

RESUMEN DEL DICTAMEN DE CALIFICACION DE RIESGO

EMISOR:	CONSORCIO OLEAGINOSO PORTUGUESA, S.A. (COPOSA),
DESCRIPCION DE LOS TITULOS:	Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en Acciones hasta por la cantidad de OCHO MIL MILLONES DE BOLIVARES (Bs. 8.000.000.000,00), Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 27 de julio de 2017, y acordado en sesión de Junta Directiva celebrada en fecha 15 de diciembre de 2017.
PLAZO DE LOS TITULOS:	Cuarenta y ocho (48) meses.
USO DE LOS FONDOS:	Financiamiento de las actividades y operaciones regulares, específicamente adquisición de inventarios.
INFORMACION ANALIZADA:	<ul style="list-style-type: none">a) Estados financieros consolidados al 31 de Octubre de los años 2014, 2015, 2016 auditados por Pacheco, Apostólico y Asociados Contadores Públicos, más un corte no auditado al 31 de Julio de 2017b) Entrevistas con Ejecutivos de la empresac) Información sectorial
RIESGO:	B1 <u>Categoría: "B"</u> Corresponde aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que éste pertenece, o en la economía. <u>Sub-categoría: "B1"</u> : Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar levemente el riesgo.
PERIODICIDAD DE LA REVISION:	Ciento ochenta (180) días contados a partir del inicio de la oferta pública autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores, o cuando GLOBAL RATINGS SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO, C.A. tenga conocimiento de hechos que puedan alterar substancialmente el nivel de riesgo de los títulos valores emitidos.

Caracas, 15 de febrero de 2018

Nº DIC-GR-05/2018

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACION

CONSORCIO OLEAGINOSO PORTUGUESA, S.A. (COPOSA), es una empresa con una amplia trayectoria en la producción, distribución y comercialización de productos de origen vegetal oleaginoso. Es de hacer notar, que una de las principales fortalezas que tiene COPOSA es la integración vertical que progresivamente ha ido logrando en sus operaciones. Sus productos comprenden aceites envasados, Untables (margarinas), mantecas, harinas y grasas vegetales. Al analizar los volúmenes de venta por línea, se observa que el segmento masivo se ha mantenido en niveles entre el 25% y 35% de las toneladas comercializadas por el emisor, siendo los aceites comestibles los de mayor proporción. Sus principales 20 clientes representan alrededor del 67% de sus ventas totales, destacando la empresa Estatal Corporación de Abastecimiento y Servicios Agrícolas, S.A. –CASA– adscrita al Ministerio del Poder Popular para la Alimentación, que concentra el 42% de sus ventas, y con la cual COPOSA ha suscrito un Contrato Marco de Compra-Venta Nacional. Cabe destacar que COPOSA posee una capacidad de almacenamiento de materia prima para las plantas de procesamiento de semillas de 30.000 toneladas de Frijol de Soya (6 silos verticales de concreto) y 8.000 toneladas de Girasol; una capacidad de almacenamiento combinado de aceites crudos, semi-procesados y procesados de 12.000 toneladas y adicionalmente, la nueva refinería cuenta con una capacidad instalada de 14.000 toneladas de almacenamiento de crudos. COPOSA como empresa de amplia trayectoria en el mercado nacional, se ha posicionado dentro de los líderes en cada uno de los segmentos en los que participa. De acuerdo con información suministrada por la Gerencia, su mercado se divide en Aceites Envasados e Industriales y Grasas Envasadas e Industriales, con un 30% y 20% de participación, respectivamente. Los ingresos de COPOSA provienen casi en su totalidad de la venta y comercialización de sus productos, y una pequeña parte es generada por servicios. Para el cierre de Oct2016, las ventas netas registraron una significativa contracción, situación que se mantiene al corte, como consecuencia en gran medida por la reducción de los volúmenes comercializados, principalmente del segmento industrial, el aumento sustancial de los costos de venta. Hechas estas consideraciones, la Junta Calificadora asigna la Categoría “B”, Subcategoría “B1” a la emisión de Obligaciones Quirografarias por un monto de OCHO MIL MILLONES DE BOLÍVARES (Bs. 8.000.000.000,00) de Consorcio Oleaginoso Portuguesa, S.A. (COPOSA).

1. DESCRIPCIÓN GENERAL

El presente informe se realiza con el objetivo de sustentar, de acuerdo a los procedimientos técnicos debidamente aprobados por la Superintendencia Nacional de Valores, la calificación de riesgo del siguiente programa:

Emisor: Consorcio Oleaginoso Portuguesa, S.A. (COPOSA).

Instrumento: Obligaciones Quirografarias al portador no convertibles en acciones

Monto: Ocho Mil Millones de Bolívares (Bs.8.000.000.000, 00).

Plazo: Cuarenta y ocho (48) meses.

Fecha de aprobación: Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de fecha 27 de julio de 2017, y acordado en sesión de Junta Directiva celebrada en fecha 15 de diciembre de 2017.

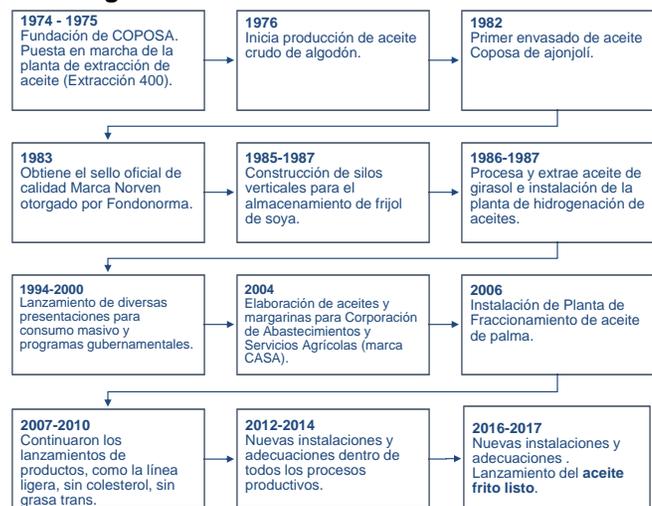
Uso de los fondos: Financiamiento de las actividades y operaciones regulares, específicamente adquisición de inventarios.

