



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Confirmación

Analista

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Febrero 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|---|-------------------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Líneas de bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia | BBB BBB/Nivel 2 Estable |
| Estados financieros | 30 de septiembre de 2016 |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda | |
|---|---|
| Línea de bonos Serie A (BCOPV-A) | N° 758 de 08.08.2013 Primera emisión |
| Línea de bonos Serie B | N° 844 de 30.11.2016 Primera emisión |
| Línea de efectos de comercio | N° 078 de 25.01.2010 |
| Línea de efectos de comercio | N° 110 de 11.03.2016 |

| Estado de Situación Financiera Consolidado | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| M\$ de cada año | dic-12 | dic-13 | dic-14 | dic-15 | sep-16 |
| Activos corrientes | 169.088.276 | 194.546.098 | 251.877.725 | 281.622.379 | 208.371.368 |
| Activo no corriente | 48.429.626 | 56.398.756 | 60.860.761 | 61.763.211 | 72.262.329 |
| Total activos | 217.517.902 | 250.944.854 | 312.738.486 | 343.385.590 | 280.633.697 |
| Pasivos corrientes | 140.790.618 | 165.819.836 | 201.559.136 | 208.926.374 | 151.656.723 |
| Pasivo no corrientes | 39.057.158 | 44.528.638 | 62.289.731 | 78.943.940 | 64.401.588 |
| Total pasivos | 179.847.776 | 210.348.474 | 263.848.867 | 287.870.314 | 216.058.311 |
| Total patrimonio | 37.670.126 | 40.596.380 | 48.889.619 | 55.515.276 | 64.575.386 |
| Deuda financiera | 82.960.431 | 122.053.108 | 146.704.272 | 160.612.155 | 130.591.089 |

| Estado de Resultados Consolidado | | | | | |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| M\$ de cada año | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | enero-sep 2016 |
| Ingreso de actividades ordinarias | 230.368.087 | 260.891.019 | 304.786.906 | 317.199.738 | 205.354.883 |
| Costo de ventas | -204.718.640 | -231.067.216 | -272.013.097 | -280.516.457 | -187.053.103 |
| Gastos de administración | -13.182.649 | -14.828.664 | -16.318.978 | -18.360.474 | -13.656.251 |
| Resultado operacional | 12.466.798 | 14.995.139 | 16.454.831 | 18.322.807 | 4.645.529 |
| Costos financieros | -8.356.684 | -10.502.086 | -11.676.432 | -12.299.949 | -9.904.717 |
| Resultado del ejercicio | 4.406.522 | 4.946.702 | 5.623.306 | 6.836.539 | -2.833.366 |
| EBITDA | 14.628.062 | 17.265.964 | 19.534.401 | 22.051.050 | 6.850.381 |

Opinión

Fundamento de la clasificación

Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (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 2015, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 446,7 millones y un EBITDA de US\$ 31,1 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 258,4 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 124,1 millones de inventarios y US\$ 75,4 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 169,6 millones, el pasivo financiero a US\$ 226,2 millones y el patrimonio a US\$ 78,2 millones.

A septiembre de 2016, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 193,4 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 198,5 millones y el patrimonio a US\$ 98,1 millones.

La clasificación de los títulos de deuda de **Copeval** en "Categoría BBB/Nivel 2" 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 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. 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 alrededor del 50% de los activos¹, 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.

¹ Vale agregar que este porcentaje es variable en el tiempo.

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, 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 operacional² de la compañía no ha sido mayor al 5,8% de los ingresos.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”³, considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la compañía mantenga un nivel de endeudamiento controlado y no deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar. Cabe señalar, que de persistir la tendencia al alza del nivel de endeudamiento relativo, la categoría de riesgo asignada a los títulos de deuda podría ser revisada a la baja.

Para el mejoramiento de la clasificación se requiere que el emisor incremente su nivel de operación y/o mejore sus márgenes.

² Ingresos de actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración.

³ Corresponde a aquellas clasificaciones que presentan una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Atomización de deudores y clientes.

Fortalezas complementarias

- Elevada masa de clientes (y potenciales deudores).
- Proveedor integral del sector agrícola con adecuada capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

- Capacidad de crecimiento con baja necesidad de inversión futura.
- Existencia de seguros que reducen la pérdida de la cartera crediticia.
- Experiencia y liderazgo en el sector.

