



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

A n a l i s t a

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Septiembre 2017

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia	BBB BBB/Nivel 2 Desfavorable ¹
Estados financieros	30 de junio de 2017

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A (BCOPV-A) Línea de bonos Serie B (BCOPV-B) Línea de efectos de comercio Línea de efectos de comercio	Nº 758 de 08.08.2013 Primera emisión Nº 844 de 30.11.2016 Primera emisión Nº 078 de 25.01.2010 Nº 110 de 11.03.2016

Estado de Situación Financiera Consolidado					
M\$ de cada año	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Activos corrientes	194.546.098	251.877.725	281.622.379	235.688.289	203.959.778
Activo no corriente	56.398.756	60.860.761	61.763.211	73.067.408	74.559.366
Total activos	250.944.854	312.738.486	343.385.590	308.755.697	278.519.144
Pasivos corrientes	165.819.836	201.559.136	208.926.374	146.562.902	122.878.241
Pasivo no corrientes	44.528.638	62.289.731	78.943.940	101.853.868	96.546.803
Total pasivos	210.348.474	263.848.867	287.870.314	248.416.770	219.425.044
Total patrimonio	40.596.380	48.889.619	55.515.276	60.338.927	59.094.100
Deuda financiera	122.053.108	146.704.272	160.612.155	150.852.240	151.435.369

Estado de Resultados Consolidado					
M\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	Enero-Junio 2017
Ingreso de actividades ordinarias	260.891.019	304.786.906	317.199.738	281.471.390	107.065.791
Costo de ventas	-231.067.216	-272.013.097	-280.516.457	-258.081.569	-93.966.541
Gastos de administración	-14.828.664	-16.318.978	-18.360.474	-18.588.353	-9.381.631
Resultado operacional	14.995.139	16.454.831	18.322.807	4.801.468	3.717.619
Costos financieros	-10.502.086	-11.676.432	-12.299.949	-15.291.837	-5.615.940
Resultado del ejercicio	4.946.702	5.623.306	6.836.539	-6.820.363	-776.847
EBITDA	17.265.964	19.534.401	22.051.050	7.154.794	4.971.670

¹ Tendencia anterior: Estable.

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

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

El cambio de tendencia de los títulos de deuda desde “*Estable*” a “*Desfavorable*” se fundamenta en el deterioro que han mostrado los indicadores de la compañía desde el segundo semestre de 2016, que ha implicado una disminución del EBITDA y del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)²; la relación deuda financiera/EBITDA alcanzó 26,3 veces a junio de 2017³ (7,6 a junio de 2016 y 5,7 hace tres años) y el *ratio* deuda financiera/FCLP⁴ pasó de 6,7 veces (junio 2015) a 13,4⁵ (junio 2017). Esta situación, unido a una menor flexibilidad financiera, podría repercutir en una menor holgura para enfrentar los desafíos futuros de la empresa. La clasificación de riesgo será revisada a la baja si el emisor no muestra capacidad para revertir el descenso en su generación de flujos de manera tal de alcanzar los niveles exhibidos hasta el año 2015.

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

² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

³ Móvil.

⁴ Ajustado.

⁵ Móvil.

constituirse como un proveedor integral de la industria, incluyendo dentro de sus servicios el financiamiento del capital de trabajo para sus clientes. Asimismo, la empresa ha logrado establecer su liderazgo dentro de los intermediarios de insumos agrícolas en el país, con una extensa red de distribución que le otorga presencia comercial desde Copiapó hasta Puerto Varas.

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

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

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, se considera la exposición de los ingresos a la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la elevada concentración existente en la VI, VII y VIII regiones, lo cual tiene el carácter de estructural dada la definición de negocio de la empresa y la distribución de las hectáreas agrícolas en Chile. Con todo, cabe destacar en este sentido, que la variedad de cultivos de sus clientes, el aumento de la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario -dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria-, atenúan en cierta medida el riesgo intrínseco del sector donde opera la compañía. También se agrega, que parte importante de los ingresos y nivel de margen de la compañía se concentran en las ventas de agroquímicos y fertilizantes, mostrando mayor exposición a las condiciones de comercialización que ambos rubros presenten en sus respectivos segmentos de mercado. Junto con lo anterior, dado que las cuentas por cobrar representan alrededor del 50% de los activos⁶, 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

⁶ Vale agregar que este porcentaje es variable en el tiempo.

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 y a un eventual proceso de consolidación de los agricultores, donde los actores del mercado tiendan a ser grandes empresas, con mejores posibilidades de acceso al crédito y posición negociadora. En contraposición, se reconoce la baja probabilidad que estos riesgos se manifiesten en forma inmediata, existiendo incluso la posibilidad que alguno de los factores mencionados se atenúen en el corto plazo.

La clasificación de riesgo incluye el elevado nivel de costos y gastos relativos de la empresa (en forma conjunta), que si bien podría ser compatible con el negocio de distribución, no sucede lo mismo si se considera en paralelo la existencia del negocio crediticio. Durante los últimos seis años, el resultado operacional⁷ de la compañía no ha sido mayor al 5,8% de los ingresos.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la compañía recupere sus niveles de generación de flujos y no deteriore la calidad de sus cuentas por cobrar. Cabe señalar, que de persistir la tendencia al alza del nivel de endeudamiento relativo (ver “Endeudamiento” en el acápite “Análisis Financiero”), la categoría de riesgo asignada a los títulos de deuda podría ser revisada a la baja.

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

⁷ Ingresos de actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Atomización de deudores y clientes.

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Necesidad de reducir costeo de fondos y aumentar márgenes vía economías de escala (riesgo medio).
- Concentración sectorial y geográfica (riesgo atenuado por diversidad de cultivo de los clientes y atomización de los mismos y por la representatividad de la zona explotada, pero de probable impacto severo ante crisis sistémica del sector).
- Mayor bancarización de los clientes (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo).
- Ingresos y márgenes concentrados en agroquímicos y fertilizantes⁸ (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 2016

Durante 2016 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 281.471 millones lo que representó una disminución de 11,3% respecto al año anterior, lo que se explica por la fuerte disminución de precios que experimentaron en el periodo la mayoría de los *commodities* respecto al ejercicio anterior (fertilizantes, combustibles, granos, etc.), así como por la menor actividad agrícola de importantes sectores productivos como la leche, el trigo y otros.

Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 258.082 millones, lo que significó una disminución de 8,0% en relación al año previo, provocando una reducción del margen bruto de 36,2%. Entre las razones de esta baja, además de lo indicado anteriormente,

⁸ Estructural a la industria.

se agrega la alta posición en el rubro fertilizantes con que finalizó la compañía al cierre de 2015 producto de la disminución de la superficie sembrada de maíz en la temporada 2015-2016.

