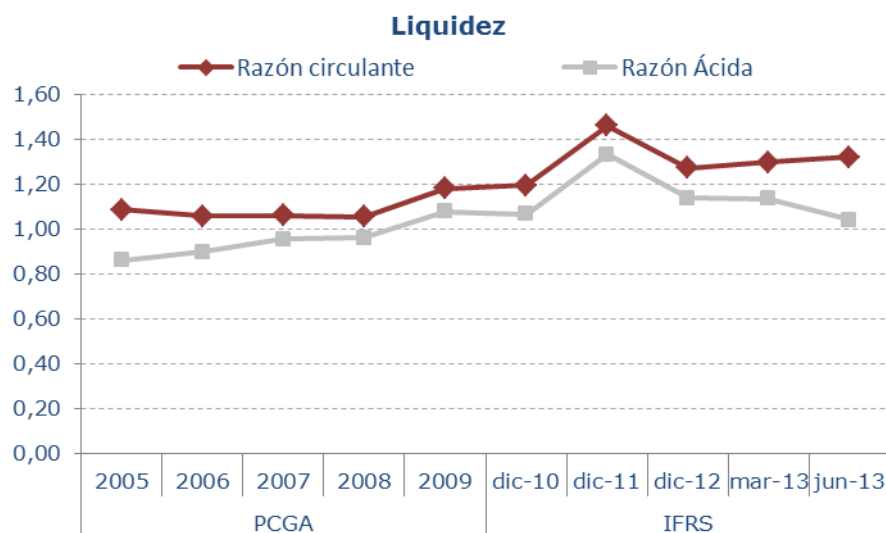
Evolución de Ingresos y Colocaciones (MM USD)



Liquidez

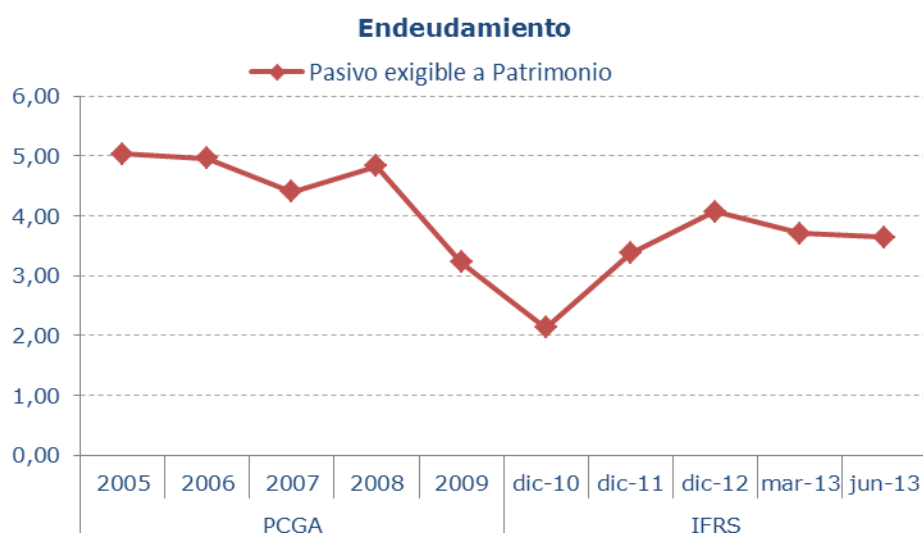
La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, presentó un comportamiento estable entre 2005 y 2010, oscilando entre 1,1 a 1,2 veces. A partir del primer semestre de 2011 el indicador exhibió un alza relevante asociado al traspaso al largo plazo de parte de la deuda financiera de corto plazo implicando que a la fecha este indicador se encuentra en 1,32 veces, estable.

⁸ Datos en dólares correspondientes a cada fecha. Datos a marzo y junio corresponden a lo que va del año.



