

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Ratings

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / bonos corporativos	A-	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas
Efectos de comercio	N2/A-	Confirmación	Estable	Confirmación	Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría A- con tendencia estable**, la clasificación asignada a la solvencia y línea de bonos de COAGRA S.A. (en adelante COAGRA, la compañía o la empresa). Respecto a los efectos de comercio, se ratifica su clasificación en categoría N2/A- con tendencia estable.

La clasificación asignada a la solvencia y bonos, se sustenta en la participación de mercado, diversificación, economías de escala / tamaño relativo, proveedores, eficiencia y estructura de costos y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Participación de mercado:** COAGRA mantiene alta participación de mercado en varias categorías de productos, aun cuando el rendimiento de las ventas ha sido moderado durante los últimos años, con un crecimiento de 2,7% CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇ (con disminución de ventas los dos últimos años y con recuperación a junio de este año).
- **Diversificación:** La compañía mantiene una cartera de productos bien diversificada (presente en las líneas de negocios relevantes de la agroindustria) y compuesta por una porción relevante de clientes de distintos tamaños y rubros.
- **Economías de escala / tamaño relativo:** En opinión de ICR, si bien COAGRA tiene un gran tamaño relativo, éste no impacta de manera relevante en el poder de compra de la empresa con sus proveedores ni tiene un impacto para fijar precios con sus clientes.

Los proveedores de insumos agrícolas para la industria distribuidora poseen una concentración importante, lo que significa que el proveedor podría tener mayor poder de negociación que el distribuidor, aun cuando algunos distribuidores (como COAGRA), mantienen programas de *rebate* y volúmenes de compra relevantes.
- **Proveedores:** COAGRA, al igual que otros competidores de la industria, normalmente mantiene contratos (o relaciones comerciales) de largo plazo con sus proveedores. Estos proveedores son diversos por línea de negocio (dado el mercado en el que opera).
- **Eficiencia y estructura de costos:** COAGRA mantiene una estructura de costos tal, que sus márgenes y rentabilidades se encuentran dentro del promedio de la industria (e incluso por sobre algunos competidores relevantes), aun en épocas de contracción de la industria, como en los años 2016 y 2017.

Adicionalmente, como la industria normalmente posee una habilidad promedio para traspasar a los clientes los incrementos en costos, la posibilidad de mejorar significativamente los márgenes es relativamente baja. Sin embargo, una política conservadora de manejo de inventario permite a las compañías distribuidoras mantener controlados los costos financieros, como es el caso de COAGRA, quien muestra consistentemente una política de inventario con muy alta rotación, respecto a su competencia directa.

- **Riesgo financiero:** Dada la industria en la cual se encuentra inserta esta empresa (con variabilidad de flujo producto del riesgo agrícola) sumado a los planes de crecimiento, se esperaría que COAGRA continúe operando principalmente con capital de trabajo y sin la incorporación relevante de deuda estructurada (salvo para refinanciamiento, y/o mejorar el costo de fondos), aun cuando cuenta con diversidad de fuentes de financiamiento, entre las cuales: línea de bonos corporativos, bonos securitizados y efectos de comercio.

Los indicadores de COAGRA se vieron impactados negativamente los últimos dos años, explicados por una baja en su EBITDA. No obstante, dada una mejor perspectiva de la industria y la recuperación de COAGRA a junio de 2018, el flujo del segundo semestre debería compensar, en parte, el bajo rendimiento de los años anteriores.

Para COAGRA, la evaluación del riesgo del negocio indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A- y la evaluación del riesgo financiero ratifica esta clasificación al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, "Adecuada". La estructura de los contratos de emisión de bonos no estipula condiciones tales, que ameriten un rating del instrumento distinto a la solvencia del emisor.

Para la clasificación de los efectos de comercio existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo. Por las características de la industria, COAGRA opera con niveles relevantes de capital de trabajo, sumado al hecho que parte de sus activos se encuentran securitizados, por tanto, no son fuente inmediata de liquidez. Lo anterior significa que, para esta empresa, la relación entre el rating de corto y largo plazo no es directa, sino que considera los factores adicionales ya mencionados, clasificándose los títulos de efectos de comercio en categoría N2/A-.

Antecedentes de la Compañía

COAGRA, desde hace 55 años está dedicada al abastecimiento de insumos agrícolas, inicialmente como Cooperativa Agrícola Graneros Ltda. y desde 1994 como sociedad anónima. Actualmente, entrega servicios agrícolas a pequeños, medianos y grandes agricultores ubicados entre las regiones de Valparaíso y Los Lagos por medio de los siguientes servicios:

Negocio	Descripción
Agroinsumos	Distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas, maquinaria agrícola, nutrición animal, entre otros.
Agroindustria	Comercialización de granos (maíz y trigo), servicios de secado y guarda, junto con industrialización y exportación de avena.
Financiamiento	Factoring, leasing y asesoría financiera al segmento agrícola por medio de la filial Banagro (clasificada en categoría A-, por ICR).

