



ACCIÓN DE RATING

4 de noviembre, 2019

[Reseña anual de clasificación](#)

RATINGS

Cía. Agropecuaria Copeval S.A.

Solvencia	BBB-
Bonos	BBB-
Efectos de comercio	N3/BBB-
Tendencia	Estable
Estados financieros	2Q-2019

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo 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 clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría BBB-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Compañía Agropecuaria Copeval y en categoría N3 sus efectos de comercio, fundamentado principalmente en la débil fortaleza financiera de la compañía, que se ve reflejada en una deficitaria generación de flujos en varios periodos, acompañada de un alto stock de deuda financiera.

En abril de este año, 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](#)), iniciativas que continúan desarrollándose pero que, dado el nivel de deuda de la empresa, debían ser complementadas necesariamente por un refinanciamiento de pasivos.

Así, para mitigar la baja generación de flujo, la administración materializó durante este año una serie de iniciativas positivas para quitarle presión a la liquidez de la empresa: colocación de bono en el mercado local, aplazamiento del vencimiento del bono securitizado y aumento de capital. Si bien reconocemos que en 2018 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 de la industria), lo que se reforzó aún más con las cifras a junio de este año.

En términos de negocio, destacamos factores como su alta participación de mercado, amplia cobertura geográfica, buen grado de diversificación y las relaciones contractuales con proveedores establecidas al largo plazo. Así, consideramos que la empresa logra un buen nivel de diversificación, con una cartera de clientes variada, una amplia oferta de productos, y operaciones localizadas en regiones con un buen potencial para el desarrollo del negocio de la compañía.

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-.

La estructura de los contratos de emisión de bonos no estipula condiciones tales, que ameriten una clasificación del instrumento distinto a la solvencia del emisor.

Perfil de la Empresa

Copeval, desde hace más de 60 años está dedicada al abastecimiento de insumos agrícolas, inicialmente para sus cooperados y actualmente para pequeños, medianos y grandes agricultores ubicados entre las ciudades de Copiapó y Puerto Varas a través de sus líneas de negocios de agroinsumos, agroindustria y otros servicios como logísticos y de capacitación.

Respecto al desarrollo de los negocios, para las ventas a crédito (que justifican gran parte de las ventas), Copeval mantiene una política que define el monto de la línea aprobada para cada cliente, la categorización (para definir el interés asociado), el plazo, condiciones de prórroga, protestos y morosidades, entre otros.

Adicionalmente, para mitigar el riesgo de crédito, cuenta con una póliza contratada con Avla Seguros de Crédito y Garantía S.A. (clasificada en categoría A/Estable por ICR) para asegurar las ventas con facturas a un plazo máximo de 365 días (casos excepcionales por plazo superior), cuyas coberturas van desde 70% (líneas de crédito inferiores a UF 1.000) hasta 80% (líneas de crédito superiores a UF 1.000). El 70,18% de la cartera se encontraba asegurada a junio de 2019, de la cual, el 93,20% correspondía a seguro nominado y el 6,8% a seguro innominado.

En relación a su estructura de propiedad, la compañía no mantiene un controlador específico, pero los mayores accionistas son Comercial Huechuraba, Camogli, IFC, Deser y Empresas Ariztía. Durante el tercer trimestre de este año, se llevó a cabo el aumento de capital que tenía aprobado la compañía por \$12.000 millones, de los cuales a la fecha ha recaudado \$2.754 millones (han concurrido los dos accionistas mayoritarios).

En términos de gobierno corporativo, a partir de 2018 Copeval comenzó a ser auditada por PriceWaterHouseCoopers Consultores Auditores, luego de ser auditada por un período extenso por Grant Thornton.

La compañía es administrada por un directorio compuesto por siete miembros que son elegidos por un período de tres años, pero que pueden ser reelegidos indefinidamente. La penúltima renovación de directores se realizó en abril de 2017 con la incorporación del director nombrado por el IFC, organismo que integra el Grupo Banco Mundial y que materializó su entrada a la propiedad en septiembre de 2016. Posterior a ello, en marzo de este año ingresó Benjamín Fernández como director en reemplazo de Marcelo Da Silva, que asumió la gerencia general de Copeval.

Adicional al cambio de gerente general, se renovó parte de la administración a partir de este año, principalmente en el área de finanzas.

En agosto de este año Copeval realizó una colocación de bonos en el mercado local por UF 2.000.000, monto que está siendo destinado al refinanciamiento de pasivos financieros, permitiéndole reestructurar su calendario de amortización hacia el mediano y largo plazo. Con esta colocación, sumado a la reestructuración del bono securitizado que mantiene con el IFC, la liquidez de la compañía queda menos ajustada que lo que se venía observando los últimos períodos.

Industria agrícola en Chile

Actividad agropecuaria-silvícola evidencia fuerte contracción al cierre del primer semestre de 2019

De acuerdo a información publicada por el Banco Central de Chile, el PIB del sector silvoagropecuario varió negativamente en 4,6% durante el segundo trimestre de 2019, disminución significativa que acentúa la tendencia a la baja en la actividad sectorial ya observada al primer trimestre de 2019, período en que la variación porcentual de la

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Comercial Huechuraba Ltda.	21,62%
Camogli S.A.	17,03%
International Finance Corporation	16,83%
Deser Ltda.	9,70%
Empresas Ariztía Eala SpA.	5,74%
Atilko Ltda.	3,35%
Soc. Com. Polloni Bustamante	2,96%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,76%
Viña Selentia S.A.	1,67%
José Lorenzoni Iturbe	1,57%
Larraín Vial S.A.	1,17%
Bice Inversiones S.A. C. B.	0,93%

Fuente: Información CMF a septiembre de 2019

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Comercial Huechuraba tiene como accionistas a Gonzalo Martino G. (99,90%), Elena Baldwin (0,05%) y Juan C. Martino (0,05%).

