



ACCIÓN DE RATING

10 de mayo, 2019

Nueva Línea de Bonos

RATINGS

Compañía Agropecuaria Copeval

Solvencia	BBB-
Bonos	BBB-
Efectos de comercio	N3/BBB-
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q-2018

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación industria de bienes de consumo](#)

[Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Informe de nueva línea de bonos

ICR clasifica en categoría BBB-/Estable la nueva línea de bonos (en proceso de inscripción) de [Compañía Agropecuaria Copeval](#).

La clasificación se fundamenta principalmente en el impacto que tendría para Copeval, la futura colocación de bonos al amparo de esta línea que, según nuestras estimaciones y dado el uso de fondos, no deterioraría la solvencia de la compañía.

El monto de la línea en proceso de inscripción es por UF 2.000.000 a 10 años plazo, cuya estructura estipulada en el contrato de emisión, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no incluye condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

La clasificación asignada por ICR a la línea asume que la compañía destina la totalidad de la colocación a refinanciamiento de pasivos, de modo tal de extender el *duration* de la deuda. En caso contrario, esto es, que la empresa destine los fondos para fines que impliquen deteriorar sus indicadores de deuda actuales, podría producirse un cambio negativo en el rating asignado a la empresa.

Recientemente, ICR modificó la tendencia asignada a Copeval desde categoría En Observación a Estable sustentado en avances que ha tenido la empresa en términos de políticas de inventario, gestión de personal, eficiencia en la distribución, búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento, automatización de procesos entre otros proyectos ([comunicado de cambio de tendencia](#)). Si bien reconocemos que el último año Copeval mejoró sus resultados luego de dos años de contracción, se hace hincapié que la compañía continúa muy por debajo de sus cifras históricas y el último año sus competidores crecieron por sobre esta compañía.

Al cierre de 2018, el balance de Copeval estuvo conformado por una deuda financiera muy concentrada al corto plazo, razón por la cual la administración venía trabajando desde hace algún tiempo en la optimización del calendario de pagos. En nuestra opinión, la futura colocación de bonos mejoraría sustancialmente el perfil de amortización de la empresa, quitándole presión a su calendario de corto plazo.

En resumen, la evaluación del riesgo del negocio, esto es participación de mercado, diversificación, economías de escala/tamaño relativo, proveedores, eficiencia y estructura de costos, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A-. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación al tratarse de una fortaleza financiera, por el momento, "Débil", reduciéndose, por tanto, la clasificación de riesgo del negocio en tres *notches*, quedando clasificado finalmente en categoría BBB-.

Clasificación de riesgo del negocio: A-

Market share continúa alto, pese al decrecimiento de ingresos los últimos años

En opinión de ICR, Copeval mantiene una participación de mercado alta en gran parte de las categorías de productos ofrecidos, aun cuando el rendimiento de las ventas ha sido moderado los últimos años, con un crecimiento de ingresos de 2,5% CAGR₂₀₁₂₋₂₀₁₈, recuperándose parcialmente en 2018 (+0,2%), luego de dos años de decrecimientos en ventas.

Alta diversificación geográfica por clientes y productos

Copeval mantiene una cartera de productos altamente diversificada y compuesta por un gran número de clientes. Al respecto, atiende cerca de 40.000 clientes al año (de distintos tamaños y rubros) con una antigüedad promedio cercana a los siete años.

Respecto a la exposición geográfica, Copeval está ubicado tanto en regiones y localidades con condiciones económicas favorables para el desarrollo del negocio, como en ubicaciones promedio (en términos de PIB agrícola).

Así, la compañía tiene sucursales y plantas en la zona norte (Copiapó, La Serena, Ovalle, Quillota, San Felipe), Región Metropolitana y zona centro (Melipilla, Buin, Rancagua, Rengo, San Vicente, San Fernando, Nancagua, Santa Cruz), y zona sur (Curicó, Talca, Linares, Parral, San Carlos, Chillán, Los Ángeles, Victoria, Temuco, Los Lagos, Osorno y Puerto Varas).

Pese al alto tamaño relativo de Copeval, el poder de compra con proveedores y de fijación de precios con los clientes tiende a ser bajo en la industria

En opinión de ICR, si bien Copeval tiene un gran tamaño relativo, éste no impacta de manera relevante en el poder de compra de la empresa con sus proveedores ni tiene un impacto para fijar precios con sus clientes.