Tabla 1: Principales negocios de COAGRA.

(Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2017)

Respecto al desarrollo de los negocios, para las ventas a crédito (que justifican gran parte de las ventas) COAGRA mantiene una política que define el cliente objetivo, el monto de la línea aprobada para cada cliente, la categorización, el plazo, condiciones de prórroga, protestos y morosidades, entre otros.

Adicionalmente, para mitigar el riesgo de crédito, COAGRA cuenta con una póliza contratada con Compañía de Seguros Continental para asegurar todas las ventas con facturas, lo que permite que el 90% aproximadamente de la cartera esté asegurada, mientras que el porcentaje restante corresponde a transacciones entre empresas relacionadas. Las coberturas van desde el 70% (para líneas de hasta UF 1.000) hasta 85% (para líneas sobre UF 1.000), lo que represente el 90% de la venta.

A partir de enero de 2018 entró en vigencia IFRS 9 (Instrumentos Financieros), que incluye nuevos requerimientos basados en principios para la clasificación y medición del riesgo del cliente, introduce un modelo más prospectivo de pérdidas crediticias esperadas para la contabilidad del deterioro y un enfoque sustancialmente reformado para la contabilidad de coberturas.

En relación a esto último y según información publicada por COAGRA en sus estados financieros a junio de 2018, a contar del 1 de enero de este año se estableció una pérdida esperada equivalente a un 0,25% de la facturación anual la cual se basa en información recabada de los últimos cinco ejercicios al cierre contable del 30 de junio de 2018. Para el caso de la subsidiaria Banagro, el monto de la pérdida esperada equivale a un 1,5% de la cartera de clientes vigentes al cierre de cada mes.

Respecto al impacto inicial de la norma, la compañía registró un efecto negativo en patrimonio de \$175 millones y un efecto en impuesto diferido de \$127 millones.

En relación a su estructura de propiedad, la compañía es controlada por Empresas Sutil con el 55,09%, cuyos accionistas finales son la familia Sutil con el 93% de las acciones (a través de Inversiones La Empastada Limitada) y Edmundo Ruiz y Macarena Pérez con el 7% de participación (a través de Asesoría e Inversiones Agrichile Limitada).

12 mayores accionistas	
Empresas Sutil S.A.	55,09%
Inversiones Garcés S.	25,04%
Asesoría e Inversión Santa Anita Ltda.	3,17%
Luis José Larraín Cruz	2,25%
Inversiones y Asesorías Los Guindos Ltda.	1,56%
Inversiones Pablo Garcés Echeverría EIRL	0,85%
Gastón Palma Valdovinos	0,83%
Jorge Correa Somavía	0,71%
Samuel Budinich Jerolimich	0,68%
Agrofrutícola JLV Ltda.	0,60%
Gabriel Infante Arnolds	0,49%
Andrés Larraín Bunster	0,49%
Total 12 mayores accionistas	91,76%

Tabla 2: Estructura de propiedad a septiembre de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

Respecto a los principales accionistas no controladores:

- Inversiones Garcés tiene como accionista a Hernán Garcés, director de COAGRA hasta enero de 2018 y director de Empresas Sutil desde abril de 2018.
- Asesoría e Inversión Santa Anita tiene como accionista a Max Donoso, gerente general de COAGRA hasta marzo de 2018, presidente del directorio de COAGRA desde enero de 2018 y director de Empresas Sutil desde abril de 2018.
- Luis José Larraín, director de COAGRA y Vicepresidente de Empresas Sutil.
- Inversiones Los Guindos tiene como accionista a Jorge Correa, director de COAGRA.

La compañía es administrada por un directorio compuesto por cinco miembros que pueden ser reelegidos indefinidamente. La última renovación de directores se realizó en abril de 2018, incorporándose Max Donoso (ex gte. general de COAGRA) como presidente del directorio en reemplazo de Juan Sutil que continúa como vicepresidente:

Directorio	
Max Donoso Mujica	Presidente
Juan Sutil Servion	Vicepresidente
Jorge Correa Somavía	Director
Luis José Larraín Cruz	Director
Edmundo Ruiz Alliende	Director

Tabla 3: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

De acuerdo a lo que establece la Ley de Sociedades Anónimas, COAGRA no califica para mantener un comité de directores ni directores independientes. No obstante, tiene conformados comités de crédito, auditoría, financiero y normalización, los que sesionan regularmente.

Respecto al comité de auditoría, en particular, el área de auditoría interna de COAGRA le reportaba mensualmente hasta 2017. A partir de

enero de este año, por su parte, se formó la gerencia de auditoría interna de Empresas Sutil la cual absorbió al área de auditoría interna de COAGRA.

