

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia	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-.

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.

EFECTOS 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

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.