



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. (56-2) 2433 5200

ignacio.penaloz@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Octubre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	BBB
Línea efectos de comercio	BBB/Nivel 2
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30-junio-13

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A	N° 758 de 08.08.2013 Primera emisión
Línea de efectos de comercio	N° 078 de 25.01.2010

Balance General Consolidado IFRS				
M\$ de junio de 2013	2011	2012	jun-12	jun-13
Activos corrientes	130.134.100	169.176.519	144.169.386	167.030.035
Deudores comerciales	95.896.666	119.866.884	77.497.683	91.601.045
Inventarios	27.340.773	46.502.159	57.563.782	56.755.242
Activo no corriente	44.818.117	48.454.900	44.925.044	52.265.198
Derechos por cobrar	2.054.843	2.421.810	1.837.577	2.555.976
Propiedades, planta y equipo	41.610.186	44.469.268	41.899.505	47.914.971
Total Activos	174.952.217	217.631.419	189.094.430	219.295.233
Pasivos corrientes	105.230.595	140.864.093	118.851.184	149.990.755
Pasivos financieros corrientes	32.744.574	44.537.925	49.597.318	72.089.758
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	69.268.038	92.279.994	68.057.540	76.765.275
Pasivo no corrientes	34.881.937	39.077.541	33.925.285	30.941.315
Pasivos financieros no corrientes	34.155.375	38.465.801	33.189.131	30.349.398
Total Pasivos	140.112.532	179.941.634	152.776.468	180.932.070
Total Patrimonio	34.839.685	37.689.785	36.317.962	38.363.163

Estado de Resultados Consolidado				
M\$ de junio de 2013	2011	2012	jun-12	jun-13
Ingreso de actividades ordinarias	205.041.023	230.488.310	98.276.968	121.400.120
Costo de ventas	-181.697.085	-204.825.477	-87.248.750	-108.558.027
Gastos de administración	-12.291.214	-13.189.529	-6.437.943	-7.156.038
Resultado operacional	11.052.724	12.473.304	4.590.276	5.686.055
Costos financieros	-6.246.653	-8.361.045	-3.709.446	-4.805.909
Ganancia antes de impuestos	4.868.787	4.278.900	1.006.019	838.333
Ganancia	4.489.804	4.408.822	1.034.587	1.161.373

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 2012, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 480 millones y un EBITDA de US\$ 30 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 255 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 97 millones de existencias y US\$ 92,5 millones de propiedades plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 192 millones, el pasivo financiero a US\$ 173 millones y el patrimonio de la a US\$ 78,5 millones.

A junio de 2013, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 187 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 203 y el patrimonio a US\$ 76 millones.

La clasificación de los bonos de **Copeval** en "*Categoría BBB*" y de sus efectos de comercio en "*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 incumplimiento 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.

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 dado 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 semillas, 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 sobre el 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

¹ Vale agregar que este porcentaje es variable en el tiempo y a junio se ubica bajo el 50%:

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

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, como en aquellas en las que proyecta ubicarse 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, 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 dos años, el resultado operacional² de la compañía ha oscilado en torno al 5,4% de los ingresos (el emisor contrarresta esta situación).

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.

Para el mejoramiento de la clasificación se requiere que el emisor incremente su nivel de operación y/o mejore sus márgenes, aumente la desconcentración geográfica y consolide las

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.

instancias de contraloría operacional (entendiendo que puede ser una combinación de cada una de ellas).

Asimismo, la clasificadora seguirá con atención el efecto de las últimas heladas que han afectado al sector agrícola y su repercusión sobre los resultados de **Copeval**. Si bien el emisor dispone con seguros de créditos, ello no inhibe el debilitamiento financiero de su mercado objetivo.

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 geográfico (riesgo atenuado por diversidad de cultivo de los clientes y atomización de los mismos, pero de probable impacto severo ante crisis sistémica del sector)
- Mayor bancarización de los clientes (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo)
- Exposición de márgenes a caídas abruptas de precios de agroquímicos y fertilizantes (riesgo medio y posible de contrarrestar con márgenes en otras líneas de negocio)
- 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 debiera disminuir con el tiempo)
- Riesgos propio del negocio financiero (acotado por adecuada administración financieros, pero necesidad de incrementar sistemas de control de riesgo operativos)
- Efectos de securitización (riesgo que se manifiesta fuertemente en épocas de crisis financiera del emisor)

Hechos recientes

Durante 2012 la empresa generó ingresos de explotación consolidados por \$ 230 mil millones lo que representó un aumento de 15,17% respecto a igual período del año anterior.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de \$ 205 mil millones, lo que significó un aumento de 15,5% aproximado en relación al año previo, lo que está en línea con la variación experimentada por los ingresos.

Los gastos de administración y ventas sumaron \$ 13 mil millones en el período, en comparación con los \$ 12 mil millones de 2011, representando un aumento cercano al 10%.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 12,5 mil millones, registrando un incremento de 15,6% en relación con igual período de 2011, cuando llegó a \$ 10,7 mil millones. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 14,6 mil millones, representando un aumento del 16% en relación a igual período del año anterior; por su parte el “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” fue negativo, \$ 15.341 millones, que se compara desfavorablemente con la cifra positiva de \$ 7.299 millones de 2011.

El resultado antes de impuestos de este período fue una ganancia de \$ 4,2 mil millones, lo que se compara desfavorablemente a la utilidad no operacional del año pasado, de \$ 4,7 mil millones.

Con todo, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 4,4 mil millones lo que implicó un ligero incremento del 0,6% con respecto a igual período del año pasado.

Durante el primer semestre de 2013 los ingresos de la compañía sumaron \$121,400 millones implicando un crecimiento de 25% respecto a igual período de 2012, llevando a una ganancia bruta de \$ 12.842 millones representativa del 10,6% de los ingresos (11,2% a junio de 2012).

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 7.156 millones los seis primeros meses del presente año (\$ 6.374 millones en 2012), siendo el 5,9% de los ingresos (6,6% en 2012).

Finalmente, las utilidades del ejercicio semestral alcanzaron los \$ 1.161 millones, monto 13,4% superior al obtenido en los seis primeros meses de 2012, básicamente por una mayor devolución por impuestos.

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.

Oportunidades y fortalezas

Proveedor integral: La empresa, junto con el negocio tradicional de abastecimiento de insumos agrícolas, ha incorporado múltiples servicios a sus clientes, tales como distribución de maquinarias agrícolas, comercialización de alimentos para animales, venta de combustibles, certificación de denominación de origen en uvas y vinos, capacitación agrícola y agente operador CORFO, entre otros. Todo ello, sumado al financiamiento entregado a sus clientes, permite, por un lado, aumentar la fidelidad de estos y, por sobre todo, desarrollar una capacidad logística que contribuye a agregar valor a su propuesta comercial (en particular a agricultores pequeños y medianos) y, en términos moderados, a generar barreras de entradas a nuevos partícipes.

