



ACCIÓN DE RATING

28 de abril, 2021

[Reseña anual de clasificación](#)

RATINGS

COAGRA S.A.

Solvencia	A-
Bonos	A-
Efectos de comercio	N2/A-
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2020

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

COAGRA S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría A-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de COAGRA y en categoría N2/A- su línea de efectos de comercio.

La ratificación está fundamentada en el bajo impacto de la pandemia en la compañía y en factores asociados a su negocio, como su buena participación de mercado, crecimiento en ventas en el segmento de distribución, buen grado de diversificación, relaciones contractuales con proveedores establecidas al largo plazo, y evolución de márgenes y rentabilidades que presentaron una mejora relevante durante 2020. Asimismo, su fortaleza financiera respalda el rating asignado, siendo catalogada por ICR como “Adecuada”.

Consideramos que la empresa logra un buen nivel de diversificación, con una cartera de clientes robusta, una amplia oferta de productos, y operaciones localizadas en regiones con un buen potencial para el desarrollo del negocio. Dentro de dichas regiones, Coagra mantiene una alta participación de mercado en sus principales unidades de negocios.

Si bien las relaciones de la empresa con sus proveedores tienden a establecerse al largo plazo, estimamos que el alto grado de concentración de la oferta de insumos agrícolas para la industria distribuidora, limita el poder de negociación de Coagra. Por otra parte, pese a que también existen pocas empresas distribuidoras en Chile, la estandarización de los productos ofrecidos implica que alzas de precio en el mercado final puedan tener cierto impacto sobre los volúmenes de ventas, lo que se mitiga, en parte, mediante la introducción de productos de alto margen y mediante negocios complementarios, como la capacidad logística y de financiamiento al productor.

Respecto a los principales indicadores crediticios, en nuestra opinión estos reflejan la gestión interna que se estuvo llevando a cabo los últimos tres años y, si bien existe un efecto favorable asociado al tipo de cambio impactando a la industria en 2020 (y al sector agrícola de exportación), la mejora en los resultados de Coagra se explican, adicionalmente, por un crecimiento de ventas en la distribuidora derivado de un reenfoque de la oferta y de la gestión de largo plazo sobre los gastos de la compañía, todo en línea con el plan de transformación (Plan ALAS) llevado a cabo en los últimos años.

Aun cuando consideramos que la baja en el tipo de cambio que se está observando a la fecha, puede tener cierto impacto en los resultados 2021, en nuestra opinión, el plan de transformación de la compañía podría mitigar parcialmente los impactos derivados de esta variable.

Perfil de la Empresa

Coagra, desde hace más de 55 años, está dedicada a la comercialización y distribución de insumos agrícolas, inicialmente como Cooperativa Agrícola Graneros y Cooperativa Agrícola y Ganadera O'Higgins, 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 a través de sus líneas de negocios de agroinsumos, agroindustria y financiamiento.

La compañía es controlada por Empresas Sutil con el 57,10%, 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).

La compañía es administrada por un directorio compuesto por cinco miembros que pueden ser reelegidos indefinidamente y que desde diciembre de 2019 es presidido por Juan Guillermo Sutil Condon.

Industria agrícola en Chile

Actividad agropecuaria-silvícola históricamente volátil, pero en 2020 mitigó parcialmente la caída que tuvieron gran parte de los sectores económicos en Chile

De acuerdo con la información publicada por el Banco Central de Chile, el sector agrícola en período de pandemia continuó operando y mitigando la caída relevante que tuvieron algunos sectores, como la industria manufacturera textil/calzado, construcción, restaurantes y hoteles, transporte y servicios personales, entre otros. De esta forma, mientras el sector agropecuario-silvícola se mantuvo casi sin variación respecto al año anterior (-1,6%), los sectores mencionados cayeron a doble dígito y el PIB total 2020 se redujo del orden de 6,0%.

Según información entregada por Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA), durante al menos la última década, se ha estado produciendo una migración relevante desde la agricultura de cultivos hacia la fruticultura, creciendo con ello la participación chilena a nivel mundial en algunos productos como arándanos, cerezas, nueces, entre otros. Si se visualiza una serie de tiempo de 15 años (2005-2020), se observa que mientras la superficie sembrada de cultivos se redujo a una tasa anual compuesta de 2,6% (equivalente a 276.364 hectáreas), la superficie frutícola plantada creció 3,0% (+123.141 hectáreas), destacando la contracción de trigo, maíz, poroto, papa, remolacha, mientras que, en el escenario opuesto, crece la superficie plantada de cerezas, avellanas, arándano y nueces.