Camogli tiene como accionistas a Paola Bozzo Z. (99,99%) y Fernando Marín E. (0,01%).

Deser, tiene como accionistas a Empresas Ariztía Eala Spa. (44,92%), Martex S.A. (0,099%) e Inversiones Robledal Ltda. (54,981%).

Empresas Ariztía tiene como accionistas a Inversiones Robledal Ltda. (99,9%) y Martex S.A. (0,1%).

DIRECTORIO

Gonzalo Martino G.	Presidente
Fernando Marín E.	Vicepresidente
José Lorenzoni I.	Director
Julio Jaraquemada L.	Director independiente
Pablo Armas V.	Director
Pedro Ariztía F.	Director
Benjamín Fernández M.	Director

Fuente: CMF

CAMBIOS CONTABLES ÚLTIMO PERÍODO

En enero de 2019 entró en vigencia **IFRS 16** (arrendamientos), cuyo impacto detallado por la compañía fue de \$4.806 millones en pasivos.

Fuente: Estados financieros a junio 2019

producción pasó desde un 4,6% (último trimestre de 2018) a un 0,3% (primer trimestre 2019).

La contracción sectorial solo fue superada por la industria manufacturera, siendo ambas actividades económicas las únicas con variaciones negativas en el período (2Q-19). Cabe mencionar que todas las agrupaciones agropecuario-silvícolas disminuyeron respecto a su base de comparación, según lo comunicado por el Banco Central en su Informe de Cuentas Nacionales del segundo trimestre de 2019.

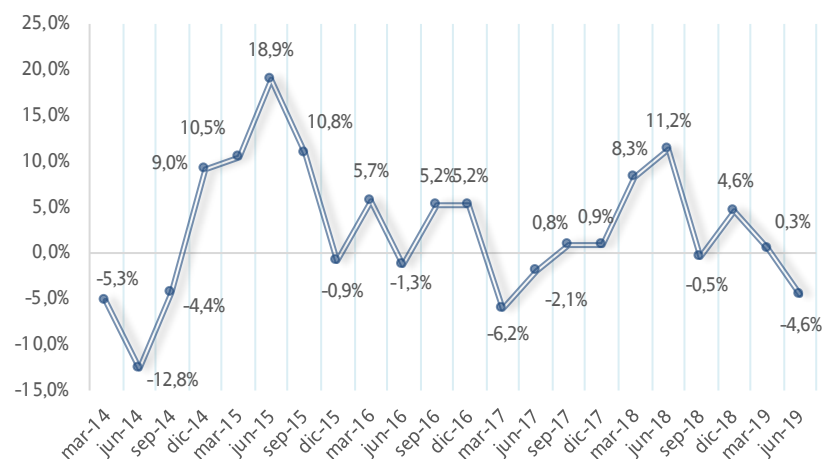
La producción agrícola se vio afectada negativamente por menores hectáreas sembradas de cultivos anuales, lo que va en línea con un comportamiento generalizado en la industria, que tiende a favorecer el desarrollo de otros segmentos (como el frutícola).

Para el caso del segmento frutícola, la mayor producción de frutos secos de exportación no logró compensar la menor producción de kiwis, uva vinífera y manzanas. En cuanto a la silvicultura, la disminución durante el período se explica por una menor demanda de trozas de pino y eucalipto como insumos para la fabricación de otros productos.

Respecto a la producción ganadera, destaca el crecimiento en el ganado bovino, lo que, sin embargo, no fue suficiente para mitigar la menor producción de leche, aves, ovinos y cerdos.

Un 4,6% se contrajo la producción del sector agro-silvícola a junio de 2019

Evolución PIB agropecuario-silvícola (variación porcentual). Serie desestacionalizada.



Fuente: Banco Central

En términos regionales, destaca la participación de O'Higgins en la actividad del sector, contribuyendo en un 18,7% al PIB agropecuario-silvícola nacional de 2017 (última información disponible). Adicionalmente, cuatro regiones de la zona central alcanzan una participación en la producción sectorial superior al 10%, correspondientes a Valparaíso (11,5%) Metropolitana de Santiago (12,1%), Maule (13,9%) y Biobío (14,2%).

De este modo, las actividades de las empresas proveedoras de productos y servicios al agro tienden a desarrollarse mayormente en las regiones mencionadas.

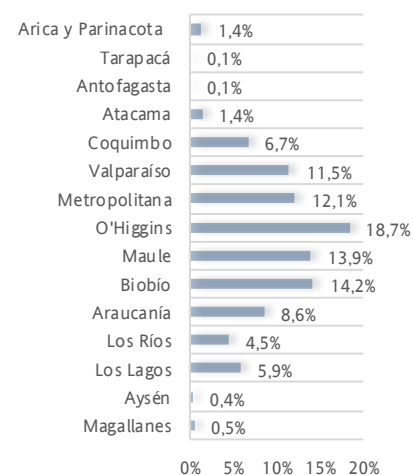
La industria del agro muestra un cambio de mix durante los últimos 15 años, creciendo a tasas relevantes las hectáreas plantadas de frutales, mientras disminuyen las siembras de cultivos anuales. La superficie destinada a estas últimas presentó una reducción anual de 2,2% (CAGR₂₀₀₄₋₂₀₁₉), bajando en sus principales categorías (trigo, avena y maíz), lo que fue parcialmente compensado por la cebada cervecera y forrajera.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA DE DISTRIBUCIÓN AGRÍCOLA EN CHILE

- ❖ Alta sensibilidad al riesgo agrícola.
- ❖ Alta concentración en pocos participantes.
- ❖ Sensibilidad al tipo de cambio.
- ❖ Sensibilidad al precio de los productos (*commodities*).
- ❖ Márgenes reducidos.
- ❖ Intensiva en inventarios y relaciones con proveedores.
- ❖ Intensivo en capital de trabajo.