Los gastos de administración sumaron \$ 18.588 millones en el período, en comparación con los \$ 18.360 millones de 2015, representando un aumento de sólo 1,2%.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 4.801 millones, registrando una baja de 73,8% en relación al año 2015. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 7.155 millones, lo que significó una rebaja del 65,9% en relación al año anterior. Por su parte el "Flujo de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación" alcanzó \$ 708 millones.

Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una pérdida neta de \$ 6.820 millones.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 158.940 millones lo que representó una variación negativa del 13,4% respecto a 2015; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 150.852 millones y \$ 60.339 millones, respectivamente, con variaciones de 8,7% y -6,1%.

Primer semestre 2017

Durante el primer semestre de 2017 los ingresos de la compañía sumaron \$ 107.066 millones, implicando una disminución de 11,3% respecto a igual período de 2016, llevando a una ganancia bruta de \$ 13.099 millones representativa del 12,2% de los ingresos (11,4% a junio de 2016).

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 9.382 millones los seis primeros meses del presente año (\$ 8.760 millones el primer semestre de 2016), siendo el 8,8% de los ingresos (7,3% a junio de 2016).

Finalmente, el resultado semestral alcanzó una pérdida de \$ 777 millones, que se compara desfavorablemente a la ganancia a junio de 2016 por \$ 316 millones.

Por otra parte, las cuentas por cobrar sumaron \$ 107.312 millones, lo que representó una variación negativa de 32,5% respecto a diciembre de 2016; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 151.435 millones y \$ 59.094 millones, respectivamente, con variaciones de 0,4% y -2,1% con respecto a diciembre de 2016.

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 más de 60 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 1,92 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2016. 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 2016 la empresa atendió a 40.190 clientes (40.046 en 2015) y su cartera de cuentas por cobrar se distribuyó en 49.927 deudores (35.862 en 2015). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, sumaron 471 clientes que, en promedio, generaron ingresos del orden de \$ 272 millones anuales cada uno, cifra que representó el 45,6% de los ingresos totales del año 2016. 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: Las inversiones llevadas a cabo por la compañía, que en los últimos años superan los \$ 40 mil millones, agregado a su capacidad logística y a una base de más de 40 mil clientes (con alrededor de 50 mil 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 HDI. Estos seguros deben renovarse cada uno o dos años, tienen deducibles y su pago está sujeto a que los créditos se hubiesen otorgado bajo parámetros preestablecidos. Si bien la política de la compañía es asegurar las ventas a crédito, nada garantiza que las pólizas se renovararán 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 60% de sus ingresos (cabe señalar que el PIB silvo-agropecuario concentrado en las mismas regiones es en torno al 50%, pero llega al 60% 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 47% 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 pueden 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 probabilidad 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 securitizados en desmedro de los acreedores directos 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 securitizados y otros acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A junio de 2017 la cartera securitizada ascendía a \$ 57.568 millones, el 54% del total.

Antecedentes generales

Historia

Copeval es una empresa con más de 60 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 diez 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 1.400 empleados y más de 40.000 clientes, disponiendo para su atención una capacidad de almacenamiento⁹ de 110.000 mt², flota propia de camiones y apropiada tecnología para apoyar sus operaciones.

Copeval es un *holding* conformado por las siguientes filiales:

Sociedad	Objeto	Participación
Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (matriz)	<ul style="list-style-type: none"> Distribución de insumos y maquinaria agrícola Servicios asociados 	-
Copeval Servicios S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Servicios logísticos 	99,90%
Copeval Agroindustrias S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Fabricación de productos de alimentación animal Servicios de secado, almacenaje y comercialización de granos 	99,98%
Copeval Capacitación S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Capacitación interna y a clientes 	99,90%

Propiedad y administración

La propiedad de la compañía muestra una elevada dispersión en relación con el estándar chileno, donde los cuatro principales accionistas poseen el 62,50% de la propiedad. A junio de 2017, los doce principales accionistas de la empresa son:

Nombre	Número de acciones	% de propiedad
Comercial Huechuraba Limitada	7.403.763	18,98%
International Finance Corporation	7.015.406	17,98%
Camogli S.A.	5.916.882	15,17%
Deser Limitada	4.043.587	10,37%
Empresas Ariztía Limitada	2.392.794	6,13%
Atilko Limitada	1.394.968	3,58%
Inmobiliaria Santa Teresa Limitada	905.184	2,32%
Viña Selentia S.A.	696.181	1,78%
José Lorenzoni Iturbe	653.479	1,68%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	570.816	1,46%
Larrain Vial S.A.	407.304	1,04%
Servicios Manutara Limitada	350.000	0,90%

⁹ Incluyendo bodegas arrendadas en puerto.

La sociedad es dirigida por un directorio formado por siete miembros, los cuales se presentan a continuación:

Cargo	Nombre	Fecha de nombramiento
Presidente	Gonzalo Martino González	27-04-2017
Vicepresidente	Fernando Marín Errázuriz	27-04-2017
Director	José Lorenzoni Iturbe	27-04-2017
Director	Julio Jaraquemada Ledoux	27-04-2017
Director	Pablo Armas Vigneaux	27-04-2017
Director	Pedro Ariztía Fuenzalida	27-04-2017
Director	Marcelo Da Silva Lessa	27-04-2017

La administración de la propiedad está conformada por las siguientes personas:

Cargo	Nombre	Fecha de nombramiento
Gerente General	Cristián Bulnes Álamos	01-02-2016
Gerente de Administración y Finanzas	Álvaro Helle Reydet	26-09-2017
Gerente de Ventas	Jorge Lorenzoni Urzúa	01-01-2011
Gerente de Operaciones	Osvaldo Parada Lizana	01-03-2006

Antecedentes del negocio

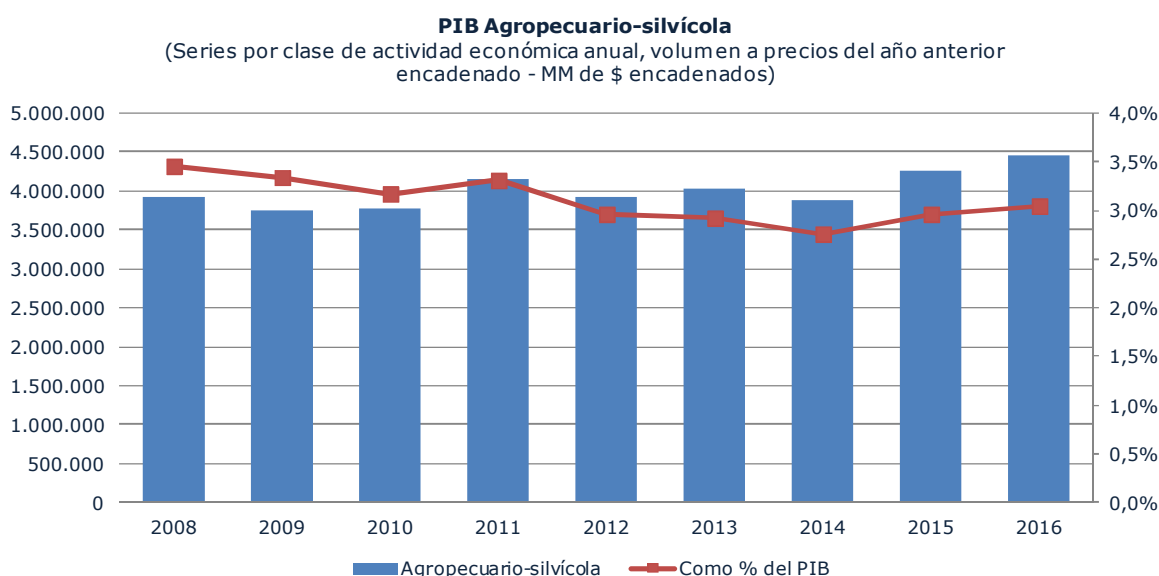
Copeval se dedica principalmente a la comercialización y distribución de insumos y maquinaria agrícola para el sector agropecuario nacional con más de 60 años de trayectoria. Para realizar sus operaciones, la compañía cuenta con una amplia red de distribución y con un modelo de atención a todo tipo de 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 40 mil clientes.