Experiencia y Liderazgo: La empresa lleva operando por más de 50 años en el sector, habiendo enfrentado con éxito diversos escenarios adversos, tanto para la economía en general como para el sector agrícola en particular. Actualmente es el líder en ventas de su industria, superando en 1,8 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2012. Este liderazgo facilita el acceso a economías de escalas y mejora su poder de negociación con sus proveedores, incrementando la competitividad de la empresa (dado lo reducido de los márgenes dentro de la industria).

Atomización de la cartera de clientes y de deudores: Durante 2012 la empresa atendió a 31.671 clientes (30.638 en 2011) y su cartera de cuentas por cobrar se distribuyó en 11.345 deudores (9.972 en 2011). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, suman más de 300 clientes que, en promedio, generan ingresos del orden de \$270 millones anuales, cifra que representa el 0,15% de los ingresos totales del año 2012. Respecto a

los máximos deudores, con montos individuales, sobre \$ 100 millones, se agrupan en 127 clientes que en promedio representan un saldo adeudado promedio equivalente al 0,2% de las colocaciones y el 0,6% del patrimonio. La masa de clientes y deudores, por la ley de los grandes números, facilita el comportamiento normal de la cartera, pero dentro de lo esperable en el sector agrario (ya que existe correlación entre ellos).

Potencial de Crecimiento: La inversiones llevadas a cabo por la compañía, que en los últimos cinco años suman cerca de \$ 31 mil millones, agregado a su capacidad logística y a una base de más de 30.000 clientes (con menos de 10.000 con deuda), permite presumir razonablemente que la empresa tiene la capacidad y posibilidad de crecer en términos de actividad e ingresos. Además, dado que las necesidades de inversión de la empresa han disminuido -se espera que se reduzcan - entre 2013 y 2017, inclusive- la administración podrá enfocarse más fuertemente en el crecimiento y rentabilidad de las inversiones

Seguros asociados a los créditos: La cuentas por cobrar de la compañía cuentan con seguros de crédito con Compañía de Seguros de Crédito La Magallanes. Estos seguros deben renovarse cada uno o dos años, tienen deducibles y su pago está sujeto a que los créditos se hubiesen otorgados bajo parámetros preestablecidos. Si bien la política de la compañía es asegurar las ventas al crédito, nada garantiza que las pólizas se renovaran por toda la vigencia del bono.

Factores de riesgo

Concentración Sectorial y Zonal: Dada la definición de negocio de **Copeval**, sus ventas se concentran en el sector agrícola -considerado de elevado riesgo- y, dado la distribución geográfica de esta actividad, en las regiones VI, III y VII, que representan en torno al 62% de sus ingresos (el PIB silvo-agropecuario de las mismas regiones es en torno al 50%, pero llega al 62% si se incluye la región Metropolitana). El riesgo sectorial se atenúa por la diversidad de cultivo de los clientes y las operaciones en particular, en algunos casos, por la entrega de los productos físicos.

Concentración de Productos: Sin desconocer la variedad de servicios y líneas de productos que **Copeval** ofrece a sus clientes, dada la necesidad de los mismos, aún alrededor del 36% de los ingresos se generan por la venta de semillas y agroquímicos.

Riesgos del negocio crediticio: La forma de operar de la empresa conlleva los riesgos propios de la actividad financiera: calce de plazos, incobrabilidad, concentración sectorial y necesidad de

un eficiente manejo del capital de trabajo. El riesgo de incobrabilidad se ve atenuado por la existencia de un seguro de crédito. En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un factor relevante en el modelo de negocios de **Copeval**, por lo cual un desafío importante para la empresa es poder acrecentar sus fuentes de financiamiento, reducir el costo de fondeo y proveerse de una adecuada liquidez, en particular para períodos en que la banca restringe los créditos. También, no se puede desconocer lo sensible que puede ser los riesgos operativos dentro del negocio financiero y, por ende, la necesidad de disponer de modernos y adecuados sistemas de control.

Mayor acceso a fuentes de financiamiento de clientes: Dado que una de las principales fortalezas del negocio radica en la capacidad de la empresa para otorgar créditos o líneas de operación en la venta de insumos a sus clientes, la sociedad podría ver debilitada su posición competitiva en la medida que estos incrementen su acceso a otras fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, instalación de bancos especialistas y/o la bolsa agrícola (este factor incrementa la necesidad de mejorar el costo de financiamiento). Con todo, se reconoce que en la actualidad el sector agrícola, en especial el pequeño y mediano agricultor, tiene dificultades para acceder a un financiamiento expedito y recurrente en las fuentes tradicionales.

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. Por otra parte, el mercado evidencia una oportunidad de crecimiento a nivel nacional, lo que implica un mayor grado de competencia en las distintas regiones, tanto para aquellas en las que ya se ubica la compañía como en aquellas en las que quiere participar. A esto, aunque con menor 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 enfocarse en nichos y afectar algunas líneas de negocio. 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.

Efectos del proceso de securitización: El proceso de securitización, por su operatividad, privilegia el aporte de las cuentas por cobrar para respaldar los bonos securtizados en desmedro de los acreedores directo de la empresa (ya que los activos de respaldo deteriorados deben ser reemplazados por otros de mejor calidad crediticia). En la práctica el riesgo asociado a las cuentas por cobrar no se distribuye uniformemente entre bonistas securtizados y otros

acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. El emisor debe aportar a un patrimonio separado un mínimo de \$ 33 mil millones de pesos en cuentas por cobrar con elevada calidad crediticia (alrededor del 35% de las cuentas por cobrar neta al 30 de junio de 2013). Sin embargo, dado la estructuración de la securitización, en los hechos la cantidad indicada tiende a ser superior (por ello, al 30 de junio de 2013 representa cerca del 42%). Además, ante deterioro de la cartera securtizada, **Copeval** tiene la obligación de traspasar nuevos activos (cuentas por cobrar). Más aún, se debe agregar un nuevo proceso de securitización que implicara la venta de cartera adicional.

Antecedentes generales

Copeval es una empresa con 57 años de trayectoria, constituida inicialmente como cooperativa y transformada en sociedad anónima abierta en septiembre de 2003. Su actividad se inició en San Fernando, ciudad donde hasta la fecha se encuentra su casa matriz. En 1961 se abrió la primera sucursal de ventas ubicada en la ciudad de San Vicente de Tagua Tagua.

Desde su origen, el objeto de la sociedad fue atender al sector agrícola. En una primera etapa a sus cooperados y, posteriormente, ya constituida como sociedad anónima, inició un agresivo plan de expansión que implicó en el lapso de 10 años lograr cubrir desde Copiapó a Puerto Varas, con 27 sucursales y tres centros de distribución.

Junto con el aumento de la cobertura territorial, el emisor desarrolló una estrategia para convertirse en un proveedor múltiple que, además de la amplia gama de productos agrícolas, ha incorporado en sus servicios alimentos para animales, servicio de secado, almacenaje y comercialización de granos, comercialización de maquinarias agrícolas, riesgo tecnificado y servicio de transporte y logística, entre otros.