Los proveedores de insumos fitosanitarios para la industria distribuidora poseen una concentración importante, lo que significa que el proveedor podría tener mayor poder de negociación que el distribuidor.

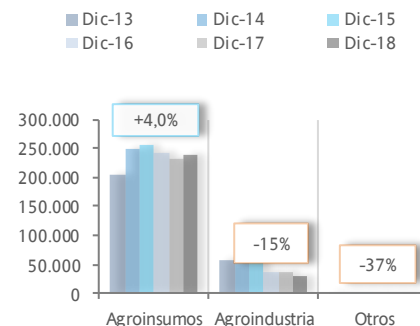
Para mitigar en parte lo anterior, a partir del año 2015 Copeval inició la importación directa de fertilizantes granulados y solubles y la formulación de mezclas granuladas, lo que significa que se integró verticalmente al negocio de fertilizantes, con un ineficiente manejo de inventario, pero sobre lo cual estuvo trabajando la administración anterior dirigida por Cristián Bulnes como gerente general y sobre lo cual se continúa gestionando bajo la administración del nuevo gerente general y ex miembro del directorio, Marcelo Lessa.

Así, el inventario se redujo 8,1% entre 2017 y 2018 y 14,3% entre 2015 y 2018 (anual compuesto) o, lo que es lo mismo, \$32.623 millones en tres años. Lo anterior significa que la permanencia de inventario se continuó reduciendo el último año, pero con holgura para continuar rebajándola, en opinión de ICR.

Respecto a los precios de venta, aun cuando la industria distribuidora en Chile se encuentre concentrada en unos pocos oferentes, dada la calidad de productos generalmente estándar, incrementos de precios en el mercado podría tener cierto efecto en los volúmenes de venta. Lo anterior significa que la retención de clientes está estrechamente ligada a una oferta integral de productos y servicios, en conjunto con la capacidad de otorgamiento de líneas de crédito y buen servicio a sus clientes.

Negocio de agroinsumos se recuperó parcialmente en 2018 (+4,0%)

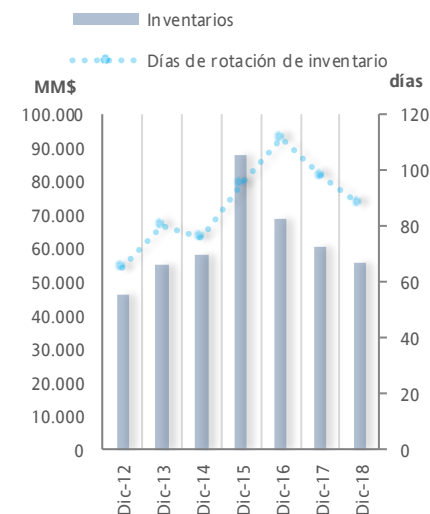
Evolución ingresos por segmento de negocio (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Reducción relevante de inventario en los últimos tres años

Evolución inventario (MM\$) y rotación de inventario (días)



Fuente: Estados financieros

Precisamente para potenciar el servicio al cliente es que Copeval implementó un modelo de negocios con centros de distribución, de modo tal de lograr llegar a clientes en menos de 24 horas desde materializado su pedido.

Pese a que productos vendidos por Copeval son esenciales para las operaciones de sus clientes, el costo de sustituir un distribuidor agrícola tiende a ser relativamente bajo para el cliente final

Copeval, al igual que otros competidores de la industria, normalmente mantiene contratos (o relaciones comerciales) de largo plazo con los proveedores, con relaciones ininterrumpidas por a lo menos diez años. Estos proveedores son diversos por línea de negocio (dado el mercado en el que opera).

En opinión de esta clasificadora, para el cliente de las empresas distribuidoras un cambio de proveedor implica un costo promedio, aun cuando normalmente los servicios que provee Copeval y sus competidores son esenciales para sus operaciones.

