



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus valores**

A n a l i s t a s

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Compañía Agropecuaria Copeval S.A.

Junio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia Línea de bonos y bonos corporativos ¹ Línea de efectos de comercio Tendencia	BBB BBB- Nivel 2/BBB- Estable
Estados financieros	31 de marzo de 2021 ²
Antecedentes de los instrumentos	
Línea de bonos	Nº 758 de 08.08.2013
Línea de bonos Serie B (BCOPV-B)	Nº 844 de 30.11.2016 Primera emisión
Línea de bonos Serie C (BCOPV-C)	Nº 953 de 17.07.2019 Primera emisión
Línea de bonos	Nº 994 de 10.01.2020
Línea de efectos de comercio	Nº 110 de 11.03.2016

Estado de Situación Financiera Consolidado						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	mar-21
Activos corrientes	235.688.289	222.449.140	209.465.550	214.615.840	202.274.248	179.103.637
Activo no corriente	73.067.408	74.305.107	78.312.763	86.362.356	83.434.050	82.651.148
Total activos	308.755.697	296.754.247	287.778.313	300.978.196	285.708.298	261.754.785
Pasivos corrientes	146.562.902	151.551.407	181.133.571	151.527.704	136.926.593	117.239.016
Pasivo no corrientes	101.853.868	92.017.026	58.690.050	102.958.693	99.168.043	96.323.035
Total pasivos	248.416.770	243.568.433	239.823.621	254.486.397	236.094.636	213.562.051
Total patrimonio	60.338.927	53.185.814	47.954.692	46.491.799	49.613.662	48.192.734
Deuda financiera	150.852.240	138.198.192	133.835.268	153.780.745	138.260.087	136.140.727

¹ No referida a ningún instrumento en particular.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2021 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Estado de Resultados Consolidado						
M\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	Enero-Marzo 2021
Ingreso de actividades ordinarias	281.471.390	269.833.772	267.222.435	282.104.093	305.909.817	59.956.149
Costo de ventas	-258.081.569	-243.667.917	-240.773.431	-248.942.959	-269.215.948	-53.967.120
Gastos de administración	-18.588.353	-19.666.732	-17.719.969	-22.818.823	-21.831.365	-4.536.035
Resultado operacional	4.801.468	6.499.123	8.729.035	10.342.311	14.862.504	1.452.994
Costos financieros	-15.291.837	-10.779.832	-11.485.638	-12.794.956	-9.001.388	-1.940.405
Resultado del ejercicio	-6.820.363	-910.046	1.302.889	-659.102	2.233.351	-1.418.026
EBITDA	7.090.897	9.595.709	13.339.775	14.890.363	17.443.174	1.637.487

Opinión

Fundamento de la clasificación

Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval) es un distribuidor integral de insumos y servicios para el sector agrícola. Nació en 1956 y se constituyó como sociedad anónima abierta en 2003. Uno de los pilares fundamentales del negocio de la compañía es la venta a crédito por plazos equivalente a los ciclos agrícolas inherentes a la actividad de sus clientes. Actualmente cuenta con 24 sucursales ubicadas entre la Región de Atacama y la Región de Los Lagos.

Según datos de los estados financieros a diciembre de 2020, la empresa presentó ingresos por aproximadamente \$ 305.910 millones y un EBITDA de \$ 17.443 millones. Sus activos se compusieron de \$ 126.569 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, \$ 48.293 millones de inventarios y \$ 63.523 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a \$ 87.561 millones, el pasivo financiero a \$ 138.260 millones y el patrimonio a \$ 49.614 millones. Durante el primer trimestre de 2021 la compañía registró ingresos por \$ 59.956 millones y un EBITDA de \$ 1.637 millones, a marzo de 2021 la deuda financiera de la compañía alcanzaba los \$ 136.141 millones.

A juicio de **Humphreys**, ante las actuales contingencias (crisis provocada por covid-19), la compañía posee una robusta liquidez, que le permite hacer frente a sus compromisos, incluso bajo el estrés aplicado por la clasificadora. Adicionalmente, las cuentas por cobrar cuentan con seguros de créditos, lo que, en caso más extremos, permite acceder a financiamiento contra la cobranza de dichos activos. Si bien, en opinión de la clasificadora, su mercado objetivo, -sector agrícola-,

sufrió algunos efectos negativos producto de las medidas tomadas a nivel mundial como restricciones en el desplazamiento de la población, cierre de fronteras, entre otras, estas no alteraron significativamente la normalidad en las operaciones de logística y distribución de bienes; de esta forma, tanto los resultados como la recaudación de la compañía no se han visto afectados lo que permitió un desenvolvimiento relativamente normal en sus áreas de negocios.

La clasificación de los bonos corporativos de **Copeval** en “*Categoría BBB-*” y de sus efectos de comercio en “*Categoría Nivel 2*”, se respalda, principalmente, en la experiencia y conocimiento que tiene la organización respecto de su principal mercado objetivo (agricultores), lo que le ha permitido constituirse como un proveedor integral de la industria, incluyendo dentro de sus servicios el financiamiento del capital de trabajo para sus clientes. Asimismo, la empresa ha logrado establecer su liderazgo dentro de los intermediarios de insumos agrícolas en el país, con una extensa red de distribución que le otorga presencia comercial desde Copiapó hasta Puerto Varas.

Se destaca el hecho que la compañía ha revertido resultados negativos registrados en periodos anteriores, lo cual responde a las medidas implementadas por la administración tendientes a lograr mejoras a nivel operativo que le han permitido reducir costos y mejorar sus márgenes. En los hechos, en diciembre de 2020 el margen bruto sobre los ingresos alcanzó un 12,0%, muy por sobre el promedio de los últimos cinco años fue de un 9,9%, y su valor más bajo se registró en septiembre de 2018 donde llegó a un 7,0%.

Complementariamente, dado el negocio financiero implícito en las operaciones de la compañía (las colocaciones, medidas a diciembre de 2020, estuvieron en torno a los \$ 123.328 millones - deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes-), la clasificación de riesgo se respalda en la atomización de las cuentas por cobrar (colocaciones), aspecto que permite diversificar el riesgo crediticio y facilita el comportamiento estadísticamente normal de su cartera de deudores. Cabe destacar que, dada la estacionalidad del sector al que financia, sus colocaciones presentan una fuerte alza en el cuarto trimestre, mostrando un menor nivel durante el resto del año.

Dentro del proceso de evaluación, se incorpora como elemento positivo la existencia de seguros que cubren los riesgos asociados a incumplimientos por parte de los deudores del emisor y que reducen las pérdidas esperadas de la cartera crediticia. También, se reconoce como positivo la capacidad instalada con que cuenta la compañía (logística, tecnológica y organizacional) y, en particular, la habilidad logística que ha ido desarrollando y que, en parte, constituyen una barrera de entrada a nuevos operadores, y agregan valor al servicio entregado.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación, está el presentar un elevado endeudamiento, aun cuando se reconocen los esfuerzos de la compañía por reducir su deuda endeudamiento, que se refleja en un ratio pasivo exigible a patrimonio que disminuye de 5,5 veces a 4,8 entre 2019 y 2020; a lo que se agrega el traspaso de obligaciones del corto al largo plazo, descomprimiendo la liquidez de la empresa. También, se valora el hecho que su cobertura de gastos financieros ha mejorado considerablemente llegando a valores de 1,6 veces.

Con todo, la clasificación se ve afectada por el hecho que en el último lustro ha tenido tres ejercicios con resultados negativos.

Otro aspecto que afecta la evaluación es la exposición de los ingresos a la actividad agrícola, sector al cual pertenecen sus clientes, acentuado por la elevada concentración existente en la VI, VII y VIII regiones, lo cual tiene el carácter de estructural dada la definición de negocio de la empresa y la distribución de las hectáreas agrícolas en Chile. Con todo, cabe destacar en este sentido, que la variedad de cultivos de sus clientes, el aumento de la diversificación geográfica de los últimos años y las expectativas de crecimiento del sector silvoagropecuario -dado el posicionamiento de Chile como exportador de los productos provenientes de esa industria-, atenúan en cierta medida el riesgo intrínseco del sector donde opera la compañía.