Actividad agropecuario-silvícola de Chile se concentra en la zona central del país

Contribución regional al PIB agropecuario-silvícola nacional al 2Q-2019 (%)



Fuente: Banco Central de Chile

SUPERFICIE SEMBRADA PRINCIPALES CULTIVOS ANUALES

Cultivo	Variación 2004-2019 (CAGR)	% sobre superficie total
Trigo	-4,1%	35,9%
Trigo harinero	-4,8%	31,5%
Avena	-2,8%	12,9%
Maíz	-3,1%	11,9%
Cebada forrajera	+26,3%	12,0%
Raps	+14,8%	7,8%
Papa	-2,3%	6,7%

Fuente: ODEPA

En el caso de la superficie destinada a la fruticultura, ésta crece 3,3% anual (CAGR₂₀₀₄₋₂₀₁₉), con incrementos en sus categorías más relevantes (arándano americano, avellano, cerezo, nogal, olivo, palto). Dentro de las plantaciones frutícolas que mayor aporte realizan a la actividad del segmento, solo la vid de mesa y el manzano rojo mostraron una disminución.

Actualmente, la guerra comercial entre Estados Unidos y China, así como también la escasez hídrica que afecta al país surgen como los mayores riesgos coyunturales para la industria. Respecto al primero, la tensión comercial entre las economías que concentran un porcentaje muy significativo de las exportaciones nacionales ha incorporado incertidumbre sobre las expectativas de crecimiento para el sector agropecuario-silvícola.

En cuanto al segundo, si bien no se estiman efectos en el corto plazo dado que los principales actores de la industria han ido preparando sus operaciones para enfrentar este nuevo escenario, en el mediano plazo sí podrían observarse algunos impactos negativos como, por ejemplo, incrementos en la morosidad por parte de los clientes de las compañías de distribución agrícola.

Clasificación de riesgo del negocio: A-

Copeval alcanza una participación de mercado alta, pero con un crecimiento en ventas de moderado a deficiente

ICR considera que el *market share* de la compañía se mantiene en un buen nivel dentro de sus principales líneas de negocios. En particular, logró una participación de mercado cercana al 27% en la línea de agroquímicos a 2018, mientras que el *market share* se ubicó en torno al 13% en el negocio de fertilizantes¹, pese a que tuvo retrocesos en participación los últimos períodos.

Aun cuando la empresa logra una presencia de mercado relevante, el rendimiento de las ventas tiende a mantenerse en un nivel muy moderado respecto a sus niveles históricos y en relación a sus competidores.

De este modo, los ingresos de Copeval muestran un crecimiento anual sólo de 0,8% (CAGR₂₀₁₃₋₂₀₁₈), incremento que se ha visto impulsado por la mayor facturación obtenida durante 2018, luego de la contracción observada en 2016 y 2017, que estuvo relacionada a una baja en el precio de fertilizantes afectando en mayor medida a Copeval que a sus competidores.

En lo que va de 2019, la evolución de los ingresos ha evidenciado una leve alza respecto al año anterior impulsada por el negocio de agroinsumos y contrarrestada por agroindustria. Adicionalmente, es necesario recordar que el negocio de adquisición de títulos de deuda de proveedores de Copeval corresponde a un negocio que se viene desarrollando en menor escala los últimos períodos, cuya disolución del FIP (administrado por Larraín Vial) se aprobó recientemente.

Cartera de clientes, oferta de productos y ubicación geográfica de las actividades de la empresa implican un buen grado de diversificación

A través de sus unidades de negocios de agroinsumos, agroindustria y otros servicios, Copeval presenta una cartera de productos altamente diversificada. Dentro de la actividad del área de agroinsumos, destaca la distribución y comercialización de productos fitosanitarios y fertilizantes, que en conjunto representan aproximadamente la mitad de las ventas de la compañía.

SUPERFICIE PLANTADA PRINCIPALES ESPECIES FRUTÍCOLAS

Especie	Variación 2004-2019 (CAGR)	% sobre superficie total
Vid de mesa	-0,2%	14,0%
Nogal	+10,4%	11,9%
Cerezo	+11,9%	11,2%
Palto	+1,4%	8,5%
Manzano rojo	-0,4%	7,8%
Avellano	+24,9%	7,1%
Olivo	+12,2%	6,4%
Árándano americano	+19,2%	5,4%
Ciruelo europeo	+5,3%	3,8%

Fuente: ODEPA

PRINCIPALES RIESGOS Y MITIGADORES APLICADOS POR COPEVAL

Riesgo agrícola y de clima

Mitigadores:

- ❖ Diversidad de clientes, cobertura geográfica en más de una región, diversidad de cultivos y diversidad de clima.
- ❖ Clientes de Copeval tienden a diversificar su producción, por tanto, estarían menos expuesto al riesgo agrícola sobre un producto particular.

Riesgo de crédito

Mitigadores:

- ❖ Seguro de crédito para sus ventas.

Riesgo cambiario

Mitigadores:

- ❖ La empresa mantiene contratos derivados para cobertura de monedas.

Competencia

Mitigadores:

- ❖ Gran tamaño y escala de la compañía.
- ❖ Buena posición de mercado.

Riesgo de precio

Mitigadores:

- ❖ Sin mitigador específico, salvo la gestión de inventario que ha mejorado significativamente los últimos períodos.