Pese a mejora de márgenes del último año, estos continúan por debajo de algunos competidores y de los niveles históricos de Copeval

Copeval mantiene una estructura de costos tal, que sus márgenes y rentabilidades son bajos respecto a sus competidores (lo que se vio acentuado en 2016 y 2017 por efectos tanto de industria como de gestión del negocio). En 2018, por su parte, se ven impactados los márgenes y rentabilidades trimestrales producto del efecto de IFRS 15, el cambio en la política de rebates y las fluctuaciones tipo de cambio. Con cifras al 31 de diciembre de 2018, se observa una recuperación parcial de márgenes respecto a los dos años precedentes, pero por debajo de los niveles históricos de esta compañía.

Adicionalmente, como la industria normalmente posee una habilidad promedio para traspasar a los clientes los incrementos en costos, la posibilidad de mejorar significativamente los márgenes es relativamente baja. Sin embargo, una política conservadora de manejo de inventario, una adecuada cobertura de tipo de cambio y de control de gastos, en conjunto con un enfoque hacia el servicio al cliente, les permitiría a las compañías distribuidoras mantener estables sus márgenes.

Respecto a Copeval, la compañía muestra históricamente una política de inventario con muy baja rotación respecto a su competencia directa, pero mejorando consistentemente desde 2016 mientras que, en términos de control de gastos, entre 2015 y 2018 se redujo la nómina de empleados en todas las áreas de la compañía, provocando importantes gastos en finiquitos, pero que deberían generar ahorros los períodos siguientes.

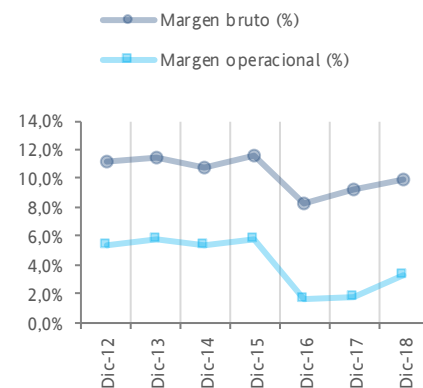
Evaluación de la fortaleza financiera: Débil

Pese a que resultados de 2018 mejoraron significativamente respecto a 2017, se encuentran lejanos de los resultados históricos de Copeval

A diciembre de 2018, los ingresos de la compañía aumentaron 0,2% respecto al año anterior luego de decrecimientos por dos años consecutivos. Pese a este leve incremento (impulsado por el negocio de agroinsumos), Copeval creció muy por debajo de algunos de sus competidores en términos de ingresos.

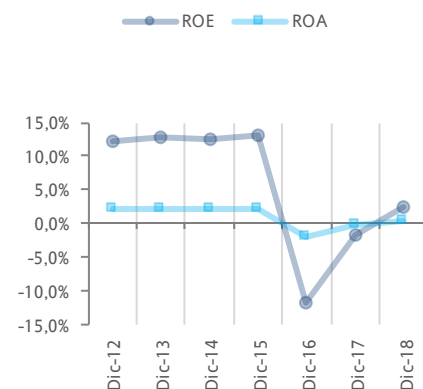
Recientemente, ICR modificó la tendencia asignada a la clasificación de Copeval desde En Observación a Estable (comunicado de cambio de tendencia), sustentada en el avance de una serie de iniciativas sobre las cuales ha estado trabajando la administración los últimos años y que se relacionan con políticas de inventario, gestión de personal,

Márgenes se recuperaron el último año, pero continúan por debajo de los niveles históricos
Evolución márgenes (%)



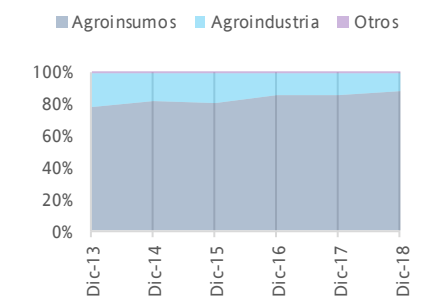
Fuente: Estados financieros

Luego de dos años sin rentabilidades positivas, el año 2018 aumenta tanto el ROE como el ROA
Evolución rentabilidades del patrimonio y del activo (%)



Fuente: Estados financieros

Reducción del aporte del negocio de agroindustria se produce por la menor producción de granos en el país
Aporte a los ingresos por negocio (%)