2. EL EMISOR

2.1 PERFIL Y DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

El CONSORCIO OLEAGINOSO PORTUGUESA, S.A. –en lo adelante COPOSA– es una empresa con una amplia trayectoria en la producción, distribución y comercialización de productos de origen vegetal oleaginoso.

Diagrama 1. Evolución Histórica de COPOSA



Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Fundada en el año 1974, por un grupo de 153 colaboradores en su mayoría agricultores, inició con la producción de aceite de algodón, como principal producto, con la puesta en marcha en el año 1976 de su Planta de Extracción. Sin embargo, a lo largo de su historia, la empresa ha desarrollado e invertido en una diversidad de procesos, instalaciones y equipos, que le han permitido diversificar su producción en cuantiosos productos de origen vegetal, incursionando así en diferentes nichos

dentro del negocio, para atender tanto segmentos de consumo masivo como industrial.

De esta manera, para abarcar todos sus procesos productivos COPOSA posee una agrupación de plantas ubicadas en la ciudad de Acarigua, Estado Portuguesa, que concentran su estructura productiva.

Tabla 1. Capacidad Instalada Plantas COPOSA

	Capacidad Instalada Anual
Soya	
Molienda de Semilla	288.000
Extracción de Aceite	51.840
Producción de Harina	210.240
Girasol	
Molienda de Semilla	216.000
Extracción de Aceite	84.240
Producción de Harina	97.200
Refinería	
Desodorizado	216.000
Fraccionamiento	
Aceite Refinado de Palma	61.200
Oleína	42.840
Estearina	18.360
Envasado	
Aceites	95.760
Margarinas, Panelones y Mantecas	30.000
Fabrica de Botellas PET	
Inyección y Soplado de Botellas	9 millones (*)
Plantas Eléctricas	
Generación Eléctrica	5.966 KVA (**)

(*) Botellas mes

(**) KVA de Generación mes

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Es de hacer notar, que una de las principales fortalezas que tiene COPOSA es la integración vertical que progresivamente ha ido logrando en sus operaciones, ejemplo de ello se tiene la instalación de la planta de inyección y soplado de botellas PET, que inició operaciones en el año 2012 con una capacidad de 9 millones de botellas mensuales, que representó un ahorro en costos cercano al 60% por unidad, el cual se ubica hoy día por el orden del 90%, lo que sin duda otorga mayores niveles de eficiencia que se reflejan en los márgenes del negocio.

Tabla 2. Volúmenes de Venta por Línea de Negocio

	Oct2014	Oct2015	Oct2016	Jul2017
Consumo Masivo	26,9%	35,3%	28,8%	44,5%
Productos Industriales	73,1%	64,7%	71,2%	55,5%

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Los canales de venta para cubrir la línea de Consumo Masivo, se dividen en cinco centros de distribución que cubren todas las regiones del país. La distribución se complementa con el apoyo de aliados ubicados en distintas ciudades del país, quienes cubren los canales bajos, medios-bajos, panificación y Food Service.

Entre sus principales clientes destaca la empresa Estatal Corporación de Abastecimiento y Servicios Agrícolas, S.A. –CASA– adscrita al Ministerio del Poder Popular para la Alimentación, que concentra el 22,5% de sus ventas, y con la cual COPOSA ha suscrito un Contrato Marco de Compra-Venta Nacional, documento que estipula: El emisor se obliga a vender y entregar a CASA productos de consumo, los cuales serán comercializados en la red pública de supermercados MERCAL. Dada esta relación comercial, y a los fines de garantizar la fabricación de los productos que le vende el emisor a CASA, esta última le sule de materias primas - aceite crudo de soya y aceite crudo de palma-

El origen de la mayor parte de la materia prima que utiliza la industria oleaginosa en Venezuela es importada, para su adquisición COPOSA tradicionalmente ha empleado mecanismos cambiarios oficiales. En la actualidad la empresa está explotando las líneas de palma y crudo de soya que se adquiere a través de CASA en bolívares.

Tabla 3. Principales Materias Primas

Materia Prima	Origen	Relación Comercial
Aceite Crudo de Soya	Nacional 100%	15 años
Aceite Crudo de Palma	Nacional 60%	15 años
	Extranjero 40%	7 años

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Como emisores de obligaciones quirografarias de oferta pública, COPOSA tiene un antecedente, en la emisión de Bs. 4.000.000.000 el 25 de julio de 2017, con vencimiento previsto a 4 años, en julio de 2021, y con calificación de riesgo “A3” (categoría) emitida por Global Ratings y A1a, respectivamente. Según resumen del estado de las obligaciones en el registro nacional de valores publicado por la

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) a Jul2017, se ha mantenido al día en materia de suministro de información.

Es importante acotar que el Ministerio del Poder Popular para la Agricultura y Tierra, emitió constancia de que la empresa está registrada en el Sistema de Registro Único Nacional Obligatorio y Permanente de Productores y Productoras Agrícolas, por lo que, toda inversión en los bonos que aquí se califican, podrán ser incluidas por parte de las instituciones financieras del país como parte de su *cartera agrícola*.

