



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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



A n a l i s t a s

Ignacio Quiroz L.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.quiroz@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

**Compañía Agropecuaria
Copeval S.A.**

Septiembre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia	BBB- ¹ BBB-/Nivel 2 ² En Observación ³
Estados financieros	30 de junio de 2018 ⁴
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-14	dic-15	dic-16	dic-17	Jun-18
Activos corrientes	251.877.725	281.622.379	235.688.289	222.449.140	206.663.191
Activo no corriente	60.860.761	61.763.211	73.067.408	74.305.107	77.341.652
Total activos	312.738.486	343.385.590	308.755.697	296.754.247	284.004.843
Pasivos corrientes	201.559.136	208.926.374	146.562.902	151.551.407	167.287.751
Pasivo no corrientes	62.289.731	78.943.940	101.853.868	92.017.026	70.503.411
Total pasivos	263.848.867	287.870.314	248.416.770	243.568.433	237.791.162
Total patrimonio	48.889.619	55.515.276	60.338.927	53.185.814	46.213.681
Deuda financiera	146.704.272	160.612.155	150.852.240	138.198.192	154.657.171

¹ Clasificación anterior: Categoría BBB.

² Clasificación anterior: Categoría BBB/Nivel 2.

³ Tendencia anterior: Desfavorable.

⁴ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2018 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Estado de Resultados Consolidado					
M\$ de cada año	2014	2015	2016	2017	Enero-Junio 2018
Ingreso de actividades ordinarias	304.786.906	317.199.738	281.471.390	269.833.772	93.261.405
Costo de ventas	-272.013.097	-280.516.457	-258.081.569	-243.667.917	-84.868.849
Gastos de administración	-16.318.978	-18.360.474	-18.588.353	-19.666.732	-8.239.687
Resultado operacional	16.454.831	18.322.807	4.801.468	6.499.123	152.869
Costos financieros	-11.676.432	-12.299.949	-15.291.837	-10.779.832	-5.077.307
Resultado del ejercicio	5.623.306	6.836.539	-6.820.363	-910.046	-5.421.333
EBITDA	18.870.074	20.989.391	7.154.794	8.710.955	1.226.953

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 2017, la empresa presentó ingresos por aproximadamente US\$ 438,9 millones y un EBITDA de US\$ 14,2 millones. Sus activos se compusieron de US\$ 241,7 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, US\$ 98,3 millones de inventarios y US\$ 97,8 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a US\$ 158,5 millones, el pasivo financiero a US\$ 224,8 millones y el patrimonio a US\$ 86,5 millones.

A marzo de 2018, según tipo de cambio a esa fecha, las colocaciones de la firma ascendieron a US\$ 122,6 millones (deudores comerciales y derechos por cobrar), su deuda financiera a US\$ 223,7 millones y el patrimonio a US\$ 77,2 millones.

El cambio de clasificación de los títulos de deuda emitido por **Copeval**, desde "BBB" a "BBB-" para sus instrumentos de largo plazo y desde "Nivel 2" a "Nivel 3" para los de corto plazo, 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)⁵; la relación deuda financiera/EBITDA alcanzó 24,6 veces a marzo de 2018⁶ (7,6 hace tres años) y el *ratio* deuda financiera/FCLP⁷ pasó de 14,4 veces (marzo 2015) a 33,4⁸ (marzo 2018). En opinión de **Humphreys**, es poco probable que la compañía pueda alcanzar, en el mediano plazo, resultados acordes con lo exhibido previo al año 2016, y revertir de manera consistente el escenario actual. Además, cabe agregar, que las cuentas por cobrar aportadas al proceso de securitización representan el 67% de la cartera; no obstante la deuda financiera asociada es sólo el 37% del total. La tendencia de la clasificación se califica "*En Observación*" en espera a evaluar el comportamiento operacional y financiero de la compañía para los próximos meses.

La clasificación de los bonos de **Copeval** en "Categoría BBB-" y de sus efectos de comercio en "Nivel 3", se respalda, 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 respalda en 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

⁵ 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.

⁶ Móvil.

⁷ Ajustado.

⁸ Móvil.

flujo de caja de la compañía por este concepto. También se considera de forma positiva la diversificación del financiamiento que ha logrado la empresa.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, se evalúa el deterioro sostenido en sus niveles de rentabilidad, presentando resultados negativos desde diciembre de 2016, lo cual ha tenido un impacto en sus niveles patrimoniales. A marzo de 2018, la compañía registra pérdidas por US\$ 4,4 millones, lo que lleva a una rentabilidad sobre el patrimonio del orden del -5,77%, muy por bajo los niveles que presentaba hasta el año 2015 (en torno al 13%).

Se incorpora también el hecho que, aun cuando se reconocen los esfuerzos de la compañía para reducir el nivel de deuda financiera, el indicador de endeudamiento relativo⁹ ha presentado un incremento, elevándose a 4,8 veces a marzo de 2018 (3,9 a igual período de 2017), situación que fue advertida en la revisión anterior como un elemento desfavorable, que se esperaba la compañía pudiese mantener controlado.

Otro aspecto que afecta la evaluación es 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.

Se agrega también al análisis, el hecho de que parte importante de los ingresos y nivel de margen de la compañía se concentra 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 activos¹⁰, 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. Todo ello sin desconocer que la compañía cuenta con seguros y mecanismos de mitigación de riesgos.

⁹ Medido como pasivo exigible sobre patrimonio.

¹⁰ 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. Con todo, se reconoce que los activos traspasados al patrimonio separado totalizan US\$ 135,6 millones, que garantizan una deuda por US\$ 83 millones.

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.

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.

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. Por otro lado, para el mejoramiento de la clasificación se requiere que el emisor incremente su nivel de operación y/o mejore sus márgenes.

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 fertilizantes¹¹ (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 (no obstante, en el último lustro se observa mayor concentración).
- 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 2017

Durante 2017 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 269.834 millones lo que representó una disminución de 4,1% respecto al año anterior, explicado en parte por la caída que experimentaron en el periodo muchos de los precios agrícolas a nivel internacional, así como por la menor actividad de importantes sectores productivos como el arroz, el trigo y otros. Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 243.668 millones, lo que significó una disminución de 5,6% en relación al año previo, provocando un aumento del margen bruto de 11,9%.