Esta nueva gerencia del controlador está a cargo de fiscalizar a todas las filiales del grupo y depende directamente del comité de auditoría de Empresas Sutil al cual le reporta mensualmente.

La Industria

Según las bases de datos publicadas por el Banco Central¹, el sector silvoagropecuario representa cerca del 3,0% del PIB nacional, mostrando una recuperación de 5,8% a junio de este año, luego de cerrar el año 2017 con una disminución de 2,4%.

una mayor proporción al PIB regional mediante actividades del agro, por lo que se esperaría que las empresas proveedoras de productos y servicios al agro se concentren principalmente en estas regiones.

La industria del agro muestra un cambio de mix durante los últimos 15 años, creciendo a tasas relevantes las hectáreas plantadas de frutales mientras disminuyen las siembras de cultivos anuales. Así, dentro de los frutales que muestran mayor expansión se encuentran el arándano (+25,7% CAGR₁₉₉₉₋₂₀₁₈), avellano (+40,1% CAGR₁₉₉₉₋₂₀₁₈), cerezo (+13,2% CAGR₁₉₉₉₋₂₀₁₈), nogal (+9,7% CAGR₁₉₉₉₋₂₀₁₈) y olivo (+12,9% CAGR₁₉₉₉₋₂₀₁₈)².

Respecto a las expectativas que existen para el sector agrícola, según información publicada por ODEPA³:

- a) en el sector frutícola existen buenas expectativas en la producción de fruta fresca chilena, dada la mayor producción de algunas especies que ya han finalizado su temporada y por el aumento de exportaciones de uva de mesa y manzana. Lo anterior está siendo parcialmente contrarrestado por el menor precio de exportación de algunos productos.
- b) el sector vitivinícola – mercado nacional – vio afectada sus vendimias 2016 y 2017 por efectos climáticos, reduciendo el volumen producido. Par el 2018 existen buenas expectativas dada la mejor vendimia del año y el mayor precio esperado.
- c) los precios del trigo no deberían mostrar una variación relevante, dada la demanda mundial por debajo de la producción.
- d) los precios del maíz podrían aumentar dada la disminución de los stocks finales, pero los inventarios continúan altos, por tanto, el alza de precios debería ser acotado.
- e) en la industria del arroz se produciría un aumento en el stock final dado el aumento de la producción sin una variación significativa en la demanda.
- f) la industria lechera muestra precios estables y al alza luego de bajas durante 2017.
- g) en la industria silvícola existen buenas expectativas para la comercialización de celulosa influida por la demanda China, lo que debería impactar positivamente en el precio.

PIB Silvoagropecuario (MMM\$) y participación en el PIB total (%)

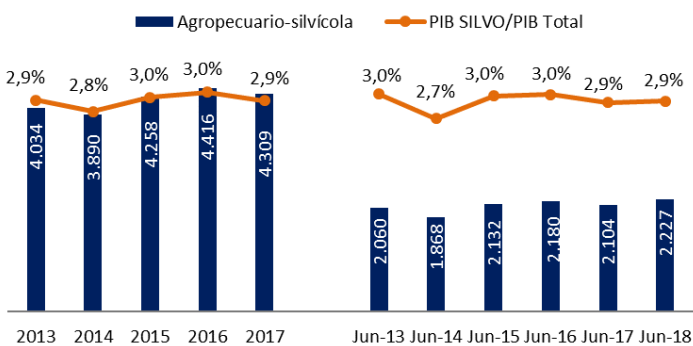


Gráfico 1: PIB Silvoagropecuario y su participación en el PIB total, ambos desestacionalizados (referencia 2013).

(Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central de Chile)

PIB silvoagropecuario regional (MMM\$) y aporte al PIB regional (%)

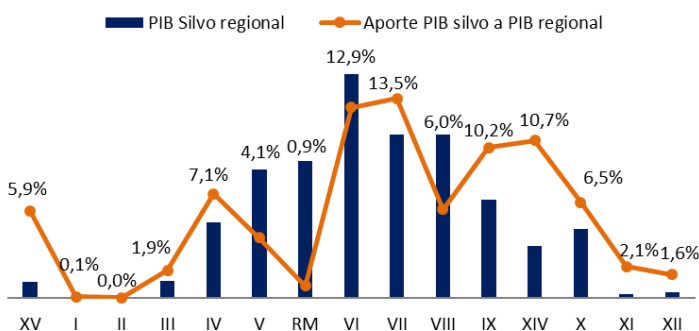


Gráfico 2: PIB silvoagropecuario regional y aporte al PIB total regional con información al 2016 (última disponible).

(Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central)

A nivel regional, si bien la Región Metropolitana corresponde al mayor aportante al PIB nacional, en términos silvoagropecuarios son las regiones del Maule, O'Higgins, De Los Ríos y La Araucanía las que aportan

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por COAGRA. A pesar de que muchos de los riesgos mencionados tienen varios mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por COAGRA
Riesgo agrícola y de clima	Diversidad de clientes, cobertura geográfica en más de una región, diversidad de cultivos y diversidad de clima. Es relevante mencionar que los clientes de COAGRA tienden a diversificar su producción, por tanto, estarían menos expuestos al riesgo agrícola sobre un producto en particular.
Riesgo de crédito	Seguro de crédito para sus ventas. Está establecido un comité de crédito interno que sesiona regularmente de manera tal de mantener monitoreo constante del riesgo.
Riesgo cambiario	Cobertura de monedas.
Competencia	Gran tamaño y escala de la compañía. Buena posición de mercado.
Riesgo de precio	Calce de compras y ventas, sumado a un bajo indicador de permanencia de inventario.

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de COAGRA.
(Fuente: Elaboración propia con información de COAGRA)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

PARTICIPACIÓN DE MERCADO

En opinión de ICR, COAGRA mantiene una participación de mercado relativamente alta en prácticamente todas las categorías de productos (o en líneas de negocio relevantes).

CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₇, con disminución de ventas los dos últimos años (impactado en parte por la baja en el precio de los fertilizantes más que por los volúmenes de venta).

Lo anterior, aun cuando el rendimiento de las ventas ha sido moderado los últimos años, con un crecimiento de los ingresos de 2,7%

El primer semestre de este año, por su parte, muestra una recuperación parcial y mejores perspectivas para el cierre de año.

DIVERSIFICACIÓN

COAGRA mantiene una cartera de productos relativamente diversificada y compuesta por una porción relevante de clientes. Al respecto, la empresa atiende a más de 14.000 clientes al año (de distintos tamaños y rubros) con una larga trayectoria de relaciones comerciales.

Así, la compañía tiene sucursales y plantas en la zona norte (Quillota y San Felipe), Región Metropolitana y zona centro (Buin, San Francisco de Mostazal, Rancagua, Rosario, San Vicente de Tagua Tagua, San Fernando, Santa Cruz) y zona sur (Curicó, Talca, Linares, Chillán, Los Ángeles, Victoria, Temuco, Valdivia, Osorno, Puerto Varas).

Respecto a la exposición geográfica, COAGRA está ubicado en regiones y localidades con condiciones económicas favorables para el desarrollo del negocio (en términos de PIB agrícola).

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, si bien COAGRA tiene un gran tamaño relativo y alta participación de mercado, esto impacta sólo parcialmente en el poder de compra de la empresa con sus proveedores, sin influencia significativa para fijar precios con sus clientes. Lo anterior dado que los proveedores de insumos agrícolas para la industria distribuidora poseen una concentración importante, lo que significa que el proveedor podría tener mayor poder de negociación que el distribuidor.

calidad de productos generalmente estándar, incrementos de precios en el mercado podría tener cierto efecto en los volúmenes de venta.

Respecto a los precios de venta, aun cuando la industria distribuidora en Chile se encuentre concentrada en unos pocos oferentes, dada la

Lo anterior significa que la oferta integral de productos y servicios se hace relevante para la retención de clientes, básicamente porque muchos de los productos comercializados por COAGRA son, además, vendidos por la competencia. Existen ciertos atributos que mitiga en parte lo anterior como son la logística de la empresa, la capacidad de otorgamiento crediticio y la capacidad de cumplir con las entregas.

PROVEEDORES

COAGRA, al igual que otros competidores de la industria, normalmente mantiene contratos (o relaciones comerciales) de largo plazo con los proveedores, con relaciones ininterrumpidas por a lo menos diez años. Estos proveedores son diversos por línea de negocio (dado el mercado en el que opera).

En opinión de esta clasificadora, para el cliente de las empresas distribuidoras un cambio de proveedor implica un bajo costo de cambio, aun cuando normalmente los servicios que provee COAGRA y sus competidores son esenciales para sus operaciones. Dado lo anterior, atributos como stock disponible y logística adecuada son condiciones clave para la fidelización de clientes.

EFICIENCIA Y ESTRUCTURA DE COSTOS

COAGRA mantiene una estructura de costos tal, que sus márgenes y rentabilidades se encuentran dentro del promedio de la industria (e incluso por sobre algunos competidores), incluso en épocas de contracción de la industria, como la del año 2016 y 2017.

posibilidad de mejorar significativamente los márgenes es relativamente baja.

Adicionalmente, como la industria normalmente tiene una habilidad promedio para traspasar a los clientes los incrementos en costos, la

Sin embargo, una política conservadora de manejo de inventario permite a las compañías distribuidoras mantener controlados los costos financieros, como es el caso de COAGRA que muestra consistentemente una política de inventario con muy alta rotación, respecto a su competencia directa.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio de 2018, los ingresos de COAGRA aumentaron 28,9% respecto al mismo período del año anterior, producto principalmente del mayor ingreso de los segmentos de agroinsumos (+16,6%) y agroindustria (+94,4%). El segmento de financiamiento, por su parte, se mantuvo sin variación durante el semestre, aun cuando la base de comparación 2017 fue alta por la consolidación hasta junio de 2017 de Agroavial SAGR y el Fondo de Garantía.