Respecto al rendimiento del sector agrícola en 2020, los indicadores publicados por el Banco Central muestran que las exportaciones se redujeron 4,9% (US\$, FOB), explicado por todas las categorías: (i) fruta en 5,1%; (ii) vino en 5,4%; (iii) hortalizas en 3,2%; (iv) semillas en 6,4% y: (v) el resto en 2,5%.

La disminución de las exportaciones de fruta en US\$, FOB disminuyó por la baja de 6,1% en fruta fresca (todas las categorías a excepción de cerezas y cítricos), mientras que las exportaciones de fruta congelada aumentaron 13,3%. En la categoría vinos, se produjo una baja de 3,4% en los vinos con denominación de origen; en las hortalizas disminuyeron prácticamente todas las categorías a excepción de ajos, puré y jugo de tomate mientras que en semillas sólo aumentaron las exportaciones de los sectores de maíz híbrido y de los demás maíces.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Empresas Sutil S.A.	57,10%
Inversiones Garcés SpA	25,99%
Luis José Larraín Cruz	2,36%
Inversiones y Asesorías Los Guindos Limitada	1,65%
Gastón Palma Valdovinos.	0,93%
Inversiones Pablo Garcés SpA	0,85%
Jorge Correa Somavía	0,71%
Samuel Budinich Jerolimich	0,68%
Agrofrutícola JLV Limitada	0,60%
Gabriel Infante Arnolds	0,49%
Andrés Larraín Bunster	0,49%
Enrique Villasante Reveco	0,41%

Fuente: Información CMF a marzo 2021

DIRECTORIO

Juan G. Sutil Condon	Presidente
Edmundo Ruiz Alliende	Vicepresidente
Jorge Correa Somavía	Director
Luis José Larraín Cruz	Director
Juan I. Sutil Servoin	Director

Fuente: CMF

HECHOS RELEVANTES 2020

❖ **Definición de enfoque 2021-2022:** Digitalización de procesos y transformación digital definidas como pilares estratégicos. En línea con esto, se creó la Gerencia de Transformación Digital.

❖ **Pasivos:** Prepago del bono securitizado.

Fuente: La compañía

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA DE DISTRIBUCIÓN AGRÍCOLA EN CHILE

- ❖ Alta sensibilidad al riesgo agrícola.
- ❖ Alta concentración en pocos participantes.
- ❖ Sensibilidad al tipo de cambio.
- ❖ Sensibilidad al precio de los productos (*commodities*).
- ❖ Márgenes reducidos.
- ❖ Intensiva en inventarios y relaciones con proveedores.
- ❖ Intensivo en capital de trabajo.

Es relevante señalar que pese a esta disminución en la exportación agrícola 2020 en valor, muchas empresas se vieron beneficiadas del tipo de cambio durante el período (como las viñas, por ejemplo, que reportan en moneda local pero cuyos resultados son explicados en una fracción relevante por las ventas internacionales), lo que dejó a la industria en buena posición de liquidez. Para el 2021, por su parte, el escenario en términos de tipo de cambio difiere de la del año anterior, con un valor del dólar, hasta la fecha, 8% más bajo que en 2020, pero que continúa por sobre los años 2019, 2018 y 2017.

Actualmente, la crisis sanitaria mundial, así como también la escasez hídrica de largo plazo surgen como los mayores riesgos para la industria. Respecto al primer punto, nuestras expectativas preliminares en 2020 fueron que la industria de distribución agrícola no se vería fuertemente afectada en términos financieros por este virus dada la importancia de la agroindustria para la cobertura de demandas básicas en Chile y el mundo. Luego de un año de crisis sanitaria y de aprendizaje sobre cómo operar y continuar con la cadena de abastecimiento local y extranjera, podemos esperar que el 2021 sea minoritariamente afectado por la pandemia.