Los gastos de administración sumaron \$ 19.667 millones en el período, en comparación con los \$ 18.588 millones de 2016, representando un aumento de 5,8%.

¹¹ Estructural a la industria.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 6.499 millones, registrando un incremento de 35,4% en relación al año 2016. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 8.711 millones, lo que significó un aumento de 68,9% en relación al año anterior. Por su parte el "Flujo de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación" alcanzó los \$ 14.058 millones. Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una pérdida neta de \$ 910 millones.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 148.554 millones lo que representó una variación negativa de 6,5% respecto a 2016; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 138.198 millones y \$ 53.186 millones, respectivamente, con variaciones de -8,4% y -11,9%.

Primer trimestre 2018

Durante el primer trimestre de 2018 los ingresos de la compañía sumaron \$ 44.005 millones, implicando una disminución de 8,1% respecto a igual período de 2017, llevando a una ganancia bruta de \$ 2.459 millones representativa del 5,6% de los ingresos (13,1% a marzo de 2017).

Por su parte, los gastos de administración ascendieron a \$ 3.781 millones los tres primeros meses del presente año (\$ 4.464 millones el primer trimestre de 2017), siendo el 8,6% de los ingresos (9,3% a marzo de 2017).

Finalmente, el resultado trimestral registró una pérdida de \$ 2.645 millones, que se compara desfavorablemente con el obtenido a marzo de 2017, el cual tuvo déficit de \$ 451 millones. Este resultado está influido parcialmente por el cambio en la metodología de reconocimiento de los costos (que anteriormente se realizaba en forma lineal) por una en base devengada, lo que transitoriamente impactará en las comparaciones de los diversos trimestres respecto al año anterior.

Por otra parte, las cuentas por cobrar sumaron \$ 122.584 millones, lo que representó una variación negativa de 17,5% respecto a diciembre de 2017; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 134.998 millones y \$ 46.568 millones, respectivamente, con variaciones de -2,3% y -12,4% con respecto a diciembre de 2017.

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.

(-) Para aquellos títulos de deuda con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Categoría Nivel 3 (N-3) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.

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 1,88 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2017. 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 2017 la empresa atendió a 39.646 clientes (40.190 en 2016) y su cartera de cuentas por cobrar se distribuyó en 34.214 deudores (49.927 en 2016). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, sumaron 445 clientes que, en promedio, generaron ingresos del orden de \$ 290

millones anuales cada uno, cifra que representó el 47,8% de los ingresos totales del año 2017. 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 (lo cual aún no se corrobora en sus estados financieros).

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 renovarán 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 63% 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 35% 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. 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 securitzados 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 securitzados y otros acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A marzo de 2018 la cartera securitizada ascendía a \$ 81.816 millones, el 67% 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 almacenamiento¹² 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%
FIP Proveedores COPEVAL	<ul style="list-style-type: none"> Adquisición de títulos de deuda de proveedores de COPEVAL S.A. 	38,22%

¹² Incluyendo bodegas arrendadas en puerto.

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 marzo de 2018, 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%
Desarrollo y Servicios Melipilla 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.	630.769	1,62%
Larrain Vial S.A.	602.369	1,54%
Servicios Manutara Limitada	350.000	0,90%

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 Lorenzini 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.

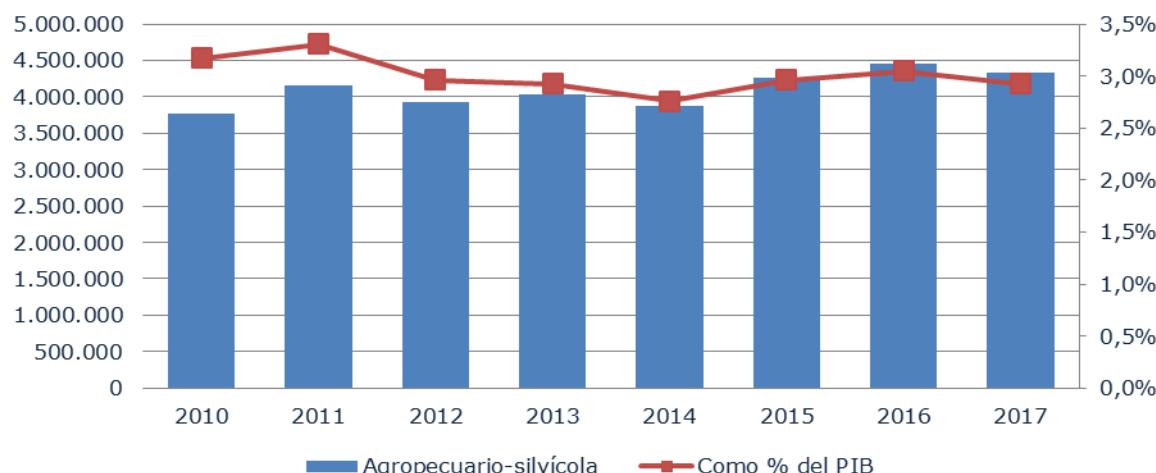
La oferta integral de insumos agrícolas y la destacada cobertura geográfica que tiene la compañía se debe a la eficiencia logística de la red de distribución que permite ofrecer una variada gama de productos, conformada por más de 60.000 artículos agrupados en varias líneas de negocios, atendiendo anualmente 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%, concentrado en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre del año, lo que refleja la estacionalidad del rubro. Se espera que la moderada importancia del sector 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).

PIB Agropecuario-silvícola
(Series por clase de actividad económica anual, volumen a precios del año anterior encadenado - MM de \$ encadenados)



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 cinco años disponibles se ha generado entre el 43% y 45% del PIB del sector.

Año	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV
2013	43,53%	23,26%	13,01%	20,20%
2014	43,02%	20,92%	12,76%	23,31%
2015	43,22%	21,86%	13,05%	21,87%
2016	44,93%	20,39%	12,26%	22,43%
2017	44,31%	20,60%	12,23%	22,86%

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, 2015 y 2016.