Se agrega también al análisis, el hecho de que parte importante tanto de los ingresos y como el nivel de margen de la compañía se concentra en las ventas de fitosanitarios y fertilizantes, mostrando mayor exposición a las condiciones de comercialización que ambos rubros presenten en sus respectivos segmentos de mercado. Junto con lo anterior, dado que las cuentas por cobrar actualmente representan alrededor del 45% de los activos³, la categoría de riesgo asignada considera los riesgos propios de la actividad financiera (calce de plazos e incobrabilidad, entre otros) y las restricciones de financiamiento que podría tener **Copeval** para apoyar y desarrollar el negocio financiero implícito en su actividad comercial, en particular en épocas de crisis y de endurecimiento del crédito bancario. Todo ello sin desconocer que la compañía cuenta con seguros y mecanismos de mitigación de riesgos.

Adicionalmente, la capacidad de pago de la deuda corporativa del emisor se ve negativamente afectada producto de la venta de cartera de cuentas por cobrar en un proceso de securitización vigente. La operación implica transferir a un patrimonio separado un *stock* de cuentas por cobrar de adecuada calidad; en caso de deterioro en la calidad de la misma, **Copeval** debe traspasar nuevos activos al patrimonio separado, incrementando el riesgo relativo de su propia cartera y, por lo tanto, afectando el riesgo de los acreedores que no participan de la securitización, entre

³ Vale agregar que este porcentaje es variable en el tiempo.

ellos los tenedores del bono corporativo. En definitiva, el riesgo global del emisor no se distribuye uniformemente entre el bono securitizado y sus restantes obligaciones. Cabe señalar que la clasificadora trabajó con información proporcionada por la compañía en la que se volverá a securitizar parte de la cartera, por un monto cercano a los US\$ 25 millones, en donde su cartera securitizada llegaría a cerca de un 70% de su cartera.

También, dentro de una perspectiva de largo plazo, la categoría asignada incorpora la posibilidad de acceso de los clientes a otras fuentes de financiamiento, lo que debilitaría la posición competitiva de la compañía, la intensificación de la competencia tanto en las regiones donde se ubica y a un eventual proceso de consolidación de los agricultores.

Por su parte, la clasificación de solvencia de la empresa se califica en "Categoría BBB", superior a lo asignado a las líneas de bonos y bonos corporativos, en tanto, la línea de efecto de comercio, para títulos de corto plazo, se clasifican en "Nivel 2" dado que la estructuración financiera de la compañía da soporte adicional a su liquidez. Por su parte, la tendencia se clasifica en "Estable" por cuanto no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Atomización de deudores y clientes.

Fortalezas complementarias

- Elevada masa de clientes (y potenciales deudores).
- Proveedor integral del sector agrícola con adecuada capacidad logística.

Fortalezas de apoyo

- Existencia de seguros que reducen la pérdida de la cartera crediticia.
- Experiencia y liderazgo en el sector.

Riesgos considerados

- Necesidad de reducir costeo de fondos y aumentar márgenes vía economías de escala (riesgo medio).
- Concentración sectorial y geográfica de sus ingresos (riesgo difícil de evitar, dada la estructura del mercado).
- Mayor acceso de clientes a otras fuentes de financiamiento (riesgo poco probable en el corto plazo).
- Consolidación de clientes y consecuente aumento en el poder de negociación (riesgo de baja probabilidad de manifestarse en corto plazo).
- Riesgos propios del negocio financiero (acotado por una adecuada administración financiera).
- Efectos de securitización (riesgo que se manifiesta fuertemente en épocas de crisis financiera del emisor).

Hechos recientes

Diciembre 2020

Durante 2020 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 305.910 millones lo que representó un crecimiento de 8,4% respecto al año anterior, explicado en parte por el mayor tipo de cambio y mejor desempeño en el área de venta de la compañía. Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 269.216 millones, lo que significó un aumento de 8,1% en relación al año previo, provocando un aumento del margen bruto de 10,7%.

Los gastos de administración sumaron \$ 21.831 millones en el período, en comparación con los \$ 22.819 millones de 2019, representando una disminución de 4,3%.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 14.863 millones, registrando un incremento de 43,7% en relación al año 2019. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 17.443 millones, lo que significó un aumento de 17,1% comparado con el año anterior. Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 2.233 millones.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 126.569 millones lo que representó una variación negativa de 8,3% respecto a 2019; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 138.260 millones y \$ 49.614 millones, respectivamente, con variaciones de -10,1% y 6,7%.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de largo plazo)

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.

(-) Para aquellos títulos de deuda con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Definición Categoría Nivel 2 (N-2) (títulos de deuda de corto plazo)

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.

Oportunidades y fortalezas

Proveedor integral: La empresa, junto con el negocio tradicional de abastecimiento de insumos agrícolas, ha incorporado múltiples servicios a sus clientes, tales como distribución de maquinarias agrícolas, comercialización de alimentos para animales, venta de combustibles, capacitación agrícola y agente operador CORFO, entre otros. Todo ello, sumado al financiamiento entregado a sus clientes, permite, por un lado, aumentar la fidelidad de estos y, por sobre todo, desarrollar una capacidad logística que contribuye a agregar valor a su propuesta comercial (en particular a agricultores pequeños y medianos) y, en términos moderados, a generar barreras de entradas a nuevos partícipes.

Experiencia y liderazgo: La empresa lleva operando más de 60 años en el sector, habiendo enfrentado con éxito diversos escenarios adversos, tanto para la economía en general como para el sector agrícola en particular. Actualmente es el líder en ventas de su industria, superando en 1,8 veces los ingresos de su más cercano competidor, según datos a diciembre de 2020. Este liderazgo facilita el acceso a economías de escala y mejora su poder de negociación con sus proveedores, incrementando la competitividad de la empresa (dado lo reducido de los márgenes dentro de la industria).

Atomización de la cartera de clientes y de deudores: Durante 2020 la empresa atendió a 45.722 clientes (40.087 en 2019) y su cartera de cuentas por cobrar se distribuyó en 7.792 deudores. Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, sumaron 597 clientes que, en promedio, generaron ingresos del orden de \$ 206 millones anuales cada uno, cifra que representó el 40,3% de los ingresos totales del año 2020. La masa de clientes y deudores, por la ley de los grandes números, facilita el comportamiento normal de la cartera, pero dentro de lo esperable en el sector agrario (ya que existe correlación entre ellos).

Seguros asociados a los créditos: La cuentas por cobrar de la compañía cuentan con seguros de crédito con Compañía de Seguros Avla. Estos seguros deben renovarse cada uno o dos años, tienen deducibles y su pago está sujeto a que los créditos se hubiesen otorgado bajo parámetros preestablecidos. Si bien la política de la compañía es asegurar las ventas a crédito, por lo que antes del vencimiento de la póliza debe proceder a un nuevo proceso de renovación o contratación según corresponda.

Factores de riesgo

Concentración sectorial y zonal: Dada la definición de negocio de **Copeval**, sus ventas se concentran en el sector agrícola -considerado de elevado riesgo- y, dada la distribución geográfica de esta actividad, en las regiones VI, VII y VIII, que representan en torno al 62% de sus ingresos

(las regiones en donde opera **Copeval** representan el 76%⁴ del PIB agropecuario-silvícola nacional). El riesgo sectorial se atenúa por la diversidad de cultivo de los clientes y las operaciones en particular, en algunos casos, por la entrega de los productos físicos.

Concentración de productos: Sin desconocer la variedad de servicios y líneas de productos que **Copeval** ofrece a sus clientes, dada la necesidad de los mismos, aún alrededor del 59% de los ingresos se generan por la venta de fertilizantes y agroquímicos, riesgo que es estructural al negocio.

