



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Compañía Agropecuaria

Copeval S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

laura.ponce@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Abril 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	BBB+
Línea de bonos y bonos corporativos ¹	BBB
Línea de efectos de comercio	Nivel 2/BBB
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 758 de 08.08.2013
Línea de bonos Serie B (BCOPV-B)	N° 844 de 30.11.2016 Primera emisión
Línea de bonos Serie C (BCOPV-C)	N° 953 de 17.07.2019 Primera emisión
Línea de bonos	N° 994 de 10.01.2020
Línea de efectos de comercio	N° 110 de 11.07.2016

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de activ. Ordinarias	267.222.435	282.104.093	305.909.817	369.333.021	452.021.798
Costo de ventas	-240.773.431	-248.942.959	-269.215.948	-318.524.436	-390.529.058
Gastos de adm. y distr.	-17.719.969	22.818.823	21.831.365	-24.805.073	-28.828.443
Resultado operacional	11.506.609	56.812.877	58.663.348	26.098.956	32.843.304
Costos financieros	-11.485.638	-12.794.956	-9.001.388	-9.367.760	-11.493.513
Utilidad del ejercicio	1.302.889	-659.102	2.233.351	8.286.095	7.225.103
EBITDA	13.339.775	14.890.363	17.443.174	25.769.809	29.856.856

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022
Activos corrientes	209.465.550	214.473.927	202.274.248	238.020.485	266.304.514
Activos no corrientes	78.312.763	86.362.356	83.434.050	84.701.052	92.596.669
Total activos	287.778.313	300.836.283	285.708.298	322.721.537	358.901.183
Pasivos corrientes	181.133.571	151.527.704	136.926.593	171.402.370	211.709.948
Pasivos no corrientes	58.690.050	102.958.693	99.168.043	95.769.760	78.713.252
Total pasivos	239.823.621	254.486.397	236.094.636	267.172.130	290.423.200
Patrimonio total	47.954.692	46.491.799	49.613.662	55.549.407	68.477.983
Total patrimonio y pasivos	287.778.313	300.978.196	285.708.298	322.721.537	358.901.183
Deuda financiera ²	133.835.268	153.780.745	138.260.087	144.485.044	162.004.990

¹ No referido a ningún instrumento en particular.

² Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega la cuenta de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

Opinión

Fundamentos 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 los estados financieros a diciembre de 2022, la empresa presentó ingresos por aproximadamente \$ 452.021 millones y un EBITDA de \$ 29.857 millones. Sus activos se compusieron de \$ 169.053 millones en deudores comerciales y derechos por cobrar, \$ 80.669 millones de inventarios y \$ 71.874 millones de propiedades, plantas y equipos. Por otra parte, las cuentas por pagar de la compañía ascendieron a \$ 115.061 millones, la deuda financiera \$ 162.005 millones y el patrimonio en \$ 68.478 millones.

De manera adicional, se valoran los esfuerzos de la compañía por generar mayores márgenes y utilidades, presentando una recuperación consecutiva en la rentabilidad de la empresa.

La clasificación de los bonos corporativos de **Copeval** en “*Categoría BBB*” y de sus efectos de comercio en “*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. Ello, se ha visto constatado por la capacidad del emisor de revertir el bajo rendimiento de años pasados, logrando recuperar la rentabilidad de la compañía, en particular en los últimos dos ejercicios anuales.

Asimismo, el proceso de evaluación incorpora el hecho que la empresa ha mantenido 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.

Complementariamente, dado el negocio financiero implícito en las operaciones de la compañía (las cuentas por cobrar medidas a diciembre de 2022 estuvieron en torno a los \$ 169.053 millones), 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 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. 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 de los ingresos y del 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, a diciembre de 2022, representan alrededor del 47,3% de los activos, 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.

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, que aumentaría su poder de negociación.

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 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, razón por la cual la clasificación de riesgo del bono corporativo es inferior en un *notch* a la clasificación de solvencia de la compañía. Cabe señalar que la clasificadora trabajó con información proporcionada por la sociedad donde a diciembre 2022 la cartera securitizada corresponde al 46% del total de la cartera.

En tanto, 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, las líneas de efectos 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. Sin embargo, es importante destacar 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 2022 el margen bruto sobre los ingresos alcanzó un 13,6% y el margen EBITDA finalizó en 7,9%. La mantención de esta tendencia a futuro podría favorecer positivamente la categoría de riesgo de los títulos de deuda.

Sobre los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) en su memoria nombran una sección de responsabilidad social y desarrollo sostenible donde se evalúan aspectos como la diversidad en el directorio, diversidad de la gerencia general y demás gerencias que reportan a esta gerencia o al directorio, diversidad en la organización y brecha salarial por género.

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.
- Modelo de negocios.
- Aceptable cobertura geográfica en zonas agrícolas.

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).
- Exposición a eventuales nuevos operadores (dada la falta de consolidación de la industria).
- 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).
- Riesgos del sector agrícola.
- Consolidación de clientes.