Los eventos de mercado de 2016 incluyeron: la caída de algunos precios internacionales de ciertos productos como fertilizantes, leche y cereales, sumado a la ausencia de poderes compradores de granos que retrasó la decisión de siembra de los productores (con la consecuente postergación en demanda de agroinsumos y en la superficie sembrada de algunos cultivos).

El año 2017, por su parte, fue un año desfavorable en términos de recepción, secado y comercialización de granos y existió cierta baja en la venta de insumos.

Ingresos de explotación (MM\$)

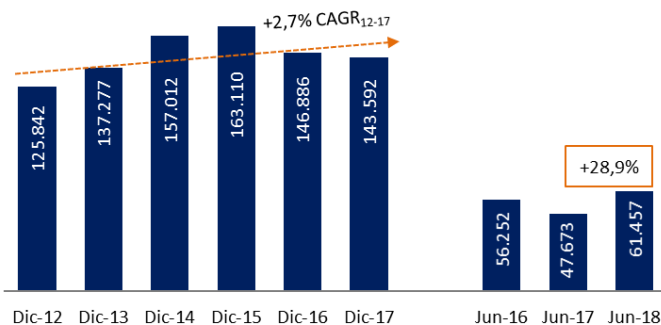


Gráfico 3: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Si bien la compañía presenta variación relevante en sus ingresos, existe una baja base de comparación dada la contracción de la industria durante los dos últimos años.

Ingresos por segmento de negocio - COAGRA (MM\$)

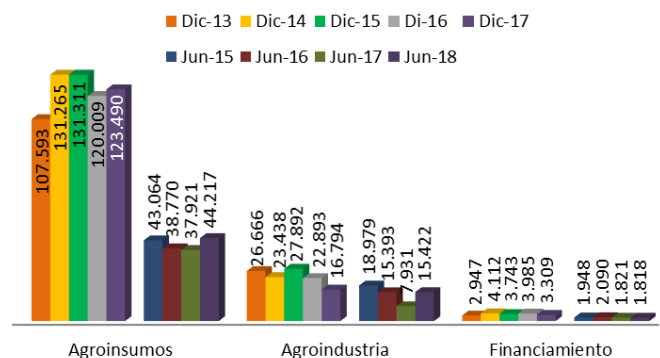


Gráfico 4: Evolución ingresos por segmentos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de EBITDA⁴, éste tuvo una variación muy significativa a junio de 2018 respecto al mismo semestre del año anterior, impactado por los tres segmentos de negocio, pero principalmente por agroinsumos y el segmento de financiamiento.

Misma tendencia muestra el resultado después de impuestos de la compañía, que disminuyó su pérdida al primer semestre de este año respecto al mismo período del año anterior, permitiendo la mejora en las rentabilidades⁶ de la empresa.