Riesgos del negocio crediticio: La forma de operar de la empresa conlleva los riesgos propios de la actividad financiera: calce de plazos, incobrabilidad, concentración sectorial y necesidad de un eficiente manejo del capital de trabajo. El riesgo de incobrabilidad se ve atenuado por la existencia de un seguro de crédito. En opinión de **Humphreys**, la actividad crediticia es un factor relevante en el modelo de negocios de **Copeval**, por lo cual un desafío importante para la empresa es poder acrecentar sus fuentes de financiamiento, reducir el costo de fondeo y proveerse de una adecuada liquidez, en particular para períodos en que la banca restringe los créditos. Por otra parte, no se puede desconocer lo sensible que pueden ser los riesgos operativos dentro del negocio financiero y, por ende, la necesidad de mantener modernos y adecuados sistemas de control.

Mayor acceso a fuentes de financiamiento de clientes: Dado que una de las principales fortalezas del negocio radica en la capacidad de la empresa para otorgar créditos o líneas de operación en la venta de insumos a sus clientes, la sociedad podría ver debilitada su posición competitiva en la medida que estos incrementen su acceso a otras fuentes de financiamiento, ya sea por políticas de fomento del gobierno, una mayor bancarización del sector, instalación de bancos especialistas y/o la bolsa agrícola (este factor incrementa la necesidad de mejorar el costo de financiamiento). Con todo, se reconoce que en la actualidad el sector agrícola, en especial el pequeño y mediano agricultor, tiene dificultades para acceder a un financiamiento expedito y recurrente en las fuentes tradicionales.

Exposición a eventuales nuevos operadores: Sin perjuicio del *know how* que requiere el negocio de distribución (en especial el logístico), no se evidencian barreras de entrada relevantes que inhiban el ingreso de nuevos operadores, ya sea directamente o por medio de adquisición de empresas ya existentes. A esto, aunque con menor probabilidad de ocurrencia, se une la posibilidad de crecimiento de los competidores “especialistas” (enfocados en un rubro específico, en una región o tipo de producto agrícola) que podrían concentrar sus esfuerzos en nichos y afectar algunas líneas de negocio, sin embargo, se ha visto que, en los últimos años, han desaparecido algunos “especialistas”. En contraposición, se debe señalar que la industria ya ha ido

⁴ Al año 2018.

experimentando un proceso de mayor consolidación (absorciones) y, por lo tanto, en alguna medida, ésta ha podido ser internalizada por los distintos operadores.

Efectos del proceso de securitización: El proceso de securitización, por su operatividad, privilegia el aporte de las cuentas por cobrar para respaldar los bonos securitizados en desmedro de los acreedores directos de la empresa (ya que los activos de respaldo deteriorados deben ser remplazados por otros de mejor calidad crediticia). En la práctica el riesgo asociado a las cuentas por cobrar no se distribuye uniformemente entre bonistas securitizados y otros acreedores, dejando a los segundos subordinados respecto de los primeros. A diciembre de 2020 la cartera securitizada ascendía a \$ 46.831 millones, el 34% del total. Se espera que la cartera securitizada sea de un 70% de la cartera total, producto de un nuevo bono que emitirá la compañía durante 2021.

Antecedentes generales

La compañía

Copeval es una empresa con más de 60 años de trayectoria, constituida inicialmente como cooperativa y transformada en sociedad anónima abierta en septiembre de 2003. Su actividad se inició en San Fernando, ciudad donde hasta la fecha se encuentra su casa matriz.

Desde su origen, el objeto de la sociedad fue atender al sector agrícola; en una primera etapa a sus cooperados y, posteriormente, ya constituida como sociedad anónima, a todo el rubro, iniciando un agresivo plan de expansión que implicó en el lapso de diez años lograr cubrir desde Copiapó a Puerto Varas, con 27 sucursales y tres centros de distribución.

Junto con el aumento de la cobertura territorial, el emisor desarrolló una estrategia para convertirse en un proveedor múltiple que, además de la amplia gama de productos agrícolas, ha incorporado en sus servicios alimentos para animales, servicio de secado, almacenaje y comercialización de granos, comercialización de maquinarias agrícolas, riesgo tecnificado y servicio de transporte y logística, entre otros.

En la actualidad, la sociedad cuenta con más de 997 empleados y más de 40.000 clientes, disponiendo para su atención una capacidad de almacenamiento⁵ de 150.000 mt², flota propia de camiones y apropiada tecnología para apoyar sus operaciones.

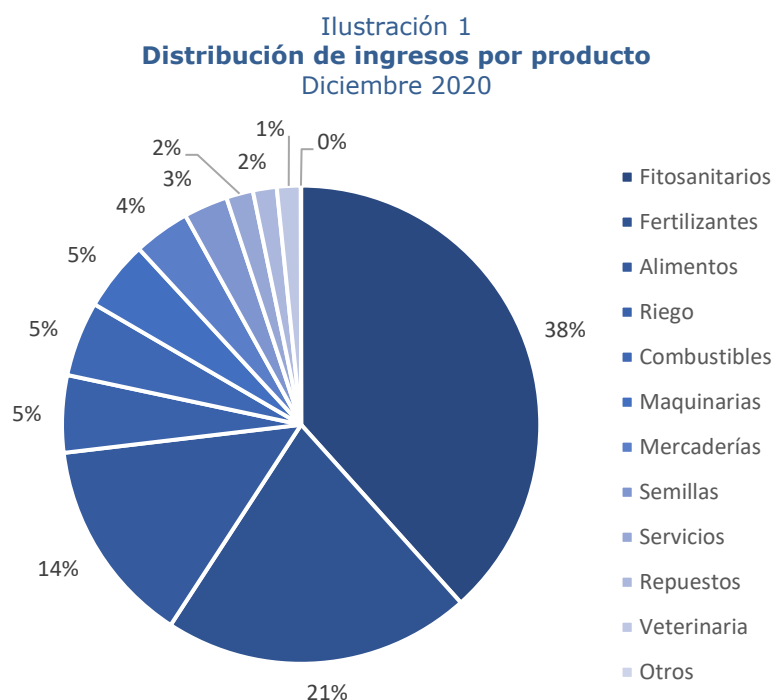
Copeval es un *holding* conformado por las siguientes filiales:

⁵ Incluyendo bodegas arrendadas en puerto.

Sociedad	Objeto	Participación
Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (matriz)	<ul style="list-style-type: none"> Distribución de insumos y maquinaria agrícola Servicios asociados 	-
Copeval Servicios S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Servicios logísticos 	99,90%
Copeval Agroindustrias S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Fabricación de productos de alimentación animal Servicios de secado, almacenaje y comercialización de granos 	99,98%
Copeval Capacitación S.A.	<ul style="list-style-type: none"> Capacitación interna y a clientes 	99,90%

Composición de los flujos

Los ingresos de la compañía se generan, principalmente dentro de la principal línea de negocios, distribución de agro-insumos, destaca la comercialización de fitosanitarios, fertilizantes y alimentos, cada uno con una participación dentro de los ingresos de 2020 de 38%, 21% y 14%, respectivamente.

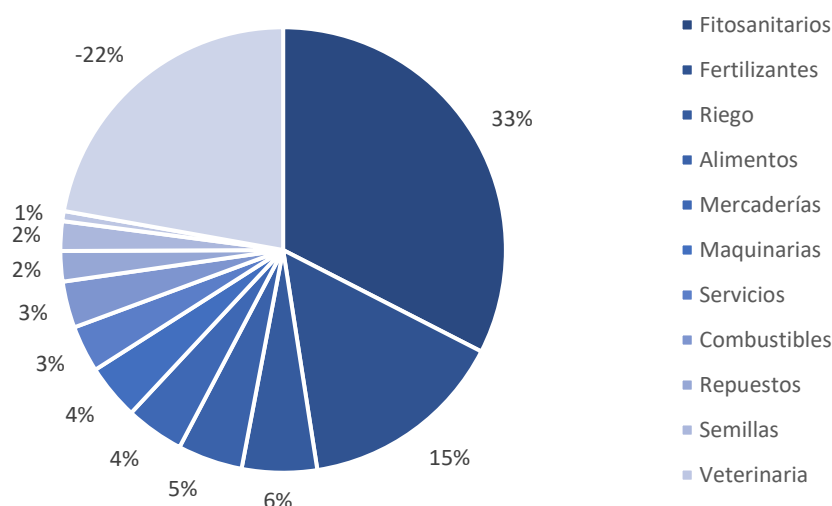


Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y VIII Región (62,3% del total de 2020), producto de la fuerte actividad agrícola de esas localidades. Las dos primeras son sus zonas de operación históricas. La estrategia de la compañía apunta a abastecer y desarrollar sus actividades

en toda la zona agraria de Chile, lo que ha conseguido, dado que tiene presencia en cerca del 95% de las zonas cultivadas, con presencia entre Copiapó y Puerto Varas.