2.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO EL MERCADO INTERNACIONAL

La producción mundial de aceites vegetales supera las 190 millones de toneladas, considerando aceites de soya, palma y girasol entre otros. Se evidencia que en términos globales Indonesia y China son los principales productores del mundo, mientras que en América Latina, Argentina y Brasil ostentan la posición de principales productores.

Tabla 4. Producción Mundial de Aceites Vegetales (millones de toneladas)

	2014	2015	2016	Sep2017
Indonesia	37,78	36,61	38,82	41,01
China	25,04	26,19	26,72	28,31
Malaysia	22,27	19,85	21,13	23,54
Unión Europea	18,00	18,46	18,21	18,65
Estados Unidos	10,94	11,21	11,42	11,75
Argentina	8,98	9,69	9,95	10,22
Brasil	8,65	8,45	8,79	8,97
Otros	45,54	46,20	50,96	52,64
Total	177,20	176,66	186,00	195,09

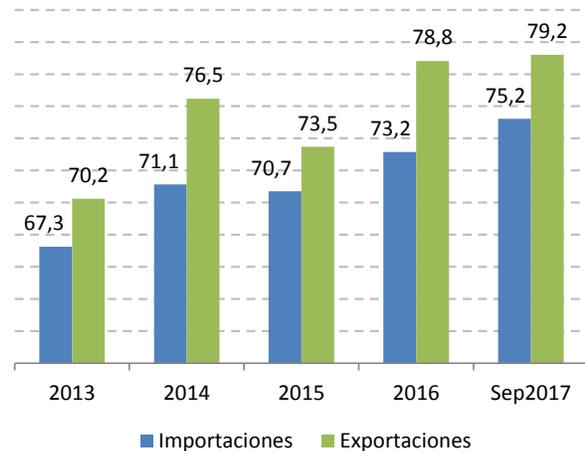
Fuente: FAS-USDA – Elaboración propia

El componente más importante de ese grupo lo constituye el aceite de palma que alcanza producciones entorno de 65 millones de toneladas, siendo Indonesia el principal productor, crece a una tasa del 5,8% anual. En segundo lugar de importancia cuantitativa de producción se ubica el aceite de soya, que alcanzan una producción de 55 millones de toneladas, con una tendencia creciente anual de 4,7%, siendo China el principal fabricante y destacando a Argentina y Brasil.

El comercio de aceites vegetales alcanza fácilmente los 75 millones de toneladas de forma bastante estable, que representa el 39,5% de la producción mundial. Los países que lideran el ranking de exportaciones son Indonesia y Malaysia, seguidos en menor proporción por Argentina, cuyas

exportaciones superan los 6,5 millones de toneladas a Sep2017. En cuanto a las importaciones, son lideradas por India y la Unión Europea, que con más de 25 millones de toneladas representan el 34,2% del total mundial.

Gráfico 1. Comercio Mundial de Aceites Vegetales (millones de toneladas)



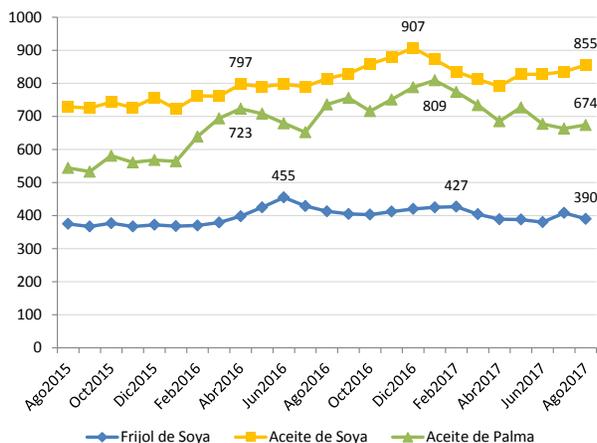
Fuente: FAS-USDA – Elaboración propia

El mercado el Aceite Vegetal se comporta en forma asociable a un mercancía tradicional -commodity-, en la medida que el producto es más homogéneo y existen existencia en el mundo, muestra una marcada declinación en sus volúmenes, tanto en la producción como en el consumo. Los inventarios mundiales de aceite vegetal a Sep2017 superan los 20 millones de toneladas en total.

Haciendo una revisión de los precios de las materias primas adquiridas en el exterior durante los últimos 3 años, el emisor explica que la tendencia ha sido a la baja. Este comportamiento está en función de las expectativas de cosechas mundiales, factores climatológicos y precios de hidrocarburos, por cuanto son sustitutos, para la producción de biocombustibles.

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

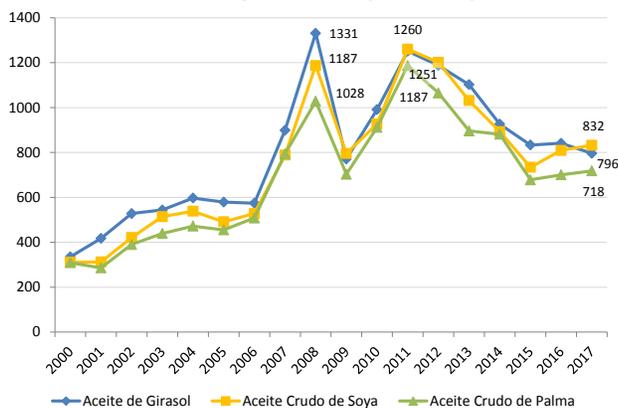
Gráfico 2. Precios Internacionales (US\$/TM)



Fuente: FAO – Elaboración propia

Se aprecia que las cotizaciones internacionales del aceite de soja se han incrementado, esto en respuesta a los ajustes realizados en las políticas de importación de biodiesel en los Estados Unidos, que podrían incentivar el consumo de aceite de soja nacional, mientras que los valores de los aceites de colza y de girasol se robustecieron a causa de unas disponibilidades mundiales inferiores a lo previsto. Por su parte, otro de los insumos necesarios para la producción de la mayoría de los aceites comestibles son las semillas de girasol, sobre este particular destaca que el emisor inauguró en el año 2015 una planta de procesamiento de girasol.

