



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Gonzalo Neculmán G.
Tel. (56) 22433 5200
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Septiembre 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 24335200 – Fax 24335201
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-15

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A (BCOPV-A)	Nº 758 de 08.08.2013 Primera emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 078 de 25.01.2010

Balance General Consolidado IFRS						
M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jul-15
Activos corrientes	116.152.824	126.952.935	169.088.276	194.546.098	251.877.725	241.868.311
Deudores comerciales	82.707.299	93.552.445	119.804.361	132.994.591	182.986.373	121.383.430
Inventarios	29.453.638	26.672.420	46.477.903	54.876.918	58.176.726	100.054.827
Activo no corriente	39.147.730	43.722.525	48.429.626	56.398.756	60.860.761	61.167.637
Derechos por cobrar	1.686.413	2.004.612	2.420.547	3.515.943	3.491.280	3.152.060
Propiedades, planta y equipo	35.891.632	40.593.013	44.446.073	50.227.702	53.196.098	53.245.402
Total activos	155.300.554	170.675.460	217.517.902	250.944.854	312.738.486	303.035.948
Pasivos corrientes	89.301.180	102.658.203	140.790.618	165.819.836	201.559.136	173.074.421
Pasivos financieros corrientes	28.932.474	31.944.124	44.514.694	60.767.481	85.434.011	77.677.842
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	57.646.732	67.574.761	92.231.861	102.163.404	111.330.268	93.799.142
Pasivo no corrientes	33.770.387	34.029.238	39.057.158	44.528.638	62.289.731	77.474.487
Pasivos financieros no corrientes	32.903.458	33.320.437	38.445.737	43.874.095	61.270.261	76.372.390
Total pasivos	123.071.567	136.687.441	179.847.776	210.348.474	263.848.867	250.548.908
Total patrimonio	32.228.987	33.988.019	37.670.126	40.596.380	48.889.619	52.487.040

Estado de Resultados Consolidado						
M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-15
Ingreso de actividades ordinarias	157.775.899	200.028.737	230.368.087	260.891.019	304.786.906	123.229.692
Costo de ventas	- 139.074.072	- 177.255.448	- 204.718.640	- 231.067.216	- 272.013.097	- 107.007.110
Gastos de administración	-10.872.912	-11.990.752	-13.182.649	-14.828.664	-16.318.978	-8.553.157
Resultado operacional	7.828.915	10.782.537	12.466.798	14.995.139	16.454.831	16.222.582
Costos financieros	-3.945.852	-6.093.952	-8.356.684	-10.502.086	-11.676.432	-5.971.608
Ganancia antes de impuestos	4.041.364	4.749.768	4.276.668	4.409.307	5.293.858	1.602.950
Ganancia	3.707.489	4.380.049	4.406.522	4.946.702	5.623.306	2.210.130

Opinión

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 2014, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 502,3 millones y un EBITDA de US\$ 32,2 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 307,3 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 95,9 millones de inventarios y US\$ 87,7 millones de propiedades plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 183,5 millones, el pasivo financiero a US\$ 241,8 millones y el patrimonio de la a US\$ 80,6 millones.

A junio de 2015, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 194,9 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 241,1 millones y el patrimonio a US\$ 82,1 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. 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 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 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 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 implícito en su actividad comercial, en particular en épocas de crisis y de endurecimiento del crédito bancario.

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

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 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 dos años, el resultado operacional² de la compañía no ha sido mayor al 5,7% 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.

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 geográfico (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).
- Ingreso 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 2014

Durante 2014 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 304.787 millones lo que representó un aumento de 16,8% respecto a igual período del año anterior.

Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 272.013 millones, lo que significó un aumento de 17,7% en relación al año previo, lo que está en línea con la variación experimentada por los ingresos.

Los gastos de administración sumaron \$ 16.318 millones en el período, en comparación con los \$ 14.829 millones de 2013, representando un aumento de 10,1%.

⁴ Estructural a la industria.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 16.454 millones, registrando un incremento de 9,7% en relación al año 2013, cuando llegó a \$ 14.995 millones. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 19.534 millones, representando un aumento del 13,1% en relación al año anterior; por su parte el “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” fue negativo, \$ 30.661 millones, que se compara desfavorablemente con la cifra de - \$ 29.963 millones de 2013.

El resultado antes de impuestos de este período fue una ganancia de \$ 5.294 millones, lo que se compara favorablemente el resultado del año pasado, de \$ 4.409 millones.

Con todo, el resultado final del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 5.623 millones lo que implicó un incremento del 20,1% con respecto a igual período del año pasado.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 186.478 millones lo que representó una variación del 24,8% respecto a 2013; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 146.704 millones y \$ 48.889 millones, respectivamente, con variaciones de 39,7% y 20,2%.

