

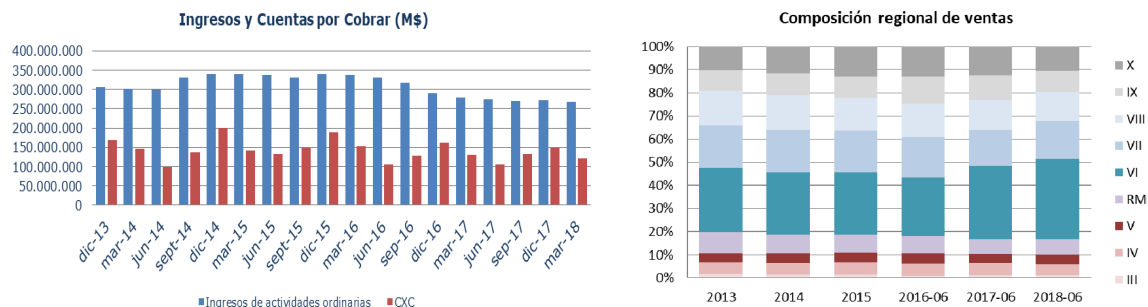
Proveedor líder del sector agro-industrial

Humphreys cambia a "Categoría BBB-" la clasificación de los bonos emitidos por Copeval

Santiago, 01 de octubre de 2018. **Humphreys** acordó modificar a "Categoría BBB-" la clasificación de los bonos emitidos por **Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval)** y a "Categoría BBB-/Nivel 3" las líneas de efectos de comercio. Para ambos casos la tendencia de clasificación se establece "En Observación".

El cambio de clasificación de los títulos de deuda emitidos por **Copeval**, desde "BBB" a "BBB-" para sus instrumentos de largo plazo y desde "Nivel 2" a "Nivel 3" para los de corto plazo, se fundamenta en el deterioro que han mostrado los indicadores de la compañía desde el segundo semestre de 2016, que ha implicado una disminución del EBITDA y del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹; la relación deuda financiera/EBITDA alcanzó 24,6 veces a marzo de 2018² (7,6 hace tres años) y el *ratio* deuda financiera/FCLP³ pasó de 14,4 veces (marzo 2015) a 33,4⁴ (marzo 2018). En opinión de **Humphreys**, es poco probable que la compañía pueda alcanzar, en el mediano plazo, resultados acordes con lo exhibido previo al año 2016, y revertir de manera consistente el escenario actual. Además, cabe agregar, que las cuentas por cobrar aportadas al proceso de securitización representan el 67% de la cartera; no obstante la deuda financiera asociada es sólo el 37% del total. La tendencia de la clasificación se califica "En Observación" en espera a evaluar el comportamiento operacional y financiero de la compañía para los próximos meses.

La clasificación de los bonos de **Copeval** en "Categoría BBB-" y de sus efectos de comercio en "Categoría Nivel 3", se respalda, principalmente, en la experiencia y conocimiento que tiene la organización respecto de su principal mercado objetivo (agricultores), lo que le ha permitido constituirse como un proveedor integral de la industria, incluyendo dentro de sus servicios el financiamiento del capital de trabajo para sus clientes. Asimismo, la empresa ha logrado establecer su liderazgo dentro de los intermediarios de insumos agrícolas en el país, con una extensa red de distribución que le otorga presencia comercial desde Copiapó hasta Puerto Varas.



¹ 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.

² Móvil

³ Ajustado

⁴ Móvil

Complementariamente, dado el negocio financiero implícito en las operaciones de la compañía, la clasificación de riesgo se respalda en la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones), aspecto que permite diversificar el riesgo crediticio y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. También se reconoce la capacidad instalada con que cuenta la compañía (logística, tecnológica y organizacional); en particular, la habilidad logística que ha ido desarrollando y que, en parte, constituyen una barrera de entrada a nuevos operadores, y agregan valor al servicio entregado.