Gráfico 3. Precios Internacionales Aceite de Girasol y Crudos (US\$/TM)



Fuente: FAO – Elaboración propia

SITUACIÓN VENEZOLANA

Entre los principales factores que afectan el incremento de la producción en el país destacan, como ya es reiterativo en los últimos años: La

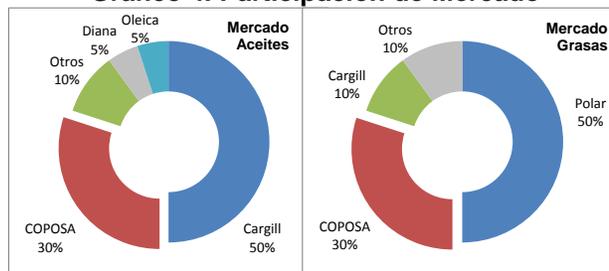
dificultad de acceso a proveedores de materias primas, insumos, maquinaria y repuestos debido a la limitaciones para la obtención de divisas, la gran cantidad de regulaciones que condiciona la operatividad de las empresas, los elevados costos de producción que enfrenta el sector industrial, Problemas de abastecimiento y precios que está afectando severamente al consumidor quien cada vez tiene menos opciones para satisfacer sus necesidades, finalmente la caída de la demanda nacional como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo por parte de los consumidores.

Desde hace más de cuatro décadas, COPOSA se ha dedicado a procesar semillas oleaginosas hasta convertirlas en productos terminados. Sin embargo, no escapa a la realidad actual, siendo una de sus limitantes la escasez de las materias primas y fertilizantes, bajo un entorno normativo donde el estado tiene la facultad de regular y velar al mismo tiempo por la producción, intercambio y distribución de la semillas a nivel nacional, de acuerdo con la Ley de Semillas. Toda vez que los esfuerzos van orientados a generar las condiciones necesarias para aumentar la producción agrícola no limitando la distribución de los bienes.

2.3 POSICIONAMIENTO Y COMPETENCIA

COPOSA se ha posicionado dentro de los líderes en cada uno de los segmentos en los que participa. De acuerdo con información suministrada por la Gerencia, su mercado se divide en dos segmentos: a) mercado de aceites y b) mercado de grasas. En el Gráfico 4 se aprecia la participación de mercado estimada de los últimos 3 años, que el emisor ostenta en cada división:

Gráfico 4. Participación de Mercado

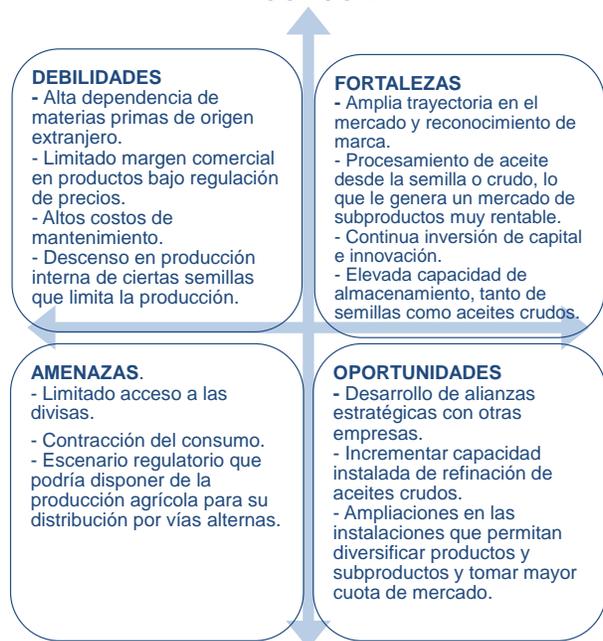


Fuente: COPOSA – Elaboración propia

La empresa, mediante la capacidad de negociación que mantiene con CASA, ha resultado favorecida al garantizar insumos para la producción y colocación de productos.

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

Diagrama 2. Posicionamiento Estratégico de COPOSA



Fuente: Elaboración propia

2.4 PROPIEDAD Y GERENCIA

El Capital Social de COPOSA a Jul2017 es de Bs. 1.200.000.000, dividido en 1.200.000.000 de acciones nominativas no convertibles al portador con un valor nominal de Bs. 1,00 cada una, poseídas por un total de 425 accionistas.

Tabla 6. Composición Accionaria COPOSA

Accionistas	N° Acciones	% Accionario
Inversiones Nenex16, C.A.	209.402.420	17,45%
Inversiones Nitra, S.A.	119.987.960	10,00%
La Baptistera, C.A.	107.180.080	8,93%
Asociación Nacional de Cultivadores Agrícolas (ANCA)	66.441.180	5,54%
Quijada Ugarte Alejandro Epifanio	45.982.030	3,83%
Quijada Ugarte Francia Elizabeth	35.559.540	2,96%
Quijada de Streule Carmen Elena	30.989.590	2,58%
Quijada Ugarte Miguel Angel	30.271.780	2,52%
Franco de Oraa María Josefina	29.631.390	2,47%
Inversiones Accionarias, C.A.	26.347.910	2,20%
Otros*	498.206.120	41,52%

* Accionistas minoritarios menores al 2%

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

La gestión de COPOSA está a cargo de una Junta Directiva, designada en Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada en fecha 29 de enero de 2015, con vigencia para el período 2015-2020, integrada por los siguientes miembros:

Directores Principales: Antonio Rodríguez Rodríguez, Nelson Quijada Pomar y Ernesto Hernández Hernández.