En la actualidad, la sociedad cuenta con aproximadamente 1.300 empleados y más de 30.000 clientes, disponiendo para su atención una capacidad de almacenamiento de 70.000 mt², flota propia de camiones y apropiada tecnología para apoyar sus operaciones.

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, los cuales se presentan a continuación:

Cargo	Nombre
Presidente	Gonzalo Martino González
Vicepresidente	Fernando Marín Errázuriz
Director	Guillermo Berguecio Sotomayor
Director	Julio Dominguez Longueira
Director	José Lorenzoni Iturbe
Director	Eugenio Ariztía Benoit
Director	Pablo Armas Vigneaux

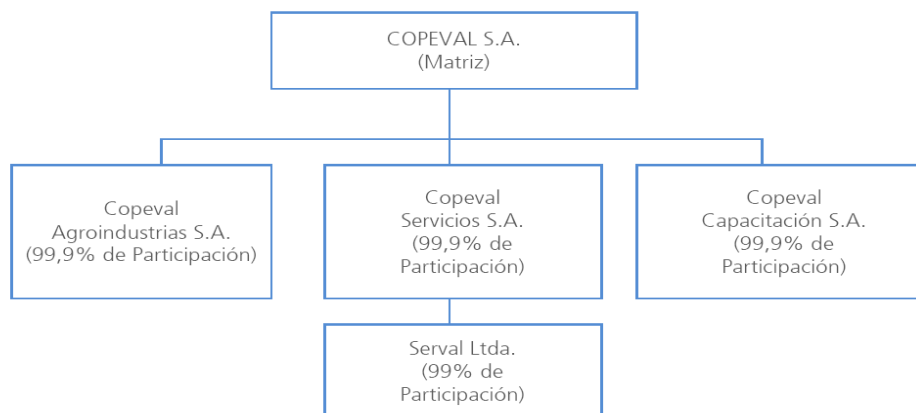
Por su parte, la administración de la compañía está liderada por el Sr. Darío Polloni Schwencke, Gerente General, y conformada por cinco gerencias, dos de las cuales –Ventas y Contraloría- son de reciente creación:

Cargo	Nombre
Gerente de Administración y Finanzas	Gonzalo Contreras Carrasco
Gerente Comercial	Carlos Muñoz Alarcon
Gerente de Operaciones	Oswaldo Parada Lizana
Gerente de Ventas	Jorge Lorenzoni Urzua
Gerente Contralor	Alejandro Vera Espinosa

La propiedad de la compañía muestra una elevada dispersión en relación con el estándar chileno, donde los cuatro principales accionistas poseen el 60,53% de la propiedad, respectivamente. A continuación se muestra la distribución de la propiedad por accionistas.

Accionistas	Porcentaje
Gonzalo Martino González	23%
Familia Ariztía Benoit	22%
Hernán Bozzo	17%
Familia Pozzo	5%
Familia Barcelatoo	4%
Otros (diseminados)	29%

Copeval es un *holding* estructurado de la siguiente manera:



Antecedentes del negocio

Copeval se dedica principalmente a la comercialización y distribución de insumos y maquinaria agrícola para el sector agropecuario nacional con más de 57 años de exitosa trayectoria. Para realizar sus operaciones, la Compañía cuenta con una amplia red de distribución y con un modelo de atención a todo tipo de agricultores, tanto multi-rubro como multi-tamaño.

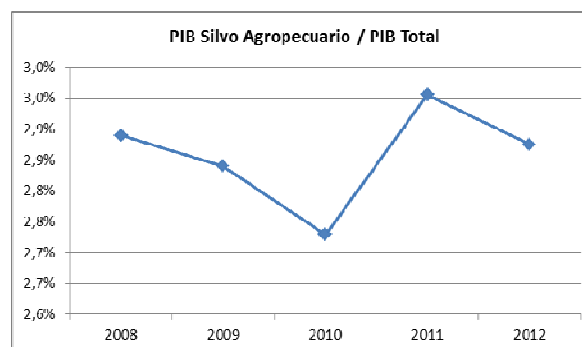
La oferta integral de insumos agrícolas y la destacada cobertura geográfica que tiene la Compañía se debe a la eficiencia logística de la red de distribución que permite ofrecer una variada gama de productos, conformada por más de 60.000 artículos agrupados en varias líneas de negocios, atendiendo anualmente a más de 30.000 clientes.

Copeval se organiza en tres áreas, que atienden las distintas necesidades de sus clientes. Estas áreas de negocio son: División Distribución de Agroinsumos, División Servicios y División Agroindustrial.

Mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del producto interno bruto nacional, tiene una participación cercana al 3%, concentrado en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre del año, lo que refleja la estacionalidad del rubro.

Se observa que en los últimos cuatro años el PIB del sector silvo agropecuario ha oscilado entre el 2,7% y el 3,0% del PIB nacional; esperando que la situación no experimente bajas relevantes en el mediano plazo. No obstante la moderada importancia del sector, cabe destacar que en términos de generación de empleo, representa en torno al 10% de la fuerza laboral.



La estacionalidad de la actividad silvo agropecuaria queda reflejada en los datos que se muestran en el siguiente cuadro, en donde se aprecia que en el primer trimestre de cada uno de los últimos cuatro años se ha generado entre el 38% y 42% del PIB del sector.

Año	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV
2008	41,9%	21,6%	14,7%	21,7%
2009	42,5%	22,8%	15,0%	19,6%
2010	39,5%	21,9%	16,8%	21,8%
2011	40,0%	23,1%	15,8%	21,1%
2012	38,0%	25,3%	15,7%	21,0%

Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro, es su marcada concentración geográfica, particularmente entre la sexta y octava región, que tienen una importancia cercana al 50%.

En el siguiente cuadro se muestra la distribución del PIB silvo-agropecuario, por región y para los últimos cuatro años.

Región	2008	2009	2010	2011
XV	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%
I	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
II	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
III	1,8%	1,9%	1,7%	1,8%
IV	5,1%	5,5%	5,1%	4,8%
V	7,9%	9,2%	9,0%	8,7%
RMS	12,1%	12,8%	12,2%	12,0%
VI	18,9%	19,3%	19,0%	19,0%
VII	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%
VIII	18,3%	15,9%	16,3%	16,9%
IX	8,5%	7,8%	8,5%	8,9%
XIV	4,9%	4,8%	5,3%	5,2%
X	6,4%	6,6%	6,9%	6,6%
XI	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
XII	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%

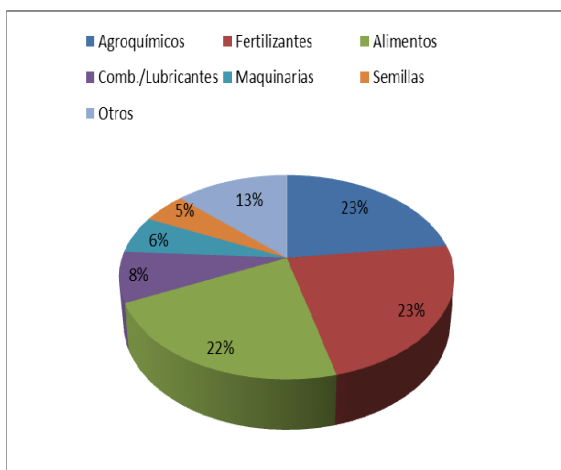
En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual

de sus ingresos y reducir su exposición a una región en particular, todo ello dentro de las restricciones que impone su mercado objetivo.

