

Comunicado de Cambio de Clasificación (estados financieros diciembre 2016)

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos corporativos	BBB+	Modificación	Estable	General de empresas; Industria de bienes de consumo
Efectos de comercio	N2/BBB+	Modificación	Estable	Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría A- hasta categoría BBB+** la clasificación asignada a la solvencia y bonos corporativos de COPEVAL S.A. Respecto a los efectos de comercio, **se modifica su clasificación desde categoría N2/A- hasta categoría N2/BBB+**.

La modificación refleja la aplicación de políticas de gestión de COPEVAL que condujo a una caída en resultados muy por sobre la industria, sumada al impacto de algunos ajustes contables realizados en 2016, que implicaron cargos adicionales en resultados y una situación financiera que evidenció un debilitamiento notorio respecto al desempeño de la compañía durante los años inmediatamente anteriores, y en relación a la industria en la que participa. Al respecto:

- **Políticas de gestión:** El año 2016 se caracterizó por un desempeño agrícola desfavorable, afectado por una serie de eventos de mercado, que incluyen la caída de algunos precios internacionales de algunos productos como fertilizantes, leche y cereales, sumado a la ausencia de poderes compradores de granos que retrasó la decisión de siembra, con su consecuente baja en demanda de agroinsumos y en la superficie sembrada de algunos cultivos.

Los resultados de la industria de distribución de agroinsumos evidencian una baja en los resultados producto de todos o algunos de los efectos antes mencionados. En el caso particular de COPEVAL, se observa una caída en resultados muy por sobre la competencia, lo que indica que la variación de sus resultados se debió no sólo a un efecto de industria (cuya volatilidad se encuentra incorporada en las clasificaciones de riesgo), sino también a factores internos que profundizaron el deterioro en los resultados.

ICR ha mencionado en sus informes de clasificación pasados que la compañía mantiene una política de gestión de inventarios que afecta negativamente sus costos directos y que se reflejó especialmente en 2016 cuando los precios internacionales de los fertilizantes comenzaron su tendencia bajista, lo que implicó que COPEVAL no pudiera rebajar sus costos en la misma proporción que estaban

bajando los ingresos, debido a una acumulación excesiva de inventarios, que trajo como consecuencia la caída en su margen de ventas.

Sumado a lo anterior, en opinión de ICR, la compañía ha variado parcialmente su modelo de negocios, pasando de una compañía distribuidora de insumos agrícolas a una compañía importadora propiamente tal en el rubro de fertilizantes, lo que gestionado adecuadamente, puede generar un mayor margen, pero que dadas las políticas de inventario aplicadas, tuvieron impacto en la baja de los resultados, en contraposición de su competencia, cuyo inventario se encuentra mayormente ajustado con la venta (al tomar posiciones más cortas).

A raíz de lo anterior, la compañía hizo esfuerzos por reducir la posición de inventarios en torno a \$ 20.000 millones, de modo de paliar el riesgo de exceso de stock.

- **Ajustes extraordinarios:** Durante el año 2016 hubo una serie de efectos contables extraordinarios que contribuyeron a la baja relevante en resultados de COPEVAL, lo que incluyó: (i) castigo de inventario al migrar de método de costo de inventario; (ii) castigo de inventario proveniente de la compra de existencias a la empresa ADM Chile en 2014; (iii) reconocimiento de gastos de administración e intereses asociados a bonos securitizados, no reconocidos en años anteriores; (iv) reconocimiento de los efectos de contratos swaps correspondientes a años anteriores.

Si bien en las compañías pueden ocurrir una serie de efectos extraordinarios (que no necesariamente implican un cambio en el perfil de riesgo de la empresa), en opinión de ICR para el caso de COPEVAL no se aplicaron correctamente los controles internos de modo tal que se detectaran oportunamente las inconsistencias en balances, sumado a que la rotación de auditores externos es muy baja para esta empresa.

Para ICR, estos ajustes extraordinarios en los resultados de la compañía implican que durante los años anteriores se estuvo evaluando a la empresa con mayores márgenes que los que debería haber registrado, no representado, por tanto, fehacientemente la situación financiera de la compañía (en opinión de ICR), lo que incluye registrar una utilidad líquida distributable superior, con su consecuente impacto en el reparto de dividendos.

- **Otros:** En opinión de ICR, y tal y como se ha mencionado en otras acciones de clasificación de ICR sobre COPEVAL, el aumento de capital realizado en 2016 por la compañía fue positivo no sólo porque permitió paliar la baja en el desempeño operacional de la compañía, sino porque, además, debería venir acompañado de un soporte al gobierno corporativo, que es un foco relevante y declarado dentro de las labores internacionales de IFC.

En términos de cobertura de la deuda, dada la estacionalidad que tienen las distribuidoras agrícolas (con amplia recaudación en los primeros meses del año), la compañía cubriría sus obligaciones financieras de los próximos 12 meses, pero muy ajustadamente, lo que implica que no tiene espacio para eventualidades relevantes.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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 mayor protección dentro de la Categoría BBB.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N2

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

No obstante, en diciembre de 2016, la compañía colocó el bono serie B, por un monto de \$ 26.000 millones, a un plazo 7 años con 2 de gracia, lo que permitió a la empresa mejorar el perfil de vencimientos en el corto plazo, y en conjunto con el aumento de capital efectuado durante el pasado año, fortalecer la estructura de financiamiento, reflejada en una reducción del ratio de endeudamiento (total de pasivos sobre patrimonio).

La tendencia Estable indica que la clasificación de riesgo de la compañía no debería variar en el mediano plazo, dado que se espera que los hechos puntuales ocurridos durante el año 2016 no sean recurrentes. La compañía se encuentra implementando mejoras en la gestión de inventarios que debería mitigar los riesgos asociados a descargos ante tendencias bajistas en precios de fertilizantes, y los errores contables ya se encuentran debidamente reconocidos. Dado lo anterior, ICR espera que la situación operacional y financiera de la compañía no evidencie mayores deterioros durante el año 2017.

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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN BONOS			
Fecha	Bono	Tendencia	Motivo
Jun-13	A-	Estable	Primera clasificación
Nov-13	A-	Estable	Reseña anual
Oct-14	A-	Estable	Reseña anual
Oct-15	A-	Estable	Reseña anual
Jul-16	A-	Estable	Informe CCR
24-oct-16	A-	Estable	Nuevo Instrumento
28-oct-16	A-	Estable	Reseña anual
Feb-17	A-	Estable	Informe CCR
Abri-17	BBB+	Estable	Cambio de clasificación

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO			
Fecha	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
Nov-12	N2/A-	Estable	Reseña anual
Nov-13	N2/A-	Estable	Reseña anual
Oct-14	N2/A-	Estable	Reseña anual
Jun-15	N2/A-	Estable	Nuevo Instrumento
Oct-15	N2/A-	Estable	Reseña anual
Jul-16	N2/A-	Estable	Informe CCR
Oct-16	N2/A-	Estable	Reseña anual
Feb-17	N2/A-	Estable	Informe CCR
Abri-17	N2/BBB+	Estable	Cambio de clasificación

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.