Directores Suplentes: Freddy Peroza Baez, Isbelia Guevara Oropeza y Carmen Elena Quijada.

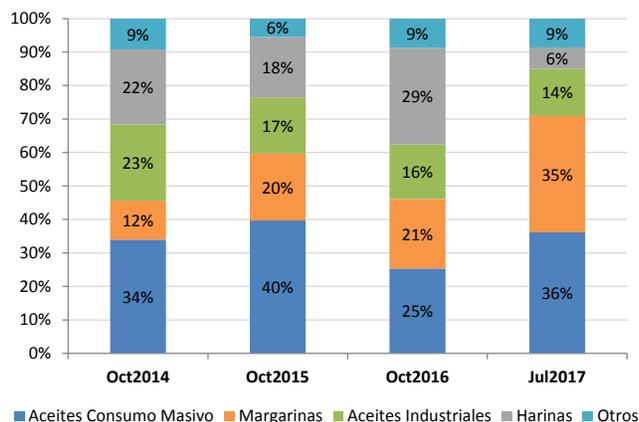
3. DESEMPEÑO FINANCIERO

La información analizada está basada en los estados financieros consolidados al 31 de Octubre de los años 2014, 2015, 2016 auditados por Pacheco, Apostólico y Asociados Contadores Públicos, más un corte no auditado al 31 de Julio de 2017. Actualizada a valores constantes a fecha de corte, de acuerdo a la estimación de INPC realizada por el emisor a dicho período, y en concordancia con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

3.1 EFICIENCIA Y RENTABILIDAD

Los ingresos de COPOSA provienen casi en su totalidad de la comercialización de sus productos y el remanente es generado por servicios. Al 31 de julio de 2017, sus ingresos operativos son a 135.647,4 MMBs Reflejando una variación interanual de 56,4%; los mismos se sustentan en la colocación en el mercado masivo donde se originan la mayoría de los ingresos un 55,5% en promedio para los últimos ejercicios, en la actualidad es el nicho más rentable para el emisor. Sin embargo, son las ventas industriales las que representan el mayor volumen en términos de comercialización totalizando 136.420 toneladas métricas para el cierre de 2016.

Gráfico 5. Composición de los Ingresos por Tipo de Producto



Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Dentro de la estructura de costos del emisor, el costo de ventas corresponde en promedio al 67,5% del total de ingresos, mismos que varían estacionalmente en función de los períodos donde se adquiere el frijol de soya y/o girasol, en caso contrario, el tiempo no productivo de estas plantas

es absorbido por el resto de las áreas productivas. La industria se ha visto afectada producto por el restringido acceso a materias primas. Así como por el aumento en el precio de los insumos necesarios para el proceso productivo, entre los más significativos, se encuentran las variaciones en el costo de agroquímicos y fertilizantes, que ha cierre de 2016, oscilaron entre 300% y 1.500%.

Tabla 7. Indicadores de Rentabilidad

	<u>Oct2014</u>	<u>Oct2015</u>	<u>Oct2016</u>	<u>Jul2017</u>
Margen Bruto	17,8%	26,0%	34,8%	54,5%
Margen Operativo	7,6%	13,6%	21,7%	47,0%
Margen Neto	3,5%	3,6%	13,0%	-0,6%
Margen EBITDA	11,1%	18,3%	25,3%	49,0%
ROA	6,4%	4,9%	15,6%	-0,6%
ROE	14,8%	10,0%	33,0%	-2,6%

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

En referencia a los niveles de eficiencia, al evaluar el ciclo de caja se puede observar que la razón del movimiento de cuentas por pagar a proveedores, en comparación con la rotación de cuentas por cobrar, refleja una brecha favorable para el emisor, lo que denota un rango cómodo de maniobra para gestionar el cumplimiento de obligaciones, de forma similar, al comparar los ingresos por ventas con los inventarios, se evidencia que la empresa una notable movilidad inventarios. Esto habla de la eficiencia de COPOSA para generar ingresos por ventas.

Tabla 8. Indicadores de Eficiencia

	<u>Oct2014</u>	<u>Oct2015</u>	<u>Oct2016</u>	<u>Jul2017</u>
Días Ctas. por Cobrar	18	11	15	7
Días Ctas. por Pagar	35	96	61	128
Días Inventarios	35	99	108	115
Ciclo operativo	53	109	122	135
Ciclo efectivo	18	14	61	7

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

3.2 SOLVENCIA Y LIQUIDEZ

Actualmente, los activos corrientes de COPOSA ascienden a 103.892,6 MMBs que representan el 77,3% del total a Jul2017 entre los principales se incluyen; inventarios, anticipos a proveedores y efectivo. Al descontar los inventarios -que representan el 34,2% y están compuestos principalmente por materia prima, insumos, productos en proceso y terminados con bajos índices de obsolescencia-. Por lo que los anticipos y el efectivo deben hacer frente a los pasivos corrientes.

La Gerencia dado el entorno de escases en materia prima, se ha dedicado a incrementar sus inventarios constantemente para garantizar insumos y suministros locales, para el mantenimiento de la planta y producción.