Primer semestre 2015

Durante el primer semestre de 2015 los ingresos de la compañía sumaron \$ 123.230 millones implicando un aumento de 17,2% respecto a igual período de 2014, llevando a una ganancia bruta de \$ 16.222 millones representativa del 13,16% de los ingresos (13,14% a junio de 2014).

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 8.553 millones los seis primeros meses del presente año (\$ 8.385 millones en 2014), siendo el 6,94% de los ingresos (6,92% en 2014).

Finalmente, las utilidades del ejercicio semestral alcanzaron los \$ 2.210 millones, monto 28% superior al obtenido en los seis primeros meses de 2014.

Por otra parte, las cuentas por cobrar estas sumaron \$ 127.246⁵ millones lo que representó una variación del 42% respecto a junio de 2014; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 154.050 millones y \$ 52.487 millones, respectivamente.

⁵ Incluye cuentas por cobrar a relacionadas.

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, 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 1,94 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2014. 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 2014 la empresa atendió a 37.523 clientes (36.242 en 2013) y su cartera de cuentas por cobrar se distribuyó en 11.271 deudores (9.767 en 2013). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, suman más de 350 clientes que, en promedio, generan ingresos del orden de \$ 271 millones anuales cada uno, cifra que representa el 43,3% de los ingresos totales del año 2014.

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 años superan los \$ 30 mil millones, agregado a su capacidad logística y a una base de más de 35.000 clientes (con alrededor 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, 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 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, dada la distribución geográfica de esta actividad, en las regiones VI, VII y VIII, que representan en torno al 57% de sus ingresos (cabe señalar que el PIB silvo-agropecuario concentrado en 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 54% de los ingresos se generan por la venta de fertilizantes y agroquímicos, riesgo que es estructural al negocio.

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 mantener 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 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.

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

acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A junio de 2014 la cartera securitizada ascendía a \$56.998 millones, el 45,8% del total.

Antecedentes generales

Copeval es una empresa con 59 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 más de 1.300 empleados y más de 35.000 clientes, disponiendo para su atención una capacidad de almacenamiento⁶ de 110.000 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

⁶ Incluyendo bodegas arrendadas en puerto.

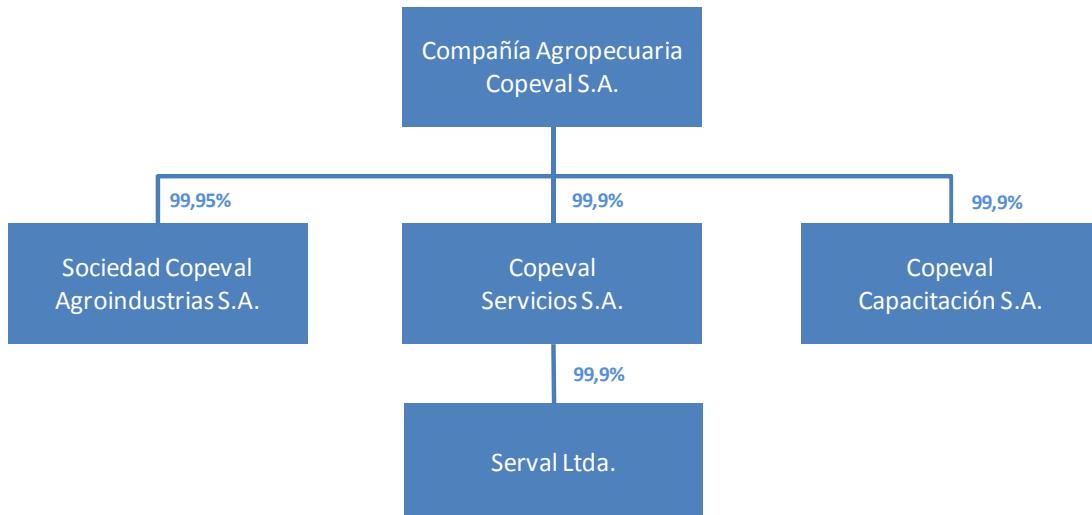
Por su parte, la administración de la compañía está liderada por el señor Darío Polloni Schwencke, Gerente General, y conformada por seis gerencias:

Cargo	Nombre
Gerente de Administración y Finanzas	Gonzalo Contreras Carrasco
Gerente Comercial	Carlos Muñoz Alarcon
Gerente de Operaciones	Osvaldo Parada Lizana
Gerente de Abast. De Fertilizantes	Gabriel Infante Arnolds
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 60,49% de la propiedad. A continuación se muestra el detalle de los 12 mayores accionistas al 30 de junio de 2015.