Por parte de la oferta, en términos de ventas, la industria es liderada por Copeval, teniendo como segundo actor a Coagra que también ofrece una amplia gama de servicios a sus clientes. Otros operadores del rubro, más especializados pero con menor cobertura geográfica, son Cooprinsem y Tatersall. Junto a ello, coexisten numerosas empresas focalizadas en zonas específicas; sin embargo, en el último tiempo se aprecia a una mayor consolidación de la industria.

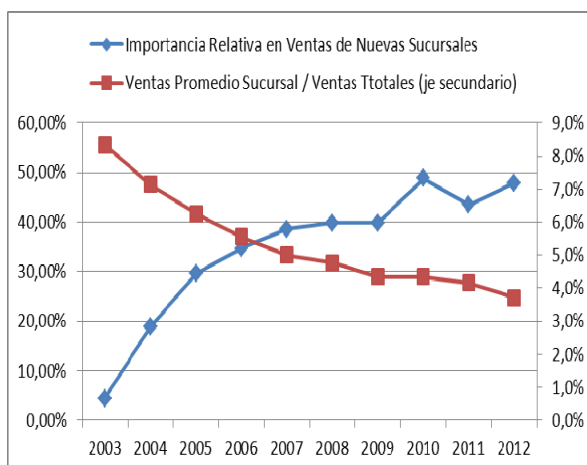
Distribución de ingresos

Los ingresos de la compañía, dada su estructura operativa, se pueden desglosar en tres líneas de negocios, distribución de agroinsumos, agroindustrial y servicios, que tomando como referencia el año 2012 presentan una importancia relativa del 78%, 21% y 1%, respectivamente.



Dentro de la principal línea de negocios, distribución de agroinsumos, destaca la comercialización de agroquímicos, fertilizantes y alimentos, cada uno con una participación del 22%-23% en los ingresos del segmento (17%-18% de los ingresos totales). Los ingresos de esta línea de negocios vienen creciendo en forma permanente desde el año 2004, con excepción de 2009, dado lo extraordinariamente elevado de los ingresos de 2008.

Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y VIII Región (63% del total), producto de la fuerte actividad agrícola de esas localidades. Las dos primeras son sus zonas de operación históricas. Se destaca la mayor importancia que están obteniendo las nuevas regiones en que participa la compañía, acorde al grado de maduración de sus sucursales. La estrategia de la compañía apunta a abastecer y desarrollar sus actividades en toda la zona agraria de Chile, lo que ha conseguido, dado que tiene presencia en cerca del 95% de las zonas cultivadas, con presencia entre Copiapó y Puerto Varas.



Se observa mayor desconcentración por efecto de las nuevas sucursales que abrieron a partir de 2003. Ese año se inauguran dos puntos de ventas que representaron el 4,5% de los ingresos; entre 2003 y 2012 se agregan 17 que, en conjunto, alcanzan casi el 48% de participación. Ello llevó a que las ventas promedio por sucursal, pese a aumentar significativamente en términos absolutos, se redujesen como proporción de las ventas totales.

Políticas de abastecimiento e inventarios

La política de abastecimiento está orientada a la búsqueda y aprovechamiento de los descuentos por pronto pago efectuados por los proveedores; para estos fines se creó el FIP Proveedores de Copeval, administrado por un tercero, cuyo propósito es de proveer de financiamiento para el pago a los proveedores. En forma complementaria, pero con menor importancia relativa, se hace uso de contratos de depósitos en donde los proveedores ponen en las bodegas de **Copeval** sus productos, los que son liquidados mensualmente de acuerdo a la venta despachada. También, dependiendo de la coyuntura, la sociedad puede hacer uso de la modalidad de compra a cosecha larga; no obstante, que la norma más general es la compra corta.

En los agroquímicos la compra corta es a 60 días en pesos o 120 días en dólares sin interés. La compra larga es al mes de abril (180-210 días), siempre en dólares. Existen en algunos casos descuentos por pronto pago. La compra de estos insumos se planifica anualmente, dividido en meses y por proveedor.

Para los fertilizantes y semillas se tienen plazos similares, pero el crédito de los proveedores es solamente en pesos. Para estos productos no se tiene exclusividad con ningún proveedor y la política de inventarios es mantener en bodega los productos necesarios para los próximos 30 días, ya que por razones climáticas los clientes pueden adelantar o retrasar el uso de estos insumos.

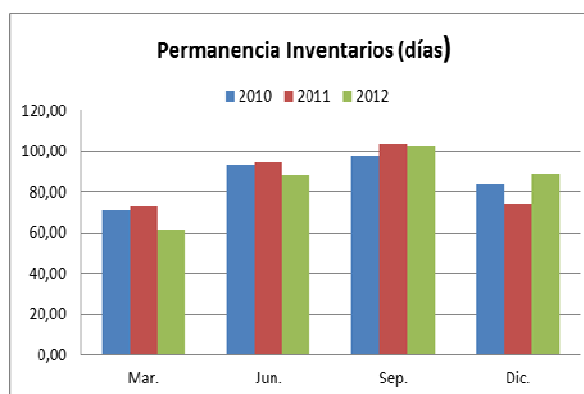
Para los otros rubros (ferretería, lubricantes, riego, alimentos, productos veterinarios y repuestos) la compra es corta (30–60 días), en pesos y al contado. No se trabaja en exclusividad y la política de inventarios depende de las características de cada producto, donde el más corto

es alimento por ser perecible (30 días) y el más largo es repuestos por su baja rotación (180 días).