Iniciando el análisis con los anticipos a proveedores totalizan 46.677,0 MMBs y comprenden insumos y materia prima (aromas oleosos y aceite de palma), además de maquinarias y servicios entre otros, como parte de una estrategia de la Gerencia para garantizar insumos y suministros locales, destinados al mantenimiento de planta y procesos productivos. Adicionalmente al efectivo y equivalentes corresponden 15.441,1 MMBs, sustentados en el aumento del precio promedio de los productos dirigidos hacia el mercado industrial, segmento más rentable para el emisor, así como también por una eficaz gestión de cobranza que le ha permitido reducir los días de cobro. Se evidencia que la empresa tiene optimas posibilidades de hacer frente a su pasivo a corto plazo, con una razón de 0,7 de índice ácido por lo que resulta claro que mantiene unos niveles de liquidez aceptables.

Cabe destacar que a Oct2016 las cuentas por cobrar a la Corporación de Abastecimiento y Servicios Agrícolas, S.A. (CASA en la actualidad CASA), representan el 42 % del total de las ventas de consumo masivo, mientras que el resto corresponde principalmente a préstamos de materia prima con empresas del mismo sector manufacturero.

Tabla 9. Posición de Liquidez

	<u>Oct2014</u>	<u>Oct2015</u>	<u>Oct2016</u>	<u>Jul2017</u>
Solvencia Total	1,8	1,9	1,9	1,3
Solvencia Corriente	1,3	1,0	1,4	1,1
Liquidez Ácida	1,0	0,4	0,9	0,7
Activo Circulante/Activos	56,9%	42,4%	60,0%	77,3%

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

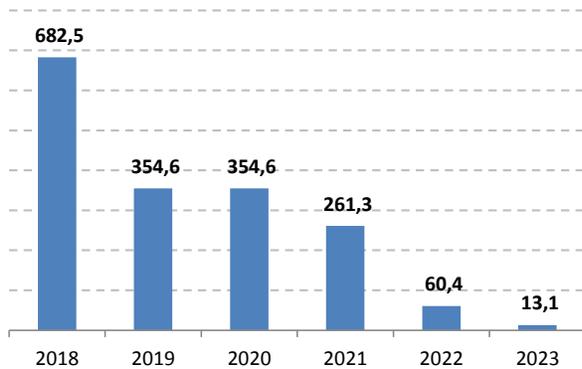
Con respecto a la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones, los activos totales de COPOSA ascienden a 134.348,3MMBs. Para Jul2017 tendría que hacer frente a 101.221,4MMBs., que constituyen sus deudas totales, es decir; que sus bienes cubren razonablemente su pasivo exigible.

3.3 ENDEUDAMIENTO, COBERTURA Y FLUJOS

En relación a la estructura financiera de la empresa; para Jul2017 el 20,0 % de la deuda financiera es de largo plazo, compuesta principalmente por préstamos bancarios en instituciones financieras locales por 1.456,4 MMBs cuyas amortizaciones

están previstas a partir de 2018. Más los niveles de efectivo que alcanzan 15.441,1MMBs a la fecha de corte, mismos cubren cómodamente los vencimientos de deuda a corto plazo de 5.852,6MMBs.

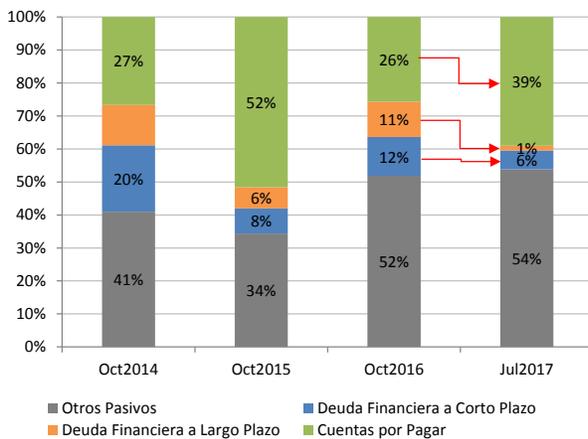
Gráfico 6. Vencimientos de Deuda Programados (millones de bolívares)



Fuente: EEFF COPOSA – Elaboración propia

Asimismo, el emisor mantiene Pasivos Corrientes que en promedio han representado un 95,8% del total de pasivos al corte. El incremento en los niveles de endeudamiento del emisor, mayoritariamente bancario, respondió a una estrategia de expansión de la empresa, que contempla una mejor distribución de las fuentes de financiamiento, escenario que es razonable en vista del incremento sustancial de los costos operativos, en vista tanto de las condiciones actuales de crédito que estipulan las instituciones financieras; como el ajuste de comisiones, acortamiento de plazos, etc.

Gráfico 7. Estructura Pasivos



Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Dado los márgenes de EBITDA que ha reportado el emisor, así como el apalancamiento financiero y el incremento de la deuda financiera, se evidencia que las coberturas se contraen de manera considerable. Cabe destacar con respecto a las inversiones que ha estado realizando la empresa, que una vez culmine el proyecto de la nueva planta de refinación, la empresa incrementará de forma significativa la capacidad instalada para la refinación de aceites crudos, lo que puede repercutir favorablemente en los márgenes futuros.

Tabla 10. Indicadores de Cobertura

	Oct2014	Oct2015	Oct2016	Jul2017
Cobertura Intereses	4,79	15,28	9,29	27,20
EBITDA/Servicio Deuda	0,92	2,80	2,01	6,82
EBITDA/Servicio Deuda CP	1,32	4,46	3,21	8,01
EBITDA/Servicio Deuda LP	1,84	5,04	3,42	17,05
EBITDA/Servicio Deuda Neta	2,41	16,00	1,63	6,29
FCO/Servicios Deuda	1,77	2,88	1,11	(0,03)
Flujo de Caja/Servicio Deuda	1,00	0,81	1,80	1,58

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Cabe destacar con respecto a las inversiones que ha estado realizando el emisor, que una vez culmine el proyecto de la nueva planta de refinación, la empresa incrementará de forma significativa la capacidad instalada para la refinación de aceites crudos, lo que puede repercutir favorablemente en los márgenes futuros.