En cuanto al segundo punto, si bien no se estiman efectos en el corto plazo dado que los principales actores de la industria han ido preparando sus operaciones para enfrentar este nuevo escenario, en el mediano plazo sí podrían observarse algunos impactos negativos como, por ejemplo, incrementos en la morosidad por parte de los clientes de las compañías de distribución agrícola.

Clasificación de riesgo del negocio: **A-**

Coagra posee una participación de mercado alta y con crecimiento relevante en ventas en sus negocios core el último año

Consideramos que el *market share* de la compañía se mantiene en un buen nivel dentro de sus principales líneas de negocios, aun cuando el crecimiento de las ventas tiende a mantenerse en un nivel moderado en términos consolidados, lo que responde principalmente a la decisión de menor actividad en su segmento de agroindustria y del enfoque en un menor número de líneas de negocios (cierre de maquinaria y ferretería), lo que si bien implica menores ventas al corto plazo, debería reflejarse en mayores márgenes al mediano plazo, al reenfoque el equipo de ventas hacia líneas específicas.

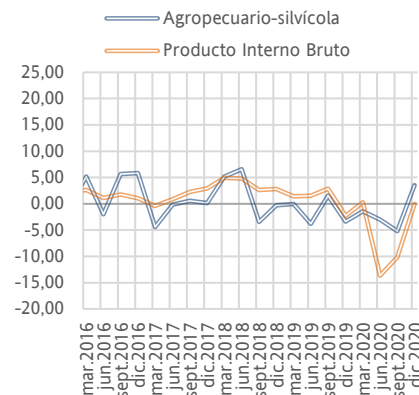
De este modo, los ingresos de Coagra muestran un leve crecimiento anual compuesto de 0,2% entre los años 2015 y 2020, incremento que se ha visto impulsado por la recuperación de la industria los años 2018, 2019 y 2020, luego de la contracción observada en 2016 y 2017, que estuvo relacionada a una baja en el precio de fertilizantes más que a una reducción de volúmenes de venta.

Cartera de clientes, oferta de productos y ubicación geográfica de las actividades de la empresa ofrecen un buen grado de diversificación

A través de sus unidades de negocios de agroinsumos, agroindustria y financiamiento, Coagra presenta una cartera de productos relativamente diversificada. Asimismo, la empresa cuenta con una cartera de clientes bastante diversificada, atendiendo a más de 15.000 clientes finales anualmente, pertenecientes a diferentes rubros, de los cuales ninguno representa más del 1% de los ingresos consolidados.

ICR considera que, si bien la exposición de Coagra a diferentes regiones y localidades del país es relativamente menor a otros competidores de la industria, la empresa opera en una zona geográfica con buen potencial para el desarrollo del negocio.

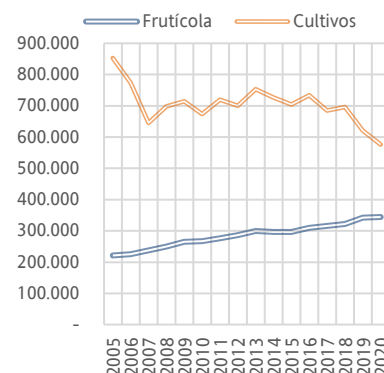
Sector silvoagropecuario, uno de los sectores más resistentes en 2020 frente al COVID-19
Evolución trimestral variación PIB Silvoagropecuario y PIB total (%)



Fuente: Banco Central

Si bien las hectáreas frutícolas plantadas crecen los últimos 15 años, existe un decrecimiento en las hectáreas destinadas a cultivos

Evolución hectáreas destinadas a cultivos y fruticultura (héctareas)



Fuente: ODEPA

UNIDADES DE NEGOCIO DE COAGRA

Agroinsumos: Distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, nutrición vegetal, semillas, nutrición animal, entre otros.

Agroindustria: Comercialización de granos (maíz y trigo), servicios de secado y guarda, junto con industrialización y exportación de avena (negocio *non core*, con continuar menor escala).

Financiamiento: Factoring, leasing y asesoría financiera al segmento agrícola por medio de la filial Banagro ([clasificada en categoría A-](#), por ICR).