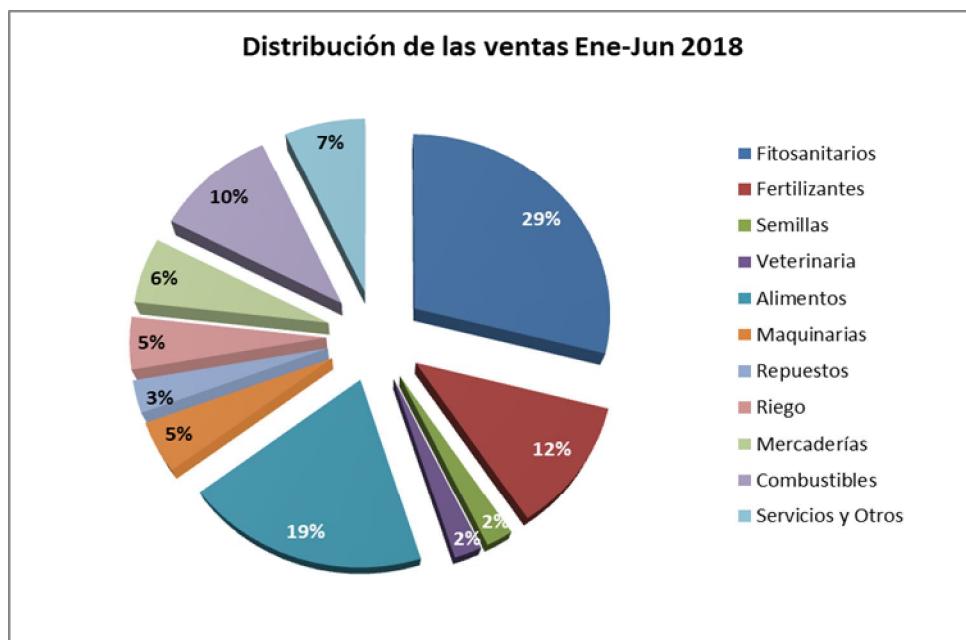
Región	2013	2014	2015	2016
XV	1,22%	1,08%	1,16%	1,06%
I	0,05%	0,04%	0,04%	0,05%
II	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%
III	1,66%	1,72%	1,68%	1,70%
IV	5,76%	6,22%	6,28%	6,68%
V	9,40%	10,43%	10,65%	11,36%
RM	11,14%	11,82%	12,00%	12,23%
VI	18,66%	20,81%	20,29%	20,62%
VII	13,77%	13,43%	14,33%	14,37%
VIII	15,61%	13,27%	13,66%	13,17%
IX	10,32%	8,47%	8,53%	7,93%
XIV	5,01%	5,03%	4,82%	4,21%
X	6,43%	6,42%	5,47%	5,57%
XI	0,32%	0,37%	0,33%	0,34%
XII	0,57%	0,84%	0,71%	0,63%

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 2018 de 29%, 19% y 3%, respectivamente. También destaca la venta de petróleo, que representa alrededor del 10% del ingreso.



Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y VIII Región (63,4% del total del primer semestre de 2018), producto de la fuerte actividad agrícola de esas localidades. Las dos primeras son sus zonas de operación históricas. 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 Copeval¹³, 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.

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, divido en meses y por proveedor.

En el caso de los fertilizantes, se realiza una compra calzada a proveedores nacionales, con la posibilidad de asociarse en la eventualidad de una mayor demanda.

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.

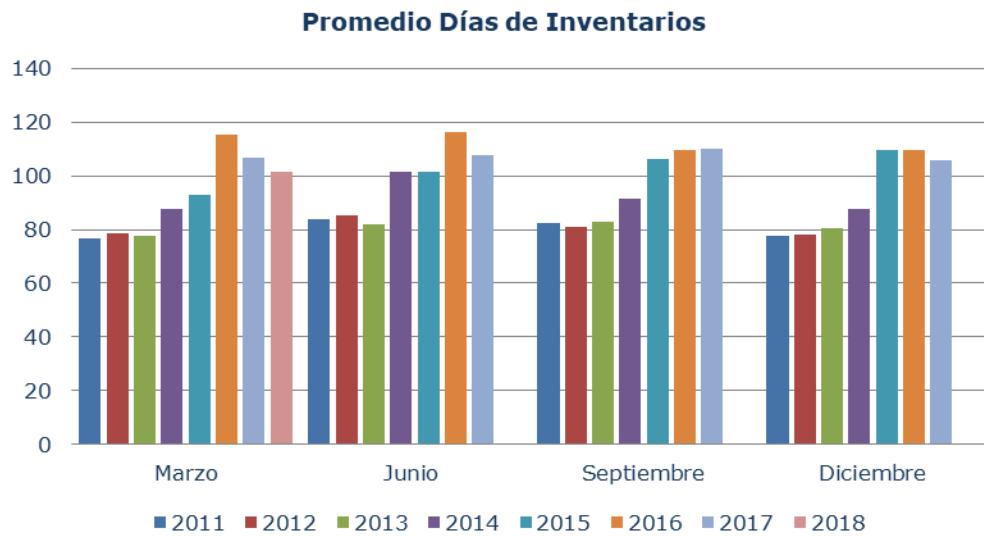
Para los otros rubros ferretería, lubricantes, riego, alimentos, productos veterinarios y repuestos la compra es corta (30-60 días), en pesos y al contado. No se trabaja en exclusividad y la política de inventarios depende de las características de cada producto, donde el más corto es alimentos por ser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