Asimismo, la empresa cuenta con una cartera de clientes bastante diversificada, atendiendo a más de 35.000 clientes finales anualmente, pertenecientes a diferentes rubros y zonas geográficas.

ICR considera que, si bien la exposición de Copeval a diferentes regiones y localidades del país es alta, existen sucursales que operan en zonas de menor exposición al agro, lo que se mitiga, en parte, mediante su participación en la zona central del país que corresponde a la de mayor aporte al PIB agrícola.

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 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 2018, con una rotación de inventario de 112 días a junio de este año, levemente inferior a los 121 días presentados a junio del año anterior.

Respecto a los precios de venta, aun cuando la industria distribuidora en Chile se encuentra 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.

Buscando potenciar el servicio al cliente, Copeval ha implementado un modelo logístico basado en un centro de distribución ubicado en San Fernando y tres bodegas regionales (La Serena, San Carlos y Lautaro), centros desde los cuales se abastece a las sucursales del área de influencia y al segmento de clientes PRIME EXPRESS directamente. Este modelo logístico le permite a la compañía generar una promesa de entrega de pedidos a clientes PRIME EXPRESS de 24 horas desde el recibido de la solicitud de compra y está provisto de un sistema de seguimiento en línea de los pedidos (tracking) por medio de una aplicación móvil desarrollada para estos efectos.

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 cuenta con variados proveedores en algunas líneas de negocios, lo que conduce a un alto grado de atomización de las compras de la empresa. Las relaciones contractuales que la empresa mantiene con sus proveedores tienden a establecerse al largo plazo, las que ininterrumpidamente abarcan un horizonte de tiempo de a lo menos una década.

UNIDADES DE NEGOCIO DE COPEVAL

Agroinsumos: Distribución y comercialización de fertilizantes, fitosanitarios, semillas, herramientas, maquinaria agrícola, nutrición animal, entre otros.

Agroinsumos: Comercialización de granos (maíz y trigo), servicios de secado y guarda, junto con industrialización y exportación de avena.

Servicios de capacitación: Servicios de capacitación del sector agrícola y agroindustrial.

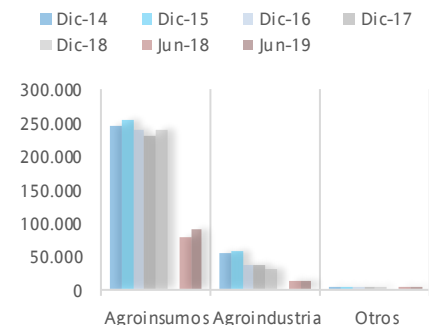
Servicios logísticos: Otorgamiento de servicios de transporte y despacho de productos, así como también de mano de obra.

Otros: se agrupaban actividades de adquisición de títulos de deuda de proveedores de Copeval, realizadas por el FIP Proveedores Copeval, entidad administrada por Larraín Vial y que aprobó su disolución el 9 de octubre de este año.

Fuente: Estados financieros y CMF

Agroinsumos continúa siendo la principal línea de negocios de la empresa, con importante crecimiento a junio de este año

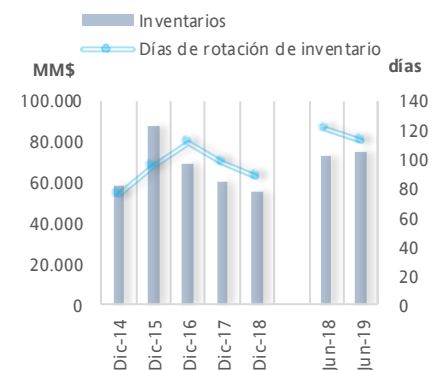
Evolución ingresos por segmento de Copeval (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Mejora en la gestión de inventario los últimos años

Evolución de stock (MM\$) y rotación (días) de inventarios



Fuente: Estados financieros

Respecto a los clientes de las empresas distribuidoras, consideramos que estos enfrentan un bajo costo de cambio de proveedor, aun cuando normalmente los productos entregados por Copeval y sus competidores son esenciales para sus operaciones. En este sentido, nuevamente surge como factor mitigador los atributos diferenciadores que permiten fortalecer la fidelización de clientes, lo que incluye disponibilidad de stock y logística adecuada.

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 de 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. A junio de este año, por su parte, los márgenes no logran acercarse a los niveles de sus competidores.

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 mitigar la variabilidad en 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

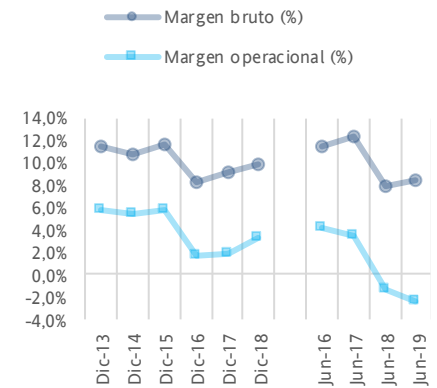
Aumento de ingresos del semestre no logró compensar los mayores gastos de administración

Copeval reportó ingresos consolidados por \$92.194 millones a junio de 2019 (\$93.117 millones si se ajusta por ingresos por financiamiento a clientes), lo que representó un leve aumento de 1,0% respecto a junio de 2018 (sin crecimiento si se ajusta por ingresos por financiamiento a clientes). La contracción del negocio agroindustrial impactó negativamente a los ingresos de la empresa, pero corresponde a un impacto de industria por lo que su aporte a los ingresos es cada vez menor, sin expectativas de recuperación del negocio. La mejora en los ingresos de agroinsumos, por su parte, contrarrestó totalmente la baja en el negocio agroindustrial.

