



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Coagra S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Abril 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 [Humphreys Clasificadora De Riesgo](#) •  [@humphreyschile](#)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos
 Acciones (COAGRA)
 Tendencia

A
Primera Clase Nivel 4
Estable

EEFF base 31 de diciembre de 2023

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos N° 613 de 08.10.2009
 Serie E (BCOAG-E) Tercera Emisión
 Línea de bonos N° 1109 de 21.07.2022

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos	165.480.193	164.551.995	204.279.168	248.905.967	233.099.186
Costo de Ventas	-143.186.472	-142.646.647	-175.951.627	-212.171.349	-202.806.932
Ganancia bruta	22.293.721	21.905.348	28.327.541	36.734.618	30.292.254
Otros ingresos, por función	1.174.550	707.600	195.868	499.203	259.083
Gasto de administración y ventas	-16.751.587	-15.618.766	-16.504.352	-19.305.644	-19.610.355
Otros gastos, por función	-767.051	-347.927	-133.919	-228.305	-202.142
Ingresos financieros	720.465	678.089	522.378	2.427.252	2.693.835
Costos financieros	-2.839.685	-2.795.781	-1.803.709	-3.383.588	-4.629.461
Diferencias de cambio	-1.710.525	701.715	-1.313.945	-1.344.399	-212.845
Ganancia (pérdida)	1.708.334	3.439.894	7.209.823	12.355.733	7.082.185

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023
Activos corrientes	125.585.827	120.586.566	149.749.695	184.473.218	207.017.461
Activos no corrientes	20.482.976	19.809.953	29.477.349	29.112.176	30.106.617
Total de activos	146.068.803	140.396.519	179.227.044	213.585.394	237.124.078
Pasivos corrientes	74.977.515	80.854.662	111.731.652	149.962.509	176.866.095
Pasivos no corrientes	43.392.631	32.243.197	36.839.182	27.036.190	19.419.201
Total pasivos	118.370.146	113.097.859	148.570.834	176.998.699	196.285.296
Patrimonio	27.698.657	27.298.660	30.656.210	36.586.695	40.838.782
Total pasivos y patrimonio	146.068.803	140.396.519	179.227.044	213.585.394	237.124.078
Deuda financiera	68.178.441	66.440.562	82.385.231	100.797.085	101.414.462

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Coagra S.A. (Coagra) es un distribuidor de insumos (como fitosanitarios, fertilizantes, semillas, combustible, nutrición animal, entre otros) y servicios para el sector agrícola. Asimismo, a través de sus filiales, está presente en los negocios de financiamiento agrícola y prestación de servicios de secado, guarda y comercialización de cereales. La compañía nació en 1993 como continuadora de las actividades de dos cooperativas que operaban en la región de O'Higgins desde la década de los 60.

Durante 2023, la empresa presentó ingresos consolidados por \$ 233.099 millones y generó un resultado de aproximadamente \$ 7.082 millones, por su parte, el 69% de sus activos fueron explicados por deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, los cuales sumaban \$ 165.393 millones. A la misma fecha, la deuda financiera y patrimonio de la sociedad ascendieron a \$ 101.415 millones y \$ 40.839 millones, respectivamente, los cuales financiaron activos por \$ 237.124 millones. La empresa cuenta con una cartera de más de 14 mil clientes, repartidos principalmente entre las regiones de Coquimbo y de Los Lagos.

La clasificación de riesgo de los bonos por **Coagra** en "Categoría A" se fundamenta, principalmente, en el tipo de modelo de negocio que ha desarrollado la firma, al constituirse como un importante proveedor de insumos y de financiamiento del sector agrícola. En este sentido, destacan la existencia de una amplia base de clientes, la atomización de las cuentas por cobrar y la capacidad logística. El volumen de deudores permite diversificar el riesgo crediticio y facilitar el comportamiento estadísticamente normal de sus cuentas por cobrar.

Complementariamente, se reconoce como elementos positivos el apoyo y experiencia del accionista controlador, Empresas Sutil S.A., conglomerado con trayectoria en el sector agrícola. Asimismo, se valora la existencia de un área de auditoría interna ligada a la matriz, que cuenta con más de cinco años desde su implementación.

Por otro lado, destaca la adecuada cobertura de las operaciones del emisor, con fuerte presencia en aquellas zonas que representan mayoritariamente la superficie cultivada y plantada en Chile. Además, la evaluación valora la experiencia y el conocimiento que la administración tiene del sector y de su segmento objetivo.

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

Desde otra perspectiva, y considerando lo relevante del negocio crediticio, la clasificación se ve acotada por la moderada escala de operación (desde el punto de vista de negocio financiero) que presenta la compañía en términos absolutos, situación que, dado su modelo de negocio, reduce el acceso a economías de escala en cuanto a la obtención de utilidades. Cabe destacar que, dada la estacionalidad del sector al que financia, sus colocaciones presentan una fuerte alza en el cuarto trimestre, mostrando un menor nivel

durante el resto del año. También, la asignación de la categoría de riesgo ha considerado el margen con que opera la industria el que, si bien ha mostrado ser relativamente estable, es reducido, lo cual incrementa la exposición de los resultados y de la eficiencia ante entornos adversos.

Asimismo, la clasificación de riesgo toma en cuenta la exposición de sus ingresos al desempeño de la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la concentración existente en las regiones de O'Higgins, Maule y Biobío, situación que es connatural a la actividad y, por lo tanto, es un riesgo inherente a la industria y acorde a la generación del Producto Interno Bruto (PIB) agrícola por cada región. En este sentido, reconociendo que en términos de zonas agrícolas la actividad de la sociedad se correlaciona con la realidad del país, ello no inhibe la existencia de una concentración geográfica.

Con todo, cabe destacar que hay atenuantes al riesgo intrínseco del sector donde opera **Coagra** como lo son la variedad de cultivos, frutales, viñedos y pecuarios de sus clientes, la propensión a la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario, dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria.

Junto con lo anterior, la categoría asignada considera la necesidad de administrar los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y eventuales restricciones de financiamiento de **Coagra** para solventar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, reconociendo que esta área es intensiva en capital de trabajo. Aunque es necesario señalar que estos riesgos, son inherentes a la industria y, dado eso, la evaluación valora la capacidad de **Coagra** para administrarlos, sumado a la estabilidad en su comportamiento a lo largo de los años.

El análisis reconoce como atenuantes, el funcionamiento de comités de directores periódicos, comités financieros y mecanismos para controlar los riesgos (a través de *hedges*). Por otro lado, destaca la existencia de un área de auditoría, unidad de gran importancia para instituciones de carácter financiero como medida de mitigación de riesgos, particularmente operativos.

La categoría asignada incorpora la posibilidad de acceso de los clientes a otras fuentes de financiamiento (lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía), la intensificación de la competencia en las regiones donde se ubica la empresa (considerando además la dependencia de fitosanitarios y fertilizantes) y un eventual proceso de consolidación de los agricultores (donde los actores del mercado tiendan a ser grandes empresas, con mejores posibilidades de acceso al crédito y posición negociadora). En contraposición, se reconoce la baja probabilidad que estos riesgos se manifiesten en forma inmediata, existiendo incluso la posibilidad que alguno de los factores mencionados se atenúe en el corto plazo.

Por su parte, la evaluación de riesgo de los títulos accionarios en "*Primera Clase Nivel 4*", incorpora la clasificación de solvencia de la empresa, "*Categoría A*", y la nula liquidez bursátil que presentan estos instrumentos en el mercado de valores (ausencia de mercado secundario) al no tener presencia bursátil.

En el ámbito de criterios ESG¹, el negocio de **Coagra** se basa en la convergencia de tres factores de impacto: social, medioambiental y económico, manteniéndose en proceso para clasificarse como empresa B,

¹ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

relacionándose con la comunidad a través de fundaciones y otros, además de distintas políticas de gobierno corporativo. La compañía, en su sitio Web y memoria integrada, divulga con detalle sus prácticas al respecto.

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

A futuro, la clasificación podría verse favorecida en la medida que se produzca una caída significativa en el peso de las regiones de O’Higgins, del Maule y del BioBío en relación con el total de ingresos y de deudores, sin descartar otros factores que impliquen mayor solidez. Así como también, la clasificación podría bajar si el negocio se ve afectado por un acceso alternativo al financiamiento, por parte de los clientes y/o un aumento en el poder de negociación frente a la empresa. En ese sentido, el desafío de la sociedad es mantener diversificadas sus fuentes de financiamiento y mantener controlado su costo de fondeo.

Sin perjuicio de lo anterior, **Humphreys** reconoce que en los últimos periodos se han alcanzado niveles de pasivo exigible sobre patrimonio por sobre el comportamiento histórico, no obstante, según declaraciones de la administración, se espera que esto se revierta en los próximos periodos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Experiencia y conocimiento del mercado objetivo.