Pese a la escala y a su *market share*, estimamos que Coagra (y la industria) presenta un limitado poder de negociación con proveedores

En nuestra opinión, el gran tamaño que se observa en los proveedores de insumos agrícolas para la industria distribuidora afecta negativamente la capacidad de Coagra (y de la industria) para influir en el precio de los insumos, restándole poder de negociación respecto a sus proveedores. La estandarización en atributos y calidad de los productos comercializados implica que incrementos de precios en el mercado final puedan tener cierto efecto sobre los volúmenes de ventas. No obstante, los productos de alto margen introducidos en el último tiempo por la compañía tendrían un menor efecto en volúmenes respecto a un producto estándar tras cambios de precio.

De esta manera, las estrategias comerciales de las empresas distribuidoras se enfocan hacia la fidelización de clientes. En el caso particular de Coagra, los ítems empleados para conseguir lo anterior incluyen la oferta integrada de productos, la capacidad logística de la empresa, la capacidad de otorgamiento crediticio y la habilidad para cumplir con las entregas.

Relaciones contractuales con proveedores se establecen hacia el largo plazo, siendo estos variados en algunas líneas de negocios

Coagra cuenta con variados proveedores en algunas líneas de negocios, lo que conduce a un alto grado de atomización de las compras de la empresa. De acuerdo con la información publicada en la última memoria anual de la compañía, sólo un proveedor del segmento agroinsumos representaba más del 10% de sus compras (Enap Refinerías con el 11,48%).

Respecto a los clientes de las empresas distribuidoras, consideramos que estos enfrentan un bajo costo de cambio de proveedor, aun cuando normalmente los productos entregados por Coagra y sus competidores son esenciales para sus operaciones. En este sentido, nuevamente surge como factor mitigador los atributos diferenciadores que permiten fortalecer la fidelización de clientes, lo que incluye disponibilidad de stock, logística adecuada y capacidad de otorgamiento de crédito.

Evolución de márgenes y rentabilidades de la empresa tienden a posicionarse dentro del promedio de la industria, pero muestran un importante crecimiento el último año

En línea con lo que hemos comentado con anterioridad, consideramos que, si bien la empresa cuenta con cierta capacidad para traspasar los incrementos en costos a sus clientes, el grado de maduración de la industria imposibilita *per se* conseguir mejoras significativas en términos de márgenes. No obstante, en la medida que se reenfocan esfuerzos en aquellos productos de mayores márgenes y rotación, al mismo tiempo que se avanza en la introducción de productos rentables, permite que los márgenes se mantengan sólidos e incluso que muestren crecimientos relevantes, como los de 2020.

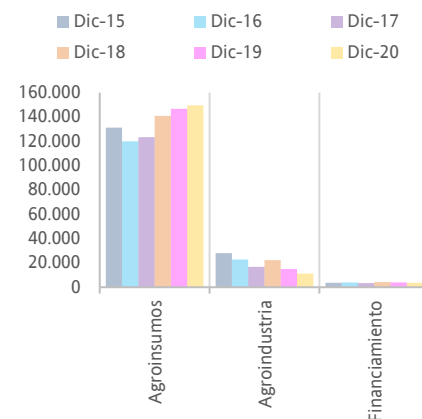
Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Ingresos del período se redujeron por disminución de ventas del segmento agroindustrial

Coagra reportó ingresos consolidados por \$164.552 millones a diciembre de 2020, lo que representó una disminución de 0,6% respecto al mismo período del año anterior,

Contracción relevante de Agroindustria (-23,8%) y de Financiamiento (-6,8%), no alcanzó a ser mitigada por el crecimiento de Agroinsumos (+2%)

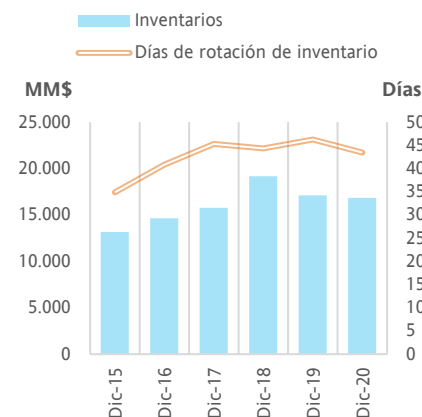
Evolución ingresos por segmento (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Política de inventario altamente conservadora, con muy alto nivel de rotación por año