4. FACTORES CRÍTICOS DE RIESGO

4.1 GESTIÓN: La Gerencia indica que han logrado posicionar y mantener un nivel de venta óptimo que permite su funcionamiento, de igual forma durante los últimos años han asimilado las robustas alteraciones en los costos de producción por efecto de los incrementos de los precios de las materias primas, como el caso de la semilla de girasol. En razón a lo anterior se evidencia que COPOSA está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos del funcionamiento de la empresa, tanto en la producción agrícola como industrial y comercial.

4.2 RENTABILIDAD: El emisor refleja una variación interanual positiva de 54% en promedio, tendencia que se mantiene en los resultados parciales del presente ejercicio. Adicionalmente, los costos de producción se mantienen en unos niveles estables a un promedio de 67, 5% respecto al total de ingreso, razón por la cual, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es notable. Sin embargo, El tipo de actividad que practica la empresa, permanece condicionada ante la dificultad repercutir en el precio, el impacto de los

aumentos de costos debido a las regulaciones, puede afectar el volumen de venta.

4.3 SOLVENCIA: La empresa tiene un índice de solvencia total adecuada, sus bienes representan 1,3 veces su pasivo exigible, de igual forma el patrimonio que presenta resultados positivos en cifras importantes. No obstante, se debe tomar en cuenta la coyuntura que pudiera generar el aprovisionamiento intensivo, evidenciado en altos niveles de inventario y anticipos a proveedores de materia prima, que podría impactar en el futuro sus niveles de solvencia.

4.4 LIQUIDEZ: Es quizás el aspecto más robusto, en promedio el activo corriente representa 77,3% de su activo total: sustentado mayoritariamente en: efectivo y cuentas por cobrar a clientes, y con niveles eficientes de inventarios y anticipos a proveedores. Hasta ahora muestra buena reciprocidad de los clientes con niveles mínimos de incobrabilidad.

4.5 ENDEUDAMIENTO: Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados; la empresa se ha propuesto una estrategia de expansión de la empresa, que contempla una mejor distribución de las fuentes de financiamiento, esperando mejorar su perfil financiero, escenario que se corresponde con plan de desarrollo, aumentos de los costos operativos y de producción, además de los aumentos sostenidos de los niveles de precios de materia prima e insumos.

4.6 CAMBIARIO: La posición en moneda extranjera neta del emisor es deficitaria y corresponde en su totalidad a cuentas por pagar a proveedores extranjeros de insumos y materia prima. Dados los niveles en los saldos adeudados se observa una elevada exposición ante variaciones en la tasa de cambio, que pueden afectar considerablemente las operaciones de la compañía.

4.7 JURÍDICO: Al analizar la posibilidad de incumplimientos en el pago a los inversionistas, así como la eventual aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de posibles perjudicados se identifica que el riesgo jurídico es mínimo. Adicionalmente, es importante mencionar que COPOSA es una empresa de amplia trayectoria en el mercado nacional, siendo líder en dicho segmento de producto oleaginosos, por lo que se podría inferir que existe un elevado riesgo reputacional para toda la organización, donde ante un actuación inadecuada, no sólo se verá impactado el reconocimiento de la marca, sino el de la cadena en su totalidad incluyendo aliados y filiales.

5. PROYECCIONES

Siguiendo la metodología de calificación de riesgo de Global Ratings, se elaboraron las proyecciones del comportamiento de COPOSA bajo tres escenarios: 1) *Base*: condiciones provistas por el emisor; 2) *Restricciones Leves*: se desmejoran ligeramente ciertas variables; y 3) *Restricciones Graves*: recoge el posible efecto de una desmejora significativa de algunas condiciones.

Para la construcción primer escenario, considerando los volúmenes de venta estimados por el emisor, el margen operativo se ubicaría en 40% para el período, con una cobertura de gastos financieros en 5,17x, y cobertura del servicio de la deuda de 0,71x el último de vigencia de la emisión.

Bajo un escenario de restricciones leves, que incluye un menor crecimiento promedio de las ventas, así como un costo implícito de los fondos superior, se obtuvo una cobertura de gastos y servicio de la deuda de 3,05x y 0,47x, respectivamente a Oct2022. Por último, considerando condiciones más exigentes, tales como un crecimiento inferior en las ventas anuales, se produce una disminución de la capacidad de pago de capital e intereses, indicadores que se reducen a 1,42x y 0,26x a vencimiento.

Tabla 11. Posición en Moneda Extranjera

	Oct2014	Oct2015	Oct2016	Jul2017
Activos	721.808	872.650	1.709.690	1.768.516
Efectivo y equivalentes de efectivo	721.808	500.234	1.034.254	1.206.629
Cuentas por cobrar relacionadas	-	372.416	675.436	561.887
Depósitos en garantía	-	-	-	-
Pasivos	14.712.371	22.677.256	32.184.730	34.826.123
Cuentas por pagar proveedores	14.712.371	22.677.256	32.184.730	34.826.123
Posición en Moneda Extranjera	(13.990.563)	(21.804.606)	(30.475.040)	(33.057.606)