12 mayores accionistas	Número de acciones	% de propiedad
COMERCIAL HUECHURABA LTDA	7.033.763	22,53%
CAMOGLI S.A.	5.416.882	17,35%
DESER LTDA	4.043.587	12,95%
EMPRESAS ARIZTIA LTDA.	2.392.794	7,66%
ATILKO LTDA.	1.394.968	4,47%
INMOBILIARIA SANTA TERESA LTDA.	1.068.399	3,42%
VIÑA SELENTIA S.A.	796.181	2,55%
LORENZONI ITURBE JOSE	653.479	2,09%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	587.075	1,88%
SERVICIOS MANUTARA LTDA.	350.000	1,12%
MARGOZZINI CELLA BRUNO	336.628	1,08%
SOC COMERCIAL POLLONI BUSTAMANTE LTDA.	311.382	1,00%

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 59 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.

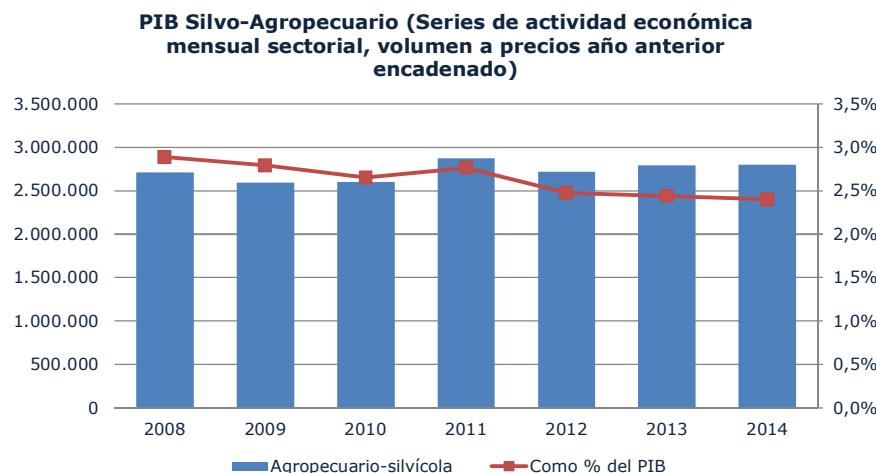
La oferta integral de insumos agrícolas y la destacada cobertura geográfica que tiene la compañía se debe a la eficiencia logística de la red de distribución que permite ofrecer una variada gama de productos, conformada por más de 60.000 artículos agrupados en varias líneas de negocios, atendiendo anualmente a más de 35.000 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.

El 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 2,5%, 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 años el PIB de sector silvo agropecuario ha oscilado alrededor del 2,6% 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 8% de la fuerza laboral.



La estacionalidad de la actividad silvo agropecuaria queda refleja 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 39% y 41% del PIB del sector.

Año	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV
2010	39,7%	22,5%	16,6%	21,1%
2011	40,6%	23,4%	15,3%	20,8%
2012	38,8%	25,3%	14,8%	21,0%
2013	39,8%	24,9%	14,1%	21,2%
2014	39,9%	23,9%	13,3%	22,9%

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 seis años.

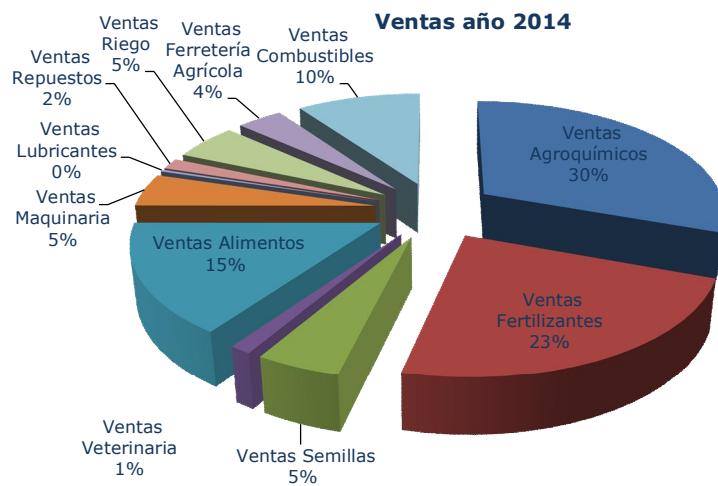
Región	2008	2009	2010	2011	2012	2013
I	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,06%
II	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,16%
III	1,9%	1,9%	1,7%	1,9%	2,0%	2,65%
IV	5,4%	5,5%	5,1%	5,0%	4,9%	5,54%
V	8,3%	9,2%	9,0%	8,8%	9,5%	9,38%
VI	19,8%	19,3%	19,0%	19,0%	18,9%	20,92%
VII	15,0%	14,3%	14,4%	14,6%	15,1%	14,03%
VIII	19,2%	15,9%	16,3%	15,9%	15,9%	14,35%
IX	9,0%	7,8%	8,5%	8,6%	8,3%	7,26%
X	6,8%	6,6%	6,9%	7,1%	7,0%	6,60%
XI	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,23%
XII	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,40%
RM	12,8%	12,8%	12,2%	12,3%	11,6%	12,70%
XIV	0,0%	4,8%	5,3%	5,3%	5,3%	4,81%
XV	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,7%	0,90%