Por su parte los márgenes se componen principalmente por fitosanitarios y fertilizantes, los que concentran el 48% del total, como se puede observar en el gráfico, y en menor medida riego y alimentos.

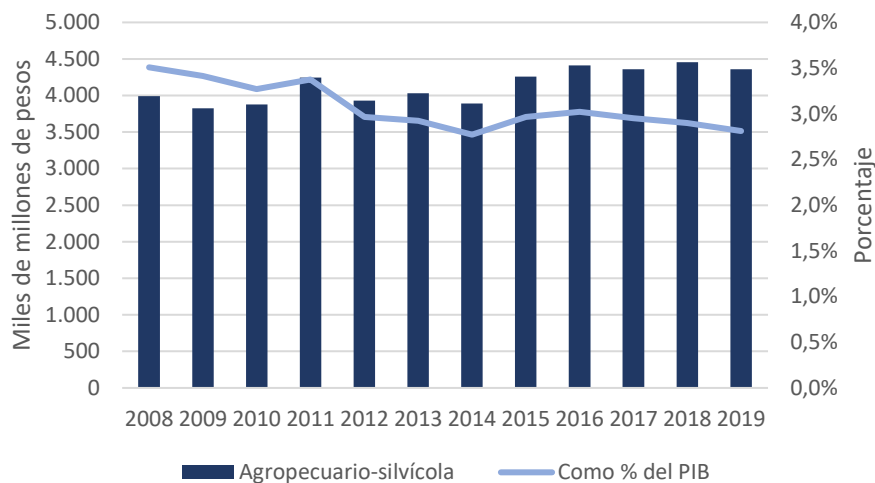
Ilustración 2
Distribución del margen por producto
Diciembre 2020



El mercado

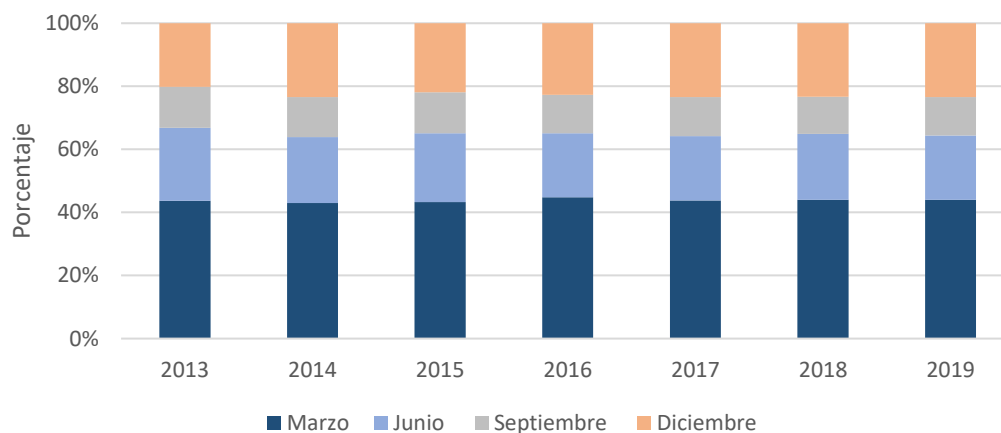
La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del Producto Interno Bruto (PIB) nacional de 2019, tuvo una participación cercana al 3,0% y sus actividades se concentran en la zona centro-sur del país y en el primer trimestre de cada año, lo que refleja la estacionalidad del rubro. No se espera que estas características se modifiquen en el mediano plazo.

Ilustración 3
Evolución del PIB Agropecuario-silvícola
(Como % del PIB total)



La estacionalidad de la actividad silvo-agropecuaria se refleja en los datos que se muestran en el siguiente cuadro, en donde se aprecia que en el primer trimestre de cada uno de los últimos cinco años se ha generado entre el 43,0% y 44,8% del PIB del sector.

Ilustración 4
Evolución del PIB silvo-agropecuario por trimestre
2013-2019



Junto con la estacionalidad, otra característica que distingue al PIB del rubro es su marcada concentración geográfica, particularmente en las regiones VI, VII y VIII, que tienen una importancia cercana al 49,2%.

En el siguiente cuadro se muestra la distribución del PIB silvo-agropecuario, por región y para los últimos cuatro años.

Tabla 1
Distribución del PIB silvo-agropecuario
(2014-2018)

Región	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
XV	1,19%	1,35%	1,31%	1,30%	1,29%
I	0,06%	0,06%	0,06%	0,10%	0,10%
II	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%	0,06%
III	1,72%	1,68%	1,78%	1,42%	1,28%
IV	6,21%	6,28%	6,81%	6,74%	6,53%
V	10,41%	10,65%	11,26%	11,48%	10,60%
RM	11,80%	12,02%	12,12%	12,35%	12,04%
VI	20,78%	20,29%	20,74%	19,77%	20,11%
VII	13,40%	14,32%	14,33%	14,61%	15,37%
VIII	13,25%	13,55%	13,02%	13,08%	13,73%
IX	8,46%	8,48%	7,70%	7,68%	7,67%
XIV	5,03%	4,79%	4,22%	4,42%	4,43%
X	6,42%	5,44%	5,63%	5,93%	5,77%
XI	0,36%	0,32%	0,35%	0,40%	0,37%
XII	0,83%	0,70%	0,61%	0,64%	0,65%

En general, todos los operadores de la industria enfrentan una demanda de similares características, con el atenuante que aquellos menos especializados (o con más variedad de servicios, clientes y segmentos específicos) pueden propender a una mayor estabilidad mensual de sus ingresos y reducir su exposición a una región en particular, todo ello dentro de las restricciones que impone su mercado objetivo.

Por parte de la oferta, en términos de ventas, la industria es liderada por **Copeval**, teniendo como segundo actor a Coagra que también ofrece una amplia gama de servicios a sus clientes. En este rubro coexisten también empresas focalizadas en zonas específicas.

Líneas del negocio

Copeval se dedica principalmente a la comercialización y distribución de insumos y maquinaria agrícola para el sector agropecuario nacional con más de 60 años de trayectoria. Para realizar sus

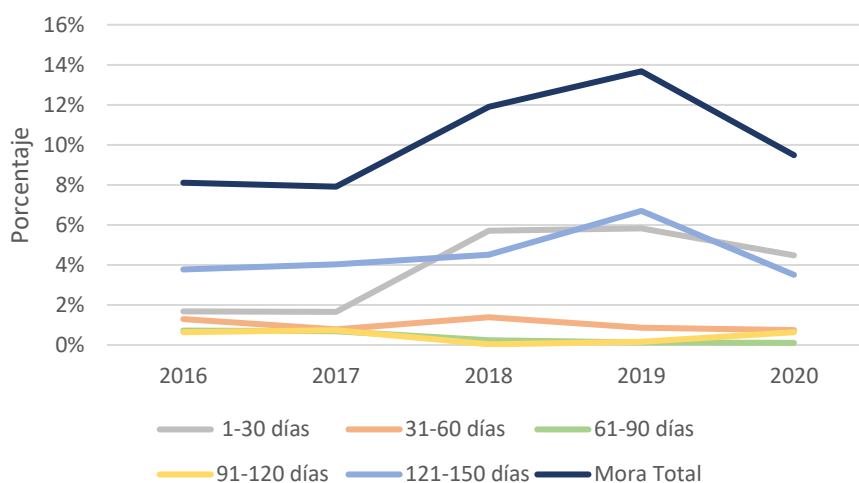
operaciones, la compañía cuenta con una amplia red de distribución y con un modelo de atención a todo tipo de agricultores, tanto multi-rubro como multi-tamaño.