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2022

Durante 2022 la empresa generó ingresos de actividades ordinarias consolidados por \$ 452.022 millones lo que representó un crecimiento de 22,4% respecto al año anterior, explicado en parte por el mejor desempeño en el área de venta de fertilizantes, combustibles y alimentos. Durante el mismo período, los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 390.529 millones, lo que significó un aumento de 22,6% en relación con el año previo, provocando un aumento del margen bruto de 21,0%.

Los gastos de administración sumaron \$ 28.828 millones en el período, superior a los \$ 24.805 millones de 2021, lo que representa un aumento de 16,2%.

El resultado operacional de este período ascendió a \$ 32.843 millones, registrando un incremento de 25,8% con relación al año 2021. Asimismo, el EBITDA alcanzó a \$ 29.857 millones, lo que significó un aumento de 15,9% comparado con el año anterior. Con todo, el resultado del ejercicio alcanzó una utilidad neta de \$ 7.225 millones.

En cuanto a las cuentas por cobrar (deudores comerciales y derechos por cobrar) estas sumaron \$ 166.053 millones lo que representó una variación positiva de 9,4% respecto a 2021; por su parte la deuda financiera y el patrimonio sumaron \$ 162.005 millones y \$ 68.478 millones, respectivamente, con variaciones de 12,1% y 23,3%.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda 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 menor riesgo relativo dentro de la categoría.

Categoría Nivel 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

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.

Aceptable cobertura geográfica de zonas agrícolas: El área de operación de la compañía abarca cerca del 64% de la superficie cultivada y plantada en Chile³, donde se concentran la mayoría de los clientes-agricultores que demandan los insumos y servicios agrícolas ofrecidos por el emisor. Esta situación facilita acceder a la diversificación que se puede dar al interior del sector. Desde esta perspectiva, se puede señalar que el emisor ha sido eficiente en cuanto a aprovechar las posibilidades de diversificación disponibles.

Experiencia y liderazgo: La empresa lleva operando más de 65 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 2022. 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 2022, la empresa atendió a 50.495 clientes (51.840 en 2021). Los compradores de mayor tamaño, con compras sobre los \$ 100 millones, sumaron 888 clientes que, en promedio, generaron ingresos del orden de \$ 289.298 millones anuales cada uno, el total de las compras sobre \$ 100 millones representó el 56,8% de los ingresos totales del año 2022 con el 1,8% de los clientes, mientras que el tramo de ventas menores a un millón representó el 1,7% de las ventas concentrado el 69,3% de los clientes. 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

³ Contrastando las sucursales de Copeval con el catastro frutícola de 2022 del Centro de Información de Recursos Naturales (Ciren).

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.

Modelo de negocios: La compañía provee de insumos a agricultores de tamaño medio y grande. En el caso de los cultivos, el agricultor puede entregar parte de su cosecha como prenda para hacer frente al pago del crédito al momento de la cosecha. En los hechos, la compañía está cubriendo parte importante de las necesidades de los empresarios agrícolas que no son satisfechas por otros agentes del mercado.

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 64% de sus ingresos. 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 57,7% de los ingresos se generan por la venta de fitosanitarios y fertilizantes, riesgo que es estructural al negocio, incluso estos mismos productos representan cerca del 88,3% del margen obtenido a diciembre 2022.

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 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 2022 la cartera securitizada ascendía a \$ 82.948 millones, el 46% del total.

Riesgos del sector agrícola: La empresa participa como proveedor y acreedor del sector agrícola, rubro considerado de elevado riesgo, que se morigeraría por la existencia de diversos cultivos, que podrían verse afectados en forma diferente por eventos climatológicos y pestes, pero que, en casos extremos, como por ejemplo sequías, podrían verse afectados mayoritariamente. El riesgo agrícola, directa o indirectamente se traspa a la compañía, sin perjuicio de que la empresa presenta diversificación por subsectores y posee una adecuada capacidad de análisis de la calidad crediticia de sus clientes. También se destacan algunas medidas tomadas por la empresa como aceptar los productos físicos al final del ciclo productivo bajo la figura de caución, la existencia de seguros de crédito y la diversificación de los productos.

Consolidación de los clientes: Las características de la demanda —concentrada en el sector agrícola y, particularmente, en las regiones de O’Higgins, del Maule y del Bío Bío— facilita la coordinación y/o concertación de clientes, lo cual repercutiría en una mayor capacidad negociadora por parte de los compradores. Sin embargo, al menos en el corto plazo, se estima poco probable la manifestación de este riesgo.

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 24 sucursales y cuatro plantas agroindustriales en diez regiones del país.

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 50.000 clientes, disponiendo para su atención un *stock* permanente de más de 28.720 productos, una amplia red de distribución y eficiencia logística.

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

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 (90,5%), destacando la comercialización de fitosanitarios, fertilizantes y alimentos, cada uno con una participación dentro de los ingresos de 2022 de 29,3%, 28,4% y 12,4%, respectivamente.