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. 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

Dentro de la principal línea de negocios, distribución de agroinsumos, destaca la comercialización de agroquímicos, fertilizantes y alimentos, cada uno con una participación dentro de los ingresos 30%, 23% y 15%, respectivamente. También destaca la venta de combustible, que representa alrededor del 10% del ingreso.



Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y VIII Región (57% del total a junio de 2015), 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.

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.

En el caso de los fertilizantes, desde enero de 2015 **Copeval** se ha transformado en importador de fertilizantes, ocupando el espacio que dejaron Mosaic y ADM quienes se retiraron de Chile. Hoy la empresa abastece aproximadamente el 90% de sus necesidades a través de importaciones. Esto ha significado modificar su comportamiento de compras, debiendo traer buques completos y obteniendo un financiamiento directo de sus proveedores extranjeros de 180 días.

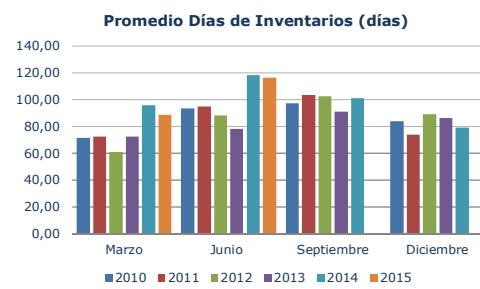
Para semillas se tienen plazos similares, pero el crédito de los proveedores es solamente en pesos. La política de inventarios es mantener en bodega los productos necesarios para los próximos 30 días, ya que por razones climáticas los clientes pueden adelantar o retrasar el uso de estos insumos.

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).

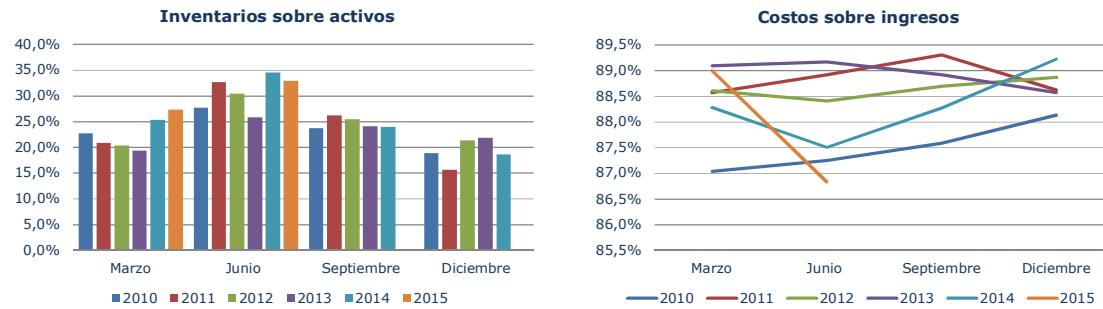
En maquinarias se realizan importaciones directas con carta de crédito y crédito del proveedor por 180 días en moneda extranjera. Se mantiene una política de inventarios de aproximadamente 180 días de venta, ya que se trata de productos que deben tener orden de fabricación.

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 89 días, teniendo su mayor valor – mayor a 100 días- en meses de junio septiembre (gráfico adjunto) y el menor en marzo. Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 16% y 35% del total de activos en los últimos cuatro años.