La oferta integral de insumos agrícolas y la destacada cobertura geográfica que tiene la compañía se debe a la logística de la red de distribución que permite ofrecer una variada gama de productos, conformada por más de 60.000 artículos agrupados en varias líneas de negocios, atendiendo anualmente a más de 40 mil clientes. De esta forma, **Copeval** vende los insumos a un plazo similar al del ciclo agrícola de sus clientes, financiando así el capital de trabajo de éstos y, por ende, asumiendo los riesgos propios de un préstamo. Dado ello, la compañía ha elaborado políticas de créditos y de cobranza que son monitoreadas permanentemente por un comité de crédito quienes, además de presentar conocimiento de su segmento de mercado objetivo, se apoyan en herramientas computacionales desarrolladas para estos fines y en la labor de la gerencia de contraloría.

Copeval se organiza en tres áreas, que atienden las distintas necesidades de sus clientes. Estas áreas (divisiones) de negocio son: distribución de agro-insumos, servicios y agroindustrial.

En el gráfico siguiente se muestra el comportamiento de la cartera para los últimos cinco ejercicios anuales. Cabe destacar que la cartera crediticia del emisor cuenta con seguros de créditos de la compañía Avla, siendo habitual la contratación de este tipo de pólizas.

Ilustración 5
Evolución de la cartera morosa
2018 - 2020



En cuanto a la provisión de cuentas por cobrar, la compañía ha desarrollado un modelo a través de la determinación de tasas de pérdidas esperadas que reconocen el deterioro del activo durante

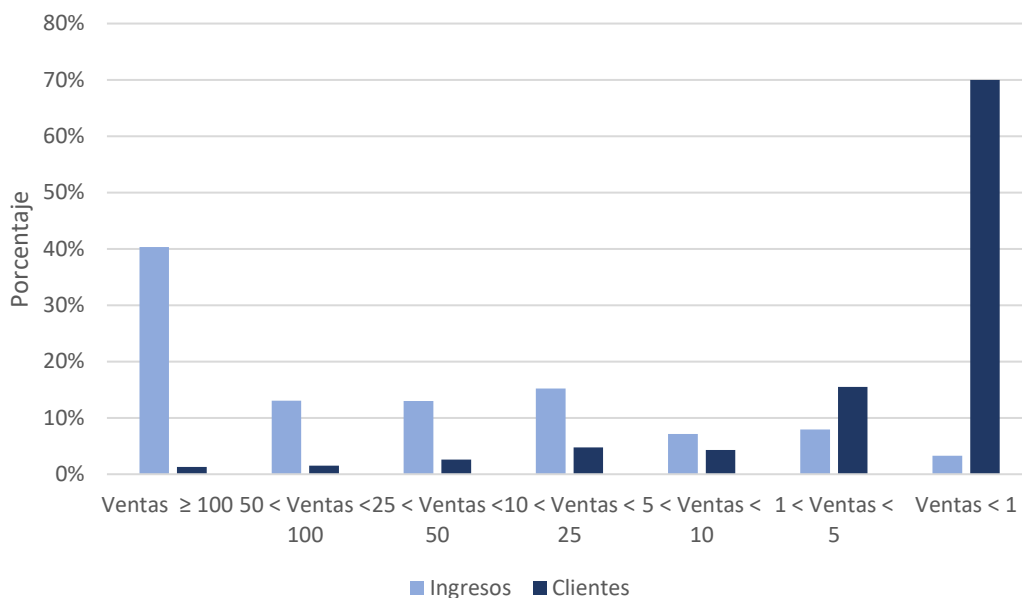
la vigencia de la cuenta por cobrar. El modelo se ha desarrollado sobre la base de información histórica de la cartera de cuentas por cobrar, aplicando aspectos cualitativos.

Administración y características del negocio

Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por cerca de 40 mil clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras⁶.

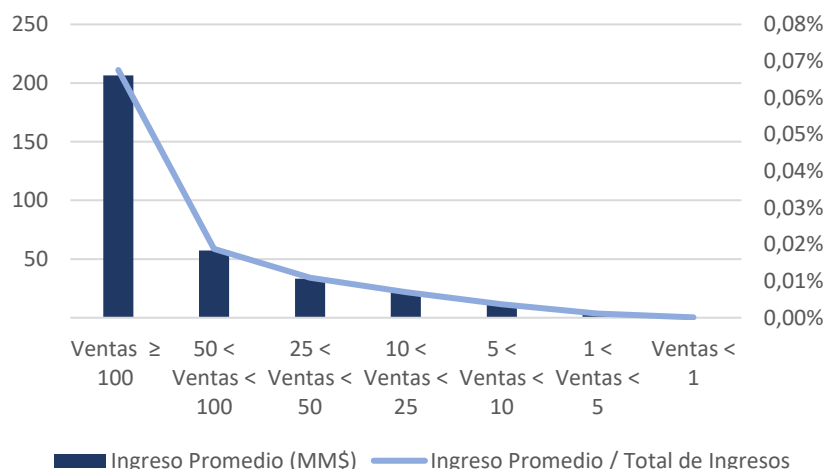
Ilustración 6
Distribución ingresos y clientes
(Como % del PIB total)



De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 47,8% de los ingresos de la compañía y el 1,1% del número de clientes; no obstante, dada la amplia masa comercial de **Copeval** este porcentaje está adecuadamente atomizado.

⁶ Esta cifra cambia según la temporada.

Ilustración 7
Ingresos promedio 2020
(Como % del PIB total)



Se observa que los principales clientes, en promedio, generan ingresos anuales de \$ 206 millones, lo que representa en torno al 0,1% del total de ventas anuales de **Copeval**.

En general, dentro de las restricciones propias de segmento de mercado objetivo, los clientes del emisor muestran diversidad de tamaño, son multi-rubros, tienen necesidades de insumos estacionales y requieren financiamiento de capital de trabajo recurrente.

Políticas de abastecimiento e inventarios

Dentro de los proveedores de **Copeval** se encuentran empresas de envergadura en sus respectivos mercados, entre ellos: Esmac, Anasac, Bayer y CNA.

En los agroquímicos la compra es a 130 días en promedio (pesos y dólares). La compra de estos insumos se planifica anualmente, dividido en meses y por proveedor y de acuerdo con las variaciones que pudiesen existir en factores climáticos y/o de mercado.

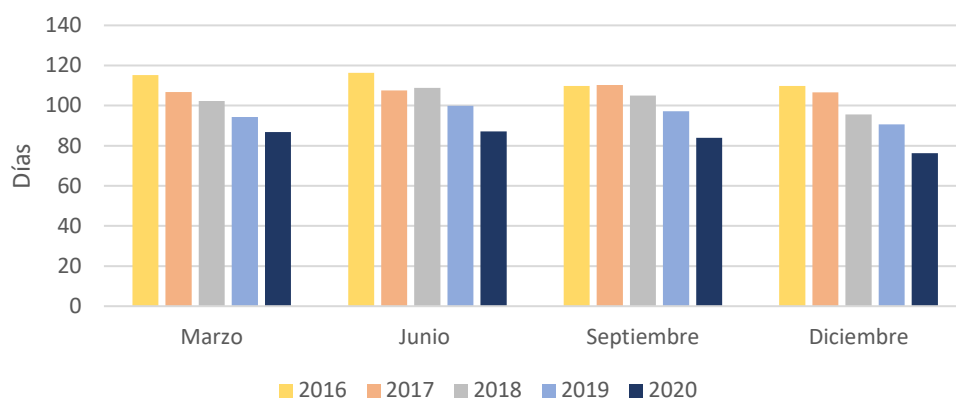
En el caso de los fertilizantes, se realiza una compra calzada a proveedores nacionales e importaciones directas. Para semillas se tienen plazos similares, pero el crédito de los proveedores es solamente en pesos. En maquinarias se realizan importaciones directas con carta de crédito y crédito del proveedor en moneda extranjera. Con los proveedores más importantes en volúmenes crediticios, **Copeval** tiene asignadas líneas de crédito.