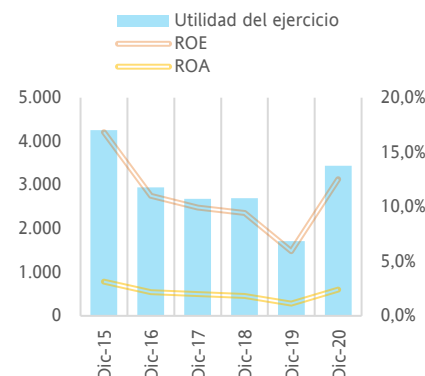
Evolución de stock (MM\$) y rotación de inventarios (días)



Fuente: Estados financieros

Importante mejora en utilidades producto del rendimiento del negocio de agroinsumos, en conjunto con productividad de la fuerza laboral

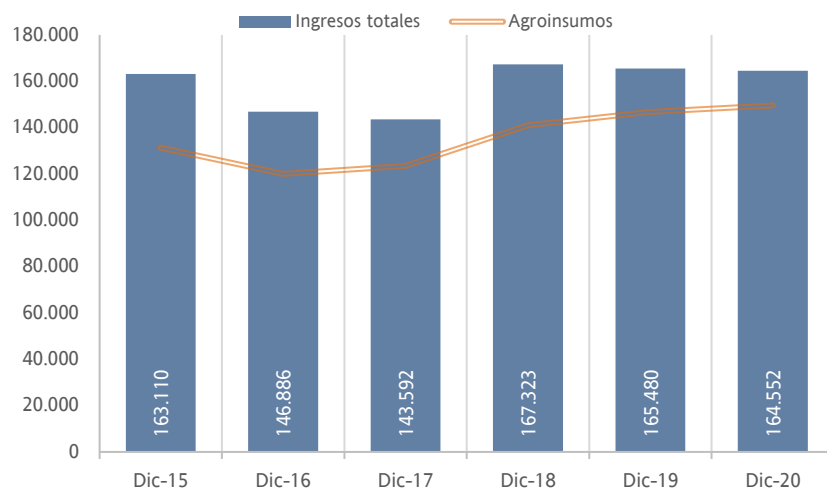
Evolución de utilidades (MM\$) y rentabilidades (%)



explicada por la menor actividad de la línea de negocios agroindustrial (-23,8%) y de financiamiento (-6,8%), que fue compensada parcialmente por mayores ingresos en el segmento de agroinsumos (+2,0%). Esto último es relevante de destacar, porque se produjo una mejora en la distribuidora, pese al nuevo enfoque centrado en la explotación de aquellas líneas de mayor margen y *expertise*, que implicó el cese de operaciones de los negocios de maquinaria y ferretería.

Ingresos consolidados se redujeron levemente en 2020, pero línea de agroinsumos crece en importancia relativa para la empresa

Evolución de ingresos consolidados e ingresos provenientes de agroinsumos (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Si bien la reducción de ventas del segmento agroindustrial ha mermado los ingresos consolidados de la empresa durante los últimos años, ésta representa una proporción cada vez menor del negocio, lo cual ha permitido liberar activo fijo y capital de trabajo mediante la enajenación de activos prescindibles. Situación similar ocurre con la focalización de la distribuidora en menos líneas de negocio de mayores márgenes: se reduce el inventario al mismo tiempo que se libera capital de trabajo necesario para su operación.

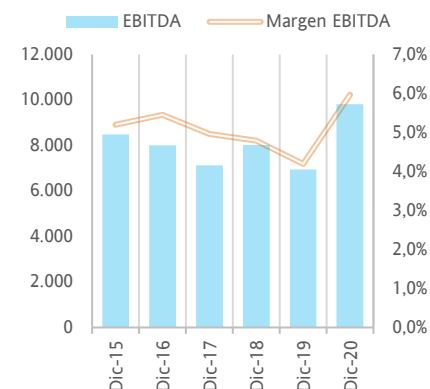
Esta leve disminución en ingresos consolidados fue más que mitigada por la optimización de costos incluida en el Plan ALAS que incluyó, por ejemplo, un aumento de productividad que derivó en una caída de 6,8% en los gastos de administración de 2020, sumado a los resultados positivos por diferencia de cambio que en conjunto condujeron a una mejora de EBITDA¹ de 41,4% en 2020, con un margen EBITDA² que aumentó desde 4,2% en 2019 hasta 6,0% en 2020. Es importante mencionar que se está incluyendo dentro del EBITDA las diferencias por tipo de cambio al tratarse de resultados de la operación, pero que contablemente están siendo registrados como no operacionales.