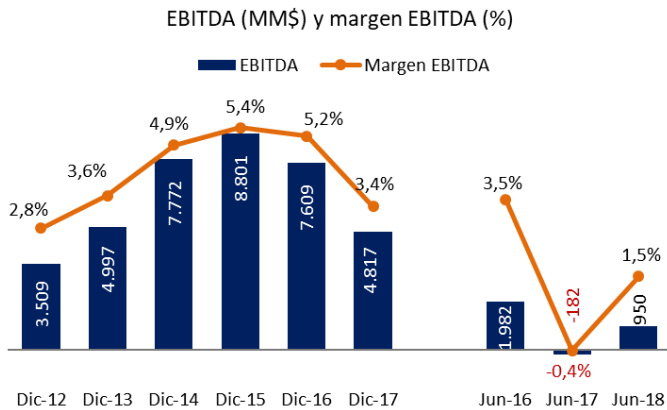


Gráfico 5: Evolución EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

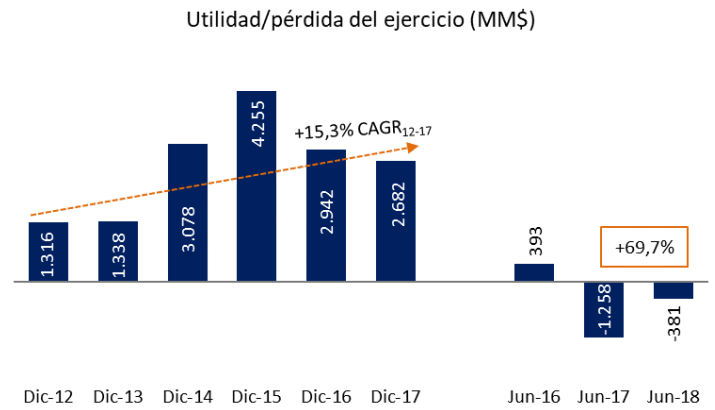


Gráfico 6: Evolución utilidad/pérdida neta del ejercicio.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Consecuentemente con lo anterior, el margen EBITDA⁵ se incrementó desde un margen negativo al primer semestre del año 2017 (-0,4%) hasta un margen EBITDA de 1,5% a junio de 2018.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta junio de 2018, la compañía aumentó su deuda financiera⁷ desde \$36.721 millones hasta \$61.428 millones, lo que está influido por el crecimiento de sus negocios y su consecuente capital de trabajo para sostener el crecimiento. La deuda está compuesta principalmente por obligaciones con bancos y bono securitizado y está en proceso la colocación de efectos de comercio por parte de su filial Banagro, sumado a la línea de efectos de comercio disponible de Coagra S.A.

De la deuda bancaria que mantiene la compañía a nivel consolidado, una parte relevante corresponde a capital de trabajo mantenida tanto por la distribuidora como por Banagro.

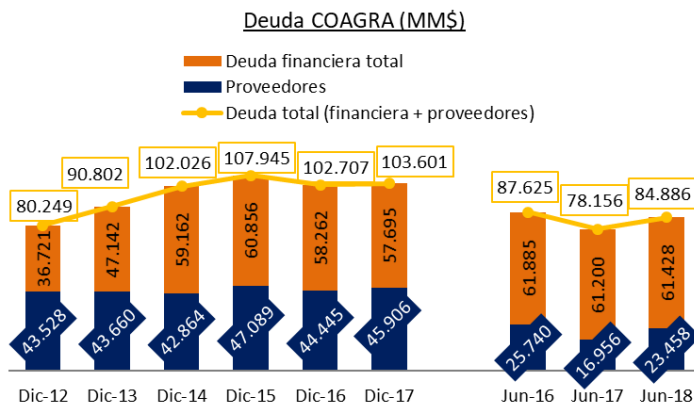


Gráfico 7: Deuda financiera y proveedores.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-17	Jun-18
Endeudamiento total ⁸	4,54	4,58	4,19	4,01	4,03	3,17	3,25
Endeudamiento financiero ⁹	2,19	2,49	2,27	2,18	2,12	2,40	2,30
Endeudamiento financiero ajustado por proveedores ¹⁰	4,22	4,29	4,03	3,84	3,81	3,06	3,18
Endeudamiento financiero neto ¹¹	2,09	2,43	2,12	1,96	2,00	1,69	1,88
Endeudamiento financiero neto ajustado por proveedores ¹²	4,12	4,23	3,88	3,62	3,68	2,35	2,76
Cobertura de gastos financieros netos ¹³	2,14	3,78	4,41	2,33	1,75	1,57	2,36
Deuda financiera neta sobre EBITDA	9,00	7,44	6,43	6,92	11,28	7,91	8,42
Razón circulante ¹⁴	1,23	1,22	1,05	1,37	1,31	1,46	1,40
Razón ácida ¹⁵	1,09	1,06	0,92	1,18	1,13	1,09	1,06

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

A la fecha, la obligación estructurada principal de COAGRA corresponde al bono securitizado colocado en 2016, con lo cual la compañía dejó estructurado su perfil de amortización al largo plazo, lo que fue positivo sobre todo considerando la contracción que tuvo la industria agrícola durante los dos últimos años, con su consecuente impacto negativo en la generación de flujo de COAGRA.

Así, dada esta estructura de deuda y la generación de flujo de esta empresa, cubriría sus obligaciones de los siguientes doce meses con suficiente holgura¹⁶.

Dada la industria en la cual se encuentra inserta esta empresa (con variabilidad de flujo producto del riesgo agrícola) sumado a la existencia de ciertos planes de crecimiento y el foco de la administración hacia la deuda a mediano/largo plazo, se esperaría que COAGRA continúe operando principalmente con capital de trabajo y sin la incorporación relevante de deuda estructurada adicional (salvo para refinanciamiento de modo tal de extender la duración de las obligaciones y/o mejorar el costo de fondos).

Aun cuando la empresa tiene fuentes de financiamiento disponibles (como la línea de bonos y efectos de comercio), no se espera que esto impacte en un endeudamiento superior al nivel objetivo, de ser utilizados.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [metodología general de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la [metodología general de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el

En términos de indicadores, la baja en el endeudamiento de 2017 corresponde al impacto de la venta de Agroaval SAGR y el Fondo de Garantía, con el consecuente efecto que tuvo para COAGRA rebajar los pasivos que esta empresa mantenía con Corfo (y el bajo efecto en patrimonio).