Fortalezas complementarias

- Cartera de crédito atomizada.
- Modelo de negocios.
- Cobertura geográfica en zonas agrícolas.

Fortalezas de apoyo

- Apoyo y experiencia de la matriz.
- Implementación de un área de auditoría interna.
- Seguros de cuentas por cobrar.

Riesgos considerados

- Moderada escala de operación en términos absolutos, no así comparada con su industria (riesgo difícil de evitar dada la estructura del mercado).
- Concentración de productos.
- Exposición a eventuales nuevos operadores.
- 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).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Consolidación de los clientes y un aumento en el poder de negociación de estos (riesgo poco probable en el corto plazo).

Hechos recientes

Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023, la empresa generó ingresos por \$ 233.099 millones, lo que significó una disminución de 6,4% respecto de 2022, explicado principalmente por una contracción en las ventas del segmento fertilizantes (dada la baja en nivel de precios de fertilizantes de 40% en el año). Los costos de ventas decrecieron en un 4,4% en el mismo periodo. De esta forma, la ganancia bruta se redujo en un 17,5%, respecto de 2022.

Los gastos de administración y venta crecieron en 1,6% ubicándose en \$ 19.610 millones. En consecuencia, la ganancia alcanzó los \$ 7.082 millones, un 42,7% inferior a la registrada en 2022.

Las cuentas por cobrar alcanzaron los \$ 165.393 millones, un 11,2% superior a igual periodo del año anterior, mientras que la deuda financiera fue de \$ 101.415 millones, similar al ejercicio previo.

En suma, la base total de activos alcanzó \$ 237.124 millones, cifra que fue financiada en un 82,8% con pasivos y un 17,2% con patrimonio.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

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

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Experiencia y conocimiento del mercado objetivo: **Coagra** fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O'Higgins, que operaban en la región de O'higgins, por lo que la sociedad acumula una experiencia de más de 31 años en el mercado, en los cuales han enfrentado diferentes coyunturas, además han mostrado eficiencia para hacer frente a diversos escenarios económicos y capacidad para acceder a las oportunidades que se han generado en el mercado. Al respecto, se reconoce positivamente el *know how* en materia agrícola considerando el hecho de que los directores de **Coagra**

tienen relación con el sector agroindustrial, y a su vez han demostrado la capacidad reconocer y gestionar eficientemente la situación de los productores en escenarios complejos, ejecutando planes a la medida para cada uno de ellos.

Amplia cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 90% de la superficie cultivada y plantada en Chile², donde se concentran la mayoría de los clientes-agricultores que demandan los insumos y servicios agrícolas ofrecidos por el emisor. Esta situación facilita acceder a la diversificación que se puede dar al interior del sector. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles mejorando su competitividad dentro del sector.

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. En los hechos, las ventas de **Coagra** están diversificadas en más 14.000 clientes activos en Chile, y durante 2023 el principal cliente (no relacionado) superó el 1,0% de las ventas totales del emisor, según datos entregados por la empresa (situación que se mantiene similar para los últimos cinco años donde no se exhibe algún cliente que supere el 2% de los ingresos totales).

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande. En el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito al momento de la cosecha. En los hechos, los operadores del rubro están cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas que no son satisfechas por otros agentes del mercado.

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

Controles internos: Desde hace más de cinco años la empresa cuenta con una unidad independiente de auditoría interna, radicada en Empresas Sutil, controlador de **Coagra**. Además, destaca la existencia de un comité de crédito que está encargado de analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en las condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza. Este comité sesiona todas las semanas y en él participan directores y ejecutivos de **Coagra** y sus subsidiarias.

Seguros de cuentas por cobrar: La sociedad posee de seguro de crédito, además de exigir garantías, letras de crédito y pagarés en los casos que corresponda. Este seguro fue contratado con la Compañía de Seguros Continental, el cual ha tenido renovaciones continuas desde el año de incorporación de dicha herramienta de mitigación de riesgo (2007).

En los hechos, según los últimos estados financieros disponibles, la sociedad mantiene seguros de crédito para un 85% de sus deudores comerciales y otras cuentas por cobrar. Adicionalmente, según la misma fuente, en lo que respecta a la utilización del seguro, de un total de clientes activos, del orden de 6.763 aproximadamente durante 2023, se siniestraron 26 casos (activos e indemnizados), lo cual representa un

² Contrastando las sucursales de **Coagra** con el catastro frutícola de 2023 del Centro de Información de Recursos Naturales (Ciren).

0,38% del total de clientes.

Factores de riesgo

Moderada escala de operación: Considerando la existencia de un negocio financiero implícito en el modelo empresarial (dado que la sociedad otorga, como promedio, un plazo de venta a sus clientes del orden de 170 días para fitosanitarios y 175 días para fertilizantes), la compañía presenta una moderada escala de operación (visto como proveedor financiero). Por su parte, las cuentas por cobrar llegaron a \$ 165.393 millones en diciembre de 2023 y este valor representa menos del 1% de las colocaciones del sistema bancario.

Cabe agregar, que producto de la estacionalidad del negocio, las cuentas por cobrar se reducen mucho en los otros trimestres del año. Esta reducción, dado el modelo de negocio que se lleva a cabo, dificulta el acceso a economías de escala que favorezcan la obtención de utilidades; así en promedio en los últimos cinco años la relación entre utilidad e ingreso ha sido de 3,0% (según estados financieros trimestrales anualizados, ajustados a pesos del último periodo), fluctuando entre 1,0% y 5,5% trimestralmente.

El último tema señalado, a juicio de **Humphreys**, es de relevancia, por cuanto mayores volúmenes de operación permiten soportar menores márgenes para cubrir los costos (mejor competitividad) y destinar, en términos absolutos, mayores recursos a instancias de control de los riesgos. Sin embargo, se ha percibido un incremento importante en el volumen del negocio en los últimos años (lo que se refleja en el alza de las cuentas por cobrar).

Concentración de productos: Sin desconocer la variedad de servicios y líneas de productos que la sociedad ofrece a sus clientes, dada la necesidad de los mismos, se reconoce que alrededor del 59,0% de los ingresos se generaron por la venta de fitosanitarios y fertilizantes en 2023 (59,3% en 2022), riesgo que es estructural al negocio. Cabe mencionar que estos mismos productos representaron cerca del 58,8% del margen en 2023 (64,2% en 2022). Lo anterior, podría repercutir en la capacidad generadora de flujos en caso de producirse *shock* de demanda o de costos.

Concentración geográfica de sus ingresos: Las regiones de O'Higgins, Maule y Biobío concentraron el 58,8% de los ingresos totales en 2023 y esta se enfocó básicamente en insumos, agroindustria y financiamiento. Este riesgo se ve atenuado debido a que se toma en cuenta que esta situación es connatural al negocio por la concentración de las superficies cultivables del país (riesgo transversal al sector). De igual forma, se incorpora la correlación de su negocio con el comportamiento del sector agrícola.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa como proveedor y acreedor del sector agrícola, rubro considerado de elevado riesgo, que se morigeraría por la existencia de diversos cultivos, que podrían verse afectados en forma diferente por eventos climatológicos y pestes, pero que, en casos extremos, como por ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. El riesgo agrícola, directa o indirectamente se 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 algunas medidas tomadas por la empresa como aceptar los productos físicos al final del ciclo productivo bajo la figura de caución, la existencia de seguros de crédito y la diversificación de los productos.

Riesgos del negocio crediticio y acceso a financiamiento: La operación de la empresa incorpora los riesgos

propios de la actividad financiera: incobrabilidad, concentración sectorial, calce de plazos y necesidad de un eficiente manejo del capital de trabajo.

En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un elemento relevante en el modelo de negocios de **Coagra**, por lo cual se enfrenta al desafío de mantener diversificadas sus alternativas de financiamiento, de modo de mantener un adecuado acceso al sistema financiero. Al respecto, se reconoce positivamente que, a la fecha, la sociedad mantiene compromisos financieros con múltiples bancos de la plaza (75,6% del total de deuda financiera, siendo el principal BCI con un 22,8%) y compromisos con el público; bonos (con el 22,7% del total de compromisos financieros).

Exposición a eventuales nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución (en especial el logístico), no se evidencian barreras de entrada relevantes que inhiban el ingreso de nuevos operadores, ya sea directamente o por medio de adquisición de empresas ya existentes. A esto, aunque con menor probabilidad de ocurrencia, se une la posibilidad de crecimiento de los competidores “especialistas” (enfocados en un rubro específico, en una región o tipo de producto agrícola) que podrían concentrar sus esfuerzos en nichos y afectar algunas líneas de negocio, sin embargo, se ha visto que, en los últimos años, han desaparecido algunos “especialistas”. En contraposición, se debe señalar que la industria ya ha ido experimentando un proceso de mayor consolidación (absorciones) y, por lo tanto, en alguna medida, ésta ha podido ser internalizada por los distintos operadores.