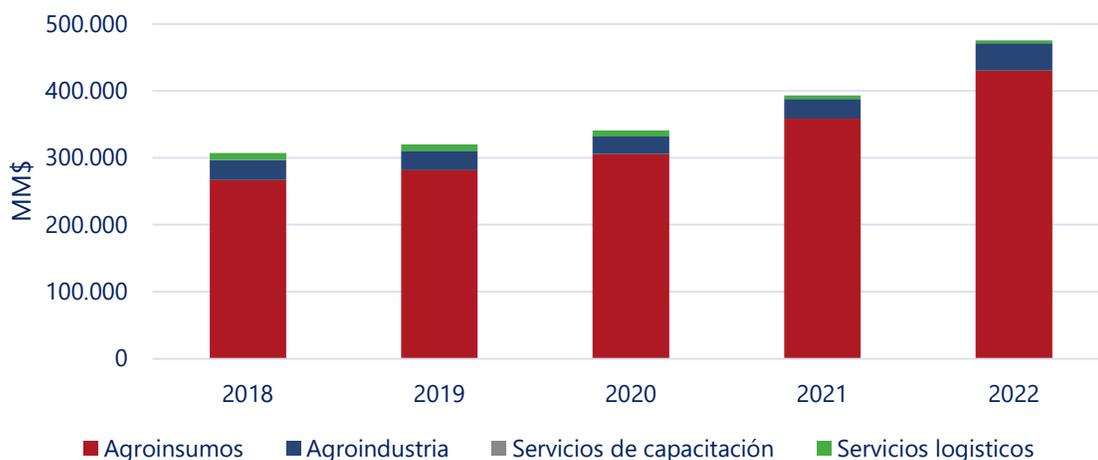


Ilustración 1: Distribución de los ingresos por segmento.

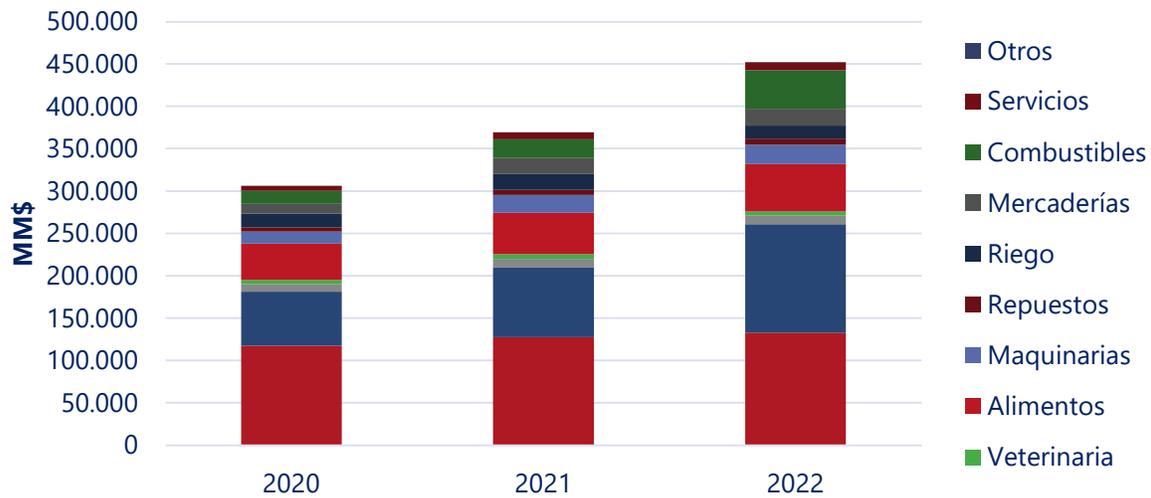


Ilustración 2: Distribución de los ingresos por producto.

Las ventas por área geográfica se concentran en la VI, VII y X Región (63,6% del total de 2022), 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 88,3% del total, como se puede observar en el gráfico, y en menor medida maquinarias y servicios.