Riesgos considerados

- Necesidad de reducir costeo de fondos y aumentar márgenes vía economías de escala (riesgo medio).
- Concentración sectorial y geográfica (riesgo atenuado por diversidad de cultivo de los clientes y atomización de los mismos y por la representatividad de la zona explotada, pero de probable impacto severo ante crisis sistémica del sector).
- Mayor bancarización de los clientes (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo).
- Ingresos y márgenes concentrados en agroquímicos y fertilizantes⁴ (riesgo medio y posible de contrarrestar).
- Consolidación de clientes y consecuente aumento en el poder de negociación (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo).
- Falta de consolidación de la industria y presión a los márgenes (riesgo que se ha ido atenuando con el tiempo).
- Riesgos propios del negocio financiero (acotado por una adecuada administración financiera).
- Efectos de securitización (riesgo que se manifiesta fuertemente en épocas de crisis financiera del emisor).

Hechos recientes

Año 2015

Durante 2015 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 317.200 millones lo que representó un aumento de 4,1% respecto al año anterior.

Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 280.516 millones, lo que significó un aumento de 3,1% en relación al año previo, lo que está en línea con la variación experimentada por los ingresos.

⁴ Estructural a la industria.

Los gastos de administración sumaron \$ 18.360 millones en el período, en comparación con los \$ 16.319 millones de 2014, representando un aumento de 12,5%, explicado fundamentalmente por el reajuste por IPC de las remuneraciones.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 18.323 millones, registrando un incremento de 11,4% en relación al año 2014. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 22.051 millones, lo que significó un aumento del 12,9% en relación al año anterior. Por su parte el "Flujo de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación" fue negativo, \$ 7.393 millones, que se compara favorablemente con la cifra de -\$ 30.661 millones de 2014.

Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 6.837 millones lo que implicó un incremento del 21,6% con respecto al año anterior.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 183.506 millones lo que representó una variación negativa del 1,6% respecto a 2014; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 160.612 millones y \$ 55.515 millones, respectivamente, con variaciones de 9,5% y 13,6%.

Enero - Septiembre 2016

Durante los nueve primeros meses de 2016 los ingresos de la compañía sumaron \$ 205.355 millones, implicando una disminución de 5,7% respecto a igual período de 2015, llevando a una ganancia bruta de \$ 18.302 millones representativa del 8,9% de los ingresos (12,0% a septiembre de 2015).

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 13.656 millones los nueve primeros meses del presente año (\$ 13.483 millones los tres primeros trimestres de 2015), siendo el 6,7% de los ingresos (6,2% a septiembre de 2015).

Finalmente, el resultado final del período alcanzó una pérdida de \$ 2.833 millones, inferior en 170,9% a la utilidad obtenida en los nueve primeros meses de 2015.

Por otra parte, las cuentas por cobrar sumaron \$ 127.278 millones, lo que representó una variación negativa de 30,6% respecto a diciembre de 2015; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 130.591 millones y \$ 64.575 millones, respectivamente, con variaciones de -18,7% y 16,3% con respecto a diciembre de 2015.

Eventos recientes

En relación con los incendios que han afectado a la zona centro sur de nuestro país, la compañía ha informado que no hay ningún colaborador de **Copeval** que haya sufrido daños por dichos incendios, así como tampoco se ha visto afectada la infraestructura de la empresa (sucursales, plantas de granos o vehículos).

Por otra parte, de acuerdo con lo comunicado por **Copeval**, la exposición de sus clientes ha sido poco significativa a los referidos incendios por cuanto los siniestros han afectado principalmente al sector forestal, particularmente en bosques y cerros, segmento que no constituye la demanda efectiva de la empresa. En tanto, en el secano costero que se ha visto afectado, hay una agricultura muy básica, en que **Copeval** prácticamente tampoco tiene participación.

La actividad agrícola en la zona afectada se desarrolla principalmente en los valles (planicies) y cuenta con riego (muchas veces riego tecnificado), lo cual ayuda a controlar eventuales amagos de incendios, cuestión que ha ocurrido en zonas donde hay huertos que colindan con cerros afectados por los incendios. Lo señalado por **Copeval** es coincidente con la información que ha recogido **Humphreys** de otras empresas del rubro. De los casos de clientes que han tenido diversos grados de siniestros con estos incendios, la compañía ha estimado como poco relevante dentro del global de la actividad agrícola nacional. Asimismo, debe tenerse en consideración que un 86,26% de las deudas de sus clientes se encuentran asegurados por **Copeval** con HDI Seguros de Garantía y Crédito S.A..

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de largo plazo)

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

Categoría Nivel 2 (N-2) (títulos de corto plazo)

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.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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.”