Copeval se organiza en tres áreas, que atienden las distintas necesidades de sus clientes. Estas áreas (divisiones) de negocio son: distribución de agroinsumos, servicios y 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 3,0%, concentrado en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre del año, lo que refleja la estacionalidad del rubro. La moderada importancia del sector se espera no experimente bajas relevantes en el mediano plazo (cabe destacar que en términos de generación de empleo, este sector representa en torno al 4% 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 disponibles se ha generado entre el 44% y 45% del PIB del sector.

Año	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV
2013	43,81%	23,22%	13,07%	19,90%
2014	44,11%	20,97%	12,63%	22,29%
2015	44,68%	21,60%	13,04%	20,68%
2016	45,45%	20,37%	12,74%	21,44%

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, para los años 2013, 2014 y 2015.

Región	2013	2014	2015
XV	1,22%	1,26%	1,36%
I	0,05%	0,05%	0,05%
II	0,07%	0,08%	0,07%
III	1,66%	1,52%	1,57%
IV	5,76%	6,21%	6,20%
V	9,40%	10,39%	10,35%
RM	11,14%	11,58%	11,69%
VI	18,66%	19,57%	19,42%
VII	13,77%	13,64%	14,30%
VIII	15,61%	14,15%	14,32%
IX	10,32%	9,02%	9,09%
XIV	5,01%	5,10%	5,00%
X	6,43%	6,42%	5,68%
XI	0,32%	0,36%	0,33%
XII	0,57%	0,64%	0,56%

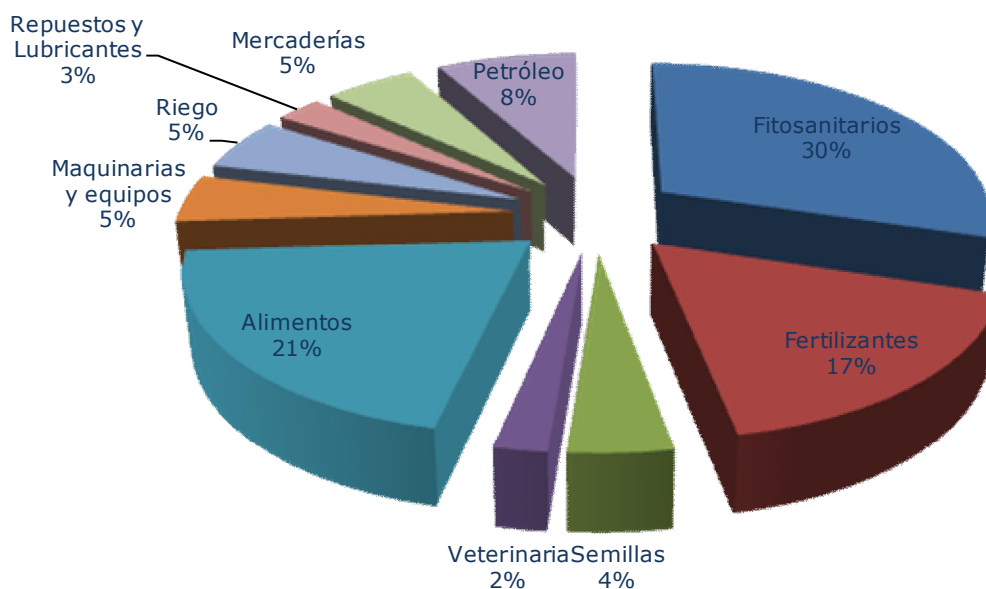
En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual de sus ingresos y reducir su exposición 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 fitosanitarios, alimentos y fertilizantes, cada uno con una participación dentro de los ingresos del primer semestre de 2017 de 30%, 21% y 17%, respectivamente. También destaca la venta de petróleo, que representó alrededor del 8% del ingreso.

Distribución de las ventas Enero-Junio 2017



Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y VIII Región (60% del total del primer semestre de 2017), 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 Copeval¹⁰, administrado por un tercero, cuyo propósito es 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.

¹⁰ Actualmente Fondo de Inversión Proveedores Copeval, inscrito en la SVS.

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.

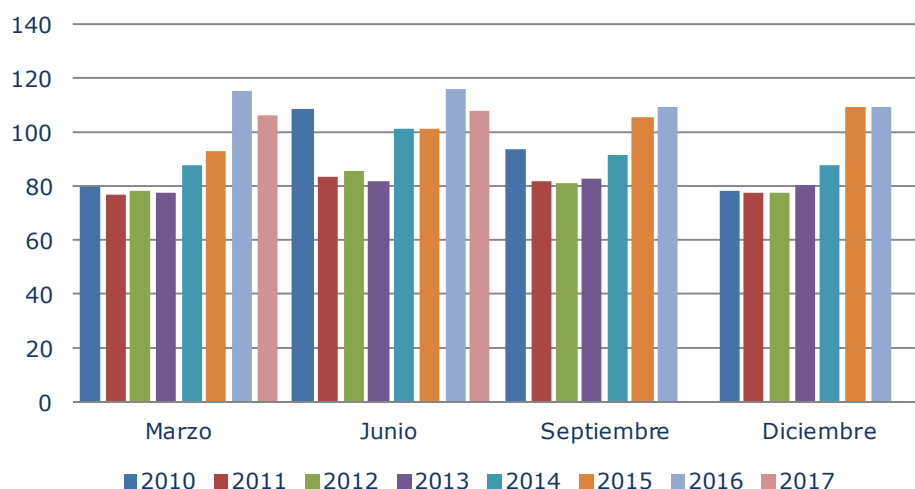
Para los otros rubros (ferretería, lubricantes, riego, alimentos, productos veterinarios y repuestos) la compra es corta (30-60 días), en pesos y al contado. No se trabaja en exclusividad y la política de inventarios depende de las características de cada producto, donde el más corto es alimentos por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