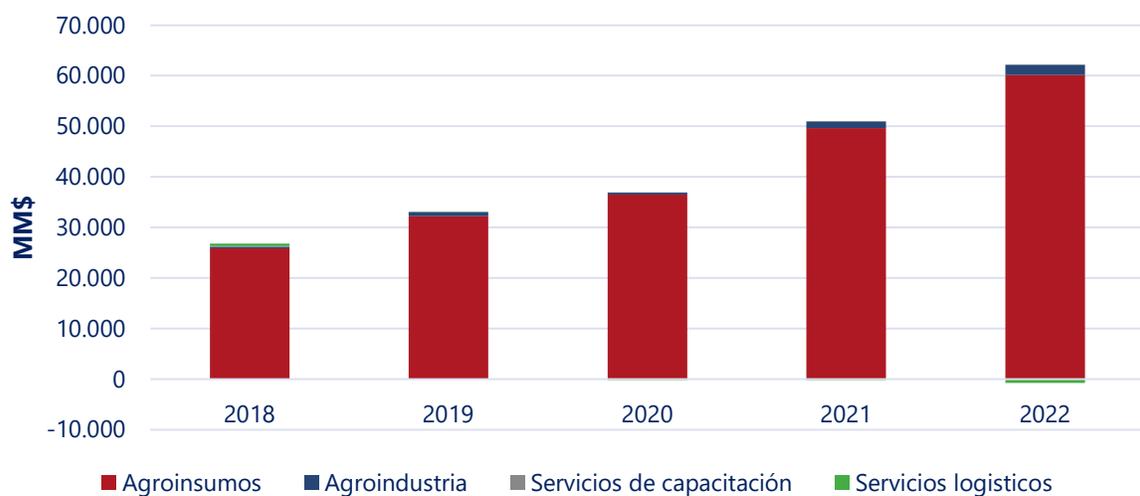


Ilustración 3: Evolución del margen por segmento.

El mercado

La demanda de la empresa está constituida por el sector silvo-agropecuario el cual, dentro del Producto Interno Bruto (PIB) nacional de 2022, tuvo una participación cercana al 2,8% 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 4: Evolución del PIB Agropecuario-silvícola (como % del PIB total, referencia 2018).

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 37,3% y 43,5% del PIB del sector, pero mostrando una baja en su importancia relativa.

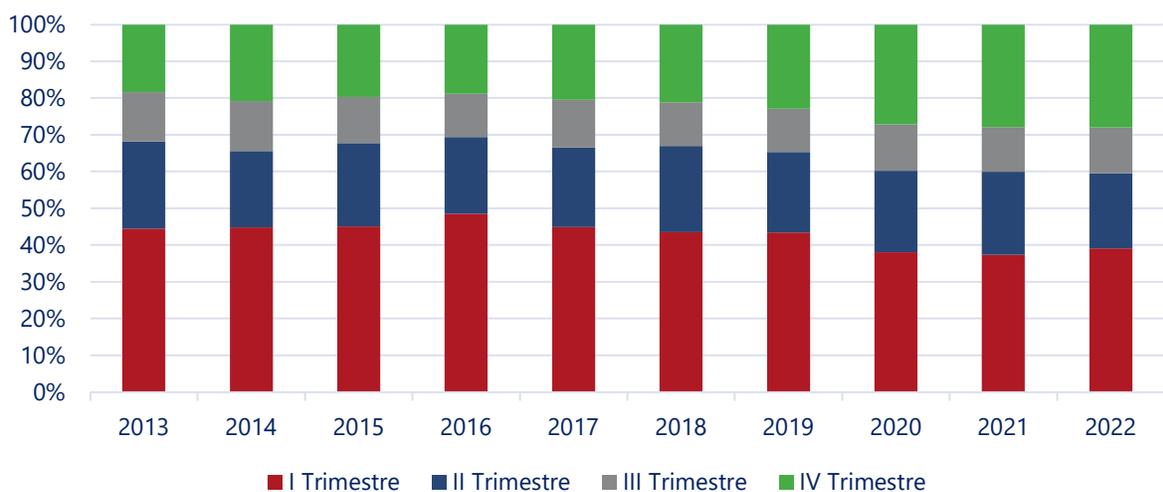


Ilustración 5: Evolución del PIB silvo-agropecuario por trimestre.

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 44,9%.⁴

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

Región	2018	2019	2020	2021	2022
Región de Arica y Parinacota	1,04%	1,02%	1,01%	0,98%	0,96%
Región de Tarapacá	0,07%	0,07%	0,07%	0,06%	0,07%
Región de Antofagasta	0,05%	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%
Región de Atacama	1,47%	1,32%	1,36%	1,27%	1,28%
Región de Coquimbo	5,97%	5,88%	5,97%	5,73%	5,73%
Región de Valparaíso	11,05%	10,44%	9,95%	9,23%	9,87%
Región Metropolitana de Santiago	11,33%	11,34%	11,74%	10,91%	11,17%
Región de Libertador General Bernardo O`Higgins	20,18%	20,68%	21,02%	20,85%	21,65%
Región del Maule	16,75%	17,67%	17,81%	18,51%	18,66%
Región de Ñuble	5,32%	5,60%	5,61%	5,82%	5,59%
Región del Biobío	7,79%	7,49%	7,24%	7,48%	7,20%
Región de la Araucanía	8,28%	7,97%	7,55%	8,09%	7,31%
Región de los Ríos	4,15%	4,10%	4,11%	4,10%	3,98%
Región de Los Lagos	5,68%	5,51%	5,66%	6,03%	5,56%
Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo	0,36%	0,33%	0,32%	0,32%	0,33%
Región de Magallanes y la Antártica Chilena	0,53%	0,54%	0,52%	0,55%	0,59%

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.