Con respecto a lo anterior, se reconoce positivamente que la sociedad ha optado por una opción de especialización (operando una menor cantidad de líneas de negocio; eliminando en los últimos diez años aquellas relacionadas a veterinaria, ferretería agrícola, maquinaria, plantines, que no eran determinantes en el negocio) de mayor profundidad y competitividad que otros operadores del rubro.

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

Consolidación de los clientes: Las características de la demanda —concentrada en el sector agrícola, particularmente, en las regiones de O’Higgins, del Maule y del BioBío— facilita la coordinación y/o concertación de clientes, lo cual repercutiría en una mayor capacidad negociadora por parte de los compradores. Sin embargo, en el corto plazo, se estima poco probable la manifestación de este riesgo.

Antecedentes generales

La compañía

Coagra fue constituida en 1993, tras la fusión de las cooperativas agrícolas de Graneros y O’Higgins, que operaban en la región de O’Higgins. En 1996, la sociedad fue inscrita en la Comisión para el Mercado Financiero (anteriormente Superintendencia de Valores y Seguros) y, actualmente, tiene presencia entre

las regiones de Valparaíso y la de los Lagos. Actualmente, la compañía es propiedad en un 57,1% de Empresas Sutil S.A., ligada a la industria agrícola.

Entre las filiales más importantes se encuentran: i) Coagra Agroindustrial S.A., constituida en enero de 2005, dedicada al negocio de secado, guarda, estandarización, industrialización y comercialización de granos con presencia en el mercado del maíz y trigo; y ii) Banagro S.A., fue constituida en abril de 2011, dedicada principalmente a realizar operaciones de *factoring*, *leasing* y de asesoría financiera al sector agrícola.

Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente, en el negocio asociado a la comercialización de agroinsumos (distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas y maquinaria agrícola), representando cerca del 94,9% de las ventas en 2023. Posteriormente destaca financiamiento (3,7% del total de ingresos) y agroindustria que está asociada al corretaje de granos (maíz y trigo), servicios de secado y guarda (1,4% de las ventas en el mismo período).

Existe un negocio financiero implícito en las operaciones de **Coagra** que complementa sus operaciones, ya que la empresa otorga, como promedio, un plazo de venta a sus clientes del orden de 170 días para fitosanitarios y de 175 días para fertilizantes. Reflejo de la importancia de las cuentas por cobrar es que, según datos a diciembre de 2023, representaron el 79,9% del activo corriente y un 69,7% del activo total. En consecuencia, sus operaciones presentan una marcada estacionalidad durante el año, que obedece a los ciclos de producción de los agricultores.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de la empresa **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fueron las líneas más relevantes en 2023, concentrando un total de 59,0% de las ventas (59,3% en 2022) y un 58,8% de la ganancia bruta (64,2% en 2022).

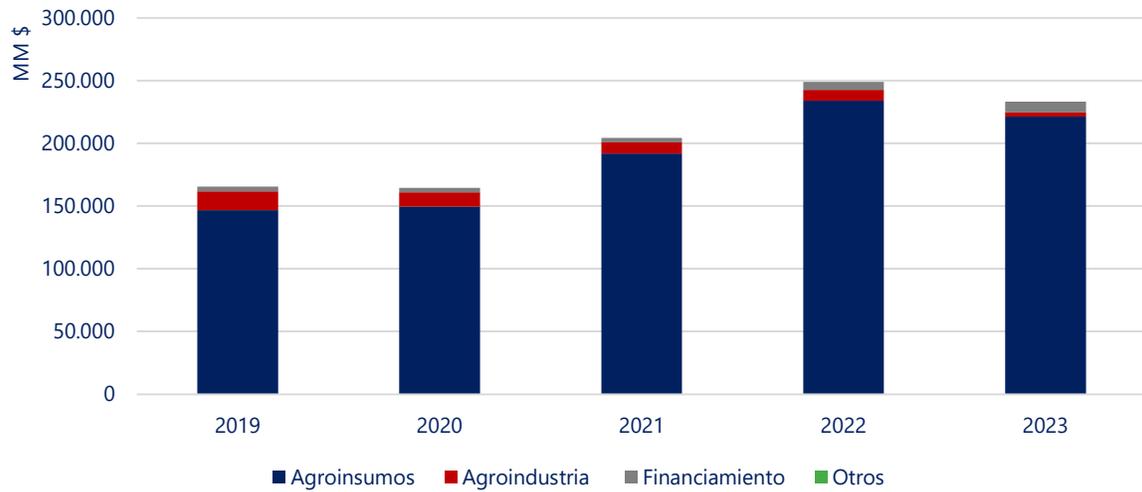


Ilustración 1: Ingresos por segmento

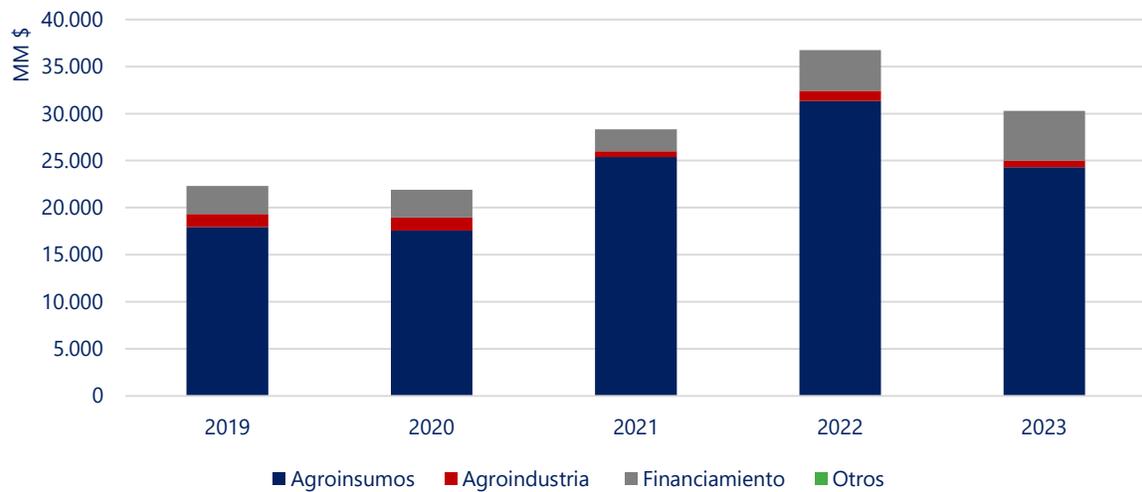


Ilustración 2: margen bruto por segmento

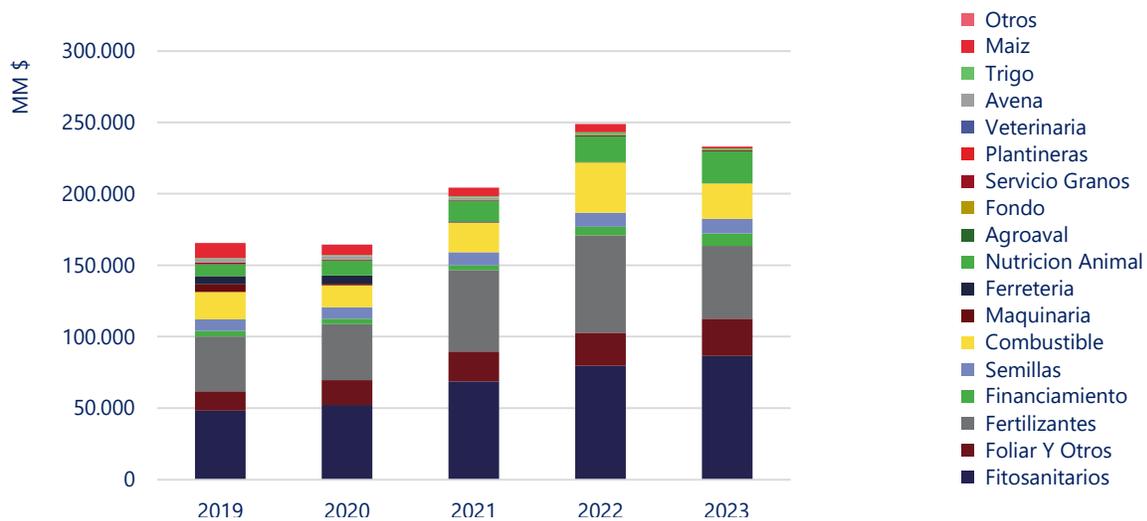


Ilustración 3: Ingresos por producto

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvoagropecuario el cual, dentro del PIB nacional de 2022, tuvo una participación en torno al 3,1% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