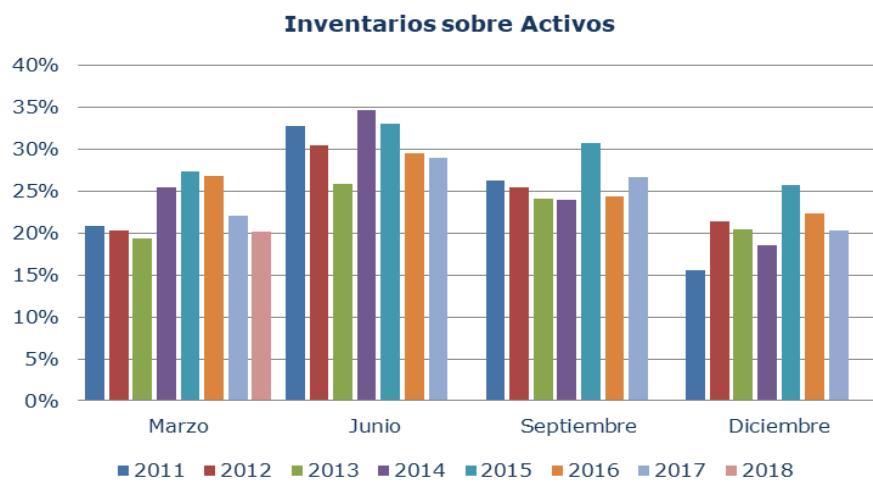
Con los proveedores más importantes en volúmenes crediticios, **Copeval** tiene asignadas líneas de crédito por montos que varían tanto por los volúmenes vendidos como por el plazo de venta de los productos.

¹³ Actualmente Fondo de Inversión Proveedores Copeval, inscrito en la CMF.

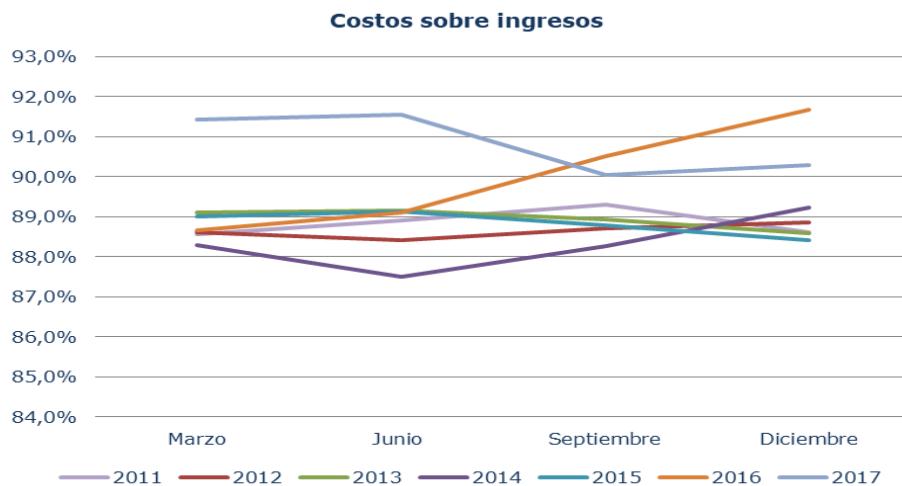
Hasta el primer trimestre de 2015 la permanencia de inventarios, medida según información de los estados financieros, fue del orden de los 90 días, teniendo su mayor valor –mayor a 100 días- principalmente en los meses de junio y septiembre. Durante 2016 y 2017 la permanencia de inventarios ha sido en promedio del orden de 110 días (ver gráfico a continuación).



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.



Los márgenes globales con que opera la compañía, medido como la relación entre costos e ingresos, fluctúa entre el 87,5% y 91,7%.

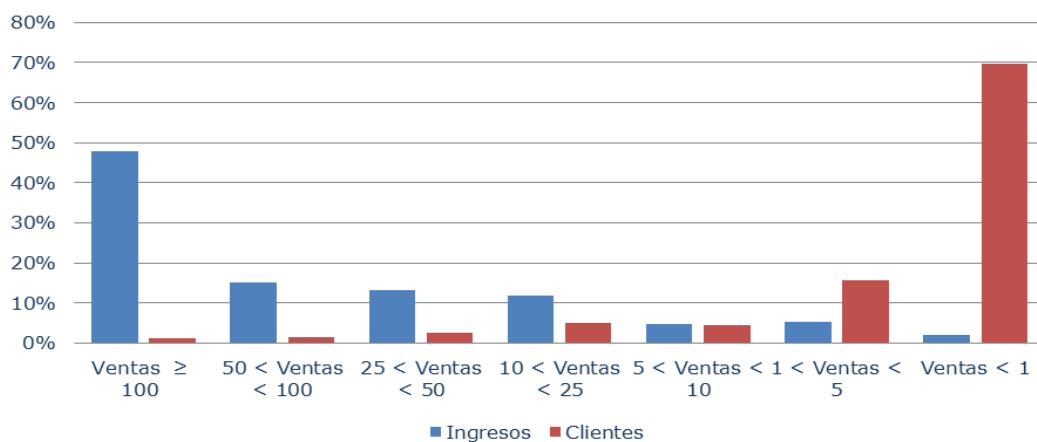


Dentro de los proveedores de **Copeval** se encuentran empresas de envergadura en sus respectivos mercados, entre ellos: Petrobras, Anasac, Bayer y SQM.

Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por cerca de 40 mil clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras¹⁴.

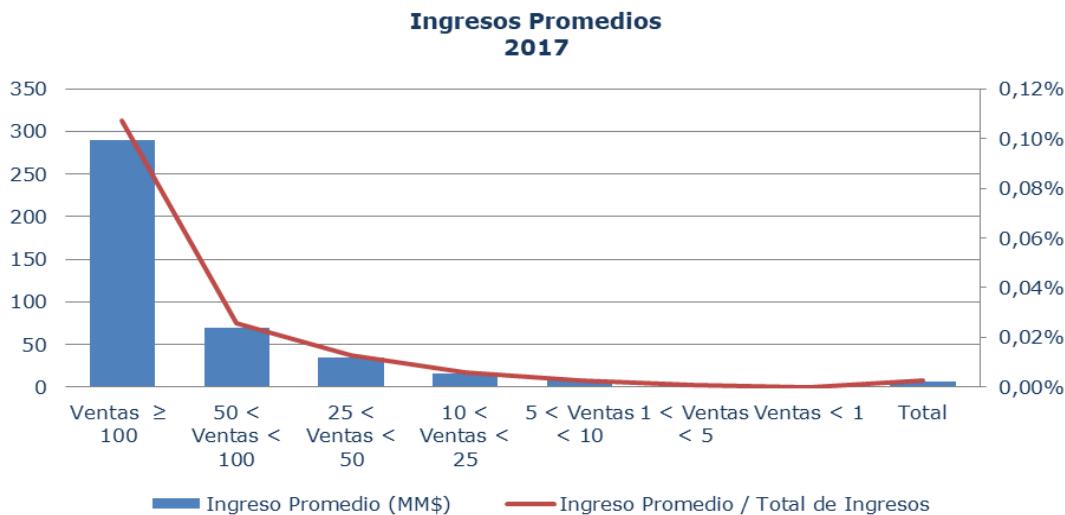
**Distribución de Ingresos y Clientes
2016**