Respecto al endeudamiento a junio de 2018, éste se encuentra muy por debajo del rango objetivo de la empresa, por tanto, los próximos períodos el indicador debería seguir una tendencia al alza hasta alcanzar su rango meta, sobre todo considerando que Banagro se encuentra en proceso de crecimiento, con el consecuente requerimiento de deuda que ello implica.

Los indicadores de cobertura de COAGRA se vieron impactados negativamente los últimos períodos, dada la baja del EBITDA (principalmente en 2017). No obstante, dada una mejor perspectiva de la industria y la recuperación parcial de la empresa a junio de este año, el flujo del segundo semestre debería compensar el bajo rendimiento del año anterior.

La cobertura de gastos financieros de la empresa continúa siendo adecuada, mientras que el indicador de deuda financiera sobre EBITDA debería disminuir a niveles históricos, de lo contrario, podría producirse un cambio negativo en la clasificación de riesgo, dado que sería un indicio que la empresa no está generando flujo suficiente.

riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de COAGRA, la evaluación del riesgo del negocio, esto es participación de mercado, diversificación, economías de escala/tamaño relativo, proveedores, eficiencia y estructura de costos, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A-.

Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, ratifican esta clasificación al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, “Adecuada”, pero que podría ser un factor de un cambio negativo en la clasificación toda vez que se incorpore un mayor stock de deuda que deteriore los indicadores respecto a sus niveles actuales o bien si el flujo generado implique que COAGRA no tenga la capacidad suficiente para mejorar sus indicadores de cobertura actuales.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente la línea de bonos N° 613 sin series colocadas ni inscritas que se encuentren vigentes. La línea fue inscrita en octubre de 2009 y tiene un plazo de 10 años.

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

2. Efectos de comercio

La compañía mantiene vigente la línea de efectos de comercio N° 115 por \$10.000 millones, inscrita en octubre de 2016 y que, a la fecha, no mantiene emisiones vigentes.

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía deberá dar cumplimiento a los siguientes *covenants* y a modo de referencia se presentan los niveles históricos obtenidos por COAGRA:

Covenant (N° de veces)	Exigencia	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total	<= 6,0 veces	4,01	4,03	3,25
Patrimonio mínimo*	>= UF 400.000	1.016.378	1.015.281	983.057
Liquidez	>= 1,0 vez	1,37	1,31	1,40

Tabla 7: *Covenants* estipulados en el contrato de emisión. *UF corresponde al valor del último día del período correspondiente.

(Fuente: Elaboración propia con información de escrituras de emisión)

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa ([Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo](#)).

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de 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.

“-” denota una menor protección dentro de la categoría.

El último bono vigente fue el bono serie D, amortizado durante 2016. La línea de bonos mantiene los siguientes *covenants* que debieran cumplirse si se inscribieran y colocaran nuevas series sobre esta línea:

Indicador	Restricción
Endeudamiento financiero	<= 4,0 veces
Endeudamiento total	<= 6,0 veces
Patrimonio mínimo	>= UF 400.000
Activos libres de gravámenes	>= 1,2 veces

Tabla 6: *Covenants* asociados a la emisión de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo.

Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Por las características de la industria, COAGRA opera con niveles relevantes de deuda y con una dependencia significativa al capital de trabajo, sumado al hecho que parte de sus activos se encuentran securitizados, por tanto, no son fuente inmediata de liquidez.

Lo anterior significa que, para el caso de esta empresa, la relación entre el rating de corto y largo plazo no es directa, sino que considera los factores adicionales ya mencionados, clasificándose los títulos de efectos de comercio en categoría N2/A-.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N2

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de 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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA / BONOS

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-oct-12	BBB+	Estable	Reseña anual
04-nov-13	BBB+	Estable	Reseña anual
30-oct-14	BBB+	Estable	Reseña anual
30-oct-15	BBB+	Estable	Reseña anual
15-jun-16	A-	Estable	Cambio de clasificación
28-oct-16	A-	Estable	Reseña anual
31-oct-17	A-	Estable	Reseña anual
31-oct-18	A-	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO

Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
23-ago-16	N2/A-	Estable	Primera clasificación (nuevo instrumento)
28-oct-16	N2/A-	Estable	Reseña anual
31-oct-17	N2/A-	Estable	Reseña anual
31-oct-18	N2/A-	Estable	Reseña anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA COAGRA (MM\$)