La mejora operacional ya mencionada, implicó que la compañía cerrara el año 2020 con una utilidad del ejercicio de \$3.440 millones, lo que representa una mejora de 101,4% respecto a 2019.

Última colocación de bonos corporativos y pago del bono securitizado permitió mejorar su estructura de deuda y mejorar su costo de fondos

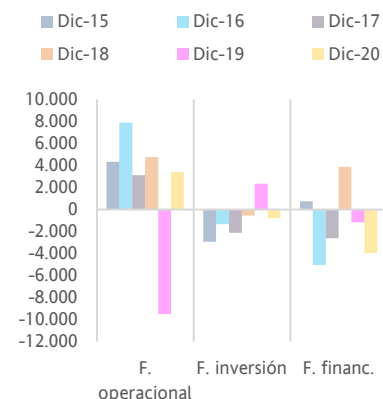
Durante septiembre de 2019, Coagra realizó una emisión de bonos en el mercado local por UF 1.000.000 (serie E), monto destinado al refinanciamiento de pasivos. En 2020 se produjo el prepago de la totalidad del bono securitizado con lo cual, la composición de

EBITDA mejoró significativamente incluso en un escenario de menor oferta de productos, tras el enfoque hacia líneas de negocios específicas
Evolución de EBITDA (MM\$) margen de EBITDA (%)



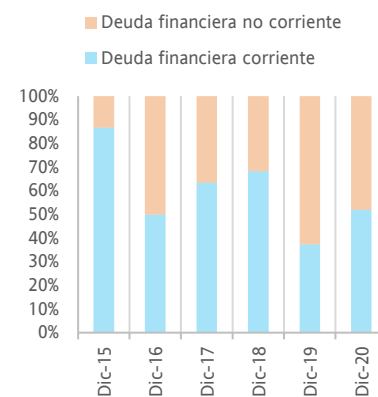
Fuente: Estados financieros

Flujo operacional creció significativamente por la baja base de comparación 2019 que incluyó mayores pagos extraordinarios a proveedores
Evolución Estado de Flujo de Efectivo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Deuda de corto plazo corresponde en su gran mayoría a capital de trabajo de tipo revolving
Estructura de la deuda financiera (%)



Fuente: Estados financieros

pasivos financieros quedó estructurada en un bono local al largo plazo, una fracción menor de deuda con bancos (estructurada) y parte relevante de deuda correspondiente a capital de trabajo.

El stock de deuda financiera³ de la empresa llegó a \$65.993 millones a 2020, lo que representó una leve disminución de 2,4% respecto al cierre de 2019. Al incluir la deuda con proveedores dentro de las obligaciones de la compañía, se obtiene que Coagra redujo 5,3% su deuda ajustada (deuda financiera + deuda con proveedores).

Aun cuando reconocemos que la estructura de negocio de la compañía considera operar en una fracción relevante con préstamos bancarios *revolving* para sus negocios de distribución y financiamiento, destacamos la capacidad que ha tenido Coagra de: (i) quitarle presión a su calendario de amortización de corto plazo mediante la reestructuración al largo plazo y; (ii) mantener relación con gran parte de la banca local materializado en holgura de líneas de financiamiento aprobadas para capital de trabajo.

Con esta estructura de financiamiento inclinada hacia el largo plazo, junto a su generación de flujos, plan de inversiones conservador (equivalente a la depreciación), reparto de dividendos dentro de su política histórica y disponibilidad de líneas de capital de trabajo, consideramos que la compañía contará con holgura suficiente para el pago de sus obligaciones de los próximos doce meses (RCS⁴).