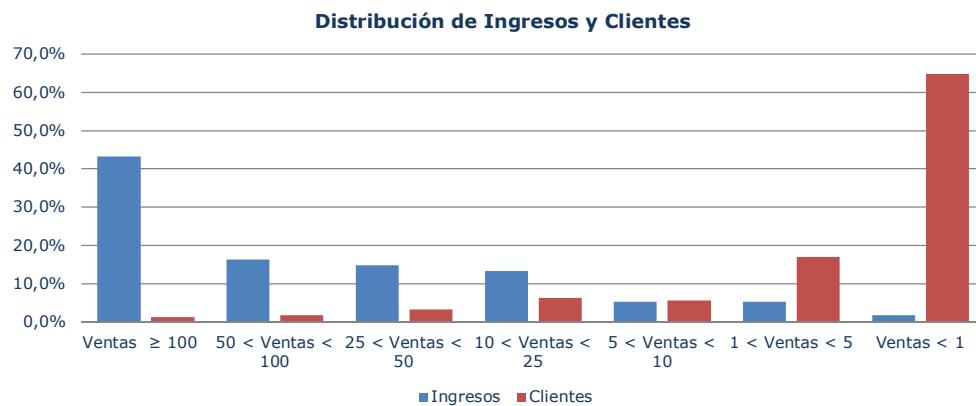
Los márgenes globales con que opera la compañía, medido como la relación entre costos e ingresos- fluctúa entre el 87% y 89%, en forma relativamente estable en los últimos cuatro años.



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

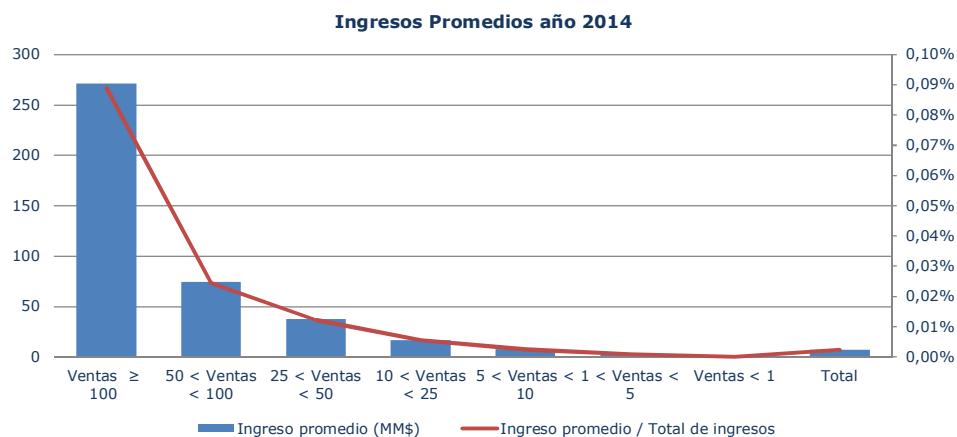
Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por más de 35.000 clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras⁷.



⁷ A diciembre de 2014, esta cifra cambia según la temporada.

De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 43% de los ingresos de la compañía y el 1% del número de clientes; no obstante, dada la amplia masa comercial de **Copeval** –más de 35.000 clientes- este 1% está adecuadamente atomizado, tal como se refleja en el siguiente gráfico.



Se observa que los principales clientes, en promedio, generan ingresos anuales de \$ 270 millones, lo que representa mes del 0,09% del total de ventas anuales de **Copeval**.

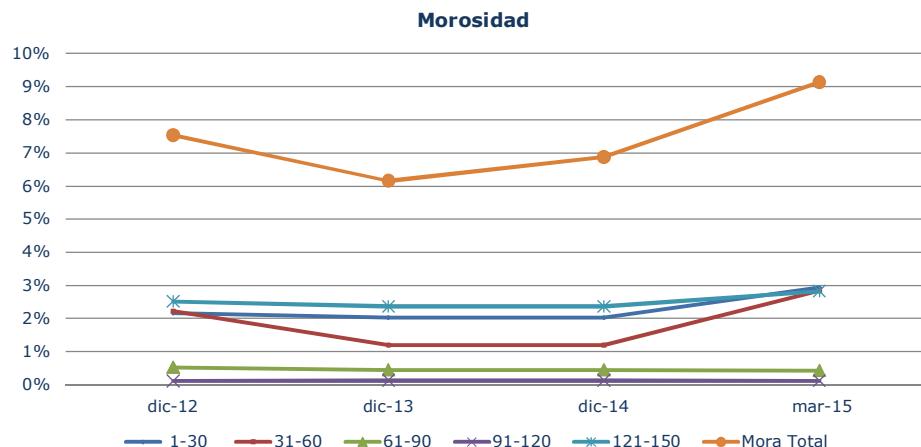
En general, dentro de las restricciones propias de segmento de mercado objetivo, los clientes del emisor muestran diversidad de tamaño, son multi-rubros, tienen necesidades de insumos estacionales y requieren financiamiento de capital de trabajo recurrente.

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.