Si bien la reducción de ventas del segmento agroindustrial ha mermado parcialmente los ingresos de la empresa a junio de 2019, esta fluctuación es mucho menor a la fuerte contracción observada durante 2016 y 2017, años en los que los ingresos consolidados de la empresa se vieron impactados por un contexto de mercado negativo para las empresas distribuidoras, sumado a factores internos de gestión del negocio que afectaron su estructura financiera.

Márgenes de Copeval se recuperaron al cierre de 2018, pero a junio de este año no logró repuntar

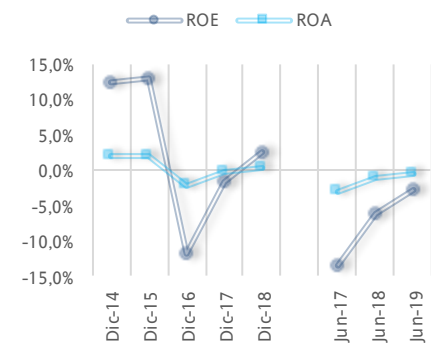
Evolución márgenes (%)



Fuente: Estados financieros

Menor pérdida anualizada permitió mejorar parcialmente las rentabilidades del negocio a junio de 2019

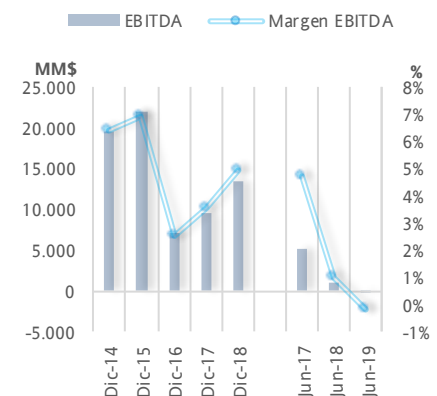
Evolución de rentabilidades Copeval (%)



Fuente: Estados financieros

EBITDA a junio de 2019 disminuyó por menor actividad agroindustrial y mayor deterioro de cuentas por cobrar

Evolución de EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



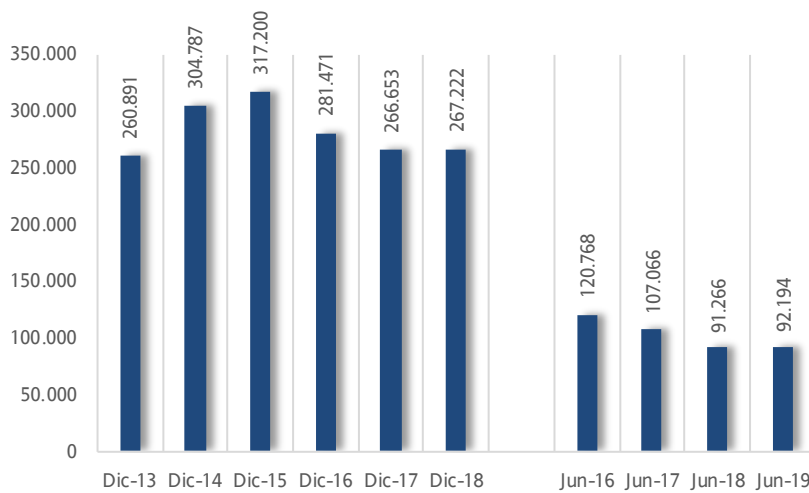
Fuente: Análisis razonado

En particular, durante 2016 la decisión de siembra de los productores se postergó, dado un contexto internacional de menores precios de algunos productos agrícolas, mientras que en 2017 el mercado de granos se vio afectado negativamente en términos de recepción, secado y comercialización.

El crecimiento del ingreso de agroinsumos se explica, en parte, por un cambio de estrategia de ventas de modo tal de recuperar el *market share* que se ha perdido durante los últimos años. Con todo, es necesario mencionar que, esta mejora en ingresos está influida por la baja base de comparación que se observa no sólo en el año inmediatamente anterior, sino que también en 2016 y 2017 que la compañía no ha logrado revertir del todo.

Ingresos se recuperaron levemente a junio de este año, pero aún existe amplia holgura respecto a la facturación histórica de la compañía

Evolución ingresos consolidados, excluidos otros ingresos (MM\$)



Fuente: Estados financieros

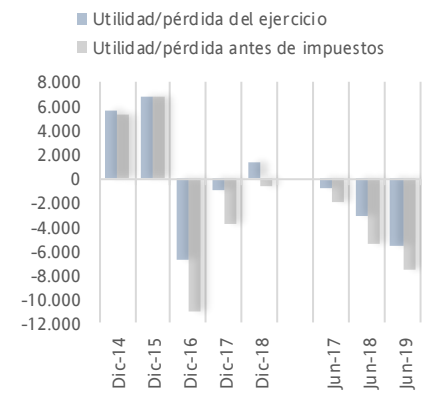
El aumento en ventas a junio de este año no fue suficiente para contrarrestar el gasto de administración que se incrementó 19,1% durante el primer semestre de 2019 influido principalmente por el deterioro de cuentas por cobrar del período. Con esto, el EBITDA² a junio de 2019 cerró en una pérdida de \$154 millones, monto menor respecto a la ganancia de \$920 millones observada al primer semestre de 2018. El margen EBITDA³, por su parte, se redujo desde 1,01% a junio de 2018 hasta -0,17% a junio de 2019.