Para los otros rubros ferretería, combustible, riego, alimentos, productos veterinarios y repuestos la compra es corta, entre 30 y 60 días en pesos y 30 y 90 días en moneda extranjera. No se trabaja en exclusividad y la política de inventarios depende de las características de cada producto,

donde el más corto es alimentos por ser perecible (30 días) y el más largo es repuesto por su baja rotación (180 días).

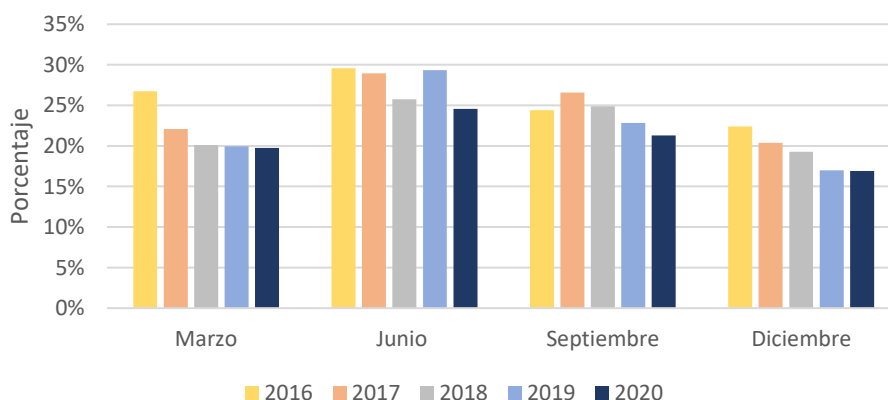
Hasta el tercer trimestre de 2018 la permanencia de inventarios, medida según información de los estados financieros, fue sobre de los 100 días. Posterior a ese periodo, se ha logrado reducir bajo los 90 días para el periodo 2020, impulsado principalmente por las mejoras en el sistema de compras de la compañía y en la búsqueda de mejores líneas de productos.

Ilustración 8
Promedio días de inventario
2016 - 2020



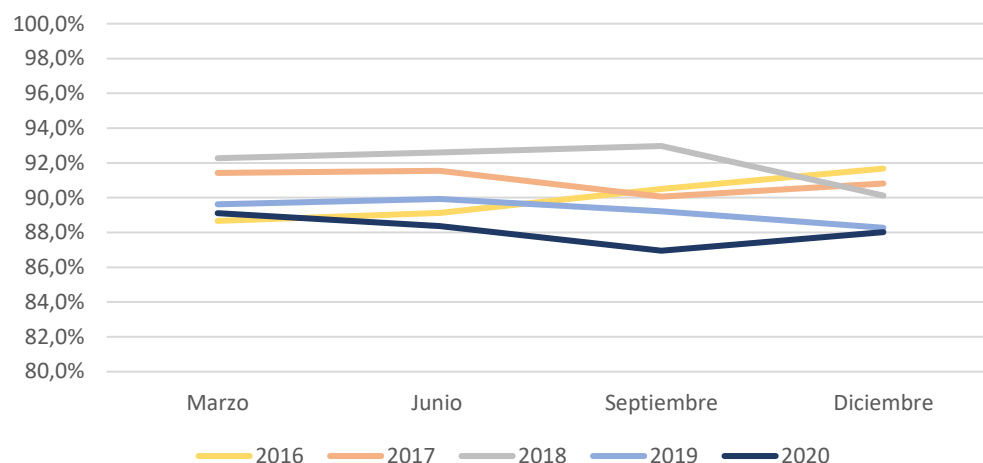
Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 16% y 30% del total de activos en los últimos cinco años.

Ilustración 9
Inventarios sobre activos
2016 - 2020



Los márgenes globales con que opera la compañía, medido como la relación entre costos e ingresos, fluctúa entre el 87% y 93%, en donde se ve una reducción en el periodo 2020, producto del cambio de imagen que ha impulsado la nueva administración.

Ilustración 10
Costos sobre ingresos
2016 - 2020



Análisis financiero⁷⁸

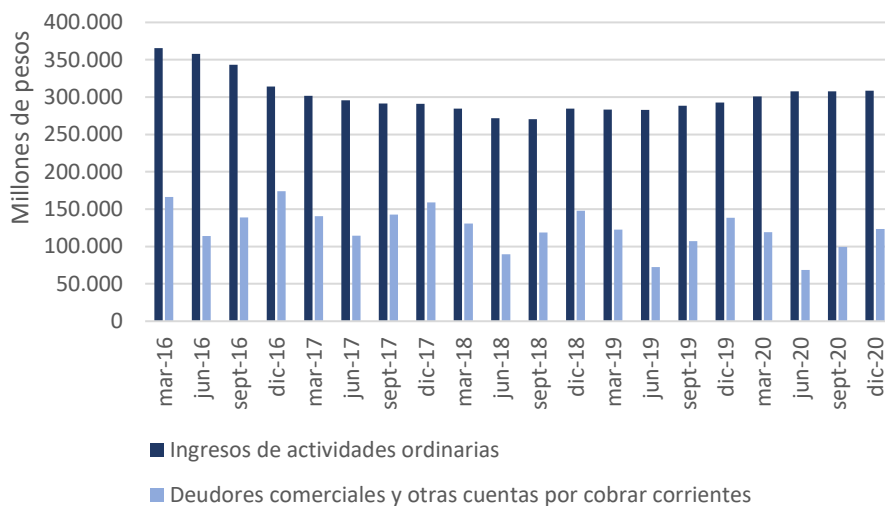
Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

El nivel de ingresos anualizado de la compañía decayó entre 2016 y septiembre de 2018, producto de diversos factores. Sin embargo, a partir de diciembre de 2018 se observa una mejora, alcanzando a diciembre de 2020 ingresos ordinarios por \$ 308.629 millones (aún bajo a lo alcanzado en 2016, cuando llegó a los \$ 365.440 millones). En cuanto a las colocaciones se ve la volatilidad que representan en los periodos analizados principalmente explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en diciembre de 2020 colocaciones por \$ 123.328 millones (11% inferior a 2019).

⁷ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl.

⁸ Las cifras de resultados trimestrales son móviles (12 meses).

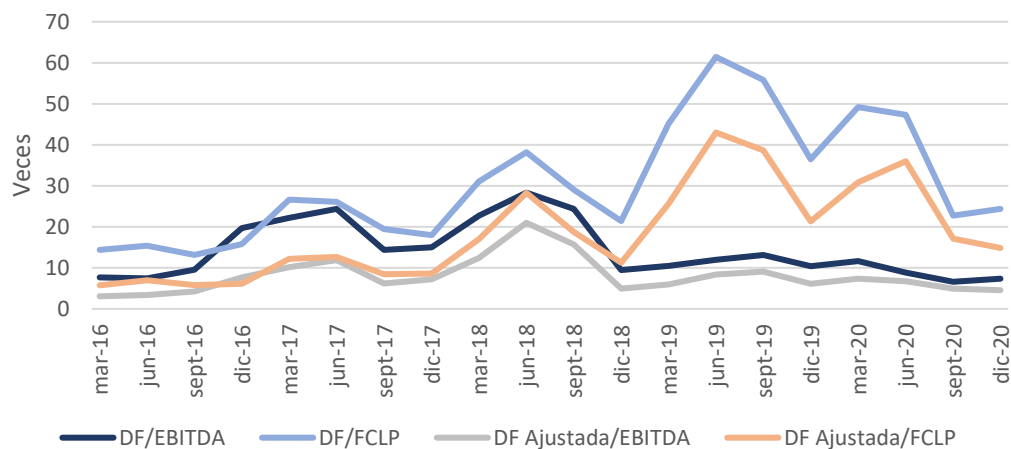
Ilustración 11
Evolución ingresos y cuentas por cobrar
2016 - 2020