⁴ Producto interno bruto por clase de actividad económica y por región, anuales, volumen a precios del año anterior encadenado, dato más actualizado del PIB regional (<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/pib-regional>)

Líneas de 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 50 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 organiza sus segmentos operativos en base a la actividad de cada filial siendo cuatro segmentos correspondientes a Agroinsumos (**Copeval S.A**), Agroindustria (Copeval Agroindustrias S.A), servicios de Capacitación (Copeval Capacitación) y Servicios Logísticos (Copeval Servicios S.A).

Agroinsumos

Este segmento realizado por la Matriz **Copeval S.A**, se enfoca principalmente en la distribución de insumos y maquinaria, cuenta con una red de sucursales en más de 25 ciudades, siendo los principales rubros de esta distribución los agroquímicos, fertilizantes, semillas, alimentos de uso animal, entre otros.

Como se observa en la ilustración 5, los ingresos presentan crecimiento durante todos los años de análisis, presentando para 2022 un aumento de 20,0% respecto al año anterior, llevando al segmento a finalizar con un margen operacional de 7,3% (7,1% en 2021).



Ilustración 6: Ingresos y resultado operacional para segmento de Agroinsumos.

Agroindustria

El segmento de agroindustria se enfoca en los servicios de secado, almacenaje y comercialización de granos y es explotado de forma indirecta por **Copeval S.A.** a través de su filial Copeval Agroindustria. Este segmento representa cerca del 8,6% del total de ingresos para la compañía en 2022 y como se aprecia en la Ilustración 6, su margen operacional viene de una recuperación finalizando el periodo con un 3,9%, valor más alto reportado durante los últimos cinco años.



Ilustración 7: Ingresos y resultado operacional para segmento de Agroindustria.

Servicios de capacitación

Los servicios de capacitación para la compañía son controlados por Copeval Capacitación y, tal como dice su nombre, atiende las necesidades de capacitación del sector agrícola y agroindustrial.

Para 2022 presento un aumento de 1,9 veces en sus ingresos respecto al año anterior. Pasando de un resultado operacional negativo de \$ 37,9 millones a \$ 3,2 millones, dado el gran aumento de los ingresos del segmento.

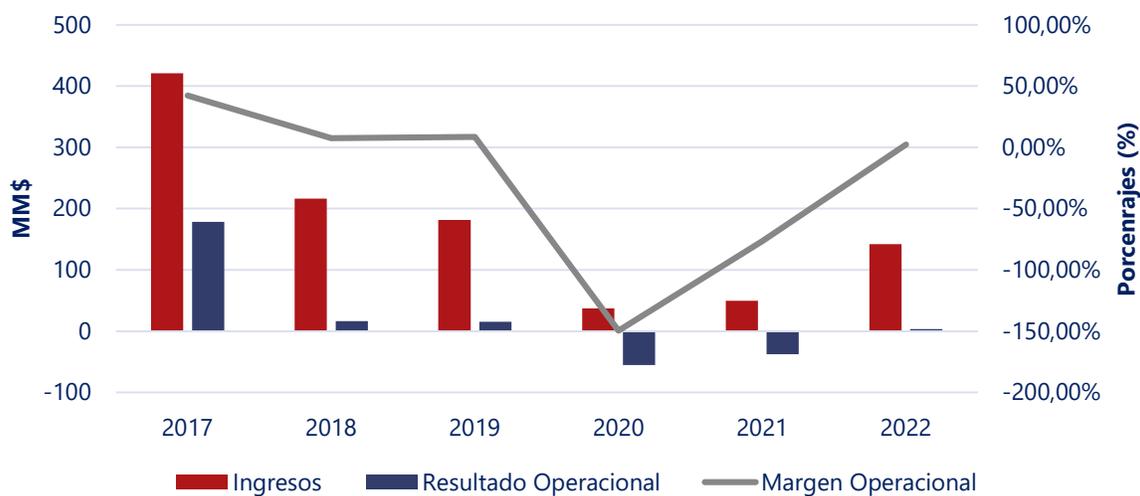


Ilustración 8: Ingresos y resultado operacional para segmento servicios de capacitación.

Servicios logísticos

Los servicios logísticos de **Copeval** consisten principalmente en la realización de servicios de transporte, despacho de productos y mano de obra efectuados por la filial Copeval Servicios. El segmento en 2022 presento una baja en sus ingresos de un 20,8% finalizando el periodo con \$ 4.047 millones, mientras que su resultado operacional finaliza con un valor negativo de \$ 895,3 millones.



Ilustración 9: Ingresos y resultado operacional para segmento servicios logísticos.

Administración y características del negocio

Clientes

La compañía cuenta con una cartera comercial atomizada, creciente y compuesta por más de 50 mil clientes, con diversidad de necesidades en cuanto a los montos de sus compras⁵.