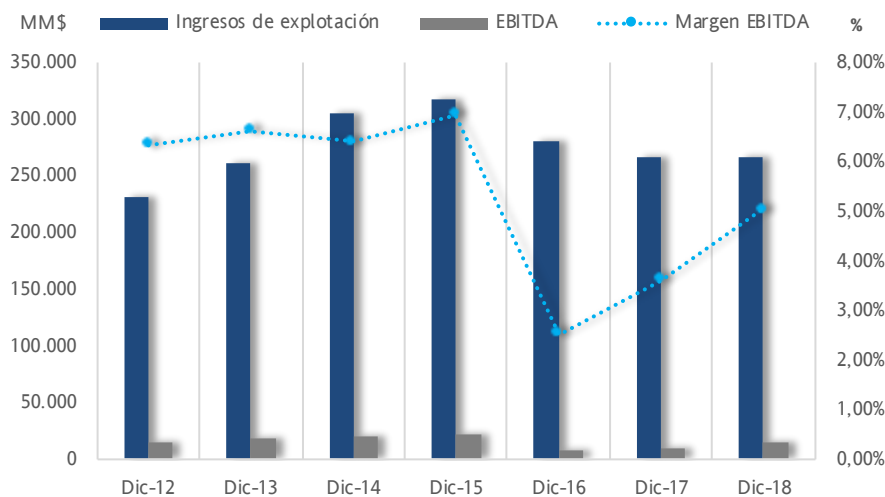
Fuente: Análisis razonado

eficiencia en la distribución, búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento, automatización de procesos entre otros proyectos.

En nuestra opinión, estas iniciativas han mostrado un grado de avance suficiente, permitiendo que la compañía incrementara 39,9% el EBITDA¹ el año 2018, cifra que, si bien no se acerca a la del *peak* de 2015, por ejemplo, muestra un cambio de tendencia luego de dos años de muy baja generación de flujo. Así, el margen de EBITDA² de Copeval cerró en 5,03% en 2018 mientras que en 2017 lo hizo en 3,6%. En términos de resultado antes de impuestos, la empresa logró reducir la pérdida de \$3.785 millones de 2017 hasta una cifra negativa de \$571 millones en 2018.

Recuperación de resultados en 2018 luego de dos años de baja generación de EBITDA

Evolución ingresos consolidados (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros y análisis razonado

Dado que la deuda financiera está altamente concentrada al corto plazo, futura emisión ampliaría el *duration*

Si bien entre 2012 y 2018 Copeval aumentó su deuda financiera³ a una tasa anual compuesta de 8,3%, al cierre de 2018 ésta disminuyó 3,2% respecto al año anterior, lo que continúa con la tendencia hacia el desapalancamiento luego de su *peak* de deuda en 2015.

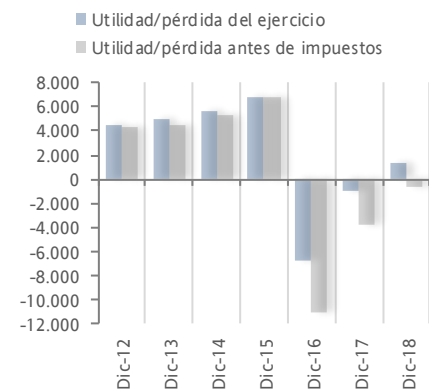
Hasta el cierre de 2018 la empresa tenía una estructura financiera muy concentrada al corto plazo (59%), lo que implicaba que con los flujos operacionales que está generando, la cobertura de sus obligaciones del año 2019 estaría muy ajustada, según las estimaciones de ICR.

Dado lo anterior, en enero de este año se aprobó un aumento de capital por \$12.000 millones, de los cuales se debería materializar una fracción durante los próximos meses. Esta inyección de capital correspondería a la segunda luego de la entrada del IFC a la propiedad de la compañía en 2016. La variación del capital pagado de 2018 por su parte, corresponde a la capitalización de las ganancias acumuladas acordado en 2014, que no se había materializado ni en dicho año ni en los siguientes.