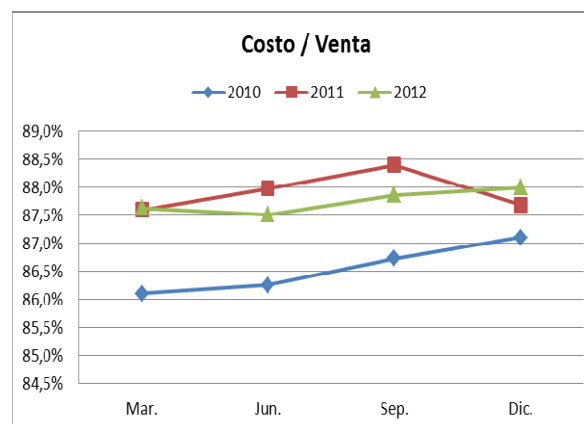
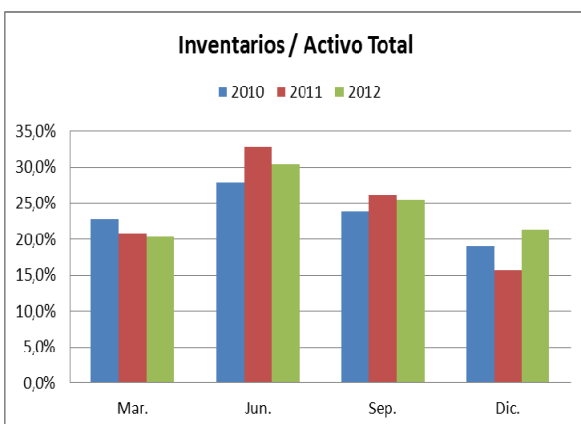
En maquinarias se realizan importaciones directas con carta de crédito y crédito del proveedor por 180 días en euros. Se mantiene una política de inventarios de aproximadamente 180 días de venta, ya que se trata de productos que deben tener orden de fabricación.

Con los proveedores más importantes en volúmenes crediticios, **Copeval** tiene asignadas líneas de crédito por montos que varían tanto por los volúmenes vendidos como por el plazo de venta de los productos.

En promedio, la permanencia de inventarios, medida según información de los estados financieros es del orden de los 80 días, teniendo su mayor valor -100 días- en el mes de septiembre (gráfico adjunto) y el menor en marzo, 60 días. Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 20% y 30% del total de activos,



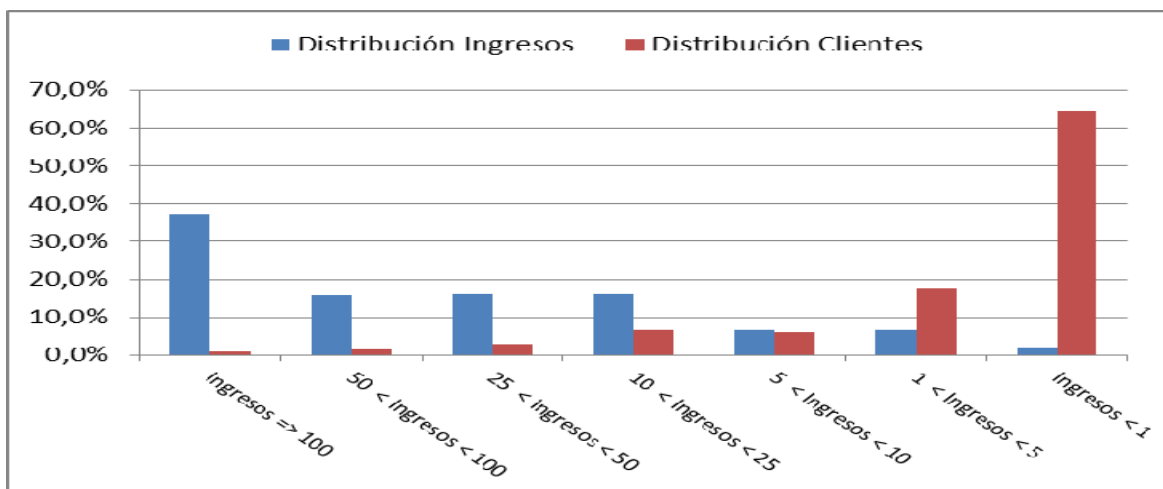
Los márgenes globales con que opera la compañía, medido como la relación entre costos e ingresos- fluctúa entre el 86% y 88%, en forma relativamente estable en los últimos tres años.



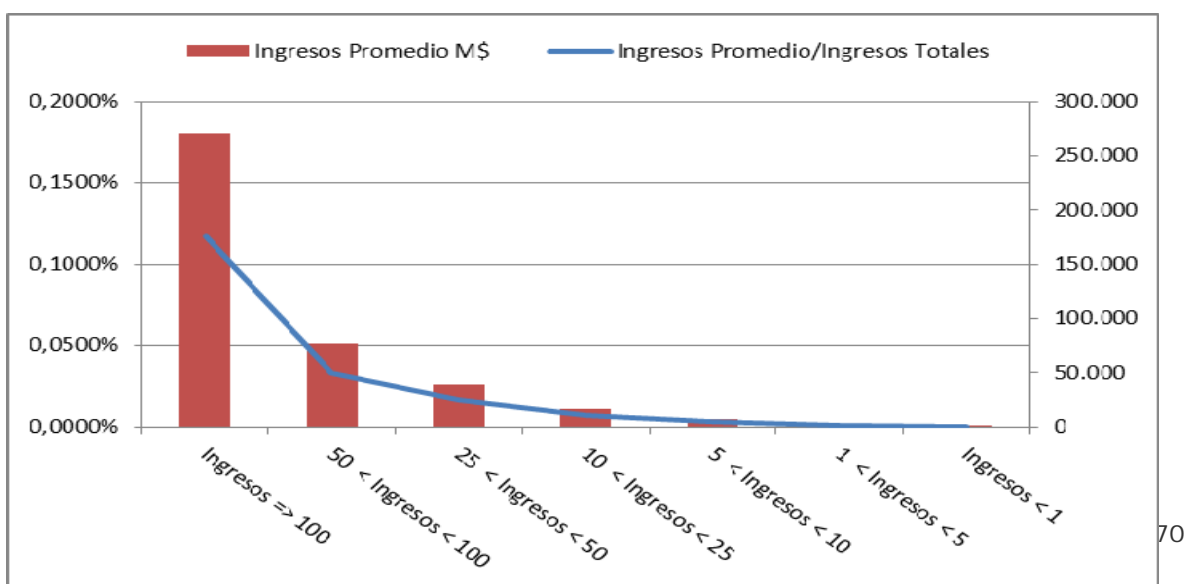
Dentro de los proveedores de **Copeval** se encuentran empresas de envergadura en sus respectivos mercados, entre ellos: Bayer, Anasac, Anagra y SQM, Vitra, Mosaic y Móbil.

Cientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por más de 30.000 clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras.



De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 37% de los ingresos de la compañía y el 1% del número de clientes; no obstante, dada la amplia masa comercial de **Copeval** –más de 30.000 clientes- este 1% está adecuadamente atomizado, tal como se refleja en el siguiente gráfico.