De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 47,8% de los ingresos de la compañía y el 1,1% del número de clientes;

¹⁴ Esta cifra cambia según la temporada.

no obstante, dada la amplia masa comercial de **Copeval** este porcentaje está adecuadamente atomizado, tal como se refleja en el siguiente gráfico.



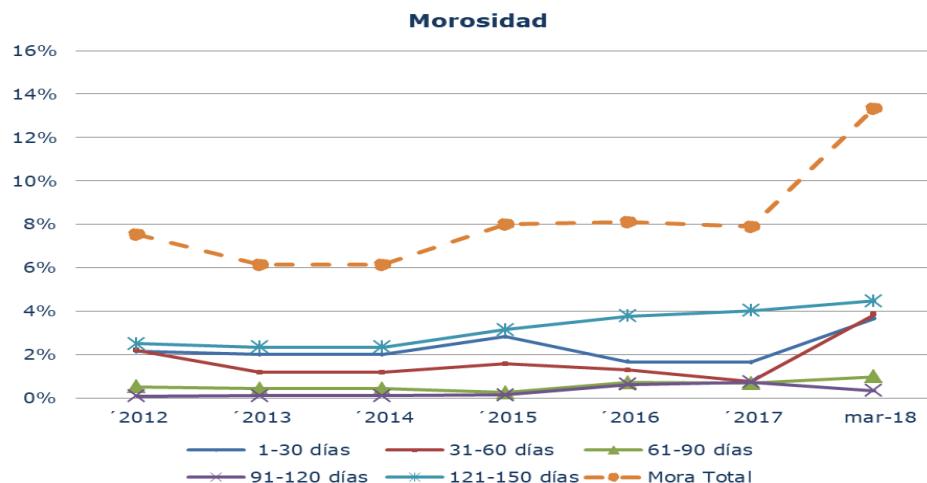
Se observa que los principales clientes, en promedio, generan ingresos anuales de \$ 290 millones, lo que representa en torno al 0,11% del total de ventas anuales de **Copeval**.

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 éstos 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 seis ejercicios anuales y el primer trimestre de 2018. 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.



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 financiero¹⁵¹⁶

Nivel de actividad

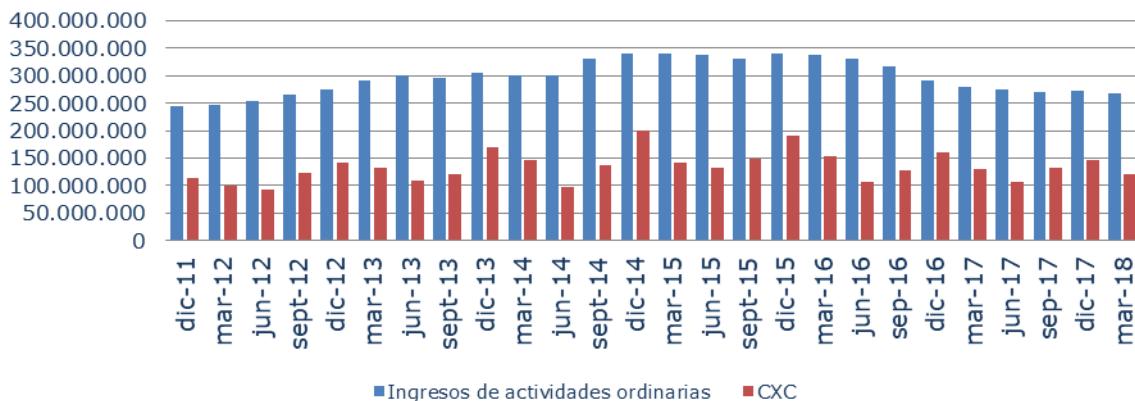
Los ingresos de actividades ordinarias, hasta el año 2015, presentaron una tendencia al alza en términos reales, con un crecimiento desde 2010 hasta diciembre de 2015 de alrededor de 70%; sin embargo, a partir de 2016 se ha observado una reducción paulatina, producto de diversos factores (disminución de precios los *commodities*, menor actividad agrícola, menor venta de productos fitosanitarios por efectos climáticos, efectos de tipo de cambio).

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.

¹⁵ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl.

¹⁶ Las cifras de resultados trimestrales son móviles (12 meses).

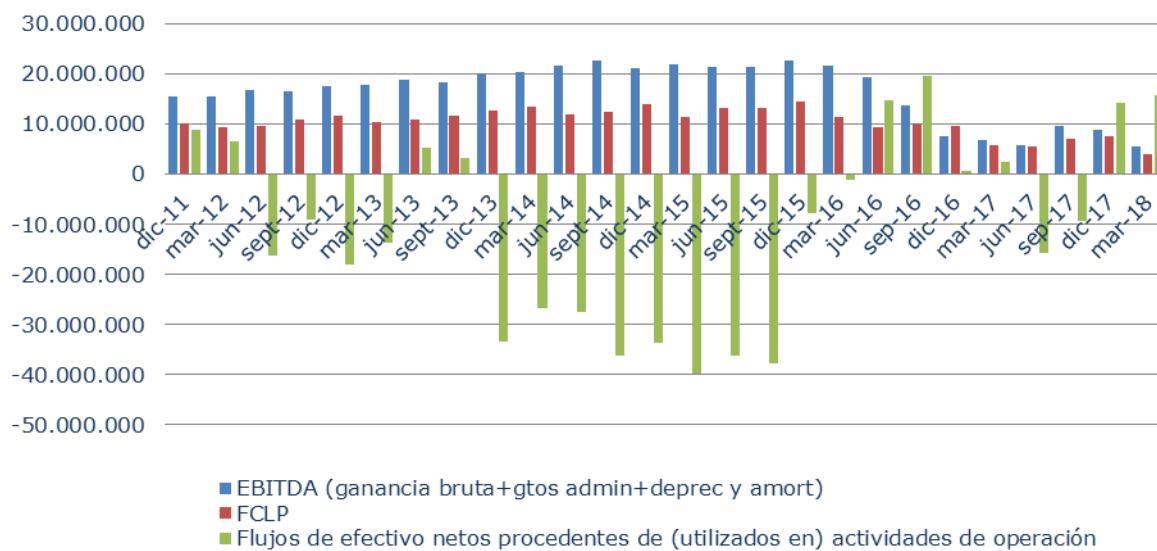
Ingresos y Cuentas por Cobrar (M\$)