Adicionalmente, la administración está en proceso de reestructurar su deuda mediante la colocación de un bono corporativo en el mercado local, de modo tal de concentrar al largo plazo la mayor proporción de sus obligaciones y quitarle presión a su calendario

Pese a un mejor resultado en 2018, antes de impuestos la compañía continúa con resultado negativo

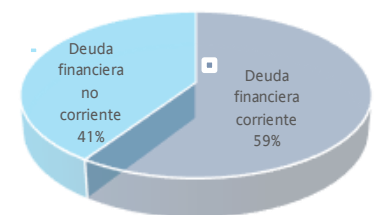
Evolución utilidad/pérdida antes y después de impuestos (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Al cierre de diciembre de 2018 la deuda financiera estuvo muy concentrada al corto plazo

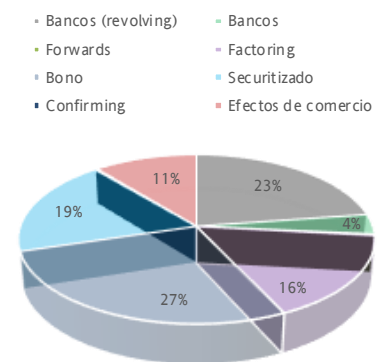
Composición de la deuda financiera por plazo (%)



Fuente: Estados financieros

Deuda a diciembre de 2018 estuvo mayoritariamente concentrada en bonos corporativos y en deuda con bancos

Composición de la deuda financiera por tipo de deuda (%)

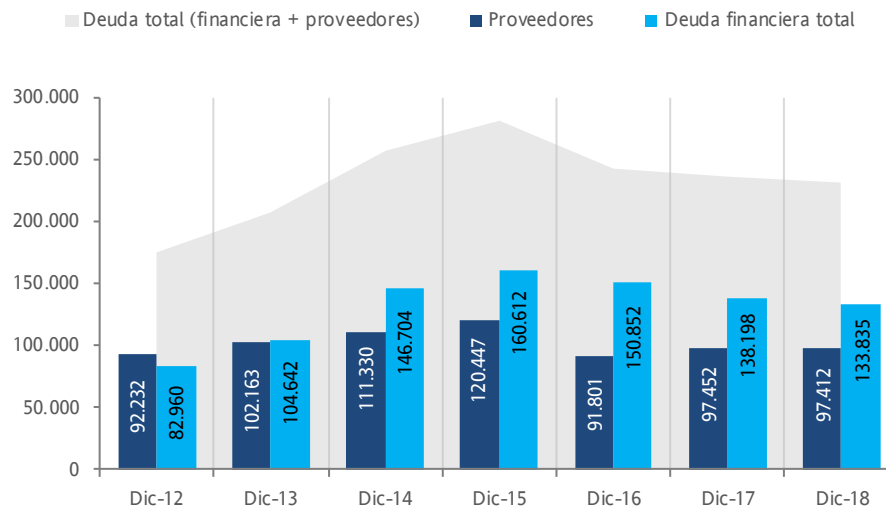


Fuente: Estados financieros

de amortización de corto plazo, lo que, en nuestra opinión, la dejaría en una posición menos desfavorable para continuar con su proceso paulatino de mejora operacional.

Deuda financiera y obligaciones con proveedores disminuyendo respecto al peak de 2015

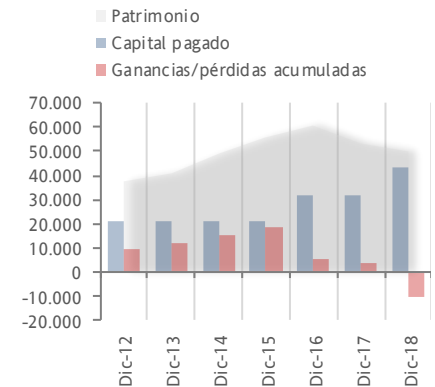
Evolución stock de obligaciones financieras y con proveedores (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Incremento de capital pagado de 2018 se produjo por la capitalización de las ganancias acumuladas

Evolución patrimonio, capital pagado y ganancias/pérdidas acumuladas (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Los indicadores de la compañía indican que si bien la situación financiera mejoró el último año como resultado del avance del plan de eficiencias puesto en marcha por la administración, todavía corresponde a una fortaleza financiera débil respecto a la historia de esta empresa, lo que significa que no se prevé un aumento de clasificación al corto plazo.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación (N° de veces)