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 hasta los 90 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

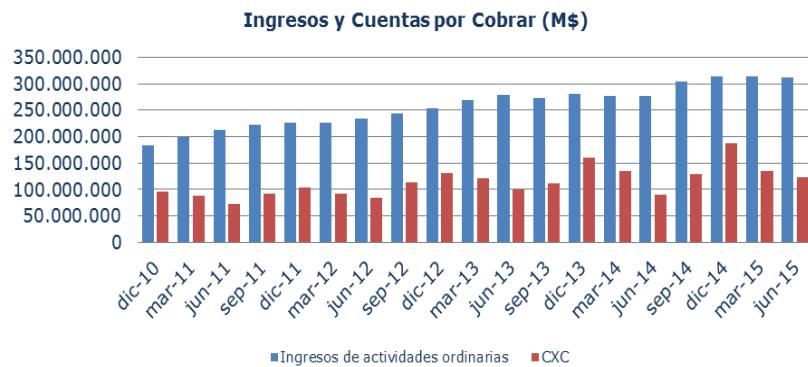
publicación respectiva en Dicom y reuniendo los antecedentes de los bienes y garantías que se hubiesen entregado en favor de **Copeval**.

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

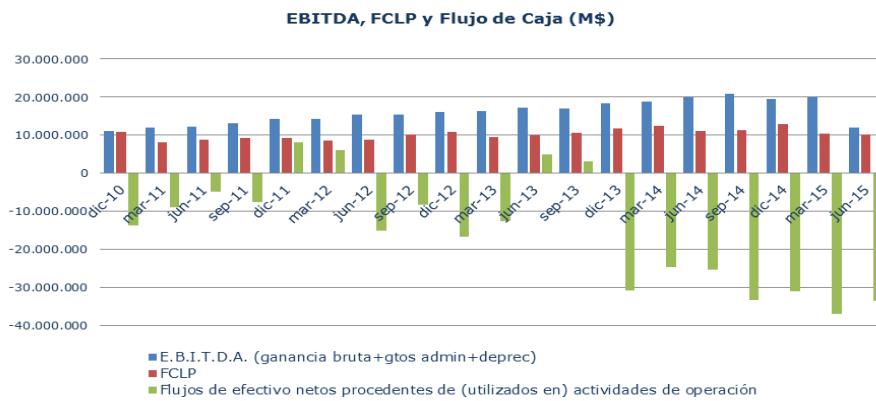
Evolución nivel de actividad

Los ingresos de actividades ordinarias, desde el año 2010, presentan una tendencia al alza en términos reales, presentando un crecimiento desde ese año hasta 2014 de alrededor de 70%, llegando junio de 2015 a \$ 123.229 millones. En tanto se puede observar que las colocaciones también han venido en aumento, presentando estacionalidad marcada en los distintos trimestres del año, siendo diciembre el mes de mayor colocación.

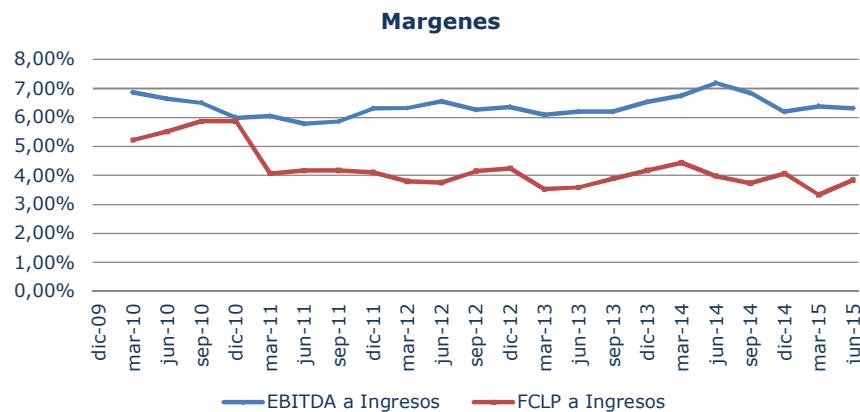


Evolución flujo de caja y similares

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.