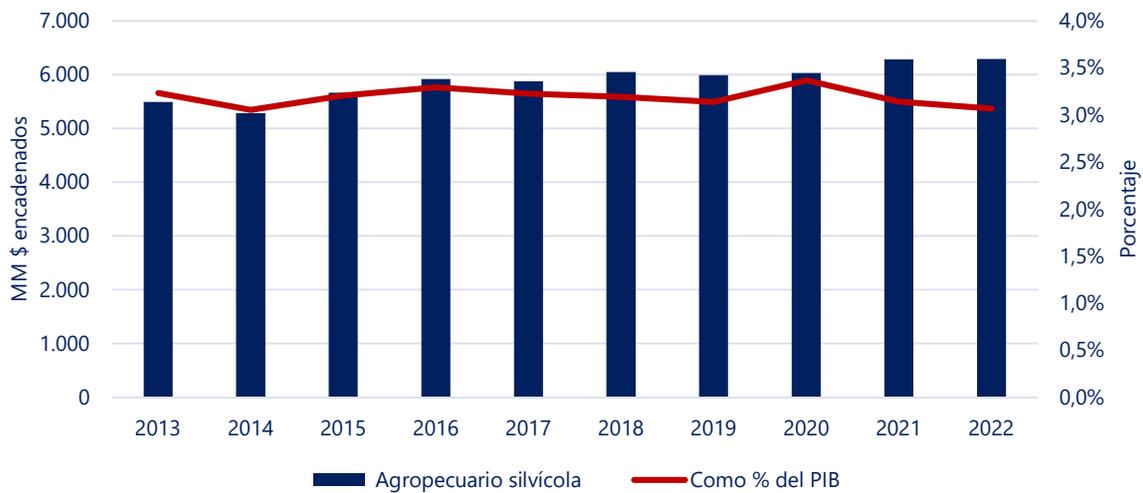


Ilustración 4: Evolución del PIB Agropecuario-silvícola

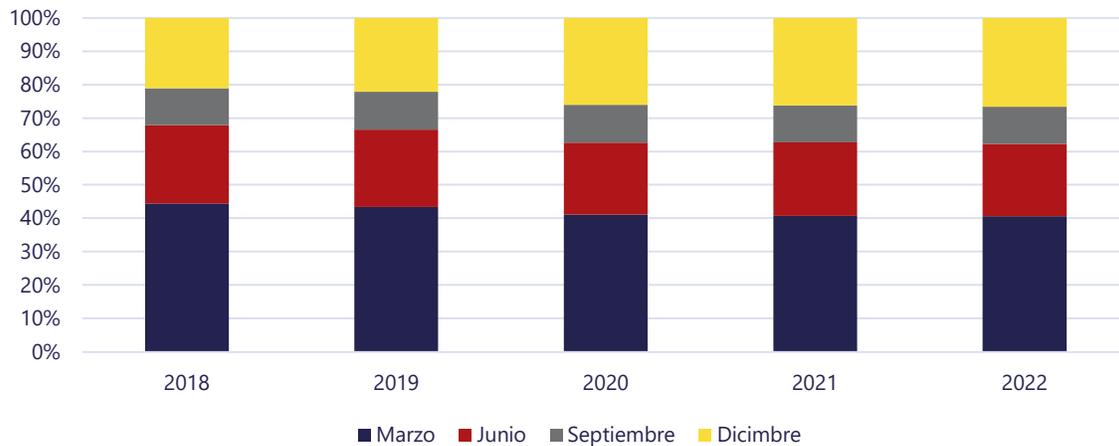


Ilustración 5: Evolución del PIB silvoagropecuario por trimestre.

Se observa que en los últimos diez años el PIB de sector silvoagropecuario ha representado en torno a 3,0% del PIB nacional y se espera que este aporte al crecimiento del país no experimente bajas relevantes en el mediano plazo, dado la dinámica exportadora del sector.

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones de O'Higgins, del Maule y Metropolitana, que tienen una importancia cercana al 52,5% en 2023 (52,9% en 2022). En la Tabla 1 se muestra la distribución del PIB silvoagropecuario, por región y para los últimos cinco años.

Tabla 1: Distribución del PIB silvo-agropecuario

Región	2019	2020	2021	2022	2023
Región de Arica y Parinacota	0,95%	0,98%	0,99%	1,00%	1,03%
Región de Tarapacá	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%	0,05%
Región de Antofagasta	0,05%	0,04%	0,05%	0,05%	0,05%
Región de Atacama	1,35%	1,28%	1,29%	1,40%	1,39%
Región de Coquimbo	5,94%	5,72%	5,75%	5,81%	6,13%
Región de Valparaíso	9,76%	9,16%	9,79%	9,79%	9,65%
Región Metropolitana de Santiago	11,49%	10,91%	11,59%	11,57%	11,39%
Región de Libertador General Bernardo O'Higgins	21,32%	20,92%	21,47%	21,84%	21,32%
Región del Maule	18,07%	18,59%	18,71%	19,48%	19,45%
Región de Ñuble	5,65%	5,82%	5,48%	5,59%	5,66%
Región del Biobío	7,20%	7,48%	7,03%	6,61%	6,87%
Región de la Araucanía	7,50%	8,05%	7,38%	7,11%	7,40%
Región de los Ríos	4,12%	4,09%	4,03%	3,68%	3,82%
Región de Los Lagos	5,69%	6,02%	5,55%	5,21%	4,94%
Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo	0,31%	0,32%	0,22%	0,19%	0,21%
Región de Magallanes y la Antártica Chilena	0,53%	0,56%	0,61%	0,61%	0,61%

Líneas de negocio³

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

Agroinsumos

El segmento de agroinsumos se dedica a la distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas y maquinaria.

Las ventas a plazo del segmento agroinsumos son efectuadas a través de **Coagra**, y dentro del área de agroinsumos, la comercialización de fitosanitarios y fertilizantes fue la línea más relevante durante 2023, concentrando el 59,0% del total de ingresos.

Como se puede ver en la Ilustración 6, durante 2022 agroinsumos exhibió ingresos por \$ 233.910 millones, siendo un 22,0% superior al ejercicio anterior (en términos nominales). Este incremento fue impulsado principalmente por alzas relevantes en el precio de fertilizantes y también por un mejor desempeño en combustible, y fitosanitarios. Posteriormente en 2023, se exhibe una contracción, aunque manteniendo ventas todavía elevadas en relación con el comportamiento de los últimos cinco años. Esta baja se explica principalmente por la caída en los precios de fertilizante, compensado, en parte, por crecimientos en fitosanitarios.

La ganancia bruta exhibió una trayectoria similar a la de los ingresos, con mayores niveles en 2022 impulsado por los precios de fertilizantes y mejor desempeño en la mayor parte de los productos ofrecidos, y una contracción en 2023, principalmente explicada por una regularización de los precios de fertilizantes.

En cuanto al margen bruto sobre ingresos, en 2023 llegó a 11,0%, siendo este, el nivel más acotado en comparación a los últimos cinco años.

³ Ingresos por segmento incluyen intereses implícitos.

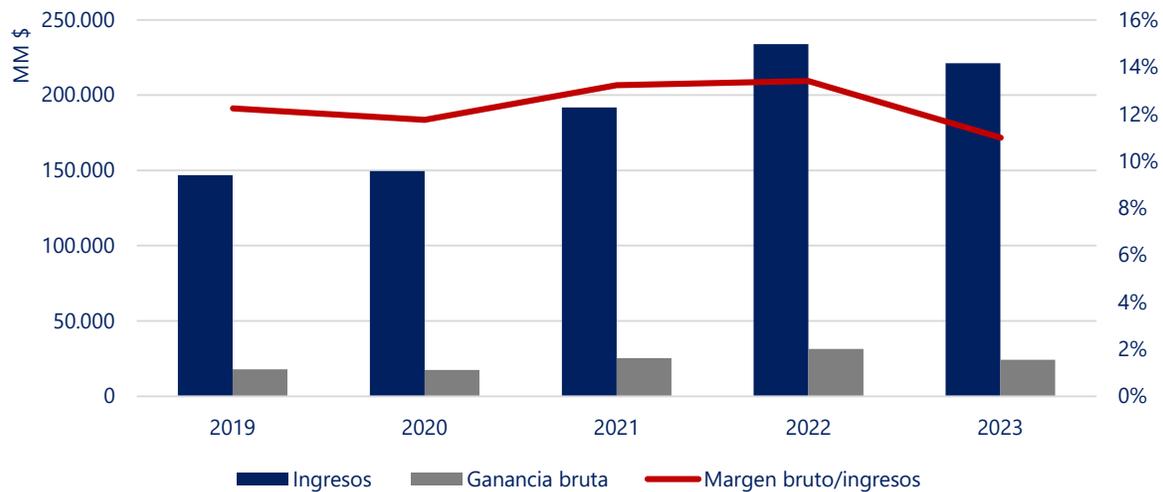


Ilustración 6: Evolución ingresos y ganancia bruta agroinsumos

Agroindustria

La compañía, a través de la filial Coagra Agroindustrial S.A., ofrece a los agricultores los servicios de acopio, guarda, secado y comercialización de granos, para lo cual cuenta con una capacidad aproximada de 50 mil toneladas, en su planta de San Fernando.