Indicadores	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento total ⁴	5,18	5,40	5,19	4,12	4,58	4,78
Endeudamiento financiero ajustado por proveedores ⁵	5,09	5,28	5,06	4,02	4,43	4,64
Endeudamiento financiero ⁶	2,58	3,00	2,89	2,50	2,60	2,68
Endeudamiento financiero neto ⁷	2,52	2,91	2,75	2,45	2,38	2,52
Cobertura de gastos financieros netos ⁸	1,64	1,67	1,79	0,46	0,89	1,17
Deuda financiera neta sobre EBITDA	5,93	7,28	6,92	20,83	13,20	9,38
Razón circulante ⁹	1,17	1,25	1,35	1,61	1,47	1,16
Razón ácida ¹⁰	0,84	0,96	0,93	1,14	1,07	0,85

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor en conjunto con otros antecedentes estipulados en la [Reseña Anual de Clasificación \(octubre de 2018\)](#). En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía se encuentra en proceso de inscripción de una línea de bonos, según el siguiente detalle:

Principales características del instrumento

Instrumento	Línea de bonos
Monto	UF 2.000.000
Plazo (años)	10
Rescate anticipado	Sí contempla
Garantías	No contempla
Uso de los fondos	i) Refinanciamiento de pasivos; ii) financiamiento del programa de inversiones; iii) otros fines corporativos del emisor.
Covenants	i) Endeudamiento total ¹¹ <= 6,20 veces ii) Endeudamiento financiero neto ¹² <= 4,11 veces iii) Patrimonio mínimo ¹³ >= UF 1.000.000 iv) Activos libres de gravámenes >= 1,3 veces el monto insoluto total de la deuda financiera sin garantías.

Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión.

En opinión de ICR, la estructura estipulada en el contrato de emisión, esto es, declaraciones y garantías, covenants y eventos de default, no incluye condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Respecto a los resguardos financieros asociados a la futura emisión, a modo de referencia se presentan los niveles obtenidos durante 2018:

Covenants

Indicador	Exigencia	Marzo 2018	Junio 2018	Septiembre 2018	Diciembre 2018
Endeudamiento total	<= 6,20 veces	4,77	5,15	5,02	4,81
Endeudamiento financiero neto	<= 4,11 veces	2,73	3,18	2,74	2,61
Patrimonio mínimo	>= UF 1.000.000	1.466.070	1.474.918	1.477.100	1.593.870
Activos libres de gravámenes	>= 1,3 veces	2,65	2,28	2,42	2,61

Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión y estados financieros

La clasificación asignada por esta clasificadora a la línea de bonos estipula que la compañía destina la totalidad de la colocación a refinanciamiento de pasivos, de modo tal de extender el *duration* de la deuda, no teniendo impacto negativo en su clasificación.

En caso contrario, esto es, que la empresa destine los fondos para fines que impliquen deteriorar sus indicadores de deuda actuales, podría producirse un cambio negativo en el rating asignado a Copeval.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones					
Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
20-jun-13	A-	A-	-	Estable	Nuevo instrumento (bonos)
04-nov-13	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
30-oct-14	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
26-jun-15	A-	-	N2/A-	Estable	Nuevo instrumento (efectos de comercio)
30-oct-15	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
21-jul-16	A-	A-	N2/A-	Estable	Informe CCR
24-oct-16	A-	A-	-	Estable	Nuevo instrumento (bonos)
28-oct-16	A-	A-	N2/A-	Estable	Reseña anual
23-feb-17	A-	A-	N2/A-	Estable	Informe CCR
11-abr-17	BBB+	BBB+	N2/BBB+	Estable	Cambio de clasificación
31-oct-17	BBB+	BBB+	N2/BBB+	Negativa	Reseña anual con cambio de tendencia
15-dic-17	BBB	BBB	N2/BBB	Negativa	Cambio de clasificación
26-jun-18	BBB-	BBB-	N3/BBB-	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
31-oct-18	BBB-	BBB-	N3/BBB-	En Observación	Reseña anual
30-abr-19	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Cambio de tendencia
06-may-19	BBB-	BBB-	-	Estable	Nuevo instrumento (bonos)

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

Categoría BBB

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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

Categoría N3

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.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