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

Tabla 11. Indicadores Proyectados

	<u>Oct2018</u>	<u>Oct2019</u>	<u>Oct2020</u>	<u>Oct2021</u>	<u>Oct2022</u>
Escenario Base					
Cobertura Intereses	5,03	5,28	5,04	5,42	5,17
Cobertura Servicio Deuda	0,69	0,73	0,69	0,75	0,71
Escenario Leve					
Cobertura Intereses	3,93	3,95	3,22	3,13	3,05
Cobertura Servicio Deuda	0,60	0,60	0,49	0,48	0,47
Escenario Grave					
Cobertura Intereses	2,51	2,26	1,75	1,61	1,42
Cobertura Servicio Deuda	0,45	0,41	0,32	0,29	0,26

Fuente: COPOSA – Elaboración propia

6. SUSCEPTIBILIDAD DE CALIFICACIONES

Factores futuros que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una variación de calificación:

6.1 VARIACIÓN POSITIVA

- Concreción de la expansión geográfica de las operaciones.
- Sostenimiento de los márgenes de rentabilidad.
- Generación de flujo de caja operativo durante el periodo.
- Apalancamiento estrechamente vinculado a los resultados financieros de la compañía.

6.2 VARIACIÓN NEGATIVA

- Reparto de dividendos superiores a los proyectados.
- Presiones considerables sobre la liquidez.
- Apalancamiento superior al sustentable de forma sostenida.
- Política de inversiones y aprovisionamiento de materia prima e insumos superiores a las anticipadas.

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente

CONSORCIO OLEAGINOSO PORTUGUESA, S.A. (COPOSA)**INDICADORES FINANCIEROS**

Expresado en bolívares

Cifras constantes al 31 de julio de 2017



	Oct2014	Oct2015	Oct2016	Jul2017
Liquidez y Solvencia				
Solvencia	1,8	1,9	1,9	1,3
Solvencia corriente	1,3	1,0	1,4	1,1
Liquidez Acida	1,0	0,4	0,9	0,7
Capital de Trabajo	7.002.714.494	513.202.256	12.929.769.655	6.866.155.608
Activos circulante / Activo total	57%	42%	60%	77%
Días Cuentas por Cobrar	18	11	15	7
Días Cuentas por Pagar	35	96	61	128
Días Inventarios	35	99	108	115
Ciclo operativo	53	109	122	135
Ciclo efectivo	18	14	61	7
Endeudamiento				
Pasivo Total / Patrimonio	1,30	1,07	1,12	3,06
Pasivo Total / Activo Total	0,56	0,52	0,53	0,75
Pasivo Circulante / Pasivo Total	75%	80%	80%	96%
Deuda Financiera / Pasivo Total	32,3%	14,0%	22,4%	7,2%
Deuda Financiera / Patrimonio	0,42	0,15	0,25	0,22
Deuda Financiera Neta / Patrimonio	-0,10	0,00	-0,33	-0,25
Gastos Financieros / Utilidad Operativa	0,31	0,09	0,13	0,03
Eficiencia				
Crecimiento de las Vtas (%)	-	-28,4%	34,2%	56,4%
Ventas Netas / Act. Fijo Neto Promedio (veces)	-	276,6%	317,1%	628,1%
Ventas Netas / Total Activo Promedio (veces)	-	134,3%	144,4%	131,3%
Costos / Ventas	82,8%	74,2%	67,0%	45,9%
Utilidad Bruta / Ventas Netas (%)	17,8%	26,0%	34,8%	54,5%
Utilidad en Operaciones / Ventas Netas (%)	7,6%	13,6%	21,7%	47,0%
Utilidad Neta / Ventas Netas (%)	3,5%	3,6%	13,0%	-0,6%
Margen EBITDA	11,1%	18,3%	25,3%	49,0%
Rentabilidad				
EBITDA	10.034.890.488	11.818.643.792	21.962.776.213	66.482.278.463
Utilidad Neta / Total Activo Promedio (ROA)	0,0%	4,8%	18,8%	-0,8%
Utilidad Neta / Patrimonio Promedio (ROE)	0,0%	10,5%	39,4%	-2,5%
Utilidad Neta / Total Activo (ROA)	6,44%	4,86%	15,61%	-0,63%
Utilidad Neta / Patrimonio (ROE)	14,77%	10,05%	33,03%	-2,56%
EBITDA / Total Activo Promedio (%)	0,00%	24,55%	36,57%	64,33%
EBITDA / Patrimonio Promedio (%)	0,00%	53,43%	76,64%	197,53%
Costo Implícito de la Deuda	23,70%	22,42%	27,69%	33,44%
Cobertura de Deuda				
Gastos financieros	2.096.358.961	773.246.052	2.364.850.652	2.443.793.485
Deuda Financiera Total	8.846.378.437	3.448.847.799	8.541.905.572	7.309.081.600
Corto Plazo	5.503.196.722	1.876.032.213	4.487.776.854	5.852.667.139
Largo Plazo	3.343.181.715	1.572.815.586	4.054.128.718	1.456.414.461
Deuda Neta (Deuda - Caja)	-2.072.846.035	34.377.017	-11.117.832.763	-8.132.033.633
Cobertura Intereses	4,79	15,28	9,29	27,20
EBITDA/Servicio Deuda	0,92	2,80	2,01	6,82
EBITDA/Servicio Deuda CP	1,32	4,46	3,21	8,01
EBITDA/Servicio Deuda LP	1,84	5,04	3,42	17,05
EBITDA/Servicio Deuda Neta	2,41	16,00	1,63	6,29
FCO / Servicio Deuda	1,77	2,88	1,11	-0,03
Flujo de Caja / Servicio Deuda	1,00	0,81	1,80	1,58

Esta calificación no implica recomendación para comprar, vender o mantener un título valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente