



ACCIÓN DE RATING

3 de mayo, 2019

Cambio de Tendencia

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 Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

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

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Comunicado de Cambio de Tendencia

ICR modifica desde En Observación a Estable la tendencia asignada a las clasificaciones de Compañía Agropecuaria Copeval. Se ratifica su clasificación de solvencia/bonos en categoría BBB- y de efectos de comercio en categoría N3/BBB-.

Este cambio de tendencia va en línea con lo anunciado por ICR en [junio de 2018](#) y complementado en [octubre de 2018](#), cuando se indicó que en la medida que las iniciativas que estaba llevando a cabo la administración se fueran traduciendo en una mejora del perfil financiero de la empresa, la tendencia asignada a la clasificación podría volver a Estable.

Así, estas iniciativas se relacionaban con políticas de inventario, gestión de personal, 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 EBITDA 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 EBITDA 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.

Estos resultados están estrechamente conectados con las políticas que llevó a cabo la administración anterior (a cargo de Cristián Bulnes como gerente general) y que están siendo reforzadas y complementadas por la nueva administración (a cargo de Marcelo Lessa, ex miembro del directorio y nombrado como gerente general en enero de este año) y que se relacionan, por ejemplo, con el inventario, que 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 disminuyéndola, en opinión de ICR.

En términos de gestión de personal, 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. Respecto a los canales de distribución, en 2018 se cerraron las sucursales de menores rendimientos y se centralizó el despacho (a través del centro de distribución de San Fernando y de tres bodegas regionales ubicadas en La Serena, San Carlos y Lautaro), de modo tal de eficientar el proceso mediante menores mermas, mayor uso de tecnología y adecuado despacho de acuerdo a las necesidades de cada sucursal y cliente.

Respecto a la deuda de Copeval, 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. Adicionalmente, la administración está en proceso de reestructurar su deuda 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, lo dejaría en una posición menos desfavorable para continuar con su proceso paulatino de mejora operacional.

Dado lo anterior, la razón ácida de Copeval debería mejorar los siguientes períodos, de materializarse el plan financiero que está desarrollando la empresa.

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

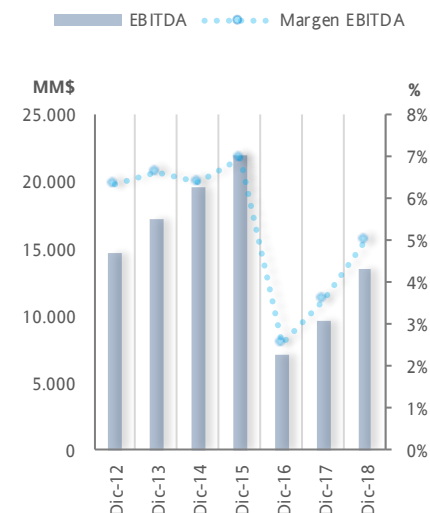
Indicadores	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endeudamiento total ¹	5,18	5,40	5,19	4,12	4,58	4,78
Endeudamiento financiero ajustado por proveedores ²	5,09	5,28	5,06	4,02	4,43	4,64
Endeudamiento financiero ³	2,58	3,00	2,89	2,50	2,60	2,68
Endeudamiento financiero neto ⁴	2,52	2,91	2,75	2,45	2,38	2,52
Cobertura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

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

En opinión de ICR, si bien la situación financiera de la compañía 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 compañía, lo que significa que no se prevé un aumento de clasificación al corto plazo para Copeval.

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-.

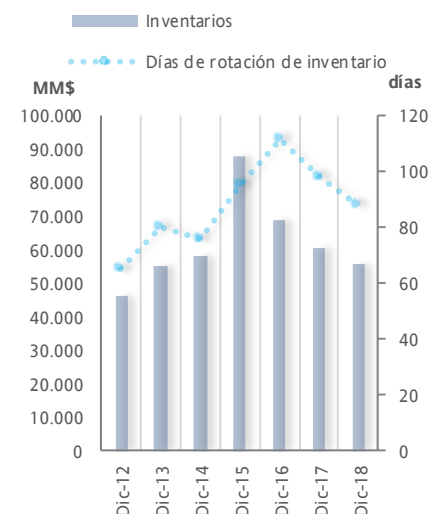
EBITDA con crecimiento importante en 2018, pero no se acerca a los niveles históricos
Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Análisis razonado

Pese a mejora significativa en la gestión de inventario, existe holgura de mejora respecto a la industria

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



Fuente: Análisis razonado

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones solvencia y bonos

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

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.

¹ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

² Endeudamiento financiero ajustado = (Deuda financiera + proveedores) / Patrimonio total.

³ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

⁴ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total.

⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

⁶ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

⁷ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

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.