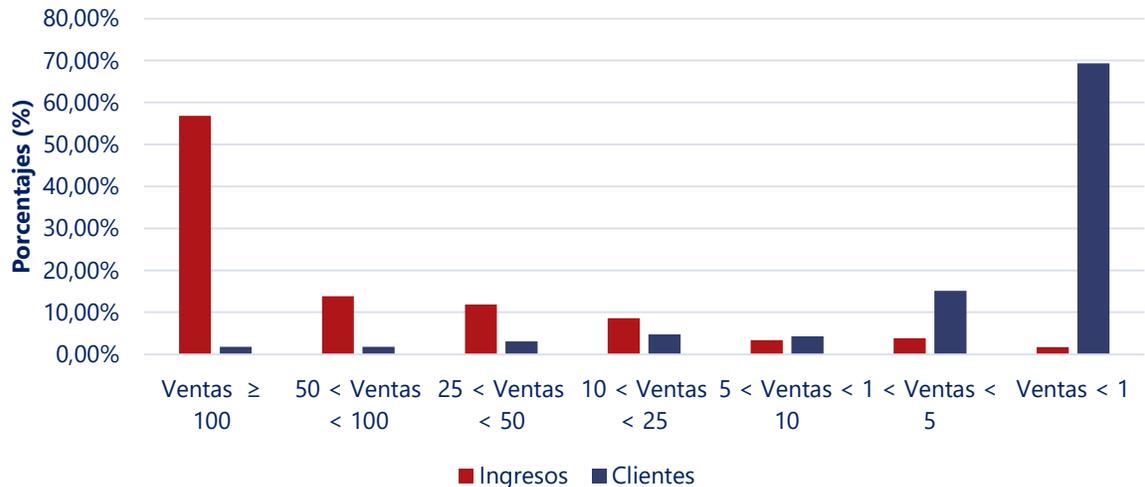


Ilustración 10: Distribución ingresos y clientes.

De acuerdo con el gráfico anterior, los clientes con volumen de compra por sobre los \$ 100 millones representan el 56,8% de los ingresos de la compañía y el 1,8% del número de clientes; por otro lado, los

⁵ Esta cifra cambia según la temporada.

clientes con volumen de compra bajo el millón representan el 1,7% de las ventas y un 69,3% de los clientes. Dada la amplia masa comercial de **Copeval** presenta una base de clientes adecuadamente atomizado.

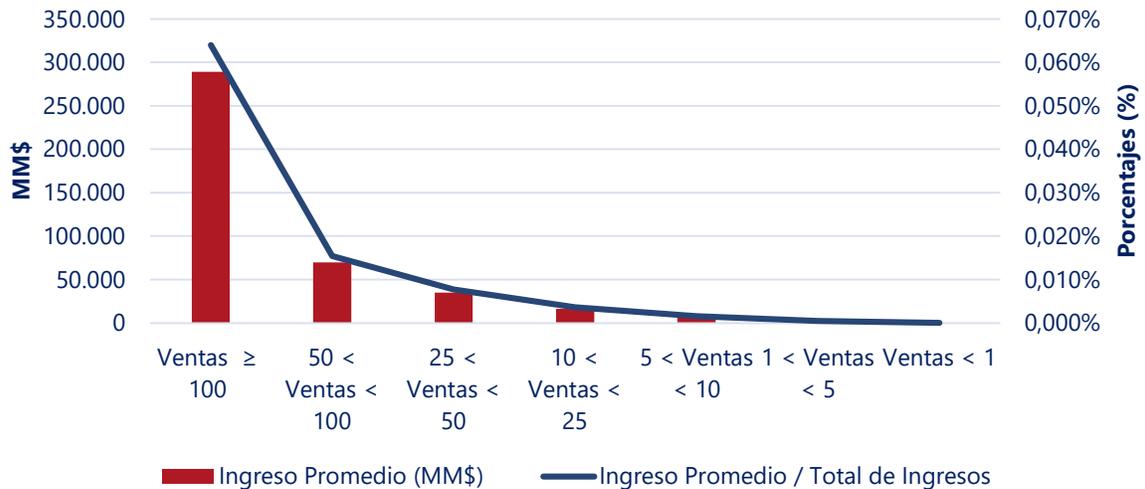


Ilustración 11: Ingresos promedio 2022

Se observa que los principales clientes, en promedio, generan ingresos anuales de \$ 289 millones, lo que representa en torno al 0,06% 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.

Morosidad

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. Respecto a la mora total se observa un alza con respecto a 2021, esto principalmente debido al alza en el tramo de 91-120 días.