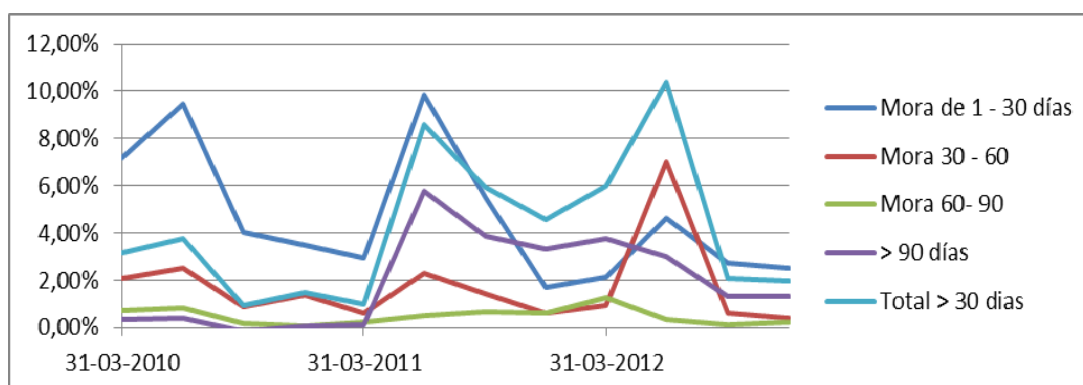


En general, dentro de las restricciones propias de segmento de mercado objetivo, los clientes del emisor muestran diversidad de tamaño, son multi-rubros, tienen necesidades de insumos estacionales y requieren financiamiento de capital de trabajo recurrente.

Cartera crediticia

Copeval vende los insumos a un plazo similar al del ciclo agrícola de sus clientes, financiando así el capital de trabajo de estos y, por ende, asumiendo los riesgos propios de un préstamo. Dado ello, la compañía ha elaborado políticas de créditos y de cobranza que son monitoreadas permanentemente por un Comité de Crédito quienes, además de presentar conocimiento de su segmento de mercado objetivo, se apoyan en herramientas computacionales desarrolladas para estos fines y en la labor de la Gerencia de Contraloría.

En el gráfico siguiente se muestra el comportamiento de la cartera para los últimos tres ejercicios anuales. Cabe destacar que la cartera crediticia del emisor cuenta con seguros de créditos de la compañía Magallanes, siendo habitual en los últimos años la contratación de este tipo de pólizas.



Una característica de la cartera crediticia de **Copeval** dice relación con su alto grado de atomización, tal como se aprecia en el cuadro siguiente.

Rango Deuda MM\$	Deuda Total MM\$	Número de Deudores	Deuda Prom MM\$	Deuda Prom. a Deuda Total
Deuda => 100	30.507	127	240	0,20%
50 < Deuda < 100	21.964	277	79	0,06%
25 < Deuda < 50	23.553	579	41	0,03%
10 < Deuda < 25	24.799	1.363	18	0,01%
5 < Deuda < 10	10.646	1.281	8	0,01%
1 < Deuda < 5	9.387	3.258	3	0,00%
Deuda < 1	1.369	3.087	0	0,00%
Total	122.225	9.972	12	

El proceso de cobranza de las cuentas por cobrar se inicia con 30 días de anticipación a su vencimiento, momento en que los documentos son recibidos por el departamento de cobranza. Luego, con 15 de días de anticipación al vencimiento del documento, el encargado de la cobranza remite una carta de aviso al deudor y, en paralelo, se envía la factura a la sucursal correspondiente.

Si el deudor incumple en el pago, dentro de los 15 primeros días de morosidad se le notifica del hecho mediante una carta. Si la mora persiste y alcanza los 30 días, se hace una notificación personal al cliente y, a la vez, se inicia el proceso de indagación respecto de la situación financiera del deudor, para decidir los cursos de acción a tomar, que pueden incluir renegociaciones y prórrogas.

En las etapas anteriormente descritas participa el Jefe Administrativo y el Vendedor-Cobrador; no obstante, si no se llega a una solución, se involucran directamente en el proceso el Jefe de Sucursal y el Área Cobranzas. Dentro de los nuevos cursos de acción se incorporan visitas a terrenos y cartas de cobranza pre-judicial, además de efectuarse un análisis más acabado de la situación financiera del deudor.

Agotadas las gestiones anteriores, sin éxito en el recupero del crédito, se inicia el proceso de cobranza judicial, notificándose del hecho al deudor, cerrando su línea de crédito, haciendo la publicación respectiva en Dicom y reuniendo los antecedentes de los bienes y garantías que se hubiesen entregado en favor de **Copeval**.

En cuanto a la provisión de las cuentas por cobrar, se determinan sobre la base del nivel de mora de los documentos y un análisis cualitativos del deudor, considerando, además, la

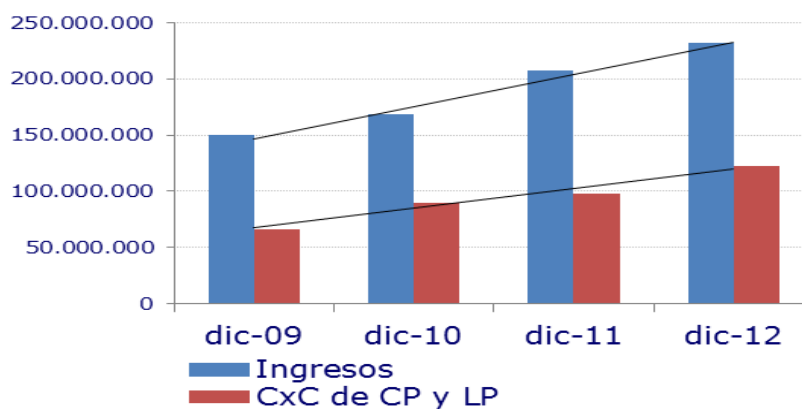
existencia o inexistencia de garantías, incluyendo dentro de este concepto la cobertura de los seguros de créditos.

Evolución financiera de la sociedad

Evolución nivel de actividad

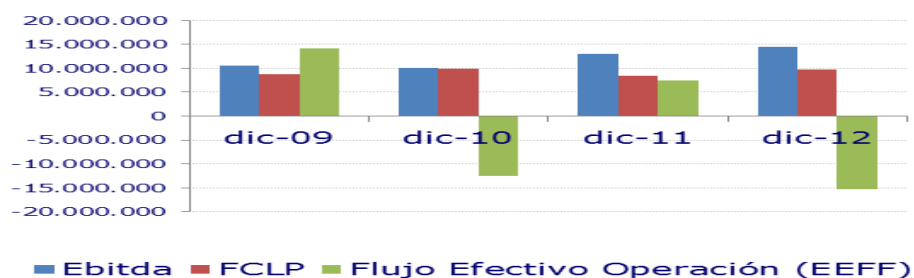
Los ingresos de explotación mostraron hasta 2008 un crecimiento sostenido, explicado principalmente por la apertura de nuevas sucursales y el desarrollo experimentado por los negocios de la compañía. Luego hubo una baja de los ingresos de explotación en 2009, producto la caída en el precio de los *commodities*. Posteriormente, tal como se muestra en el gráfico, se observa un aumento sostenido en los ingresos de explotación, situación que también se refleja en las cuentas por cobrar de la compañía y que ilustra la evolución del negocio crediticio implícito en las ventas de la empresa. Los datos a junio de 2013 siguen la tendencia al crecimiento.