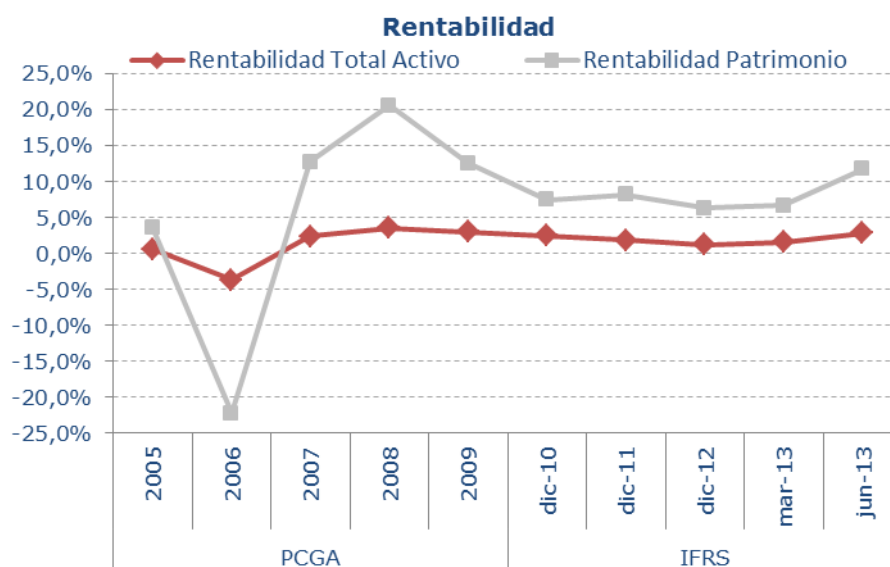
Endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, presenta niveles decrecientes entre el 2008 y 2010, presentando un aumento a diciembre de 2011 y de 2012 y una leve baja a junio de 2013 llegando a 3,64 veces, no obstante esta baja es considerada normal dada la fuerte estacionalidad del negocio.



Rentabilidad

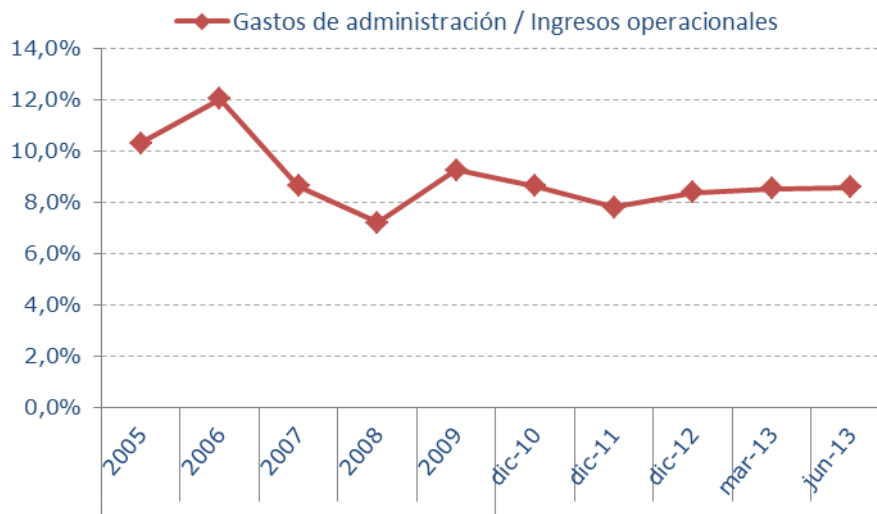
A continuación, se muestra la evolución que han tenido los indicadores de rentabilidad de **Coagra** desde el año 2005 a la fecha. Se puede observar que estos tuvieron una baja pronunciada en 2006, momento de reestructuración de la compañía. Desde entonces a la fecha, la rentabilidad total del activo ha fluctuado entre el 2% y el 4%. El ROA a junio sigue la tendencia de los últimos años, mientras que el ROE presenta una gran mejora debido a la gran utilidad obtenida el segundo trimestre del año. Cabe señalar que el negocio es altamente estacional, para lo que para marzo y junio de 2013, se tomó el último año móvil.



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha oscilado entre 7% y 12% en los últimos seis períodos anuales. A la fecha su razón de eficiencia es de 8,57%

Eficiencia



Características de las emisiones vigentes

Características de la línea de bonos inscrita

Nº y fecha de inscripción	Nº 613 del 8 octubre 2009
Monto máximo	UF 1.000.000
Plazo vencimiento	10 años

Características de las emisiones con cargo a la línea de bonos

	Serie C (*)	Serie D
Nemotécnico	BCOAG-C	BCOAG-D
Monto nominal	Hasta \$ 15.000 millones	Hasta UF 750 mil
Tasa de interés	2,5%+TCP	UF + 4,5%
Plazo vencimiento	5 años	5 años
Amortización de capital	Al vencimiento	Al vencimiento
Garantías	Fianza y codeada solidaria de Coagra Industrial S.A. y Coagra Total S.A.	Fianza y codeada solidaria de Coagra Industrial S.A. y Coagra Total S.A.

(*) Inscrita y no colocada.

Las emisiones presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Línea de bonos	Junio 2013
Endeudamiento total	Pasivo total sobre patrimonio $\leq 6,0$	3,64 veces
Endeudamiento financiero	Deuda financiera sobre patrimonio $\leq 4,0$	2,23 veces
Activos libres de gravámenes	$\geq 1,2$ endeudamiento sin garantías	
Patrimonio mínimo	> UF 400 mil	UF 875.000

“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.”