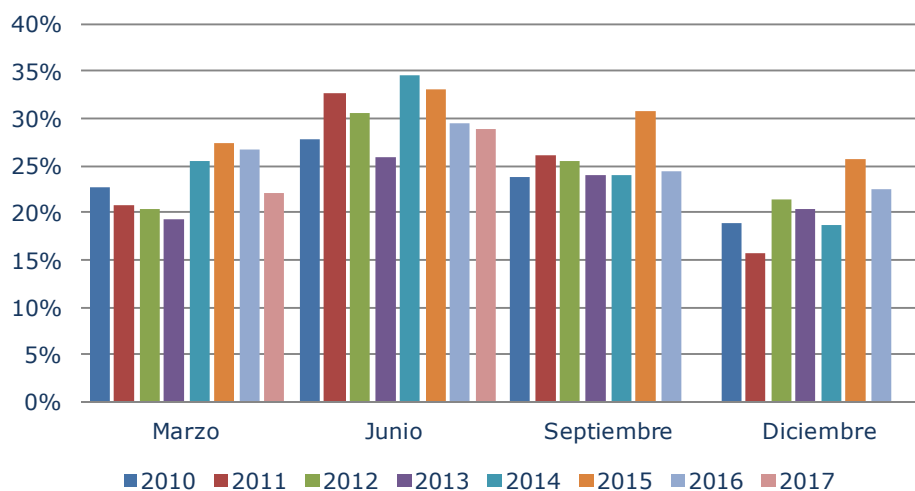
Hasta 2015, en promedio, la permanencia de inventarios, medida según información de los estados financieros, fue del orden de los 90 días, teniendo su mayor valor -mayor a 100 días- principalmente en los meses de junio y septiembre. Durante 2016 y 2017 la permanencia de inventarios ha sido en promedio del orden de 111 días (ver gráfico a continuación).

Promedio Días de Inventarios

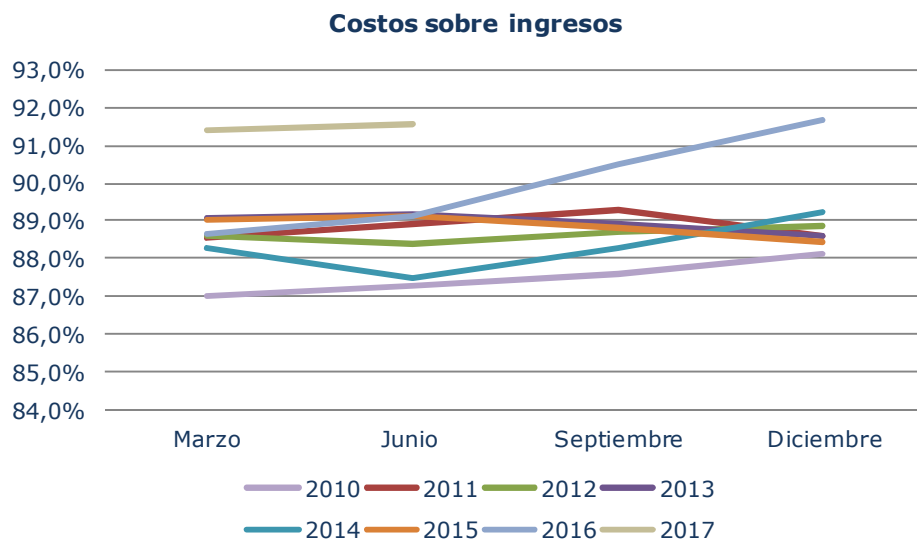


Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 16% y 35% del total de activos en los últimos siete años y medio.

Inventarios sobre Activos



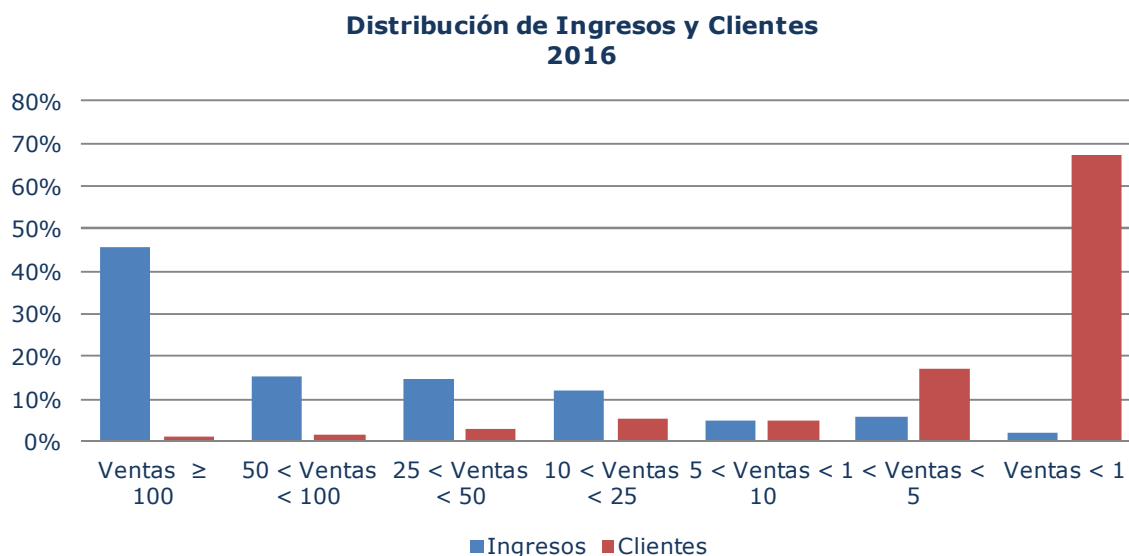
Los márgenes globales con que opera la compañía, medido como la relación entre costos e ingresos, fluctúa entre el 87,0% y 91,7%, en forma relativamente estable en los últimos siete años y medio.



