

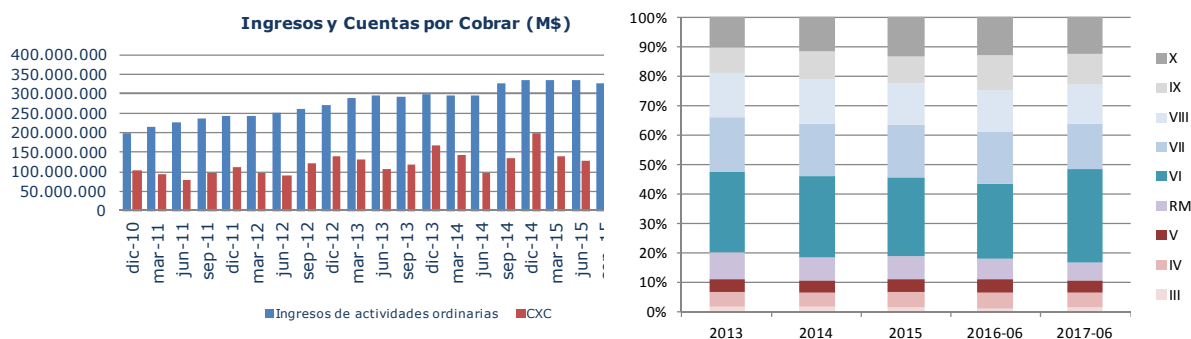
Proveedor líder del sector agro-industrial

Humphreys ratifica en "Categoría BBB" la clasificación de los bonos emitidos por Copeval

Santiago, 02 de octubre de 2017. **Humphreys** acordó ratificar en "Categoría BBB" la clasificación de los bonos emitidos por **Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval)** y en "Categoría BBB/Nivel 2" las líneas de efectos de comercio. Para ambos casos la tendencia de clasificación se modifica desde "Estable" a "Desfavorable".

El cambio de tendencia de los títulos de deuda desde "Estable" a "Desfavorable" 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 26,3 veces a junio de 2017² (7,6 a junio de 2016 y 5,7 hace tres años) y el *ratio* deuda financiera/FCLP³ pasó de 6,7 veces (junio 2015) a 13,4⁴ (junio 2017). Esta situación, unido a una menor flexibilidad financiera, podría repercutir en una menor holgura para enfrentar los desafíos futuros de la empresa. La clasificación de riesgo será revisada a la baja si el emisor no muestra capacidad para revertir la baja en su generación de flujos de manera tal de alcanzar los niveles exhibidos hasta el año 2015.

La clasificación de los bonos y efectos de comercio de **Copeval** se fundamenta, 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.



Complementariamente, dado el negocio financiero implícito en las operaciones de la compañía, la clasificación de riesgo se ve favorecida por 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

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.

con que cuenta la compañía (logística, tecnológica y organizacional); en particular, la habilidad logística que ha ido desarrollando y que, en parte, constituye 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. También se considera de forma positiva la diversificación del financiamiento que ha logrado la empresa.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, se considera 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. También se agrega, que parte importante de los ingresos y nivel de margen de la compañía se concentran 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 en torno al 50% de los activos⁵, 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.

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 distribuye uniformemente entre el bono securitizado y sus restantes obligaciones. A junio de 2017 se ha entregado a securitización el 54% de las cuentas por cobrar (\$57.568 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 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, existiendo incluso la posibilidad que alguno de los factores mencionados se atenúen en el corto plazo.

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. Durante los últimos seis años, el resultado operacional⁶ de la compañía no ha sido mayor al 5,8% de los ingresos.

⁵ Vale agregar que este porcentaje es variable en el tiempo

⁶ Ingresos de actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración.

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 2016, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 420,4 millones y un EBITDA de US\$ 10,7 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 237,4 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 103,3 millones de inventarios y US\$ 93,6 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 137,1 millones, el pasivo financiero a US\$ 225,3 millones y el patrimonio a US\$ 90,1 millones.

A junio de 2017, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 161,5 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 228,0 millones y el patrimonio a US\$ 89,0 millones.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de efectos de comercio		Nivel 2/BBB
Líneas de bonos		BBB
Bonos	BCOPV-A	BBB
Bonos	BCOPV-B	BBB

Contacto en **Humphreys**:

Margarita Andrade P.

Teléfono: 56 - 22433 5213

E-mail: margarita.andrade@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".