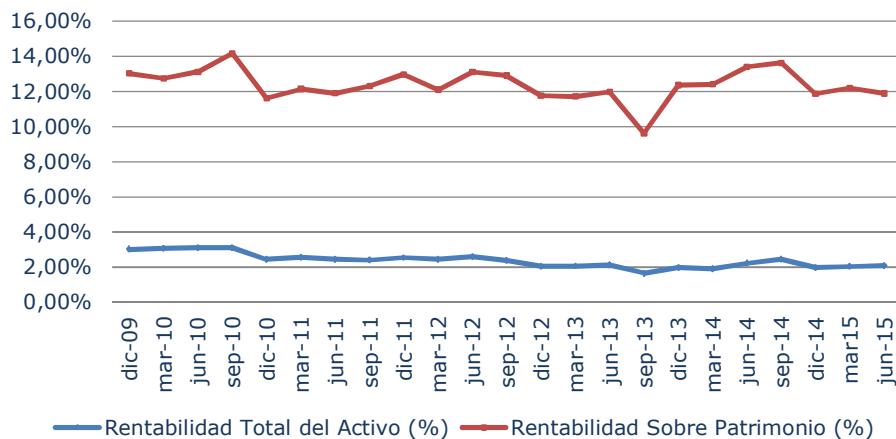
Medida la estabilidad del EBITDA y del FCLP en relación con los ingresos, se tiene que el primero durante los últimos cuatro años ha oscilado entre el 6% y 7%; en cambio el segundo presenta mayor volatilidad por el descenso experimentado en 2011 y manteniéndose más bien estable en los años posteriores.



Rentabilidad

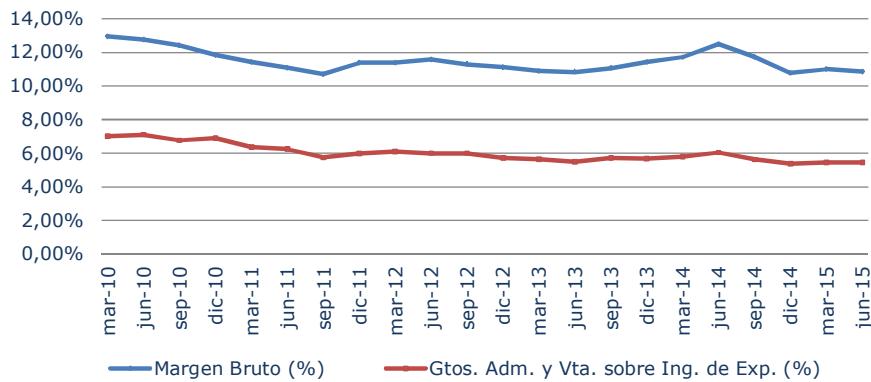
Los retornos sobre activos y sobre el patrimonio para junio de 2015 fueron de 2,24% y 12,77% respectivamente, lo que comparándolos con el 2,22% y 13,40% del año anterior, representan un alza en la rentabilidad de los activos y una baja en la del patrimonio. En una perspectiva de más de largo plazo, se aprecia que la rentabilidad del activos ha presentado una moderada tendencia a la baja en cambio la rentabilidad de patrimonio ha sido más estable.

Rentabilidad



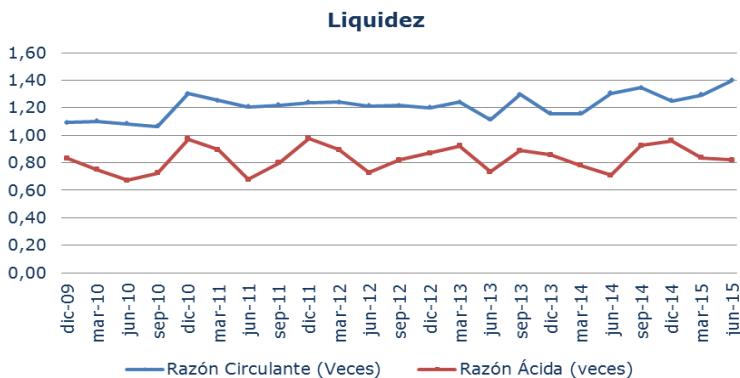
Cabe agregar que la rentabilidad de la compañía se ha visto afectada negativamente por el margen del negocio y positivamente por la eficiencia en sus gastos, indicadores que en distinta medida han mostrado una tendencia a la baja. Así, la relación entre ganancia bruta e ingresos se redujo desde 11,86% en diciembre de 2010 a 10,86% a junio de 2015; en el mismo período los gastos de administración cayeron desde 6,90% a 5,46% de los ingresos.

Eficiencia



Liquidez

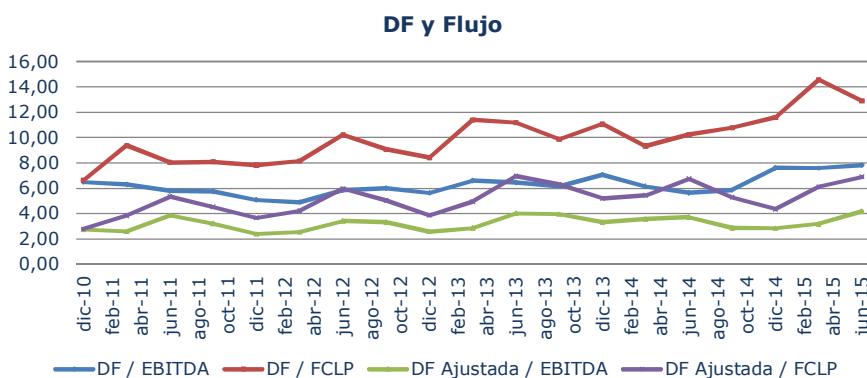
La compañía, en el período analizado, ha presentado consistentemente una liquidez corriente superior a una vez. Sin embargo, un indicador más exigente, como la liquidez ácida, se sitúa por debajo a uno. Esto último refleja la necesidad que la compañía sea capaz de enajenar sus inventarios para responder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