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

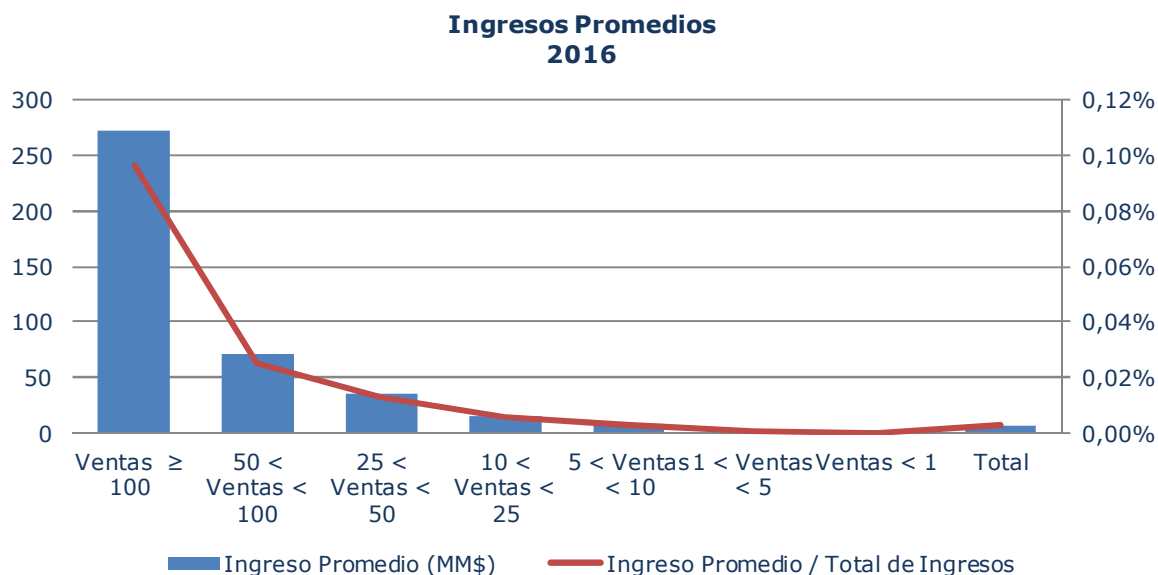
Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por más de 40 mil clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras¹¹.



¹¹ 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 46% de los ingresos de la compañía y el 1% del número de clientes; no obstante, dada la amplia masa comercial de **Copeval** –más de 40 mil 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 \$ 272 millones, lo que representa menos del 0,10% del total de ventas anuales de **Copeval**.

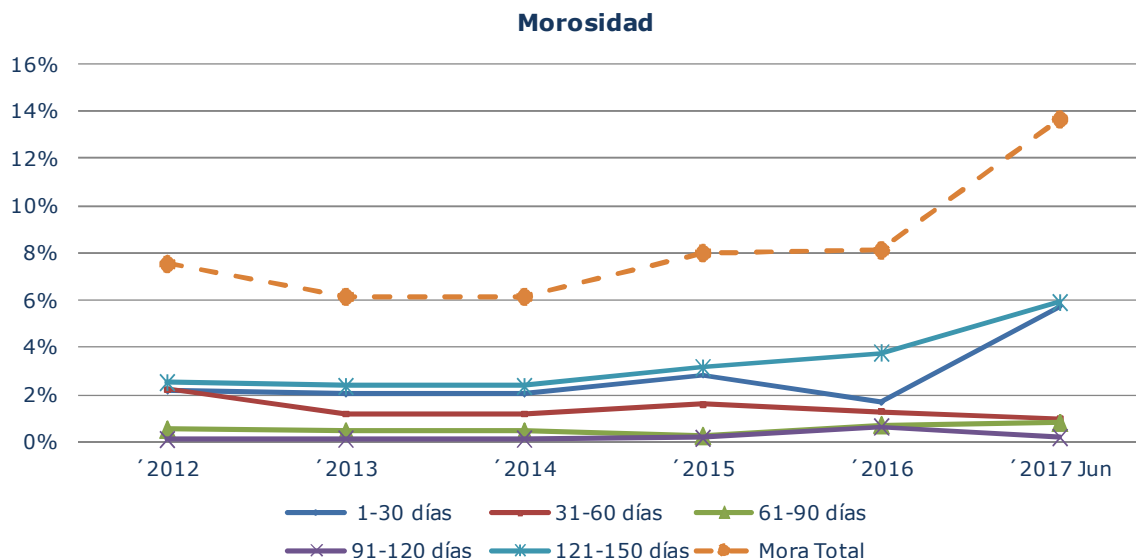
En general, dentro de las restricciones propias de segmento de mercado objetivo, los clientes del emisor muestran diversidad de tamaño, son multi-rubros, tienen necesidades de insumos estacionales y requieren financiamiento de capital de trabajo recurrente.

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 cinco ejercicios anuales y el primer semestre de 2017. Cabe destacar que la cartera crediticia del

emisor cuenta con seguros de créditos de la compañía HDI, 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 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 terreno 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**.

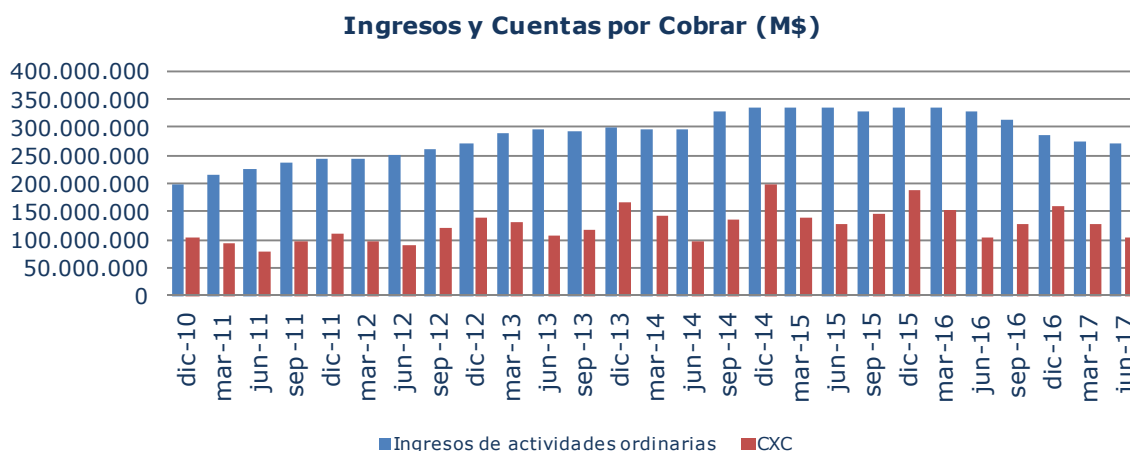
En cuanto a la provisión de las cuentas por cobrar, se determinan sobre la base del nivel de mora de los documentos y un análisis cualitativo del deudor, considerando, además, la existencia o inexistencia de garantías, incluyendo dentro de este concepto la cobertura de los seguros de créditos.

Análisis financiero¹²¹³

Nivel de actividad

Los ingresos de actividades ordinarias, hasta el año 2015, presentaron una tendencia al alza en términos reales, presentando un crecimiento desde 2010 hasta diciembre de 2015 de alrededor de 70%; sin embargo, en el último año y medio se ha observado una reducción paulatina, producto de diversos factores (disminución de precios los *commodities*, menor actividad agrícola, menor venta de productos fitosanitarios por efectos climáticos).

En tanto se puede observar que las colocaciones presentan un comportamiento similar, presentando estacionalidad marcada en los distintos trimestres del año, siendo diciembre el mes de mayor colocación.