Durante 2023 los ingresos de este segmento alcanzaron los \$ 3.286 millones siendo un 62,7% inferior a lo presentado en 2022 (en línea con la estrategia de la compañía por disminuir su participación en este negocio).

En cuanto al indicador margen bruto sobre ingresos, durante 2023 obtuvo un valor de 21,5% superior al 12,0%, del año 2022, como se muestra en la Ilustración 7.

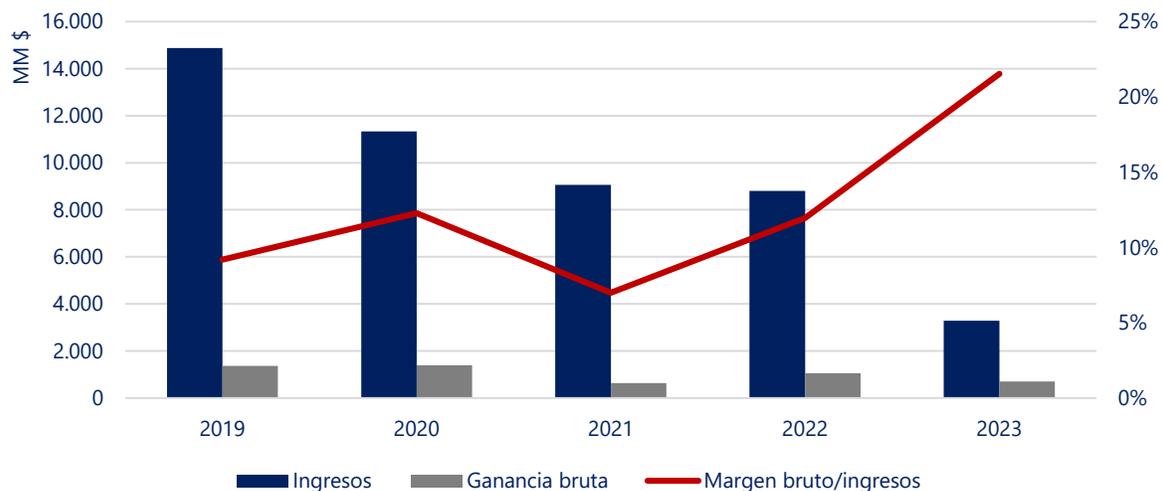


Ilustración 7: Evolución ingresos y ganancia bruta agroindustria

Financiamiento

Sin perjuicio del negocio financiero implícito en las ventas a plazo de la línea de agroinsumos, la empresa presentó durante 2023 ingresos por \$ 8.627 millones en el segmento propiamente financiero (*factoring, leasing* y asesoría financiera al segmento agrícola). Por su parte, las cuentas por cobrar de la compañía en la misma fecha alcanzaron los \$ 165.393 millones. A continuación, se presenta la evolución del *stock* de cuentas por cobrar totales.

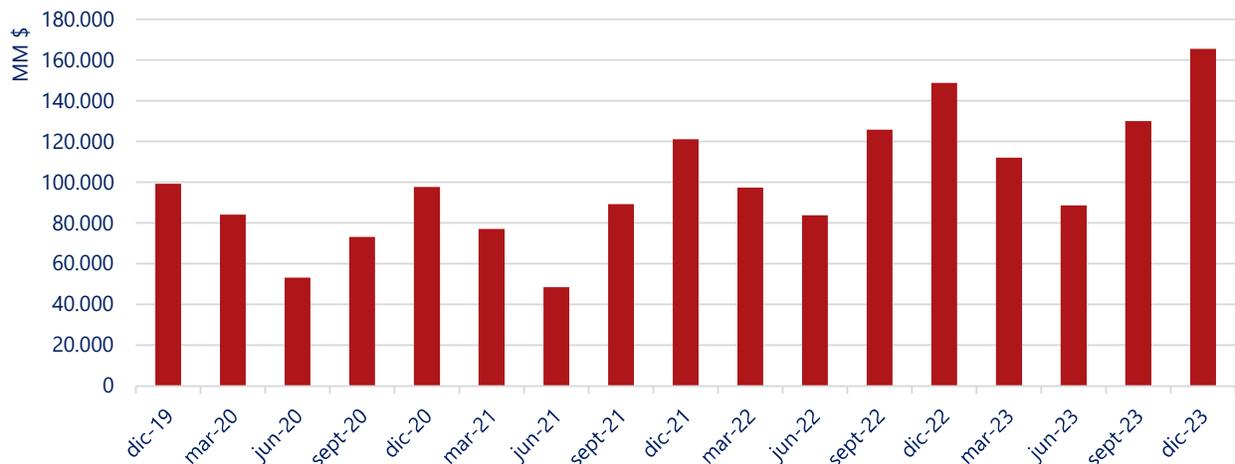


Ilustración 8: Evolución de cuentas por cobrar

Como se ve en la ilustración 9 los ingresos y el margen bruto han exhibido alzas importantes alcanzando en lo más reciente una ganancia bruta de \$ 5.270 millones. No obstante, la ganancia bruta sobre ingresos presenta caídas hasta alcanzar un 61,1% en 2023.

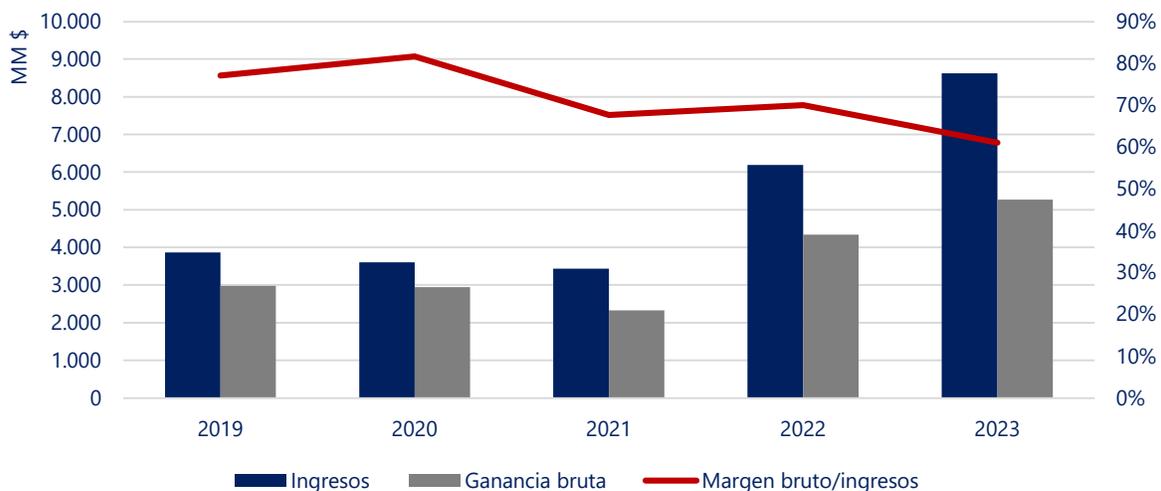


Ilustración 9: Evolución ingresos y ganancia bruta financiamiento

Administración y características del negocio

Concentración de clientes

La compañía cuenta con una cartera de clientes atomizada en términos de montos de ventas (más de 14.000 clientes). Los clientes muestran diversidad de tamaño (gran empresa agrícola y mediano agricultor) y de rubro (frutal, uva vinífera, hortalizas, cultivos, pecuarios, otros), presentando necesidades de insumos estacional y de financiamiento de capital de trabajo, lo que se traduce en una alta importancia de las ventas a plazo dentro de su cartera.

Administración de riesgo

Análisis de crédito

Toda venta a plazo es analizada por el Departamento de Crédito, instancia encargada del estudio y registro de los antecedentes económico-financieros y agronómicos del cliente, base sobre la cual se otorga una clasificación y una línea acorde a sus necesidades y perfil de riesgo.

Las categorías asignadas por **Coagra** a sus clientes son: A+, A-, A, B+, B-, C+, C-, D y E. Según la definición de la compañía, las seis primeras categorías —que concentran en torno al 85% de las ventas— están conformadas por clientes que han presentado un buen comportamiento de pago, mantienen buenas referencias comerciales, su situación patrimonial es adecuada y participan en rubros de explotación bien manejados, rentables y diversificados.

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

Las líneas son revisadas una vez al año y un 90% de las ventas son aseguradas. El 10% restante de las ventas se realiza con clientes relacionados (socios, proveedores, ejecutivos).

Cabe señalar, que desde 2007 **Coagra** cuenta con un seguro de crédito con Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., que asegura su cartera de clientes (este seguro ha tenido renovaciones continuas desde el año 2007).

