



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. (56) 22433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Octubre 2015

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 efectos de comercio Tendencia	BBB/Nivel 2 Estable
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Línea de efectos de comercio Tendencia	BBB BBB/Nivel 2 Estable
EEFF Base	30 de junio de 2015

Características de la línea efectos de comercio en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 600.000
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	A definir en cada escritura complementaria
<i>Covenants</i> financieros	i) Activos corrientes totales sobre pasivos corrientes totales superior a 1 vez. ii) Pasivo total sobre patrimonio total inferior a 6,11 ¹ veces iii) Deuda financiera neta sobre patrimonio inferior a 4,06 ² veces iv) Mantener un patrimonio mínimo de UF 1.000.000
Prepago	No contempla
Garantías	No contempla

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

¹ Límite a junio de 2015 de acuerdo a reajustes.

² Límite a junio de 2015 de acuerdo a reajustes.

Balance General Consolidado IFRS						
M\$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	jun-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

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 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.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de efectos de comercio por parte de **Copeval**, a 10 años por un monto máximo de colocación de UF 600.000.

La clasificación de la línea de efectos de comercio de **Copeval** en “*Categoría BBB/Nivel 2*”, se fundamenta, principalmente, en la experiencia y conocimiento que tiene la organización respecto de su principal mercado objetivo (agricultores), lo que le ha permitido constituirse como un proveedor integral de la industria, incluyendo dentro de sus servicios el financiamiento del capital de trabajo para sus clientes. Asimismo, la empresa ha logrado establecer su liderazgo dentro de los intermediarios de insumos agrícolas en el país, con una extensa red de distribución que le otorga presencia comercial desde Copiapó hasta Puerto Varas.

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

Dentro del proceso de evaluación, se incorpora como elemento positivo la existencia de seguros que cubren los riesgos asociados a 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 activos³, 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.

³ 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 operacional⁴ de la compañía no ha sido mayor al 5,7% de los ingresos.

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”⁵, 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.

⁴ Ingresos de actividades ordinarias menos costo de ventas y gastos de administración.

⁵ 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 fertilizantes⁶ (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

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 \$ 127.246⁷ 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.

⁶ Estructural a la industria.

⁷ Incluye cuentas por cobrar a relacionadas.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital 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 deuda de corto plazo)

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

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

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."