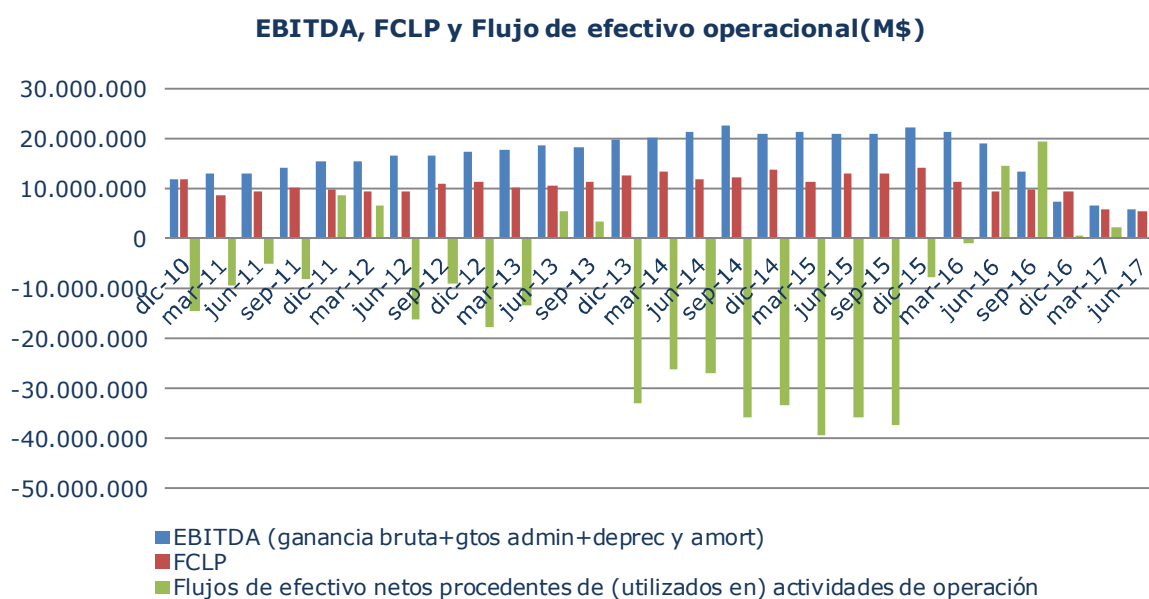


¹² Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl.

¹³ Las cifras de resultados trimestrales son móviles (12 meses).

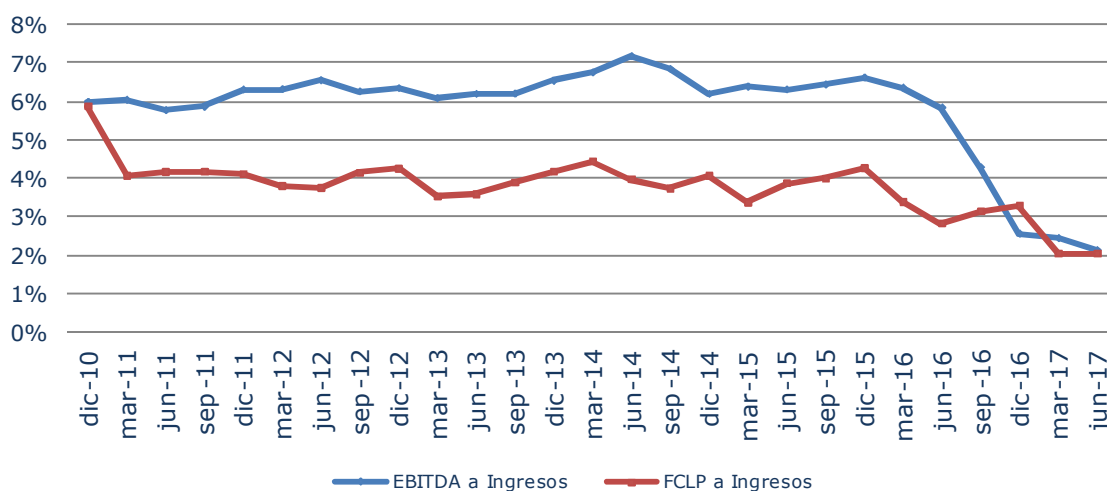
Flujo de caja y similares

El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) de **Copeval**, así como su EBITDA, evidencian relativa estabilidad hasta marzo de 2016, posteriormente, se evidencia una baja persistente; situación distinta se aprecia si se observan los valores de los “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividad de operación”, el cual muestra fuertes 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 FCLP y EBITDA en relación con los ingresos, se tiene que el primero desde 2011 ha oscilado entre el 3% y 4%, mostrando cierta estabilidad hasta marzo de 2016 (luego cae); por su parte, el segundo, fluctúa en torno al 6% y 7%, para luego mostrar una baja pronunciada en los últimos periodos.