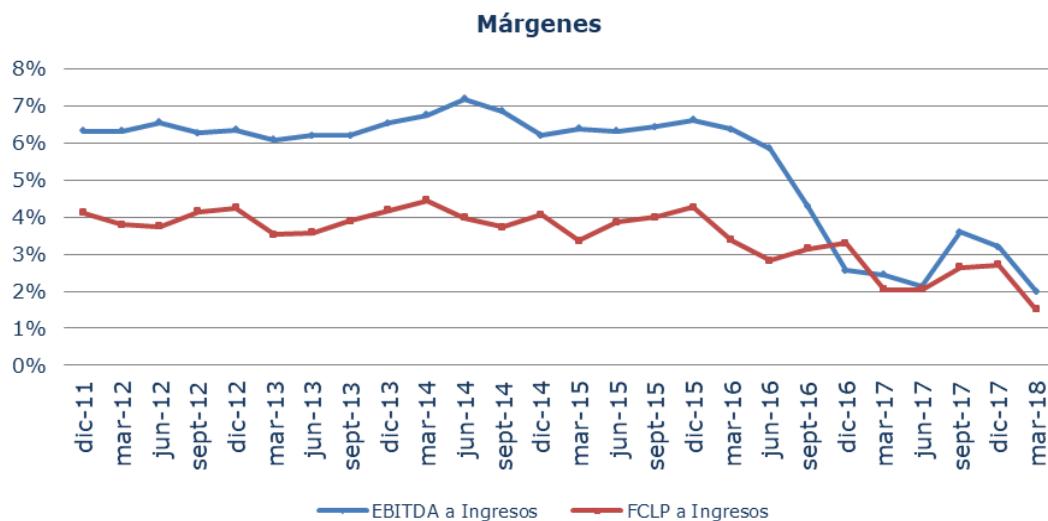
Flujo de caja y similares

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.

EBITDA, FCLP y Flujo de efectivo operacional (M\$)

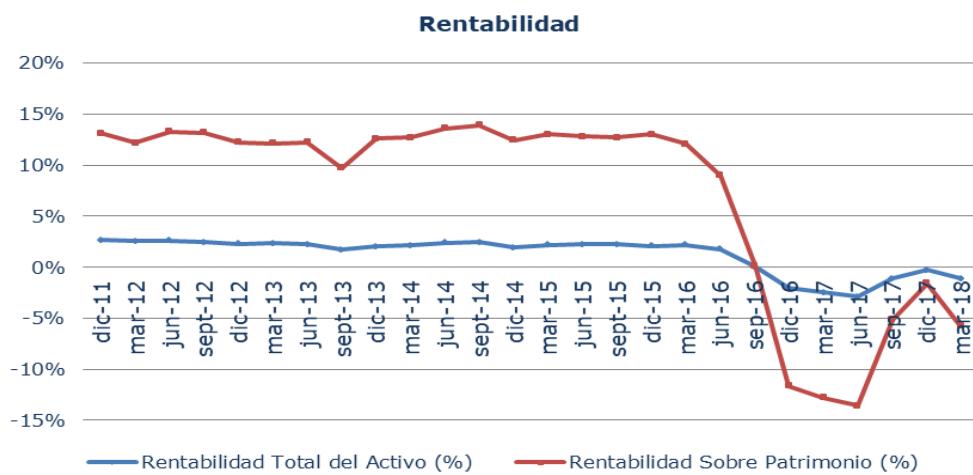


Medida la estabilidad del FCLP y EBITDA en relación con los ingresos, se tiene que el primero desde 2011 ha oscilado entre el 3% y 4%, mostrando cierta estabilidad hasta marzo de 2016, luego de lo cual comienza a caer, situándose a marzo de 2018 en 1,5%. Por su parte, el segundo, fluctúa en torno al 6% y 7%, para luego mostrar una baja pronunciada en los últimos períodos, registrando un 2,0% a marzo 2018.

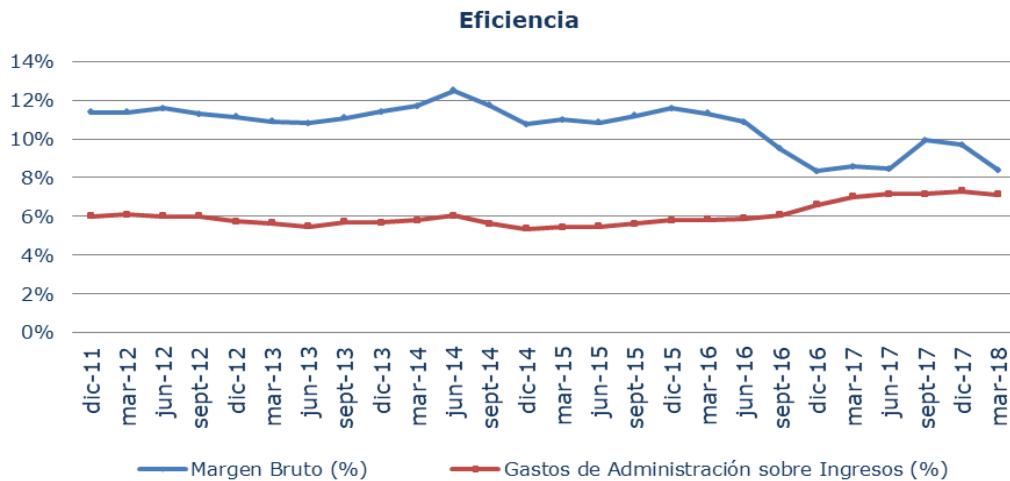


Rentabilidad

Los retornos sobre activos y sobre el patrimonio a marzo de 2018 fueron de -1,10% y -5,77% respectivamente. Estos niveles se fundamentan en los resultados negativos que ha presentado, de manera persistente, la compañía a partir de diciembre de 2016.