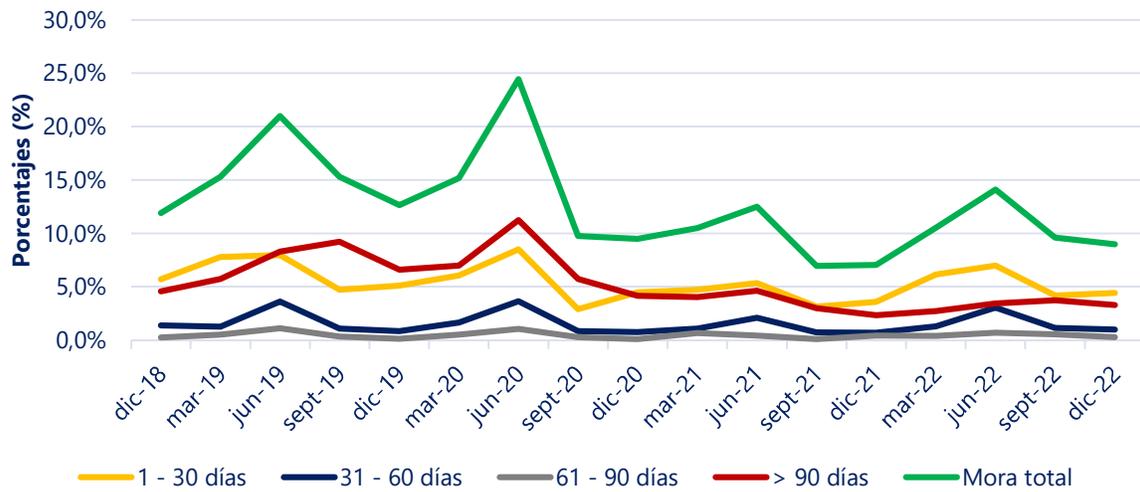


Ilustración 12: Evolución de la cartera morosa.

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.

Políticas de abastecimiento e inventarios

Dentro de los proveedores de **Copeval** se encuentran empresas de envergadura en sus respectivos mercados, entre ellos: Esmax, Anasac, Syngenta y UPL.

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 80 días para el periodo 2022, impulsado principalmente por las mejoras en el sistema de compras de la compañía y en la búsqueda de mejores líneas de productos, finalizando con 80,0 días en el último trimestre de 2022.



Ilustración 13: Promedio días de inventario.

Asimismo, en términos relativos, el nivel de inventario ha representado, aproximadamente, entre el 17% y 31% del total de activos en los últimos cinco años y en promedio un 27,0% para el último año.

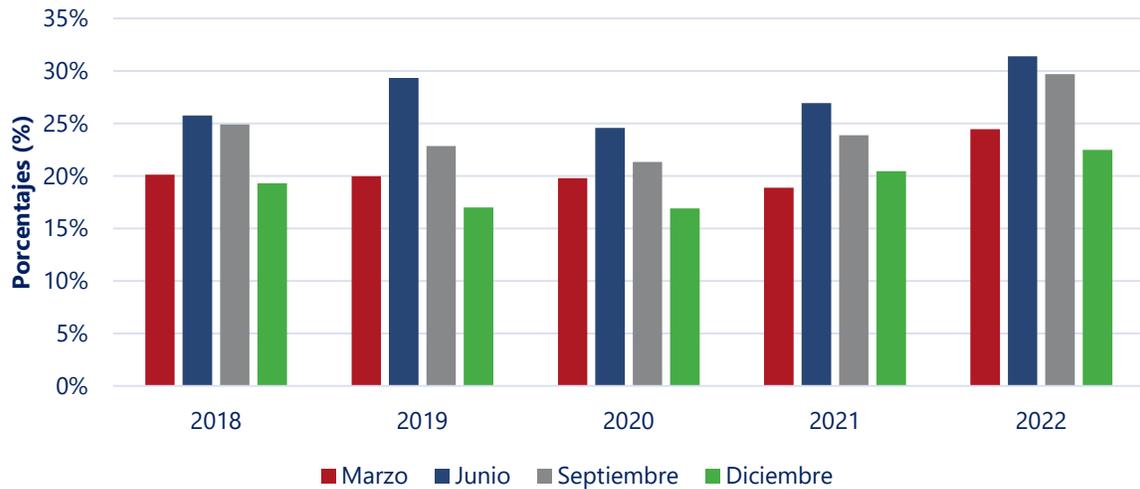


Ilustración 14: Inventarios sobre activos.

Análisis financiero⁶

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Copeval** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y 2022.

Evolución de las cuentas por cobrar e ingresos

El nivel de ingresos anualizado de la compañía, como se aprecia en la Ilustración 15, ha presentado un crecimiento en los años de análisis con un aumento de 9,3%⁷ en diciembre 2022 respecto al año anterior, lo que se explica, según lo informado por la compañía, a una mejor gestión de ventas y posicionamiento estratégico (aunque tampoco se debe descartar cierta influencia de la inflación). En cuanto a las colocaciones, se evidencia cierta volatilidad en los periodos analizados, principalmente, explicada por la estacionalidad del negocio, presentando en junio 2022 colocaciones por \$ 91.513 millones, mientras que en diciembre de 2022 estas finalizaron en \$ 166.053 millones (3,5% inferior al mismo periodo en 2021).