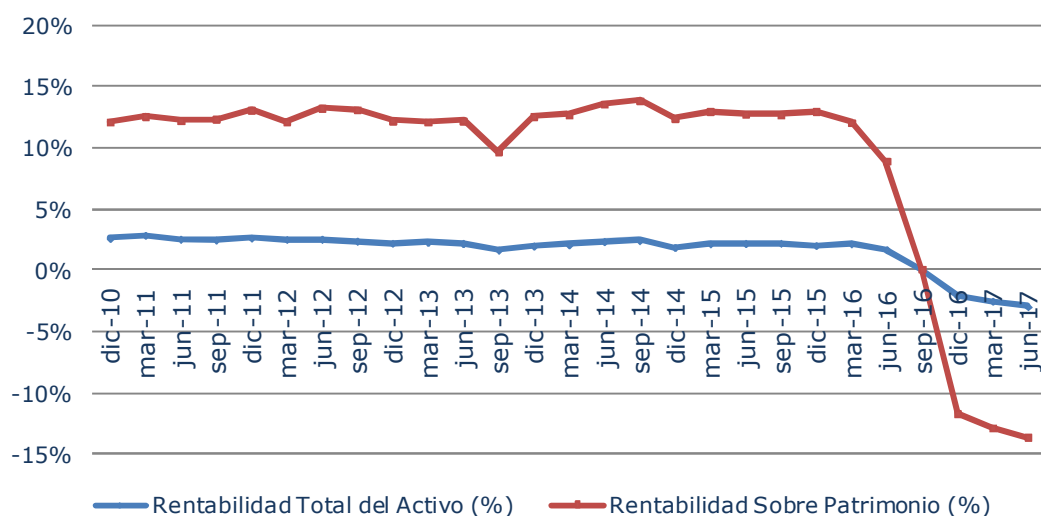
Márgenes



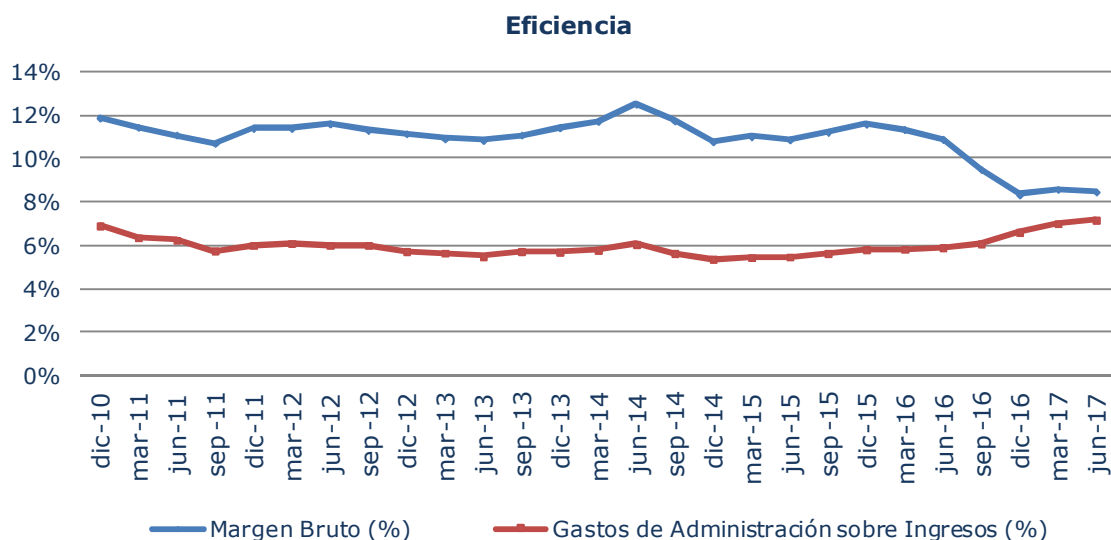
Rentabilidad

Los retornos sobre activos y sobre el patrimonio a junio de 2017 fueron de -2,92% y -13,56% respectivamente. Hasta marzo de 2016, se aprecia que la rentabilidad de los activos había presentado una moderada tendencia a la baja en cambio la rentabilidad de patrimonio había sido más estable.

Rentabilidad

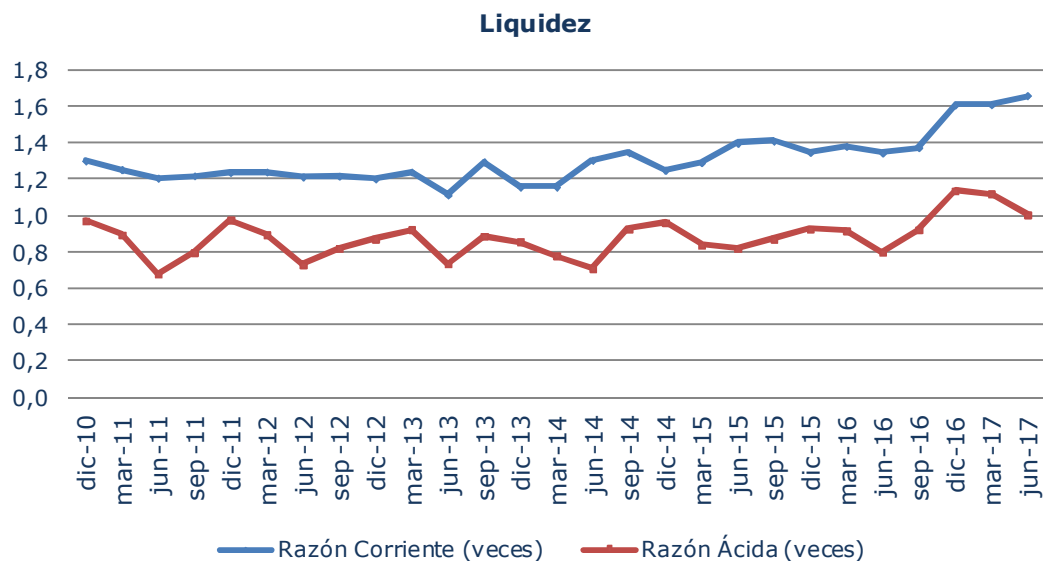


Cabe agregar que la rentabilidad de la compañía se ha visto afectada negativamente por el margen del negocio. Así, la relación entre ganancia bruta e ingresos ha pasado de 11,86% a diciembre de 2010 hasta 8,46% a junio de 2017; en el mismo período los gastos de administración respecto a los ingresos pasaron de 6,90% a 7,17%.



Liquidez

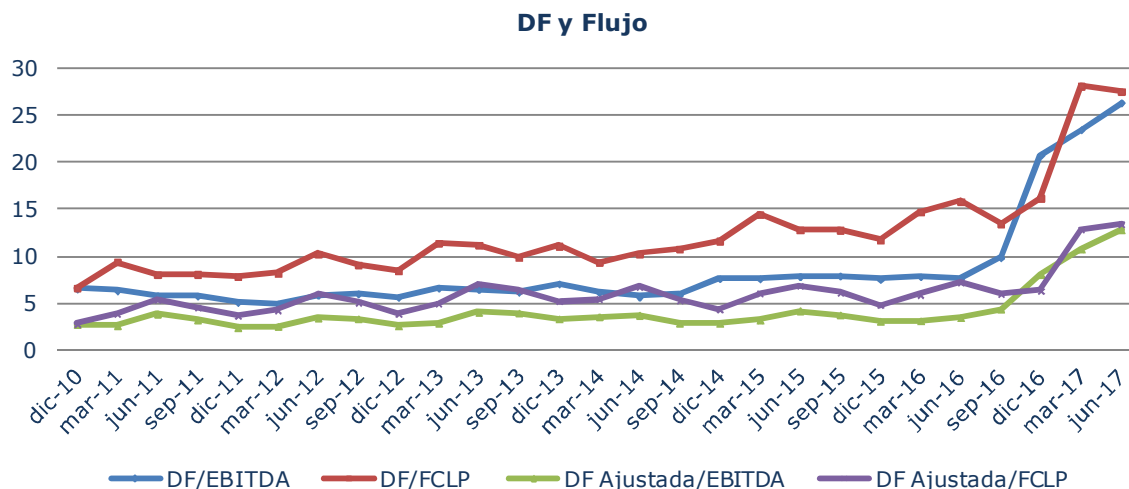
La compañía, en el período analizado, ha presentado consistentemente una liquidez corriente superior a una vez. Sin embargo, un indicador más exigente, como la liquidez ácida, se ha situado por debajo a uno, excepto en los últimos períodos. Esto último es relevante por la necesidad que la compañía sea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