En términos de flujos, la caja de la operación⁴ mejoró 41,3% a junio de 2019 pero continúa deficitaria dado que la recaudación creció en menor proporción que los pagos a proveedores. El flujo de inversión⁵, por su parte, se redujo en \$1.028 millones principalmente porque en junio de 2018 se registró un efecto positivo asociado a la venta de activos y a la obtención de control de subsidiaria u otros negocios. El flujo de financiamiento⁶, en tanto, disminuyó 20,7% por el mayor pago de pasivos financieros respecto a la nueva deuda incorporada al balance.

Con un resultado operacional afectado por las menores ventas del negocio agroindustrial y deterioro de la cartera, Copeval cerró junio de 2019 con una pérdida neta de impuestos de \$5.591 millones, incrementándose en \$2.514 millones la pérdida respecto a junio de 2018.

Incremento de la pérdida antes y después de impuestos

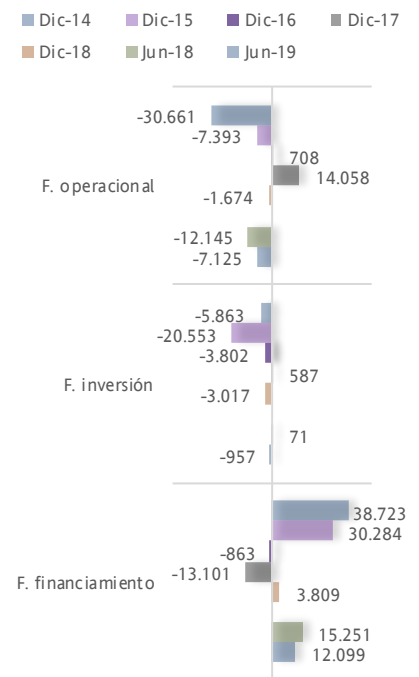
Evolución ganancia/pérdida Copeval (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Flujo operacional de Copeval se mantiene deficitario a junio de este año pese a la recuperación de ingresos en agroinsumos

Evolución flujo de caja de Copeval (MM\$)



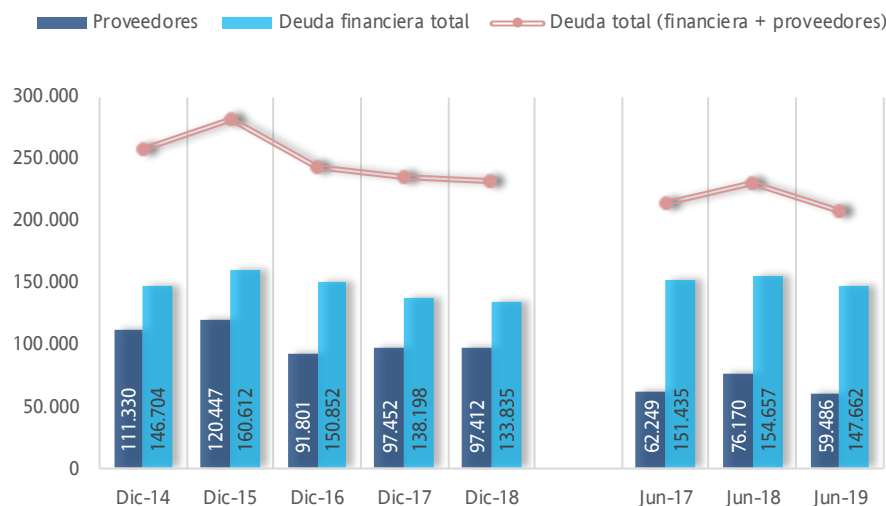
Fuente: Estados financieros

Reciente colocación le quitaría presión a su calendario de pagos de corto plazo

El stock de deuda financiera⁷ de la empresa llegó a \$147.662 millones a junio de 2019, lo que representó una reducción de 4,5% respecto a junio de 2018 y de 10,3% en comparación al cierre de 2018, tendencia que se ha venido observando desde su *peak* de deuda de 2016 y que ha estado asociado principalmente a la mejor gestión de inventario de la empresa de modo tal de tomar menores posiciones, lo que implica menor nivel de capital de trabajo.

Compañía continúa con su proceso de desapalancamiento financiero y con menor nivel de cuentas por pagar a proveedores

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



Fuente: Estados financieros

Hasta el cierre de junio de 2018 la empresa tenía una estructura financiera muy concentrada al corto plazo (65%), lo que implicaba que con los flujos operacionales que está generando, la cobertura de sus obligaciones del año 2019 no hubiesen estado cubiertas, según nuestras estimaciones.

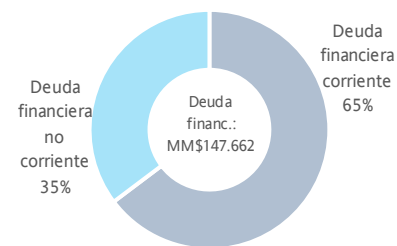
Dado lo anterior, en enero de este año se aprobó un aumento de capital por \$12.000 millones, de los cuales se han recaudado \$2.754 millones. Esta inyección de capital corresponde a la segunda en tres años. La variación del capital pagado de 2018 por su parte, corresponde a la capitalización de las ganancias acumuladas acordada en 2014, que no se había materializado ni en dicho año ni en los siguientes.

Adicionalmente, la administración colocó un bono corporativo en el mercado local por UF 2.000.000, de modo tal de concentrar al largo plazo la mayor proporción de sus obligaciones y quitarle presión a su calendario de amortización de corto plazo, lo que, en nuestra opinión, la deja en una posición menos desfavorable para continuar con su proceso paulatino de mejora operacional.

Finalmente y como otro mecanismo de restructuración de su deuda, la compañía renegoció el calendario de pagos de su bono securitizado que mantiene con el IFC, extendiéndolo por dos años.