Morosidad

La mora mayor a 90 días se mantiene en niveles acotados, mientras que el resto se mantuvo en niveles similares a lo exhibido en los últimos cinco años. Destaca el incremento general de la mora en el primer semestre de 2023, según declaraciones de la administración se atribuye principalmente al hecho de que se ejecutaron atrasos temporales asociados a reprogramaciones, especialmente de productores de uva de mesa y manzana, y además se exhibió una liquidez reducida en los granos considerando el escenario de precios internacionales con un precio esperado futuro más acotado que el precio del momento, lo que redujo la capacidad de acción de los mismos y por ende su liquidez.

La distribución de la cartera morosa por tramo, como porcentaje del *stock* de colocaciones, es la que se muestra a continuación (según información presentada en los estados financieros):

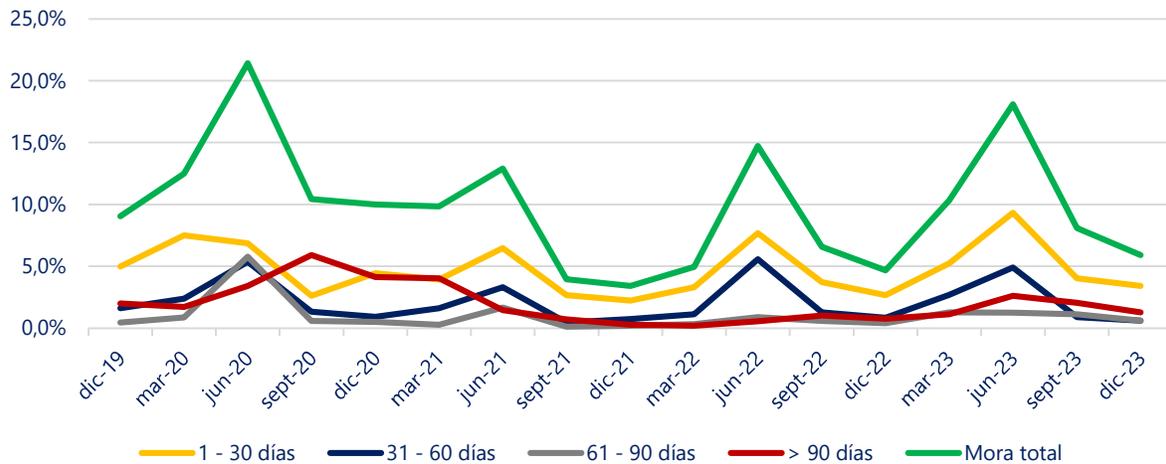


Ilustración 10: Evolución de la cartera morosa (como porcentaje del stock de colocaciones)⁴

Control interno

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

También la compañía cuenta con instancias de control por medio de comités (del cual depende el auditor) que se realizan mensualmente, presididos por miembros del directorio, cuyos temas relevantes quedan establecidos en actas. Se han establecido puntos críticos de control con fecha de revisión (diario, quincenal o mensual), definidos por el directorio de la compañía.

Las principales características de cada comité son las siguientes:

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

⁴ Considera morosidad de cuentas por cobrar netas (*post deterioro*) según información de los estados financieros.

- Comité de crédito: Se realiza semanalmente, es presidido por dos directores y su objetivo es analizar y aprobar las líneas de crédito, cambios en condiciones de crédito, prórrogas y situaciones de mora y cobranza.

Además, existe un comité de Recursos Humanos y Prevención de Riesgo, que lo preside el gerente general y participa la gerenta de personas y el gerente de finanzas y un comité de logística y *supply chain*, que lo preside el gerente general.

Análisis financiero⁵

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

En términos reales, el nivel de ingresos anualizados de la compañía exhibió cierta estabilidad entre 2019 y comienzos de 2021. Sin embargo, a partir de septiembre de 2021 se observaron alzas que se acentuaron en 2022, alcanzando un valor máximo de \$ 282.458 millones (septiembre de 2022 UDM). Lo anterior se explica principalmente por alzas en los ingresos del segmento agroinsumos, especialmente de fertilizantes, fitosanitarios y combustibles (destacando niveles elevados de precios de fertilizantes) lo cual tendió a revertirse en los últimos periodos dada la caída en la venta de fertilizantes y combustible (compensado en parte por mayores ingresos en fitosanitarios). De esta manera, con las bajas desde finales de 2022 hasta la fecha, las ventas alcanzaron \$ 236.644 millones (diciembre de 2023).

En cuanto a las cuentas por cobrar, se exhibe volatilidad en los periodos analizados (bajas importantes en junio de cada año y fuertes alzas en diciembre) principalmente explicada por la estacionalidad del negocio. Estas cuentas alcanzaron en diciembre de 2023 un total de \$ 165.393 millones (6,1% superior al mismo periodo de 2022), representando a su vez el valor más elevado en comparación al comportamiento de los últimos cinco años. Cabe mencionar que este incremento, se da principalmente en la cartera no repactada de clientes al día (pasando de \$ 141.265 millones en diciembre de 2022 a \$ 152.071 millones en diciembre 2023).

⁵ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

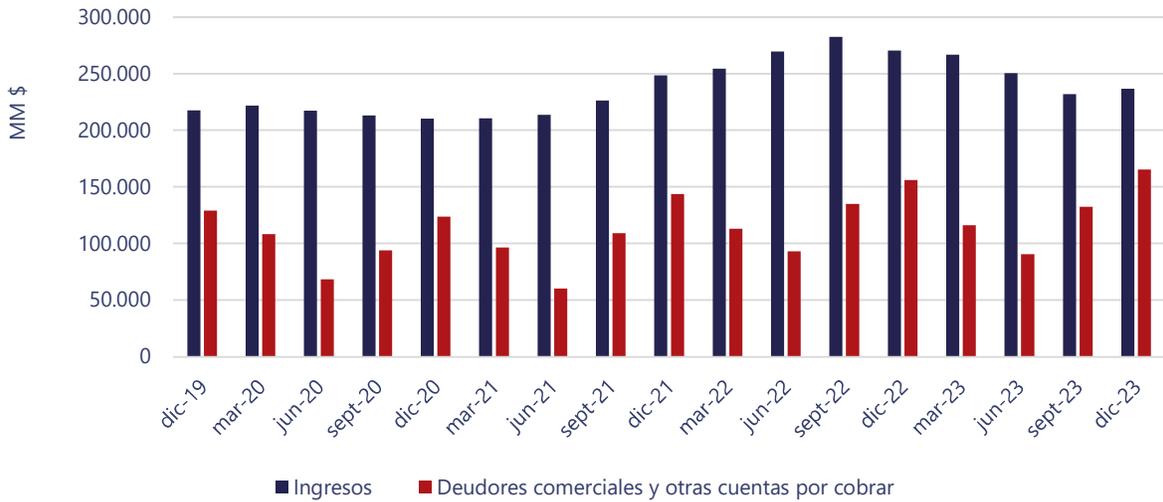


Ilustración 11: Evolución ingresos y cuentas por cobrar

Evolución del endeudamiento

El nivel de endeudamiento de **Coagra**, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, muestra un comportamiento oscilante, marcado por la estacionalidad del negocio, sin embargo, el indicador se mantiene dentro de una franja que va desde las 2,8 veces (junio 2021) y las 4,8 veces (obtenido en diciembre 2021, 2022 y 2023). Con todo, se podría decir que se evidencia cierta tendencia al alza, aunque no pronunciada.

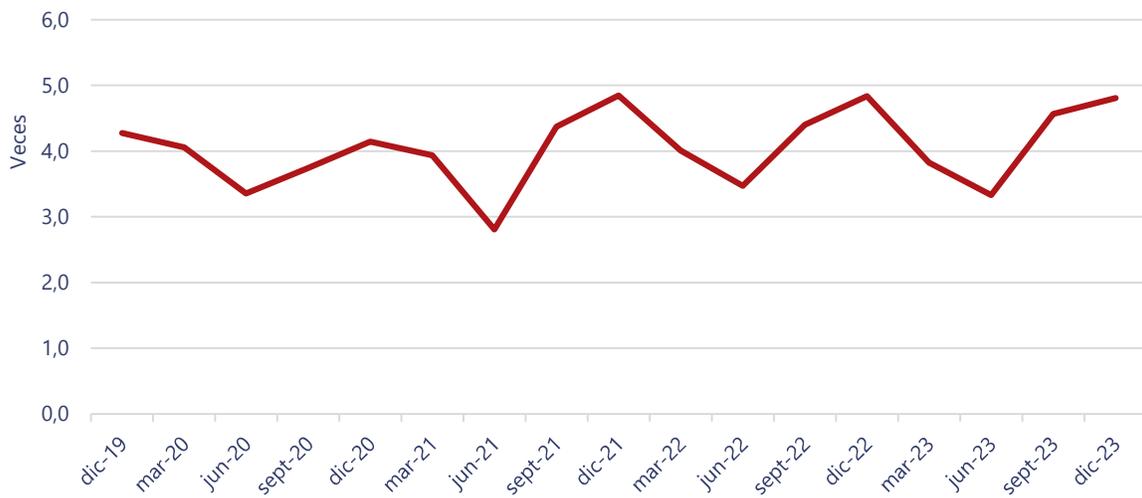


Ilustración 12: Evolución de la razón de endeudamiento

Si se calcula las deudas con relación al Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁶ estimado por **Humphreys**, y aquellas se ajustan por (i) las cuentas por cobrar, (ii) por parte de los inventarios y (iii) se adicionan las cuentas por pagar (deuda con proveedores), se observa que su indicador de deuda financiera ajustado a flujo de caja de largo plazo⁷ muestra un comportamiento volátil, pero con cierta tendencia a la baja al menos desde junio de 2020 hasta septiembre de 2022 (cabe mencionar que los altos valores obtenidos entre diciembre de 2022 y junio de 2023 se explican por fuertes incrementos en la tasa promedio ponderada de la deuda pasando desde valores en torno a 5% a más del 10%; por ende si se considera una tasa promedio histórica para estos periodos, se mantendrían valores del *ratio* similares a los niveles obtenidos previo alza de las tasas) obteniendo un valor de 4,1 veces en 2023 (para ese año se considera una tasa promedio ponderada aun superior al histórico de 7%; con el comportamiento histórico de la tasa el *ratio* disminuiría hasta las 3,3 veces).

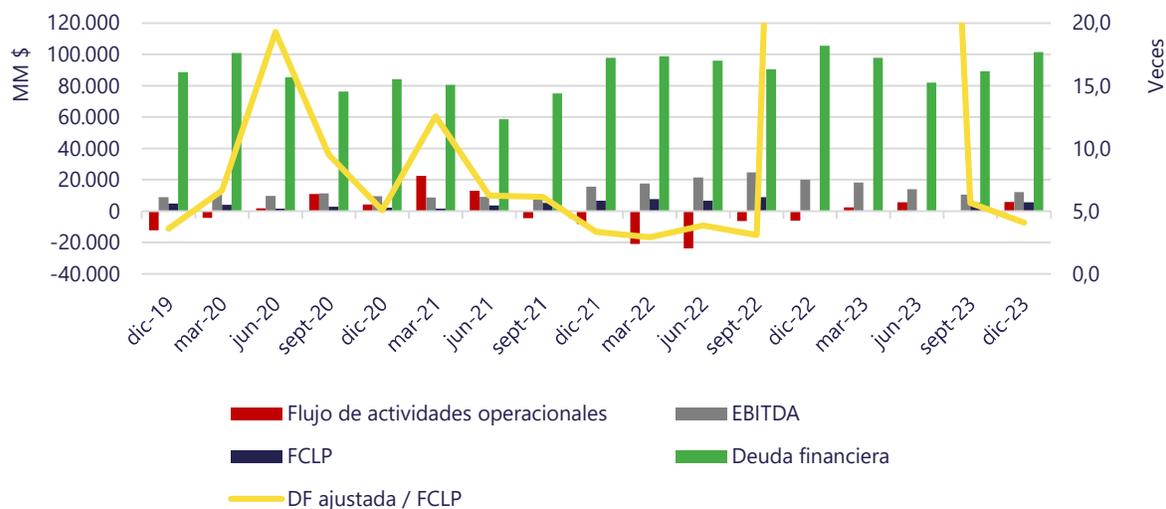


Ilustración 13: Evolución deuda financiera ajustada y FCLP

En cuanto al indicador cuentas por cobrar sobre deuda financiera, como se muestra en la Ilustración 14, toma un comportamiento cambiante producto de la naturaleza de la estacionalidad del negocio, con valores *peak* en diciembre de cada año y cuantías inferiores en junio de cada ejercicio. En los hechos el indicador se mantuvo oscilando entre las 0,8 veces (junio de 2020) y 1,6 veces (diciembre de 2023). No obstante, este *ratio* se contrae hasta niveles levemente bajo la unidad (y además se estabiliza en relación a la medición anterior) si se añaden las cuentas por pagar en el denominador; el nuevo indicador oscilaría entre las 0,6 veces (junio de 2020) y 0,9 veces (obtenido en la mayor parte de los periodos terminados en diciembre).

⁶ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular

⁷ Se realizó un ajuste adicional en relación con la tasa de promedio ponderada de la deuda considerando el valor promedio de los últimos cinco años, dado que en 2023 exhibió niveles todavía elevados en comparación al comportamiento histórico, y según la opinión de la clasificadora, no sería representativa de largo plazo.

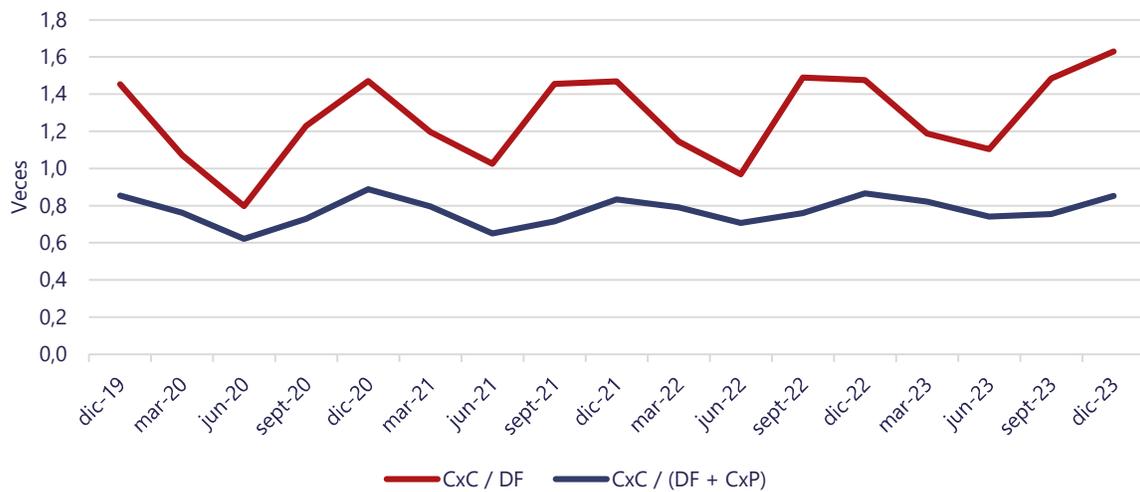


Ilustración 14: CxC/Deuda Financiera y CxC / (DF + CxP)

Evolución de la liquidez

La liquidez de la compañía medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha presentado valores superiores a la unidad, pero con una tendencia decreciente. Cabe mencionar, que en septiembre de 2020 Coagra realizó el pago del bono securitizado, lo que ocasionó una disminución de este indicador al cambiar la estructura de la deuda. Posteriormente, las bajas entre septiembre de 2021 y diciembre de 2023 se atribuyen principalmente al aumento en la necesidad de capital de trabajo, producto de mayores ventas del segmento agroinsumos y mayores colocaciones en el segmento financiamiento (afectando también en los últimos periodos el concepto de reclasificación de deuda de largo plazo a corto plazo, producto que el Bono Corporativo colocado en septiembre del 2019 entró en su período de amortización).

De esta manera, en diciembre de 2023 la razón circulante alcanzó las 1,2 veces (1,2 veces en 2022), mientras que la razón ácida las 1,0 veces (1,1 veces en 2022).

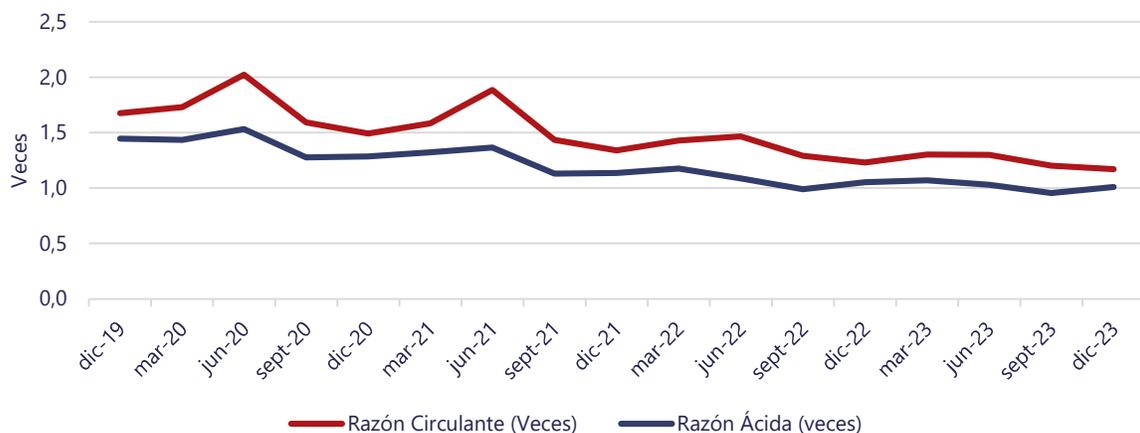


Ilustración 15: Evolución razón circulante y ácida

Evolución de la rentabilidad

Desde el año 2018 a la fecha, las rentabilidades han exhibido un comportamiento volátil, sobre todo la utilidad sobre patrimonio que ha variado entre 5,8% (diciembre de 2019) y 40,4% (septiembre de 2022) alcanzando un 18,0% en diciembre de 2023. Por su parte, la rentabilidad del activo ha variado entre 1,1% (diciembre de 2019) y 8,8% (junio de 2022), obteniendo un 3,1% en diciembre 2023, mientras que la rentabilidad operacional ha fluctuado entre 3,7% y 14,8% alcanzando un 5,0% en diciembre de 2023.