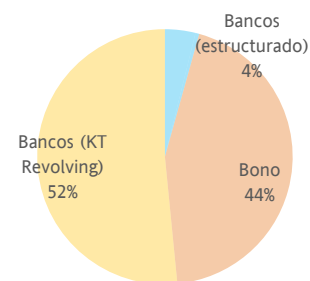
Dada la mejora relevante del EBITDA en 2020, sumado a la reducción de deuda financiera y de proveedores, gran parte de los principales indicadores utilizados en la clasificación cerraron el año pasado en mejores niveles que su período precedente. Respecto a la cobertura de gastos financieros en particular, aun cuando cerró en buenos niveles en 2020, esperamos que esta cobertura se incremente en 2021 dada la mejora del costo de fondos y el prepagado del bono securitizado.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (Nº de veces)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento total ⁵	4,19	4,01	4,03	4,33	4,27	4,14
Endeudamiento financiero ⁶	2,27	2,18	2,12	2,19	2,44	2,42
Endeudamiento financiero ajustado por proveedores	4,03	3,84	3,81	4,17	4,17	4,01
Endeudamiento financiero neto ⁷	2,12	1,96	2,00	1,78	2,31	2,34
Endeudamiento financiero neto ajustado por proveedores	3,88	3,62	3,68	3,76	4,04	3,93
Deuda financiera neta / EBITDA ⁸	6,68	6,57	7,63	6,66	9,21	6,51
Cobertura gastos financieros netos ⁹	4,25	2,45	2,78	2,88	3,27	4,63
Deuda financiera neta / Flujo de caja de la operación ¹⁰	13,06	6,68	17,50	11,18	-6,75	18,81
Flujo de caja de la operación / Gastos financieros netos ¹¹	2,17	2,41	1,21	1,71	-4,47	1,60
Razón circulante ¹²	1,05	1,37	1,31	1,25	1,67	1,49
Razón ácida ¹³	0,92	1,18	1,13	1,07	1,45	1,28

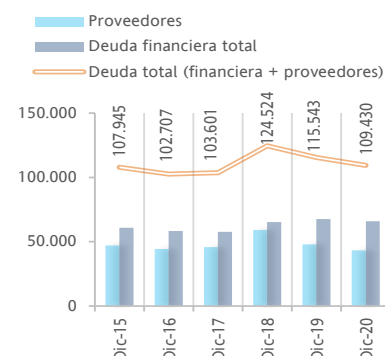
Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros. **Nota:** Hemos actualizado retroactivamente la metodología de cálculo de EBITDA (ir a nota 1), haciéndola homogénea a lo publicado por Coagra.

Obligaciones estructuradas compuestas principalmente por el bono corporativo
Composición de la deuda financiera 2020 (%)



Fuente: Estados financieros

Menores cuentas con proveedores y baja de deuda financiera en 2020 impulsaron un tercer año consecutivo de deuda ajustada a la baja. Evolución deuda ajustada, esto es, proveedores + deuda financiera (MM\$)



Fuente: Estados financieros

PRINCIPALES RIESGOS Y MITIGADORES

Riesgo agrícola y de clima

Mitigadores:

- ❖ Diversidad geográfica, de clientes, de cultivos y diversidad de clima.
- ❖ Clientes tienden a diversificar su producción (menor exposición al riesgo agrícola respecto a un monoprodutor).

Riesgo de crédito

Mitigadores:

- ❖ Seguro de crédito para sus ventas.
- ❖ Comité de crédito interno que sesiona regularmente para monitoreo del riesgo, el cual incluye directores con gran experiencia en el rubro.

Riesgo cambiario

Mitigadores:

- ❖ Contratos derivados para cobertura de monedas.

Competencia

Mitigadores:

- ❖ Gran tamaño y escala de la compañía.
- ❖ Buena posición de mercado.

Riesgo de precio

Mitigadores:

- ❖ Buena gestión de inventarios.

Instrumentos clasificados

Efectos de comercio

Coagra mantiene vigente la línea de efectos de comercio N° 115 por un monto de \$10.000 millones, inscrita y que actualmente no cuenta con colocaciones.

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía deberá dar cumplimiento a los *covenants* de: (i) Endeudamiento total menor o igual a 6,0 veces; (ii) Patrimonio mínimo igual o superior a UF 400.000 y; (iii) Liquidez mayor o igual a 1,0 vez.

La relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia), sumado a las características de la industria (donde Coagra opera con niveles relevantes de deuda y con una dependencia significativa al capital de trabajo), implica que para el caso de esta empresa, la relación entre el rating de corto y largo plazo no sea directa, sino que considera los factores adicionales ya mencionados, clasificándose los títulos de efectos de comercio en categoría N2/A-.