INDICADORES	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-16	Jun-17	Jun-18
Activos corrientes	78.488	86.579	100.598	106.783	104.320	113.320	84.627	84.348	90.598
Activos no corrientes	27.165	32.472	32.194	32.188	29.890	23.559	34.852	22.102	22.998
Activos totales	105.653	119.051	132.792	138.971	134.210	136.879	119.478	106.450	113.596
Efectivo y equivalentes	1.570	1.833	1.036	3.202	4.701	3.096	14.676	14.277	10.443
Inventarios	8.360	10.127	13.360	13.169	14.635	15.757	18.111	21.553	22.002
Proveedores	43.528	43.660	42.864	47.089	44.445	45.906	25.740	16.956	23.458
Pasivos corrientes	61.671	70.357	82.246	102.002	76.158	86.515	59.492	57.868	64.733
Pasivos no corrientes	23.175	27.193	26.764	10.217	31.272	23.156	33.691	23.060	22.164
Pasivos totales	84.846	97.550	109.010	112.219	107.430	109.671	93.183	80.928	86.898
Deuda financiera corriente	15.856	24.829	36.614	52.776	29.090	36.624	32.522	39.872	40.493
Deuda financiera no corriente	20.865	22.314	22.549	8.080	29.171	21.071	29.363	21.328	20.935
Deuda financiera total	36.721	47.142	59.162	60.856	58.262	57.695	61.885	61.200	61.428
Deuda financiera neta	30.523	44.992	57.817	56.602	52.621	54.345	44.928	43.093	50.110
Patrimonio	20.807	21.501	23.783	26.753	26.779	27.208	26.295	25.522	26.699
Ingresos de explotación	125.842	137.277	157.012	163.110	146.886	143.592	56.252	47.673	61.457
Ingresos financieros	743	670	783	714	894	719	570	418	442
Gastos financieros	2.223	3.008	2.839	2.709	4.160	3.465	1.750	1.811	1.606
Utilidad del ejercicio	1.316	1.338	3.078	4.255	2.942	2.682	393	-1.258	-381
Razón circulante (N° de veces)	1,27	1,23	1,22	1,05	1,37	1,31	1,42	1,46	1,40
Razón ácida (N° de veces)	1,14	1,09	1,06	0,92	1,18	1,13	1,12	1,09	1,06
Endeudamiento total (N° de veces)	4,08	4,54	4,58	4,19	4,01	4,03	3,54	3,17	3,25
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,76	2,19	2,49	2,27	2,18	2,12	2,35	2,40	2,30
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	1,47	2,09	2,43	2,12	1,96	2,00	1,71	1,69	1,88
Endeudamiento financiero neto ajustado (N° de veces)	3,56	4,12	4,23	3,88	3,62	3,68	2,69	2,35	2,76
EBITDA	3.509	4.997	7.772	8.801	7.609	4.817	1.982	-182	950
Margen EBITDA (%)	2,8%	3,6%	4,9%	5,4%	5,2%	3,4%	3,5%	-0,4%	1,5%
EBITDA 12 meses	3.509	4.997	7.772	8.801	7.609	4.817	8.487	5.445	5.949
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	2,37	2,14	3,78	4,41	2,33	1,75	3,99	1,57	2,36
Deuda total (financiera + proveedores)	80.249	90.802	102.026	107.945	102.707	103.601	87.625	78.156	84.886
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	8,70	9,00	7,44	6,43	6,92	11,28	5,29	7,91	8,42
Margen bruto (%)	11,5%	13,0%	14,5%	14,9%	15,4%	14,7%	17,0%	14,9%	13,8%
Margen operacional (%)	2,4%	3,2%	4,5%	4,9%	3,7%	2,1%	2,7%	-2,6%	0,1%
ROE (%)	6,6%	6,3%	13,6%	16,8%	11,0%	9,9%	16,0%	5,0%	13,6%
ROA (%)	1,4%	1,2%	2,4%	3,1%	2,2%	2,0%	3,6%	1,1%	3,2%
Días de rotación cuentas por cobrar	179,66	192,66	195,96	194,27	201,13	229,24	108,77	113,16	126,55
Días de rotación de inventario	22,44	28,24	31,94	34,86	40,85	45,30	52,53	61,28	58,96
Días de rotación de cuentas por pagar	139	131	114	124	129	136	73	51	63

¹ Fuente: Base de datos estadísticos, Banco Central de Chile.

² Fuente = ODEPA.

³ Fuente: Boletín de desempeño del sector silvoagropecuario, abril de 2018, ODEPA.

⁴ EBITDA = Ingreso de actividades ordinarias – costo de ventas – gasto de administración + ajustes por gastos de depreciación y amortización + intereses contenido en el costo de ventas.

⁵ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

⁶ Rentabilidades corresponde a: (i) ROE = Utilidad (pérdida) 12 meses / patrimonio promedio; (ii) ROA = Utilidad (pérdida) 12 meses / activos promedio.

⁷ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁸ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero ajustado = (Deuda financiera + proveedores) / Patrimonio total.

¹¹ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹² Endeudamiento financiero neto ajustado = (Deuda financiera + proveedores – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros netos 12 meses + intereses contenido en el costo de ventas 12 meses).

¹⁴ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁵ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

¹⁶ Ratio de cobertura del servicio de la deuda = (Caja + EBITDA – capex – impuesto, proyectados) / obligaciones financieras próximos 12 meses (capital e interés).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.