En términos de tendencia, desde junio 2021 las rentabilidades mostraron una fuerte tendencia al alza hasta alcanzar sus puntos máximos en junio y septiembre de 2022, revirtiendo su comportamiento en las observaciones más recientes. En general, las altas rentabilidades obtenidas en 2022 se explican principalmente por alzas en los márgenes del segmento agroinsumos, especialmente de fertilizantes y fitosanitarios, y en menor medida por el segmento de financiamiento que también exhibió crecimientos importantes en la ganancia bruta. No obstante, en lo más reciente, las caídas en la utilidad responden principalmente a la contracción del segmento fertilizantes, considerando que en el 2022 tuvo un desempeño alto debido a precios *récord* de fertilizantes.

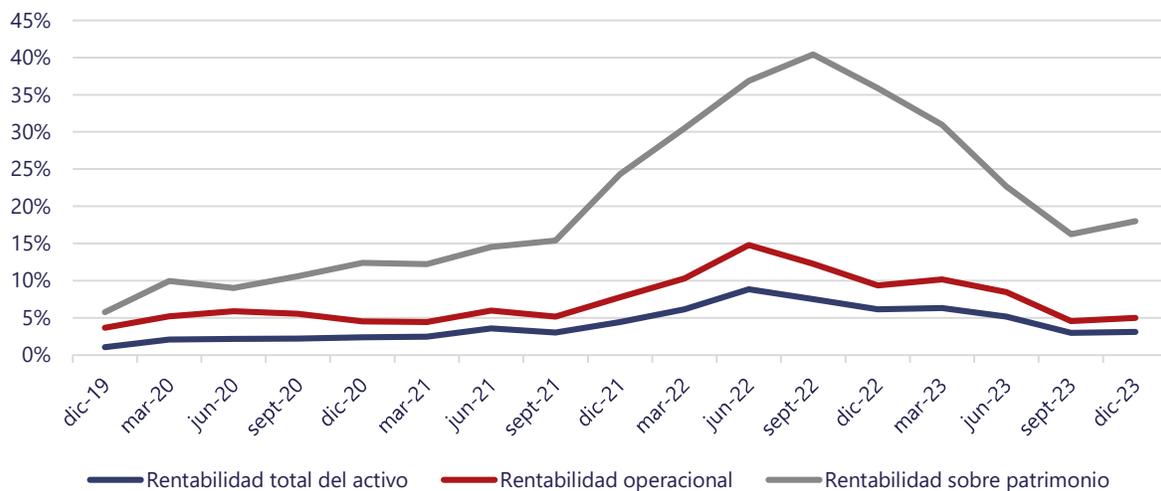


Ilustración 16: Evolución rentabilidad

Evolución de la eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años, alcanzando un 8,4% en 2023, con gastos de administración que se han mantenido relativamente estables en términos reales y ventas desde 2022 con niveles todavía por sobre el comportamiento histórico.

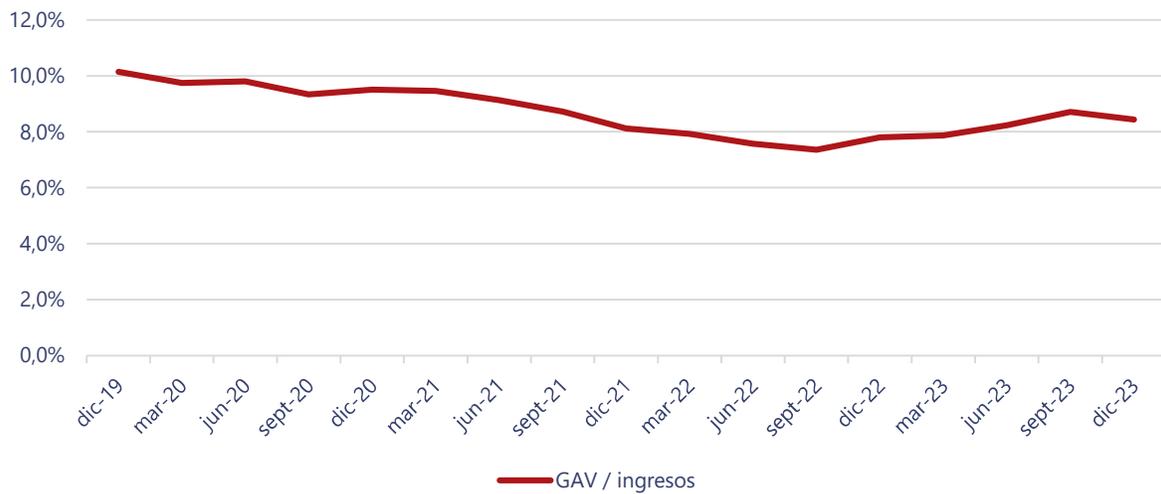


Ilustración 17: Evolución gastos de administración sobre ingresos

Covenants financieros

La serie E tiene los siguientes resguardos financieros:

Covenant	Definición	31-dic-23
Nivel de Endeudamiento Total Consolidado	Mantener una razón de "Endeudamiento Total Consolidado" no superior a 6,0 veces sobre la base de cada FECU trimestral.	4,8 veces
Nivel de Endeudamiento Financiero	Mantener una razón de "Endeudamiento Financiero Neto Consolidado" no superior a 4,0 veces medido sobre la base de cada FECU trimestral.	2,4 veces
Patrimonio Mínimo	Mantener un "Patrimonio Mínimo" equivalente a 400.000 UF.	Cumple
Activos Libres de Gravámenes	Mantener "activos libres de gravámenes" por un valor de al menos 1,2 veces el monto insoluto total de endeudamiento sin garantías, considerando los activos y el "Endeudamiento" de cada FECU trimestral consolidada del Emisor.	2,1 veces
Propiedad Directa o Indirecta	Mantener la propiedad directa o indirecta de, a lo menos, el 85% de las acciones de casa una de las filiales importantes del emisor, salvo que la filial importante sea absorbida por otra filial importante o por una sociedad que pase a detentar tal calidad producto de la fusión.	Cumple

Ratios financieros

Ratios de liquidez	Ratios Financieros				
	2019	2020	2021	2022	2023
Liquidez (veces)	1,17	1,16	1,17	1,18	1,16
Razón Circulante (Veces)	1,67	1,49	1,34	1,23	1,17
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,64	1,46	1,32	1,21	1,15

Razón Ácida (veces)	1,45	1,28	1,14	1,05	1,01
Rotación de Inventarios (veces)	7,85	8,36	8,85	8,39	7,32
Promedio Días de Inventarios (días)	46,47	43,67	41,26	43,49	49,90
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,69	1,70	1,73	1,73	1,43
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	216,61	214,75	211,22	210,48	255,10
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,99	3,28	2,85	3,08	2,21
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	121,95	111,14	127,96	118,53	165,45
Diferencia de Días (días)	-94,65	-103,61	-83,26	-91,95	-89,65
Ciclo Económico (días)	-141,13	-147,29	-124,52	-135,44	-139,55

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023
Endeudamiento (veces)	0,81	0,81	0,83	0,83	0,83
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,27	4,14	4,85	4,84	4,81
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,73	2,51	3,03	5,55	9,11
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	10,08	8,80	6,32	5,25	8,38
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,10	0,11	0,16	0,19	0,12
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	57,60%	58,75%	55,45%	56,95%	51,67%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00
Veces que se gana el Interés (veces)	0,73	1,86	5,10	4,63	1,84

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	13,46%	13,31%	13,82%	14,78%	12,98%
Margen Neto (%)	1,01%	2,08%	3,48%	4,96%	3,01%
Rotación del Activo (%)	114,37%	118,22%	116,72%	120,78%	99,80%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,09%	2,38%	4,42%	6,14%	3,09%
Inversión de Capital (%)	60,08%	50,37%	47,44%	39,95%	36,45%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,30	4,18	5,50	7,47	7,85
Rentabilidad Operacional (%)	3,67%	4,51%	7,75%	9,35%	5,00%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	5,79%	12,39%	24,34%	35,88%	18,00%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	85,80%	85,95%	85,65%	84,76%	86,45%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	86,54%	86,69%	86,18%	85,22%	87,02%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,15%	9,50%	8,12%	7,79%	8,43%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	18,96%	22,67%	39,90%	50,51%	27,16%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	4,05%	4,55%	6,23%	7,44%	5,11%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."