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las series de bonos E y F, inscritas con cargo a la línea N° 613 (vencida en octubre de 2019). En nuestra opinión, 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. El detalle de la deuda vigente es el siguiente:

Principales características series de bonos vigentes

	Serie E	Serie F
N° de inscripción	613	613
Fecha inscripción	23-ago-2019	23-ago-2019
Plazo (años)	6,75	6,75
Monto inscrito	UF 1.000.000	\$27.500.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000	-
Deuda vigente	UF 1.000.000	-
Tasa emisión (%)	2,0%	4,8%
Vencimiento	20-jun-2026	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF (febrero 2020) y LVA Índices.

Las series vigentes consideran las siguientes restricciones financieras:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dic-20
Endeudamiento financiero	<= 4,0 veces	2,8	2,6	2,2	2,4
Endeudamiento total	<= 6,0 veces	4,1	3,4	3,7	4,1
Patrimonio mínimo*	>= UF 400.000	967.600	899.970	950.309	939.067
Activos libres de gravámenes	>= 1,2 veces	1,5	1,5	1,9	1,8

Fuente: Elaboración propia con información de la compañía. * Calculado al valor de UF al cierre del respectivo período.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, se utiliza como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN 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](#)).

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 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.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
23-ago-16	A-	A-	N2/A-	Estable	Nueva línea de efectos de comercio
28-oct-16	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
31-oct-17	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
31-oct-18	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
30-oct-19	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
16-abr-20	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
28-abr-21	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la Categoría A.

Nivel 2

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.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

Indicador	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Activos totales	138.971	134.210	136.879	159.426	146.069	140.397
Efectivo y equivalentes	3.202	4.701	3.096	11.173	2.871	1.530
Inventarios	13.169	14.635	15.757	19.162	17.118	16.848
Proveedores	47.089	44.445	45.906	59.200	47.894	43.437
Pasivos totales	112.219	107.430	109.671	129.529	118.370	113.098
Deuda financiera corriente	52.776	29.090	36.624	44.596	25.216	34.320
Deuda financiera no corriente	8.080	29.171	21.071	20.729	42.433	31.673
Deuda financiera total	60.856	58.262	57.695	65.325	67.649	65.993
Deuda financiera neta	56.602	52.621	54.345	53.361	63.895	63.880
Patrimonio	26.753	26.779	27.208	29.897	27.699	27.299
Ingresos de explotación	163.110	146.886	143.592	167.323	165.480	164.552
Gastos financieros netos	1.995	3.266	2.565	2.788	2.119	2.118
Utilidad del ejercicio	4.255	2.942	2.682	2.696	1.708	3.440
Endeudamiento total (N° de veces)	4,19	4,01	4,03	4,33	4,27	4,14
Endeudamiento financiero (N° de veces)	2,27	2,18	2,12	2,19	2,44	2,42
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,12	1,96	2,00	1,78	2,31	2,34
Endeudamiento financiero neto ajustado (N° de veces)	3,88	3,62	3,68	3,76	4,04	3,93
EBITDA	8.476	8.008	7.118	8.015	6.940	9.812
Margen EBITDA (%)	5,2%	5,5%	5,0%	4,8%	4,2%	6,0%
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	4,25	2,45	2,78	2,88	3,27	4,63
Deuda total (financiera + proveedores)	107.945	102.707	103.601	124.524	115.543	109.430
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	6,68	6,57	7,63	6,66	9,21	6,51
Días de rotación de cuentas por cobrar	194	201	229	215	219	217
Días de rotación de inventario	34,86	40,85	45,30	44,32	46,24	43,46
Días de rotación de cuentas por pagar	124	129	136	147	124	111

¹ EBITDA = Ganancia/pérdida antes de impuestos + costos financieros + gastos financieros Banagro + depreciación y amortización.

² Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos.

³ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁴ Servicio de la deuda (RCS D) = (Caja inicial + flujo operacional – CAPEX – impuestos – dividendos, proyectados) / servicio de la deuda próximos 12 meses (capital e interés).

⁵ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁸ Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / EBITDA anualizado.

⁹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹⁰ Deuda financiera neta sobre flujo de caja de la operación = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación 12 meses.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo) = Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹² Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹³ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA (“ICR”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS (“EVALUACIONES”) Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TENER EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee “TAL COMO ESTÁ”, sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona “TAL COMO ESTÁ” sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.