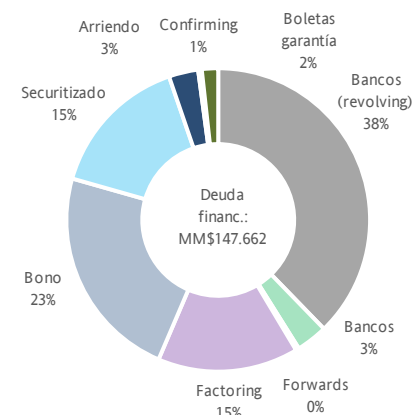
Los indicadores de la compañía indican que si bien la situación financiera mejoró el 2018 como resultado del avance del plan de eficiencias puesto en marcha por la administración, todavía corresponde a una fortaleza financiera débil respecto a la historia de esta empresa, lo que significa que con los deficitarios niveles de generación de flujo

Deuda financiera altamente concentrada al corto plazo, previo a la colocación de bonos
Composición de la deuda financiera (%)



Fuente: Estados financieros

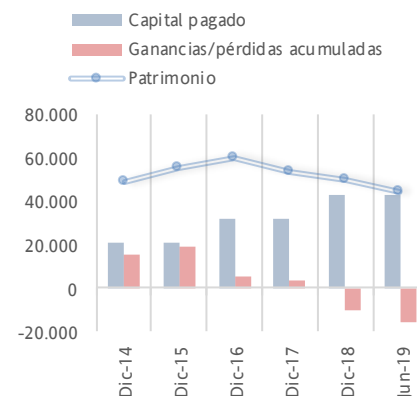
Deuda diversificada con alto stock de capital de trabajo
Composición de la deuda financiera por tipo de deuda (%)



Fuente: Estados financieros

Incremento de la pérdida acumulada a junio de este año

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



Fuente: Estados financieros

operacional reportados a junio de este año (y en gran parte de los períodos analizados) no se prevé un aumento de clasificación al corto plazo, pese a la restructuración de deuda materializada los últimos meses.

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

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Endeudamiento total ⁸	5,40	5,19	4,12	4,58	4,78	4,80
Endeudamiento financiero ajustado por proveedores ⁹	5,28	5,06	4,02	4,43	4,64	4,68
Endeudamiento financiero ¹⁰	3,00	2,89	2,50	2,60	2,68	3,33
Endeudamiento financiero neto ¹¹	2,91	2,75	2,45	2,38	2,52	2,91
Cobertura de gastos financieros netos ¹²	1,67	1,79	0,46	0,89	1,17	1,02
Deuda financiera neta sobre EBITDA	7,28	6,92	20,83	13,20	9,38	10,44
Razón circulante ¹³	1,25	1,35	1,61	1,47	1,16	1,10
Razón ácida ¹⁴	0,96	0,93	1,14	1,07	0,85	0,62
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) ¹⁵	-2,63	-0,60	0,05	1,30	-0,15	0,28
Deuda financiera neta / Flujo operacional ¹⁶	-4,64	-20,65	208,61	9,01	-75,23	38,55

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprende 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 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

Efectos de comercio

Copeval prepagó totalmente las series E1 y E3, quedando parte de la serie de E2 pendiente de pago para el vencimiento. Por lo tanto, a la fecha, mantiene vigente las líneas de efectos de comercio N°s 78 y 110 (series E2, E4, E5, E6), según las siguientes características:

Principales características series de efectos de comercio

	Serie E2	Serie E4	Serie E5	Serie E6
N° de inscripción	110	110	110	110
Fecha inscripción	07-jun-18	07-jun-18	07-jun-18	07-jun-18
Vencimiento	22-ene-20	25-sep-20	09-oct-20	23-oct-20
Monto inscrito	\$2.5000 millones	\$1.500 millones	\$3.000 millones	\$3.000 millones
Monto colocado	\$2.5000 millones	\$1.500 millones	\$3.000 millones	\$3.000 millones
Monto vigente	\$516 millones	\$1.500 millones	\$3.000 millones	\$3.000 millones

Fuente: Elaboración propia con información CMF y la compañía

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía debe dar cumplimiento a los siguientes *covenants*:

Principales resguardos financieros efectos de comercio

Covenant	Exigencia	Jun-18	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Jun-19
Endeudamiento total	<= 6,0 veces	5,15	5,02	4,81	4,88	4,80
Patrimonio mínimo controlador	>= UF 1.000.000	UF 1.474.918	UF 1.477.100	UF 1.593.870	UF 1.481.880	UF 1.365.970
Razón circulante	>= 1,0 vez	1,24	1,22	1,16	1,15	1,10

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa ([Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo](#)).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo.

Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio. Por las características de la industria, Copeval opera con niveles relevantes de deuda y con una dependencia significativa al capital de trabajo, sumado al hecho que parte de sus activos se encuentran securitizados, por tanto, no son fuente inmediata de liquidez.

Lo anterior significa que, considerando que Copeval mantiene una clasificación de solvencia de categoría BBB-, sus instrumentos de corto plazo califican en N3, que 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.