Dentro del proceso de evaluación, se incorpora como elemento positivo la existencia de seguros que cubren los riesgos asociados a incumplimientos por parte de los deudores del emisor y que reducen las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. También se considera el hecho que los niveles de inversión llevados a cabo en el pasado le permiten a la empresa afrontar el crecimiento futuro, a la vez reducir el *capex* de los próximos años, disminuyendo la presión al flujo de caja de la compañía por este concepto. También se considera de forma positiva la diversificación del financiamiento que ha logrado la empresa.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, se evalúa el deterioro sostenido en sus niveles de rentabilidad, presentando resultados negativos desde diciembre de 2016, lo cual ha tenido un impacto en sus niveles patrimoniales. A marzo de 2018, la compañía registra pérdidas por US\$ 4,4 millones, lo que lleva a una rentabilidad sobre el patrimonio del orden del -5,77%, muy por bajo los niveles que presentaba hasta el año 2015 (en torno al 13%).

Se incorpora también el hecho que, aun cuando se reconocen los esfuerzos de la compañía para reducir el nivel de la deuda financiera, el indicador de endeudamiento relativo⁵ ha presentado un incremento, elevándose a 4,8 veces a marzo de 2018 (3,9 a igual período de 2017), situación que fue advertida en la revisión anterior como un elemento desfavorable, que se esperaba la compañía pudiese mantener controlado.

Otro aspecto que afecta la evaluación es la exposición de los ingresos a la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la elevada concentración existente en la VI, VII y VIII regiones, lo cual tiene el carácter de estructural dada la definición de negocio de la empresa y la distribución de las hectáreas agrícolas en Chile. Con todo, cabe destacar en este sentido, que la variedad de cultivos de sus clientes, el aumento de 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-, atenúan en cierta medida el riesgo intrínseco del sector donde opera la compañía.

Se agrega también al análisis, el hecho de que parte importante de los ingresos y nivel de margen de la compañía se concentra en las ventas de agroquímicos y fertilizantes, mostrando mayor exposición a las condiciones de comercialización que ambos rubros presenten en sus respectivos segmentos de mercado. Junto con lo anterior, dado que las cuentas por cobrar representan alrededor del 50% de los activos, la categoría de riesgo asignada considera los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y las restricciones de financiamiento que podría tener **Copeval** para apoyar y desarrollar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, en particular en épocas de crisis y de endurecimiento del crédito bancario. Todo ello sin desconocer que la compañía cuenta con seguros y mecanismos de mitigación de riesgos.

Adicionalmente, la capacidad de pago de la deuda corporativa del emisor se ve negativamente afectada producto de la venta de cartera de cuentas por cobrar en un proceso de securitización vigente. La operación implica transferir a un patrimonio separado un *stock* de cuentas por cobrar de adecuada calidad. En caso de un deterioro en la calidad de la misma, **Copeval** debe traspasar nuevos activos al patrimonio separado, incrementando el riesgo relativo de su propia cartera y, por lo tanto, afectando el riesgo de los acreedores que no participan de la securitización, entre ellos los tenedores del bono corporativo. En definitiva, el riesgo global del emisor no se

⁵ Medido como pasivo exigible sobre patrimonio.

distribuye uniformemente entre el bono securitizado y sus restantes obligaciones. Con todo, se reconoce que los activos traspasados al patrimonio separado totalizan US\$ 135,6 millones, que garantizan una deuda por US\$ 83 millones.

También, dentro de una perspectiva de largo plazo, 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 tanto en las regiones donde se ubica y a 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.

La clasificación de riesgo incluye el elevado nivel de costos y gastos relativos de la empresa (en forma conjunta), que si bien podría ser compatible con el negocio de distribución, no sucede lo mismo si se considera en paralelo la existencia del negocio crediticio.

Copeval es un distribuidor integral de insumos y servicios para el sector agrícola. Nació en 1956 y se constituyó como sociedad anónima abierta el 1 de septiembre de 2003. Uno de los pilares fundamentales del negocio de la compañía es la venta a crédito por plazos equivalente a los ciclos agrícolas inherentes a la actividad de sus clientes.

Según datos de los estados financieros a diciembre de 2017, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 438,9 millones y un EBITDA de US\$ 14,2 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 241,7 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 98,3 millones de inventarios y US\$ 97,8 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 158,5 millones, el pasivo financiero a US\$ 224,8 millones y el patrimonio a US\$ 86,5 millones.

A marzo de 2018, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 122,6 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 223,7 millones y el patrimonio a US\$ 77,2 millones.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de efectos de comercio		Nivel 3/BBB-
Líneas de bonos		BBB-
Bonos	BCOPV-A	BBB-
Bonos	BCOPV-B	BBB-

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Quiroz L. / Carlos García B.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: ignacio.quiroz@humphreys.cl / carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".