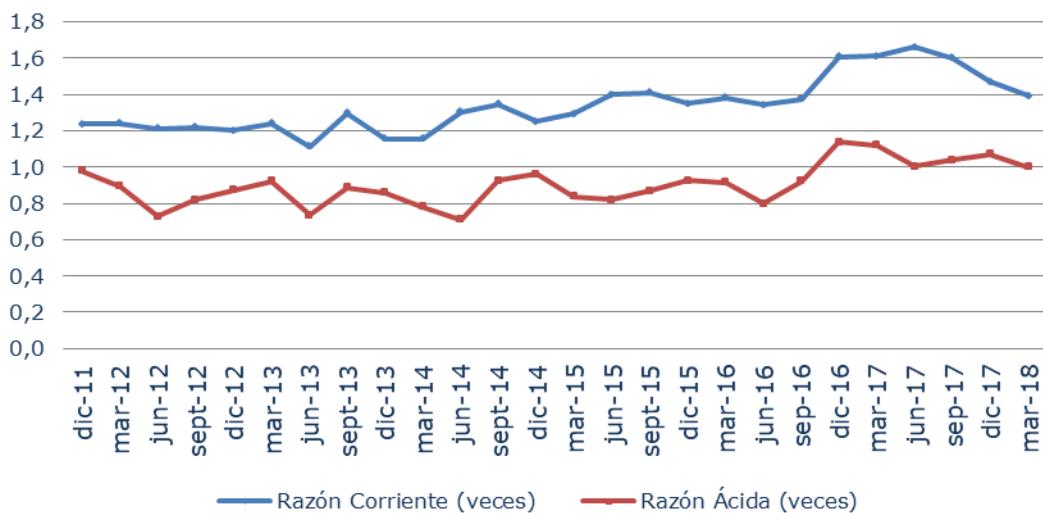
La relación entre ganancia bruta e ingresos ha pasado de niveles en torno al 11% (hasta la primera mitad de 2016) a un 8,41% a marzo de 2018. Por su parte, los gastos de administración han registrado un incremento a partir de 2016, situándose en 7,14% en el primer trimestre del año en curso.



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.

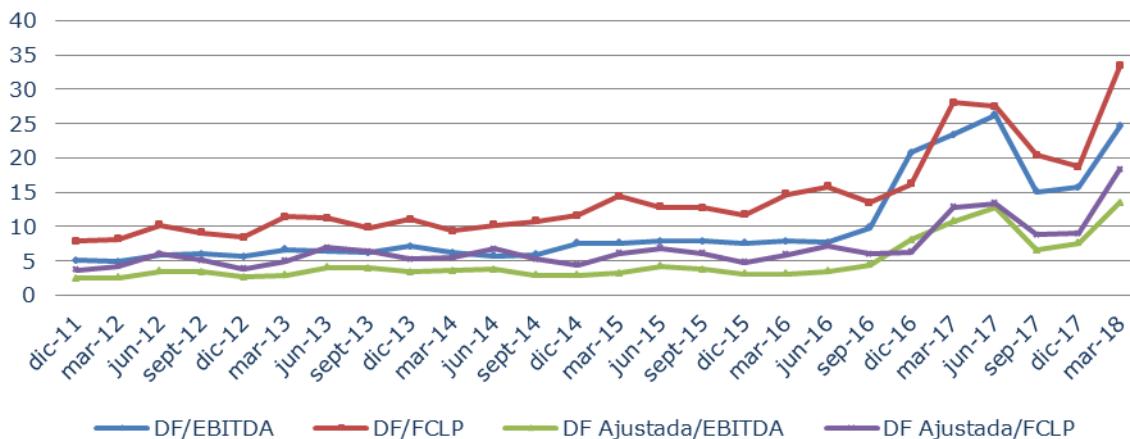
Liquidez



Endeudamiento

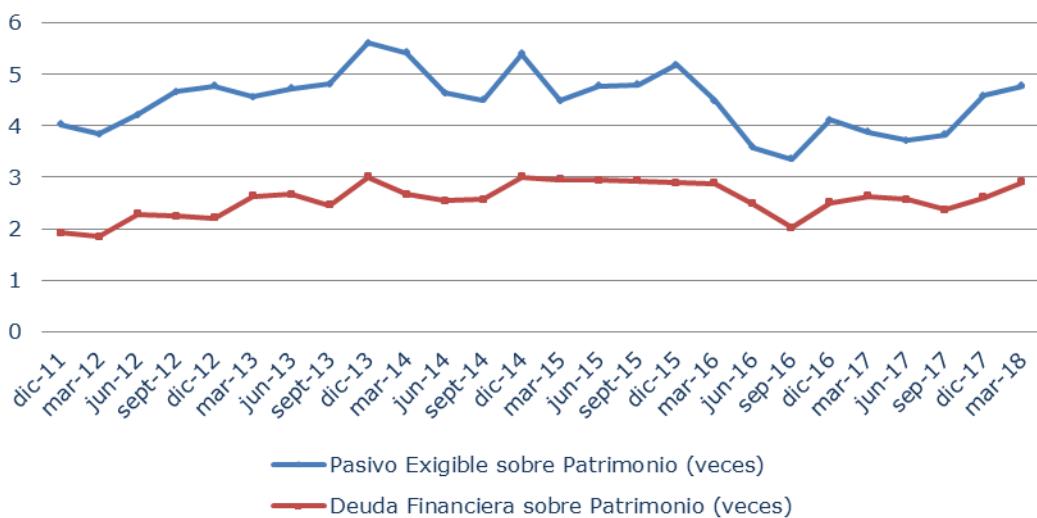
El endeudamiento financiero de la compañía muestra un comportamiento similar al evaluarlo con respecto al EBITDA y al FCLP de la compañía, con una clara tendencia al alza en los últimos períodos. Se puede apreciar que, a pesar de los esfuerzos de la compañía por reducir su deuda financiera, la relación de esta sobre EBITDA o sobre FCLP registra índices elevados, siendo 24,57 veces en el primer caso y 33,43 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).