INDICADORES	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18
Activos corrientes	169.088	194.546	251.878	281.622	235.688	222.449	210.354
Activos no corrientes	48.430	56.399	60.861	61.763	73.067	74.305	78.073
Activos totales	217.518	250.945	312.738	343.386	308.756	296.754	288.427
Efectivo y equivalentes	1.383	2.205	4.404	6.741	2.785	4.328	3.446
Otros activos financieros corrientes	0	0	0	1.222	338	7.187	4.478
Inventarios	46.478	54.877	58.177	88.159	69.149	60.440	55.536
Proveedores	92.232	102.163	111.330	120.447	91.801	97.452	97.412
Pasivos corrientes	140.791	165.820	201.559	208.926	146.563	151.551	181.134
Pasivos no corrientes	39.057	44.529	62.290	78.944	101.854	92.017	57.407
Pasivos totales	179.848	210.348	263.849	287.870	248.417	243.568	238.540
Deuda financiera corriente	44.515	60.767	85.434	82.785	51.268	49.637	79.515
Deuda financiera no corriente	38.446	43.874	61.270	77.827	99.584	88.561	54.320
Deuda financiera total	82.960	104.642	146.704	160.612	150.852	138.198	133.835
Deuda financiera neta	81.578	102.437	142.300	152.649	147.730	126.684	125.911
Patrimonio	37.670	40.596	48.890	55.515	60.339	53.186	49.887
Ingresos de explotación	230.368	260.891	304.787	317.200	281.471	266.653	267.222
Gastos financieros	8.357	10.502	11.676	12.300	15.292	10.780	11.486
Razón circulante (N° de veces)	1,20	1,17	1,25	1,35	1,61	1,47	1,16
Razón ácida (N° de veces)	0,87	0,84	0,96	0,93	1,14	1,07	0,85
Utilidad/pérdida antes de impuestos	4.277	4.409	5.294	6.855	-10.987	-3.785	-571
Endeudamiento total (N° de veces)	4,77	5,18	5,40	5,19	4,12	4,58	4,78
Endeudamiento financiero (N° de veces)	2,20	2,58	3,00	2,89	2,50	2,60	2,68
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,17	2,52	2,91	2,75	2,45	2,38	2,52
EBITDA	14.628	17.266	19.534	22.051	7.091	9.596	13.428
Margen EBITDA	6,35%	6,62%	6,41%	6,95%	2,52%	3,60%	5,03%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	1,75	1,64	1,67	1,79	0,46	0,89	1,17
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	5,58	5,93	7,28	6,92	20,83	13,20	9,38
Margen bruto (%)	11,1%	11,4%	10,8%	11,6%	8,3%	9,2%	9,9%
Margen operacional (%)	5,4%	5,7%	5,4%	5,8%	1,7%	1,8%	3,3%
Días de rotación de inventario	65,2	80,1	75,9	95,2	111,2	97,6	87,9
Días de rotación cuentas por cobrar	190	186	219	207	204	201	192
Días de rotación de cuentas por pagar	150	156	148	142	140	152	151
Deuda total (financiera + proveedores)	175.192	206.805	258.035	281.059	242.653	235.651	231.247
Deuda neta ajustada por proveedores	173.809	204.600	253.631	273.096	239.531	224.136	223.323
Endeudamiento financiero ajustado neto (N° de veces)	4,61	5,04	5,19	4,92	3,97	4,21	4,48
Endeudamiento financiero ajustado (N° de veces)	4,65	5,09	5,28	5,06	4,02	4,43	4,64
ROE (%)	12,3%	12,6%	12,6%	13,1%	-11,8%	-1,6%	2,5%
ROA (%)	2,3%	2,1%	2,0%	2,1%	-2,1%	-0,3%	0,4%

¹ EBITDA según lo detallado en análisis razonado.

² Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos consolidados.

³ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁴ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁵ Endeudamiento financiero ajustado = (Deuda financiera + proveedores) / Patrimonio total.

⁶ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

⁷ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁸ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

⁹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁰ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹¹ Endeudamiento total según escrituras de emisión = Pasivos totales / Patrimonio total.

¹² Endeudamiento financiero neto según escrituras de emisión = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

¹³ Patrimonio mínimo según escrituras de emisión = patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.