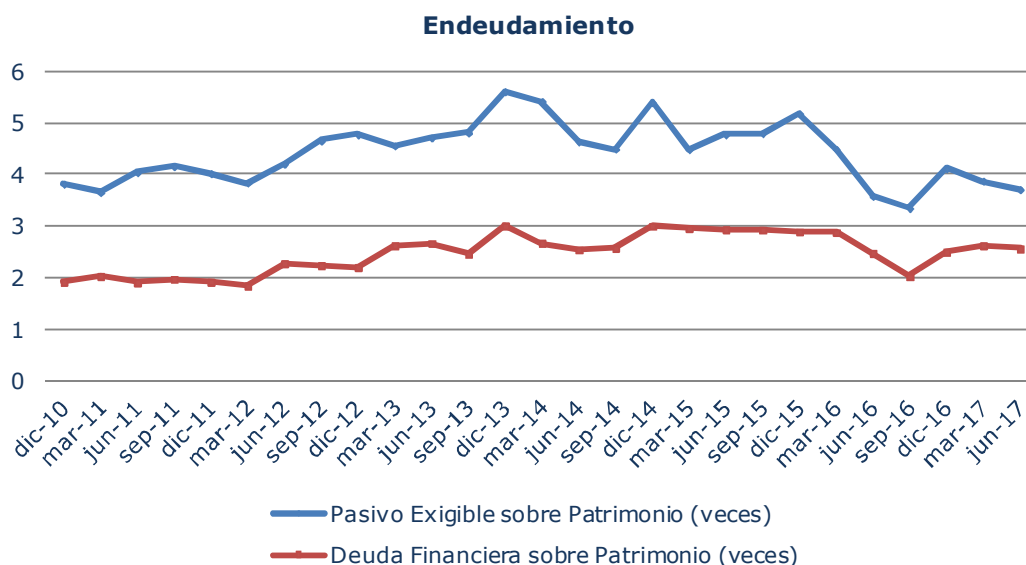
Endeudamiento

El endeudamiento financiero de la compañía muestra una clara tendencia al alza si se mide en función del 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 que la relación deuda financiera sobre EBITDA o sobre FCLP es elevada, siendo 26,30 veces en el primer caso y 27,50 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).

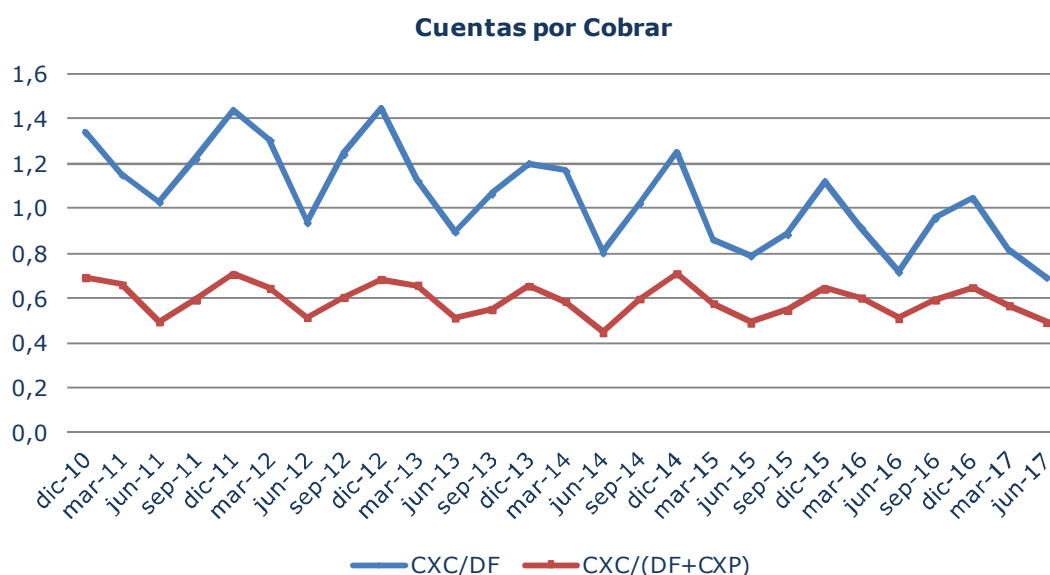


En la ilustración siguiente se puede apreciar como a través del tiempo, hasta inicios de 2016, la deuda financiera y el pasivo exigible se incrementó a una tasa mayor que el patrimonio de la sociedad, lo cual explica el incremento del endeudamiento relativo hasta esa fecha. En septiembre de 2016 se produce un aumento de capital que favorece estos indicadores.



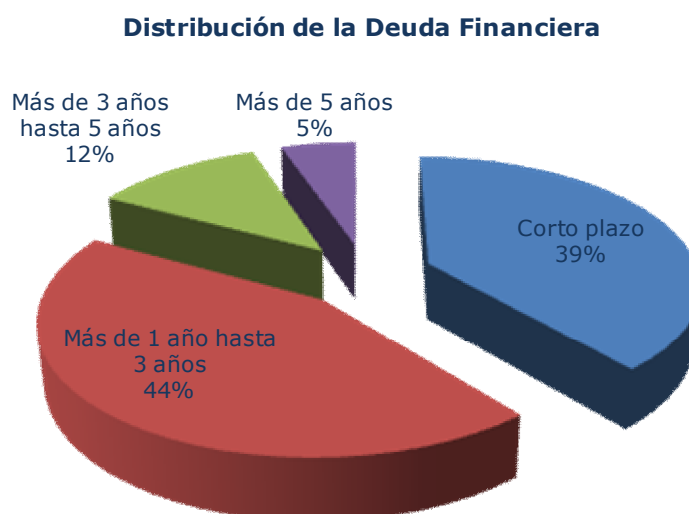
Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de **Copeval** por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. Se observa que hasta el 2015 las cuentas por cobrar superaban con creces las obligaciones financieras de la compañía (salvo a junio 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). Todo esto, en un escenario como el actual hace necesario que la compañía retorne a los niveles de EBITDA de 2015.



Nivel y distribución de la deuda

El nivel de la deuda financiera, a junio de 2017, se encuentra concentrada en el corto plazo.



Características de las emisiones vigentes

Líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	Nº 758 de 8 de agosto de 2013	Nº 844 de 30 de noviembre de 2016
Monto máximo	UF 1.000.000	UF 1.000.000
Plazo vencimiento	10 años	10 años
Fecha de vencimiento	7 agosto 2023	29 noviembre 2026
Primera emisión		
Serie	A	B
Monto inscrito	UF 1.000.000	\$ 26.000.000.000
Tasa emisión	6,25% anual	7,5% anual
Fecha de vencimiento	30 septiembre 2020	17 octubre 2023

Líneas de efectos de comercio ¹⁴		
Nº y fecha de inscripción	Nº 078 del 25 de enero de 2010	Nº 110 del 11 de marzo de 2016
Monto máximo	\$ 15.000.000.0000	UF 600.000
Plazo vencimiento	10 años	10 años
Fecha vencimiento	Enero de 2020	Marzo de 2026

Los contratos de emisión para las líneas de bonos presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	Junio 2017
Nivel de endeudamiento total	≤ 6,20 veces ajustado	3,71 veces
Nivel de endeudamiento financiero	≤ 4,11 veces ajustado	2,39 veces
Patrimonio mínimo	UF 1.000.000	UF 1.749.490
Activos libre de gravámenes	≥ 1,3 veces	2,3 veces

¹⁴ 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."