Evolución Actividad

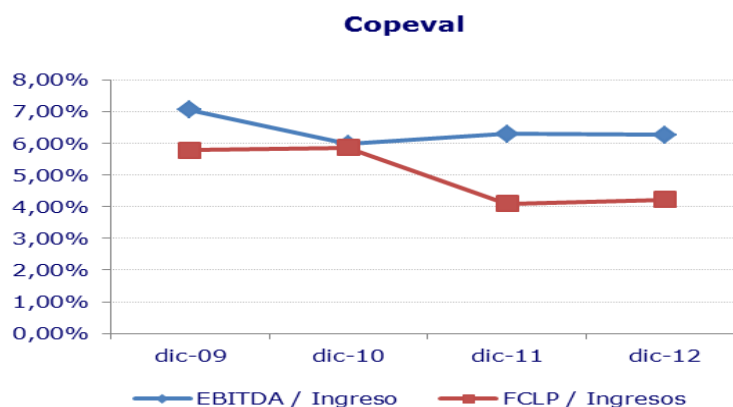


Evolución Flujo de Caja y similares

El flujo de caja de largo plazo (FCLP) de **Copeval**, así como su EBITDA, evidencian relativa estabilidad a través del tiempo; situación distinta se aprecia si se analiza el “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividad de operación”, el cual muestra fuertemente fluctuaciones entre un año y otro. Cabe mencionar que dentro del negocio financiero, el crecimiento en las cuentas por cobrar presiona a la baja dicho flujo.

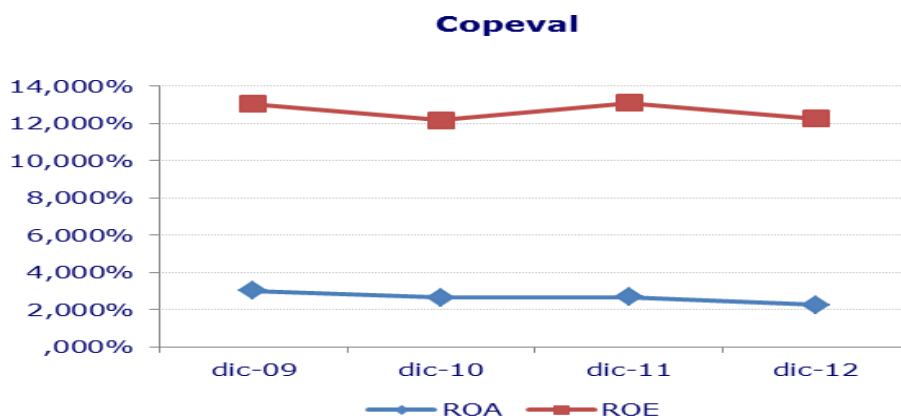


Medida la estabilidad del EBITDA y del FCLP en relación con los ingresos, se tiene que el primero durante los últimos cuatro años ha oscilado entre el 6% y 7%; en cambio el segundo presenta mayor volatilidad por el descenso experimentado en 2011 y que se mantuvo en 2012.

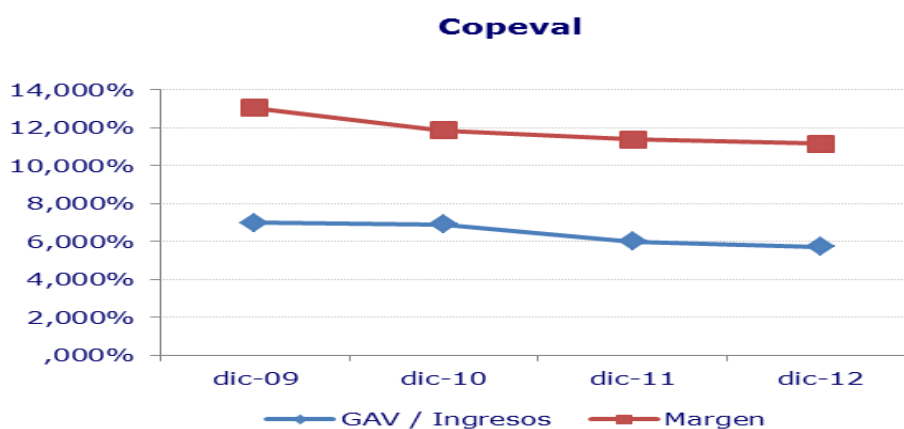


Rentabilidad

Los retornos sobre activos y sobre el patrimonio para diciembre del 2012 fueron de 2,26% y 12,23% respectivamente, lo que comparándolos con el 2,66% y 13,1% del año anterior, representan una ligera baja. En una perspectiva de más de largo plazo, se aprecia que la rentabilidad del activos ha presentado una moderada tendencia a la baja en cambio la rentabilidad de patrimonio ha sido más estable lo cual se explicaría por el mayor nivel de apalancamiento financiero.

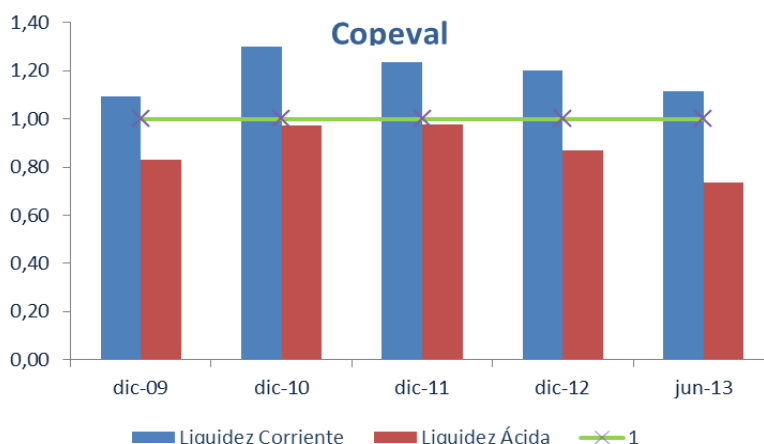


Cabe agregar que la rentabilidad de la compañía se ha visto afectada negativamente por el margen del negocio y positivamente por la eficiencia en sus gastos, indicadores que en distinta medida han mostrado una tendencia a la baja. Así, la relación entre ganancia bruta e ingresos se redujo desde 13,02% en 2010 a 11,13% en 2012; en el mismo período los gastos de administración cayeron desde 6,99% a 5,72% de los ingresos.