DF y Flujo

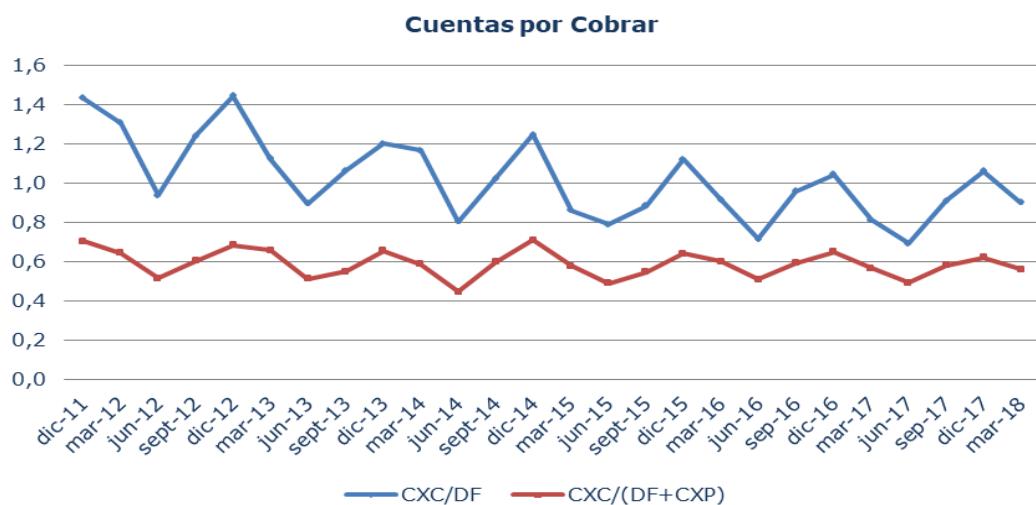


En la ilustración siguiente se puede apreciar como la deuda financiera y el pasivo exigible se incrementan a una tasa mayor que el patrimonio de la sociedad (principalmente hasta el año 2015). En septiembre de 2016 se produce un aumento de capital que favorece estos indicadores, sin embargo, durante el último período se aprecia nuevamente un aumento en el endeudamiento relativo, explicado en parte por la caída en los niveles patrimoniales de la compañía, a raíz de los resultados negativos que registra en sus últimos reportes.

Endeudamiento

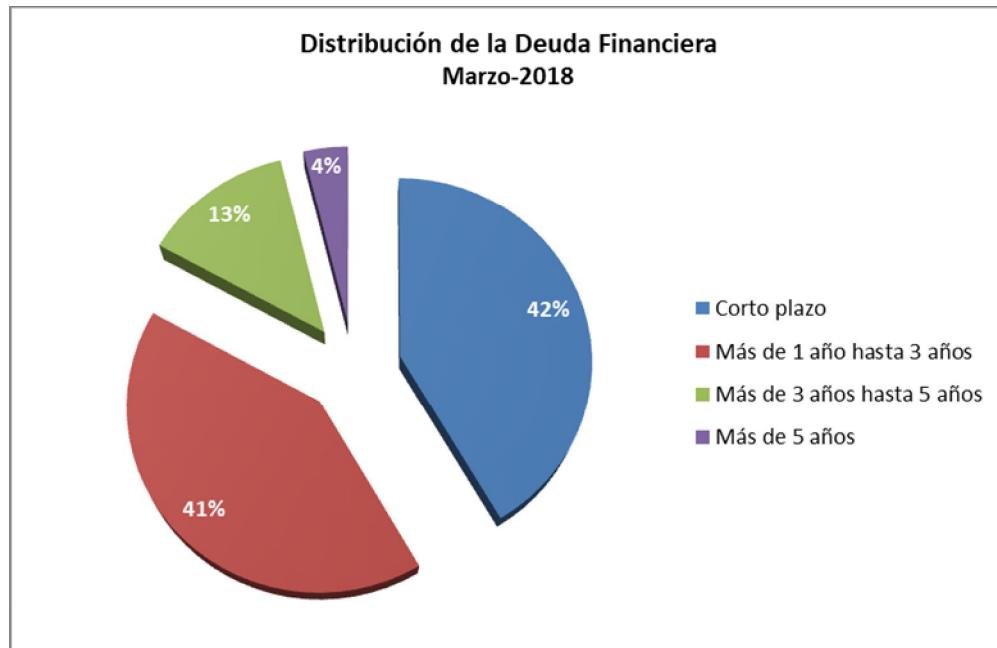


Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de la misma, por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. En líneas generales, se observa que esta relación ha mostrado una tendencia a la baja en el período de análisis, siendo en los últimos años mayores los pasivos financieros que las cuentas por cobrar de la empresa (salvo a diciembre de cada año). Si además se considera que se debe responder a los acreedores (aunque también se cuenta con el efectivo) el indicador evidencia aún más 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 previos a 2016, lo cual resulta difícil de vislumbrar en una perspectiva de mediano plazo.



Nivel y distribución de la deuda

El nivel de la deuda financiera, a marzo de 2018, 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		
Nº y fecha de inscripción	Nº 078 del 25 de enero de 2010	Nº 110 del 11 de marzo de 2016
Monto máximo	\$ 15.000.000.000	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	Marzo 2018
Nivel de endeudamiento total	≤ 6,20 veces ajustado	4,77 veces
Nivel de endeudamiento financiero	≤ 4,11 veces ajustado	2,73 veces
Patrimonio mínimo	UF 1.000.000	UF 1.466.070
Activos libre de gravámenes	≥ 1,3 veces	2,65 veces

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."