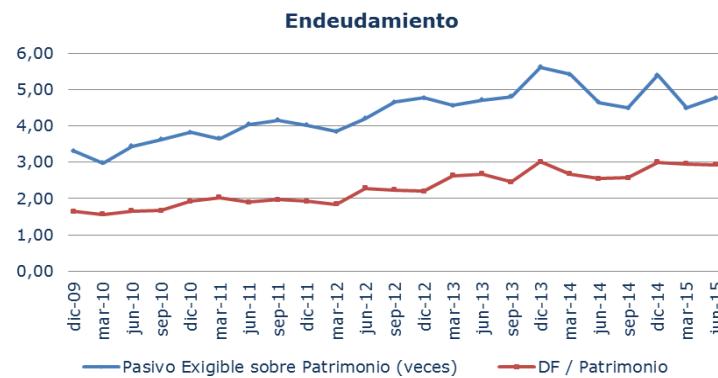
Endeudamiento

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, aunque con tendencia al alza.

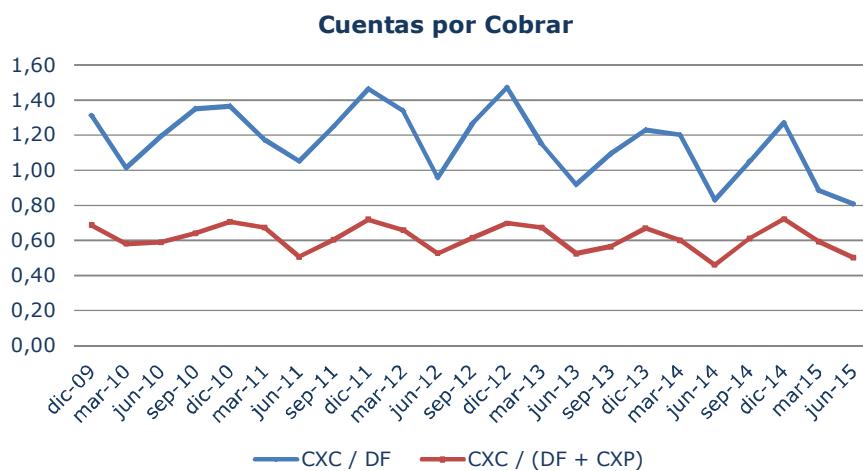
Por otra parte, se puede apreciar la relación deuda financiera sobre EBITDA o sobre FCLP es elevada, siendo 7,83 veces en el primer caso y 14,78 veces en el segundo, de acuerdo a la última observación. Sin embargo, en el análisis debe incluirse el hecho que la empresa participa del negocio financiero, 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.

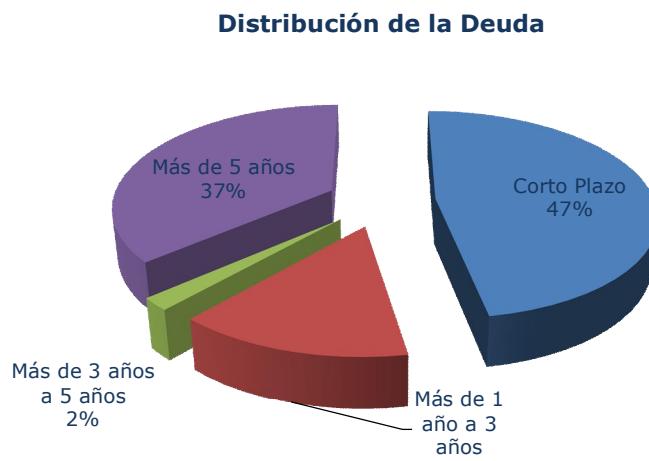


Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de **Copeval** por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. Se observa que las cuentas por cobrar superan con creces las obligaciones financieras de la compañía (salvo en los junios de cada año) 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 financiera, a junio de 2015, se encuentra concentrada en el corto plazo.



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 (\$)	15.000.000
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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."