

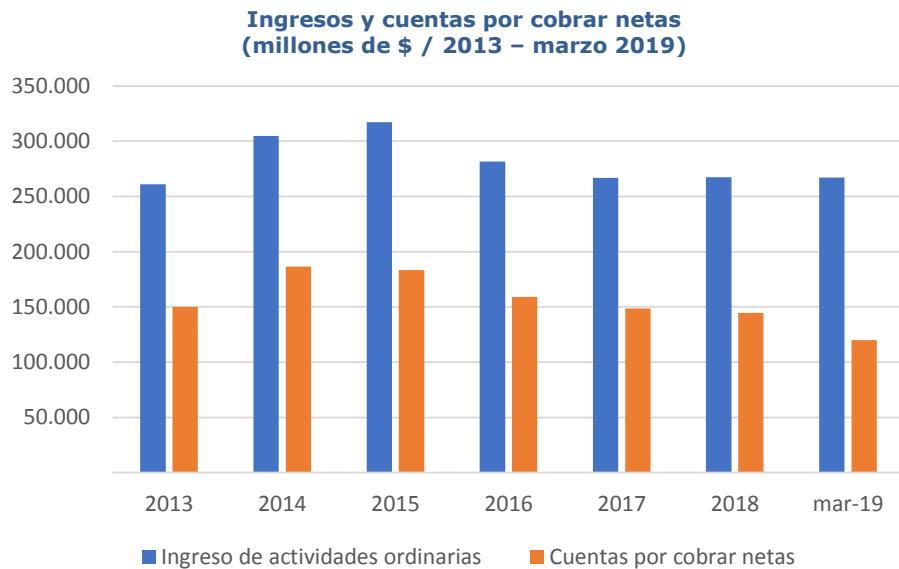
Nuevo título de deuda por UF 2 millones

Humphreys asigna clasificación "Categoría BBB-" a bonos serie C emitidos por Copeval

Santiago, 09 de agosto de 2019. **Humphreys** decidió otorgar "Categoría BBB-" a los bonos de **Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval)**. La tendencia se establece "En Observación".

Copeval está inscribiendo un nuevo bono en el mercado local, con un vencimiento estipulado para marzo de 2026, correspondiente a la serie C, por un monto de hasta UF 2 millones, a una tasa de interés compuesta de 4,50% anual, con cargo a la línea de bonos a 10 años N°953 inscrita con fecha 17 de julio de 2019. Los fondos provenientes de la colocación se destinarán, por una parte, al prepago del contrato de crédito suscrito con Compañía de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A. (UF 700 mil) y, por otro lado, al financiamiento de capital de trabajo de la compañía (UF 1,3 millones).

La clasificación de los bonos de **Copeval** en "Categoría BBB-", 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 (con más de 37 mil clientes y 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 (a partir de 2019 realizado con Compañía de Seguros AVLA). 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, junto a la mantención de un *capex* reducido para los próximos años, disminuyendo la presión al flujo de caja de la compañía por este concepto. También se considera de forma positiva la diversificación del financiamiento que ha logrado la empresa.

En cuanto a los elementos que restringen la clasificación, se evalúa el deterioro sostenido que han tenido los niveles de rentabilidad de la compañía, lo cual ha impactado en sus niveles patrimoniales. Dentro de los desafíos de la administración está el incrementar los márgenes de su negocio y estabilizar su generación de flujos.

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 las regiones VI, VII y VIII, lo cual tiene 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, fertilizantes y alimentos; mostrando mayor exposición a las condiciones de comercialización que estos rubros presenten en sus respectivos segmentos de mercado. Junto con lo anterior, dado que las cuentas por cobrar representan alrededor del 50% de los activos¹, la categoría de riesgo asignada considera los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y las restricciones de financiamiento que podría tener **Copeval** para apoyar y desarrollar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, en particular en épocas de crisis y de endurecimiento del crédito bancario. Todo ello sin desconocer que la compañía cuenta con seguros y mecanismos de mitigación de riesgos.

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; y, 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.

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 evalúa en paralelo la existencia del negocio crediticio, ya que, si se considera los gastos financieros como parte de los costos operativos, la ganancia bruta se reduce significativamente.

La tendencia de la clasificación se califica “*En Observación*” hasta que no se estabilicen los resultados de la sociedad y permitan, de mejor forma, inferir la situación de largo plazo de la compañía.

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

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.

Copeval es un distribuidor integral de insumos y servicios para el sector agrícola. Nació en 1956 y se constituyó como sociedad anónima abierta en 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 marzo de 2019, la entidad presentaba activos por \$ 276.756 millones y cuentas por cobrar netas² equivalentes a \$ 119.859 millones. Los activos de la sociedad son financiados con \$ 151.671 millones correspondientes a pasivos financieros, \$ 47.077 millones de patrimonio y el resto principalmente por cuentas por pagar. La actual estructura del balance generó, durante los primeros tres meses de 2019, un ingreso por \$ 42.820 millones y pérdidas por \$ 2.968 millones.

Resumen instrumentos clasificados:

| Tipo de instrumento | Nemotécnico | Clasificación |
|-------------------------------|--------------------|----------------------|
| Líneas de bonos | | BBB- |
| Bonos | BCOPV-A | BBB- |
| Bonos | BCOPV-B | BBB- |
| Bonos | BCOPV-C | BBB- |
| Líneas de efectos de comercio | | Nivel 3/BBB- |

Contacto en **Humphreys**:

Ignacio Quiroz L. / Carlos García B.
Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: ignacio.quiroz@humphreys.cl / carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile
Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201
E-mail: ratings@humphreys.cl
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".

² Considera las cuentas "Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corriente" y "Derechos por cobrar, no corriente".