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N° 758 (serie A), 844 (serie B) y 953 (serie C), según las siguientes características:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 758	Línea 844	Línea 953
Fecha inscripción	08-ago-13	30-nov-16	16-ago-19
Plazo (años)	9,92	10	6,50
Monto inscrito	UF 1.000.000	UF 1.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	UF 250.000	\$23.400 millones	UF 2.000.000
Series vigentes	A	B	C

Fuente: Elaboración propia con información de CMF

Principales características series de bonos vigentes

	Serie A	Serie B	Serie C
N° de inscripción	758	844	953
Fecha inscripción	12-ago-13	07-dic-16	16-ago-19
Plazo (años)	6,83	6,92	6,50
Monto inscrito	UF 1.000.000	\$26.000 millones	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.000.000	\$26.000 millones	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 250.000	\$23.400 millones	UF 2.000.000
Tasa emisión (%)	6,25%	7,5%	4,5%
Vencimiento	30-jun-2020	14-nov-2023	05-mar-2026

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Las series vigentes consideran las siguientes restricciones financieras:

Principales resguardos financieros efectos de comercio

Covenant	Exigencia	Jun-18	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Jun-19
Endeudamiento total	<= 6,0 veces	5,15	5,02	4,81	4,88	4,80
Endeudamiento financiero neto	<= 4,0 veces	3,18	2,74	2,61	3,16	3,16
Activos libres de gravámenes	>= 1,3 veces	2,28	2,42	2,61	1,97	1,94
Patrimonio mínimo controlador	>= UF 1.000.000	UF 1.474.918	UF 1.477.100	UF 1.593.870	UF 1.481.880	UF 1.365.970

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

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)
30-oct-19	BBB-	BBB-	N3/BBB-	Estable	Reseña anual

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)

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-17	jun-18	jun-19
Activos corrientes	251.878	281.622	235.688	222.449	210.354	203.960	206.663	173.256
Activos no corrientes	60.861	61.763	73.067	74.305	78.073	74.559	77.342	83.876
Activos totales	312.738	343.386	308.756	296.754	288.427	278.519	284.005	257.132
Efectivo y equivalentes	4.404	6.741	2.785	4.328	3.446	10.119	7.504	7.463
Inventarios	58.177	88.159	69.149	60.440	55.536	80.603	73.109	75.415
Proveedores	111.330	120.447	91.801	97.452	97.412	62.249	76.170	59.486
Pasivos corrientes	201.559	208.926	146.563	151.551	181.134	122.878	167.288	157.071
Pasivos no corrientes	62.290	78.944	101.854	92.017	57.407	96.547	70.503	55.758
Pasivos totales	263.849	287.870	248.417	243.568	238.540	219.425	237.791	212.829
Deuda financiera corriente	85.434	82.785	51.268	49.637	79.515	58.877	87.325	95.571
Deuda financiera no corriente	61.270	77.827	99.584	88.561	54.320	92.559	67.332	52.091
Deuda financiera total	146.704	160.612	150.852	138.198	133.835	151.435	154.657	147.662
Deuda financiera neta	142.300	152.649	147.730	126.684	125.911	141.115	113.128	129.009
Patrimonio	48.890	55.515	60.339	53.186	49.887	59.094	46.214	44.303
Ingresos de explotación	304.787	317.200	281.471	266.653	267.222	107.066	91.266	92.194
Gastos financieros	11.676	12.300	15.292	10.780	11.486	5.616	5.077	5.657
Utilidad/pérdida del ejercicio	5.623	6.837	-6.820	-910	1.303	-777	-3.077	-5.591
Razón circulante (N° de veces)	1,25	1,35	1,61	1,47	1,16	1,66	1,24	1,10
Razón ácida (N° de veces)	0,96	0,93	1,14	1,07	0,85	1,00	0,80	0,62
Endeudamiento total (N° de veces)	5,40	5,19	4,12	4,58	4,78	3,71	5,15	4,80
Endeudamiento financiero (N° de veces)	3,00	2,89	2,50	2,60	2,68	2,56	3,35	3,33
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,91	2,75	2,45	2,38	2,52	2,39	2,45	2,91
Endeudamiento financiero neto ajustado (N° de veces)	5,19	4,92	3,97	4,21	4,48	3,44	4,10	4,25
EBITDA	19.534	22.051	7.091	9.596	13.428	5.086	920	-154
Margen EBITDA (%)	6,41%	6,95%	2,52%	3,60%	5,03%	4,75%	1,01%	-0,17%
EBITDA 12 meses	19.534	22.051	7.091	9.596	13.428	5.355	5.430	12.354
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	1,67	1,79	0,46	0,89	1,17	0,37	0,53	1,02
Deuda total (financiera + proveedores)	258.035	281.059	242.653	235.651	231.247	213.685	230.827	207.148
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	7,28	6,92	20,83	13,20	9,38	26,35	20,83	10,44
Margen bruto (%)	10,8%	11,6%	8,3%	9,2%	9,9%	12,2%	7,9%	8,5%
Margen operacional (%)	5,4%	5,8%	1,7%	2,4%	4,3%	3,5%	0,2%	-0,1%
ROE (%)	12,6%	13,1%	-11,8%	-1,6%	2,5%	-13,6%	-6,1%	-2,7%
ROA (%)	2,0%	2,1%	-2,1%	-0,3%	0,4%	-2,9%	-1,1%	-0,4%
Días de rotación de cuentas por cobrar	219	207	204	201	192	143	122	95
Días de rotación de inventario	75,9	95,2	111,2	97,6	87,9	118,0	120,8	112,4
Días de rotación de cuentas por pagar	148	142	140	152	151	92	124	89

¹ Participación de mercado corresponde a la información publicada por la empresa en el prospecto de la última emisión realizada con cargo a la línea 953 (serie C).

² EBITDA = Según lo detallado en el análisis razonado.

³ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos de actividades ordinarias (excluye otros ingresos por función).

⁴ Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁵ Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁶ Corresponde a la partida “Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiamiento” del Estado de Flujos de Efectivo.

⁷ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero ajustado = (Deuda financiera + proveedores) / Patrimonio total.

¹⁰ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

¹¹ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

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

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹⁵ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / gastos financieros netos 12 meses.

¹⁶ Deuda financiera neta / Flujo operacional = Deuda financiera neta / flujo operacional 12 meses.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.