Endeudamiento

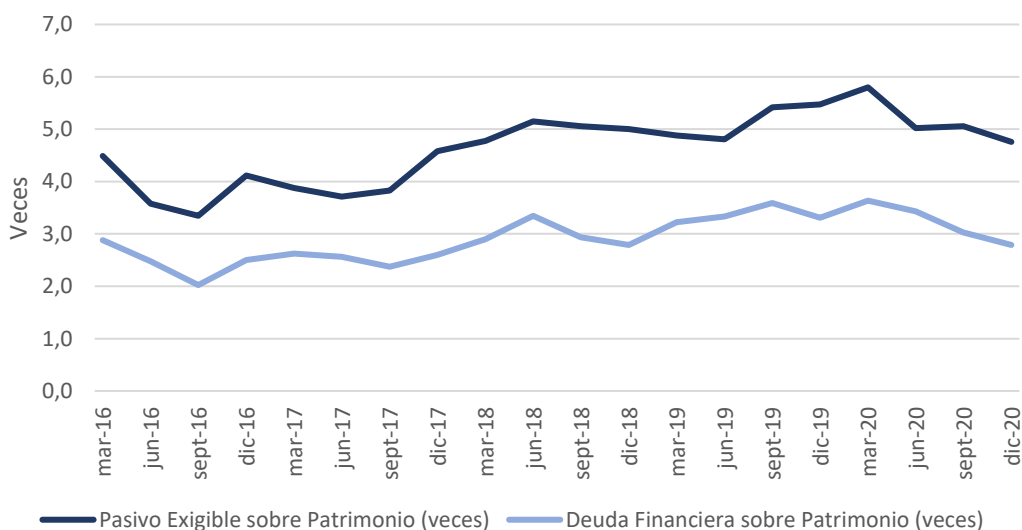
El endeudamiento financiero de la compañía muestra un comportamiento similar al evaluarlo con respecto al EBITDA y al FCLP de la compañía, con una clara tendencia al alza a partir del año 2017. Sin embargo, se pueden apreciar los esfuerzos de la compañía por reducir su deuda financiera en los últimos periodos, no obstante, la relación de esta sobre EBITDA o sobre FCLP registra índices elevados, siendo 14,9 veces en el primer caso y 24,4 veces en el segundo, de acuerdo con la última observación. Sin embargo, en el análisis debe incluirse el hecho que la empresa implícitamente participa del negocio financiero, por lo tanto, parte de sus obligaciones de ese tipo serán cubiertas con las cuentas por cobrar; dado ello se ajusta la deuda financiera de la compañía, evidenciándose una reducción importante en los niveles de deuda relativa (tal como se ilustra en el gráfico siguiente).

Ilustración 12
Evolución de la razón de endeudamiento
2016 – 2020



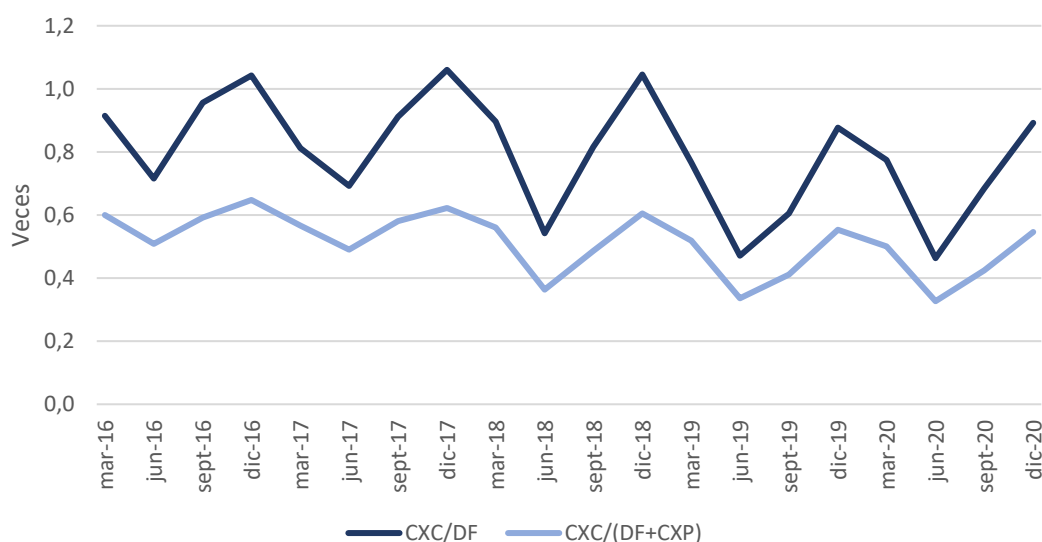
En la ilustración siguiente se puede apreciar como la deuda financiera y el pasivo exigible se incrementan a una tasa mayor que el patrimonio de la sociedad; pese a que en septiembre de 2016 se produce un aumento de capital que favoreció la posición patrimonial, pero que no pudo compensar las bajas que experimenta el patrimonio en los años siguientes. a raíz de los resultados negativos. Con todo, a partir de 2020, se observa una baja en el endeudamiento relativo medido en relación con la base patrimonial.

Ilustración 13
Evolución de la razón de endeudamiento
2016 – 2020



Otra forma de medir el nivel de endeudamiento relativo de la compañía es contrastarlo con las colocaciones de la misma, por cuanto parte importante de estos pasivos se demandan para financiar la actividad crediticia. En líneas generales, se observa que esta relación ha mostrado una tendencia a la baja en el período de análisis, siendo en los últimos años mayores los pasivos financieros que las cuentas por cobrar de la empresa. Si además se considera que se debe responder a los acreedores (aunque también se cuenta con el efectivo) el indicador evidencia aún más un déficit, lo cual debiera ser cubierto con el EBITDA de la sociedad.

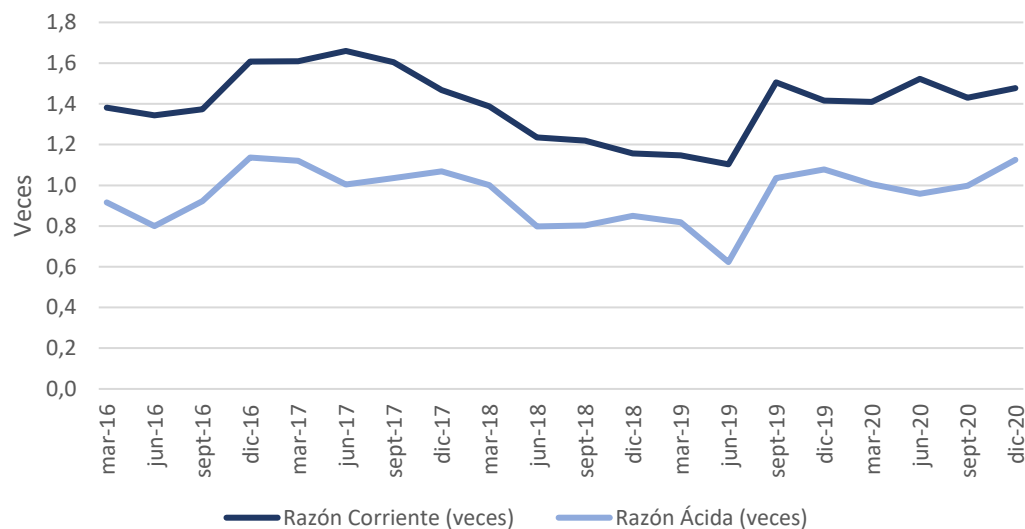
Ilustración 14
Evolución de la razón de endeudamiento
2016 – 2020



Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha presentado consistentemente un valor superior a una vez con un comportamiento más bien estable en los dos últimos ejercicios anuales, situándose en torno a las 1,48 veces a diciembre de 2020. Si consideramos un indicador más exigente, como la liquidez ácida, esta ha tenido un comportamiento variable, situándose en algunos periodos por bajo la unidad. Esto último es relevante por la necesidad que la compañía sea capaz de enajenar sus inventarios para responder adecuadamente a las obligaciones de corto plazo con sus recursos disponibles de más fácil realización.