Liquidez

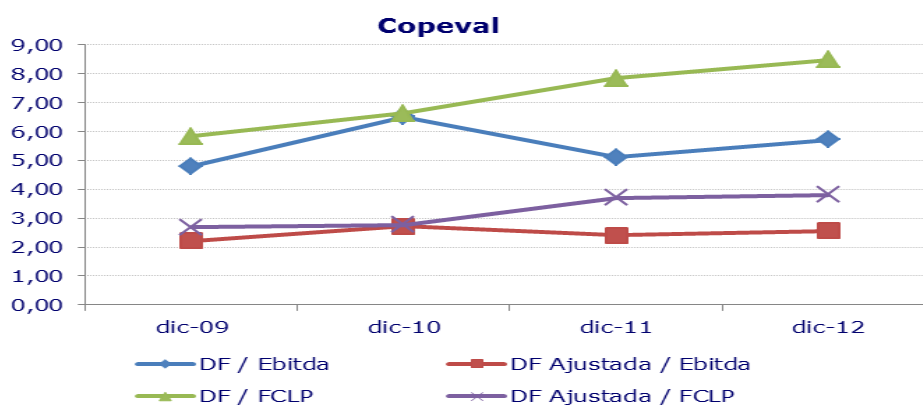
La compañía, en el período analizado, ha presentado consistentemente una liquidez corriente superior a una vez. Sin embargo, un indicador más exigente, como la liquidez ácida, se sitúa por debajo a uno. Esto último refleja la necesidad que la compañía sea capaz de enajenar sus inventarios para responder adecuadamente a las obligaciones de corto plazo con sus recursos disponibles de más fácil realización.



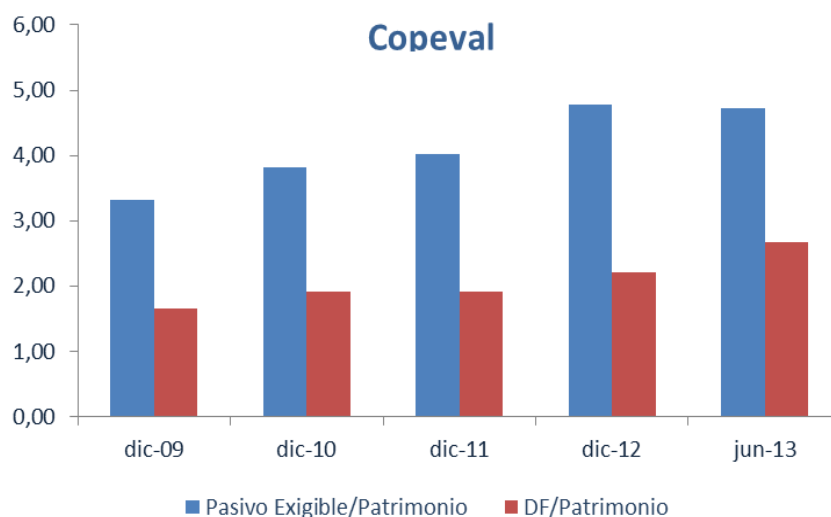
Endeudamiento

El endeudamiento financiero de la compañía muestra una clara tendencia al alza si se le mide en función de su FCLP o de su patrimonio; situación distinta sucede si se evalúa en relación al EBITDA en el que muestra un comportamiento más variable.

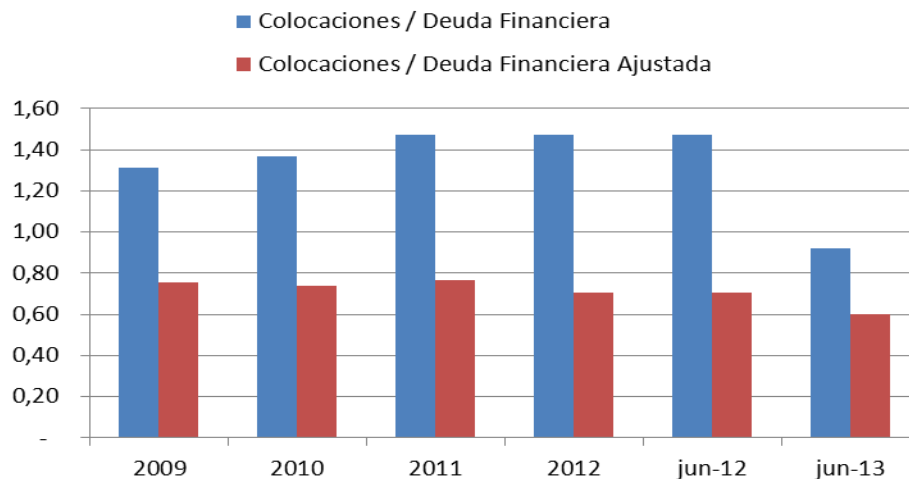
Por otra parte, se puede apreciar la relación deuda financiera sobre EBITDA o sobre FCLP es elevada, siendo 5,71 veces en el primer caso y 8,49 veces en el segundo. Sin embargo, en el análisis debe incluirse el hecho que la empresa participa del negocio financiero, por lo tanto, parte de sus obligaciones de ese tipo serán cubiertas con las cuentas por cobrar; dado ello se ajusta la deuda financiera de la compañía, evidenciándose una reducción importante en los niveles de deuda relativa (tal como se ilustra en el gráfico siguiente).



En la ilustración siguiente se puede apreciar como a través del tiempo la deuda financiera y el pasivo exigible se han incrementado a una tasa mayor que el patrimonio de la sociedad, lo cual explica el incremento del endeudamiento relativo.



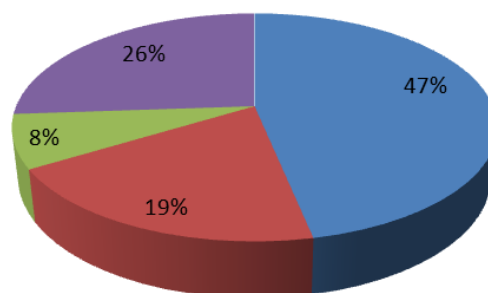
Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de **Copeval** por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. Se observa que las cuentas por cobrar superan con creces las obligaciones financieras de la compañía (salvo en junio de 2013); no obstante si se considera que además se debe responder a los acreedores (pero también se cuenta con el efectivo) la holgura anterior se revierte en un déficit (lo cual debiera ser cubierto con el EBITDA de la sociedad).



Nivel y distribución de la deuda

El nivel de la deuda se mantiene sin variaciones relevantes respecto a junio de 2013, ello por cuanto los recursos del bono corporativo (ya colocado) y del nuevo bono securitizado serán utilizados para sustituir pasivos. La deuda financiera, que a agosto se ubica en torno a los \$ 96 mil millones, en términos de plazo se distribuye de la siguiente manera:

■ Corto Plazo ■ Entre 1 y 3 años ■ Entre 3 y 5 años ■ Más de 5 años



Características de los instrumentos

Línea de bonos	
Monto máximo línea (UF)	1.000.000
Plazo vencimiento línea (años)	10
Fecha de vencimiento de la línea	Abril de 2023
Primera emisión (Serie A)	Monto inscrito: UF 1.000.000 Tasa de carátula: 6,25% anual Vencimiento: 7 años

Línea efectos de comercio	
Monto máximo línea (\$)	30.000.000
Plazo vencimiento línea (años)	10
Fecha de vencimiento de la línea	Enero de 2020
Estado	Sin colocaciones vigentes

“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.”