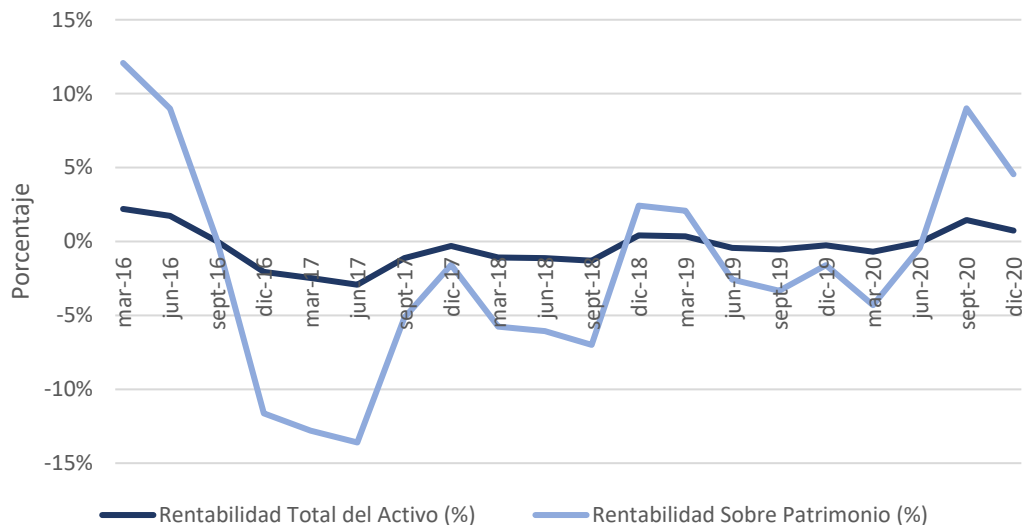
Ilustración 15
Evolución razón circulante y ácida
2016 – 2020



Rentabilidad

La rentabilidad sobre el patrimonio ha presentado una volatilidad importante, principalmente por la variabilidad de los resultados de la empresa en algunos periodos. En ese rango de fechas y medido como año móvil, la rentabilidad del patrimonio ha promediado -1,8%. Por otra parte, la rentabilidad del activo alcanzó un promedio de -0,4%. A diciembre de 2020 fueron de 4,6% y 0,7% respectivamente. Estos niveles se fundamentan en los resultados positivos que la empresa ha presentado en el último periodo.

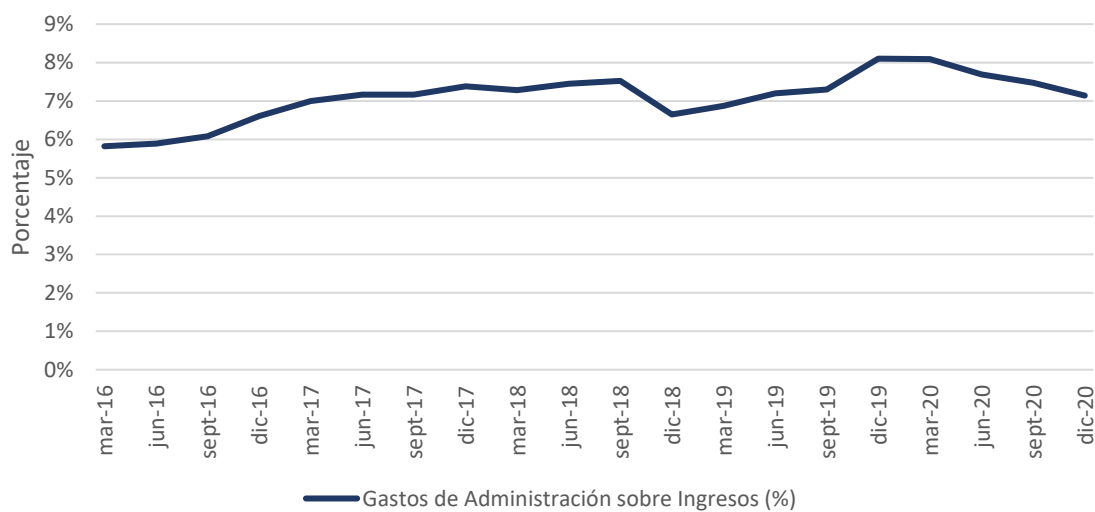
Ilustración 16
Evolución rentabilidad
2016 – 2020



Eficiencia

La eficiencia de la compañía, medida como gastos de administración sobre ingresos de explotación, se ha mantenido estable en una banda entre un 6% y un 8%. La razón de eficiencia de la compañía a diciembre de 2020 es de 7,1%.

Ilustración 17
Evolución gastos de administración sobre ingresos
2016 – 2020



Covenants

Para los bonos vigentes, **Copeval** se ha comprometido a mantener los siguientes resguardos financieros:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	dic 2020
Endeudamiento total	Menor a 6,33 veces	4,76 veces
Endeudamiento financiero neto	Menor a 4,20 veces	2,39 veces
Patrimonio mínimo	UF 1.000.000	UF 1.706.677
Activos libres de gravámenes	Mayor o igual a 1,3 veces	2,12 veces

Ratios Financieros

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020
Liquidez (veces)	1,10	1,11	1,12	1,15	1,15
Razón Circulante (Veces)	1,61	1,47	1,16	1,42	1,48
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,58	1,46	1,15	1,41	1,47
Razón Ácida (veces)	1,14	1,07	0,85	1,08	1,12
Rotación de Inventarios (veces)	3,33	3,42	3,82	4,03	4,79
Promedio Días de Inventarios (días)	109,75	106,63	95,55	90,56	76,26
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,81	1,83	1,93	2,11	2,50
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	202,12	199,52	189,55	172,94	145,85
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,80	2,47	2,46	2,76	3,06
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	130,15	147,73	148,07	132,42	119,24
Diferencia de Días (días)	-71,97	-51,79	-41,47	-40,52	-26,62
Ciclo Económico (días)	-181,73	-158,42	-137,02	-131,09	-102,88
Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020
Endeudamiento (veces)	0,80	0,82	0,83	0,85	0,83
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,12	4,58	5,00	5,47	4,76
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,44	1,65	3,09	1,47	1,38
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	19,71	14,99	9,45	10,42	7,40
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,05	0,07	0,11	0,10	0,14
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,73%	56,74%	55,81%	60,43%	58,56%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,72	-0,35	-0,06	-0,24	0,34
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020
Margen Bruto (%)	8,33%	9,18%	9,88%	11,73%	11,99%
Margen Neto (%)	-2,41%	-0,34%	0,46%	-0,27%	0,72%
Rotación del Activo (%)	91,94%	90,33%	93,60%	94,62%	108,02%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-2,07%	-0,30%	0,42%	-0,26%	0,74%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-2,06%	-0,30%	0,42%	-0,26%	0,74%
Inversión de Capital (%)	103,82%	113,03%	123,28%	143,18%	128,03%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,19	3,78	9,51	4,51	4,72
Rentabilidad Operacional (%)	1,52%	2,23%	4,12%	4,01%	5,44%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-11,63%	-1,59%	2,43%	-1,61%	4,55%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	90,70%	89,82%	89,14%	87,01%	86,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,67%	90,82%	90,12%	88,27%	88,01%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,61%	7,38%	6,64%	8,10%	7,14%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	8,31%	11,43%	22,46%	23,34%	31,00%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,70%	3,44%	5,26%	5,18%	6,05%

"La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."