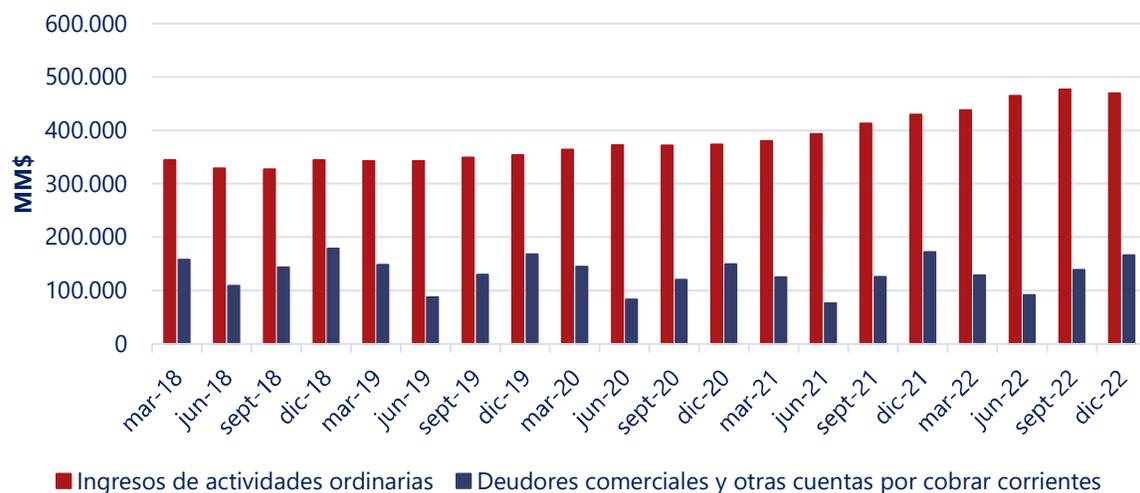


Ilustración 15: Evolución de los ingresos y cuentas por cobrar corriente.

⁶ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl

⁷ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl

Evolución del endeudamiento

Se observa los esfuerzos de la compañía por reducir su endeudamiento en los últimos periodos, siendo para diciembre 2022 un valor de 4,4 veces en deuda financiera ajustada sobre EBITDA y 8,6 veces en deuda financiera sobre FCLP.

De manera adicional, en el análisis debe incluirse el hecho que la empresa implícitamente participa del negocio financiero, por lo tanto, parte de sus obligaciones son 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, llegando a 2,1 veces sobre EBITDA y a 4,2 veces sobre FCLP veces, tal como se observa en la ilustración 16.

Sumado a lo anterior, debido a las importantes mejoras en rentabilidad en los últimos dos años se decide ajustar el indicador de endeudamiento, y solo considerar dichas rentabilidades (periodo 2021 y 2022). La razón DF/FCLP alcanza las 5,8 veces y DF Ajustada/FCLP 2,8 veces.

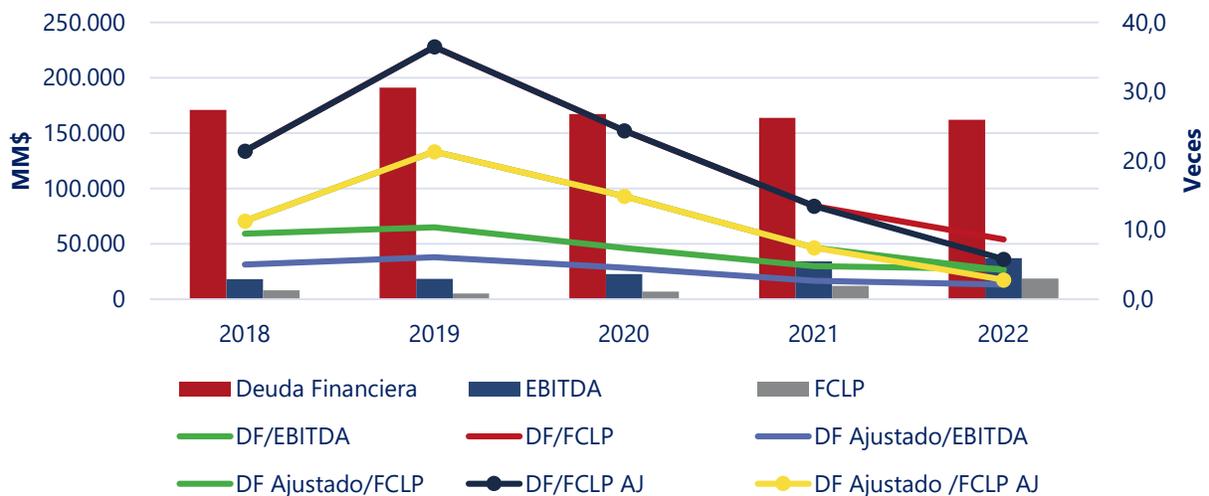


Ilustración 16: Evolución de la razón de endeudamiento.

La razón de endeudamiento medido como deuda financiera sobre patrimonio presenta una baja en el último periodo principalmente por el aumento de las utilidades acumuladas en el patrimonio pasando

desde un ratio de 2,60 veces, en 2021, a 2,37 veces en 2022, mientras que el endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio alcanza las 4,24 veces (5,13 en 2021).

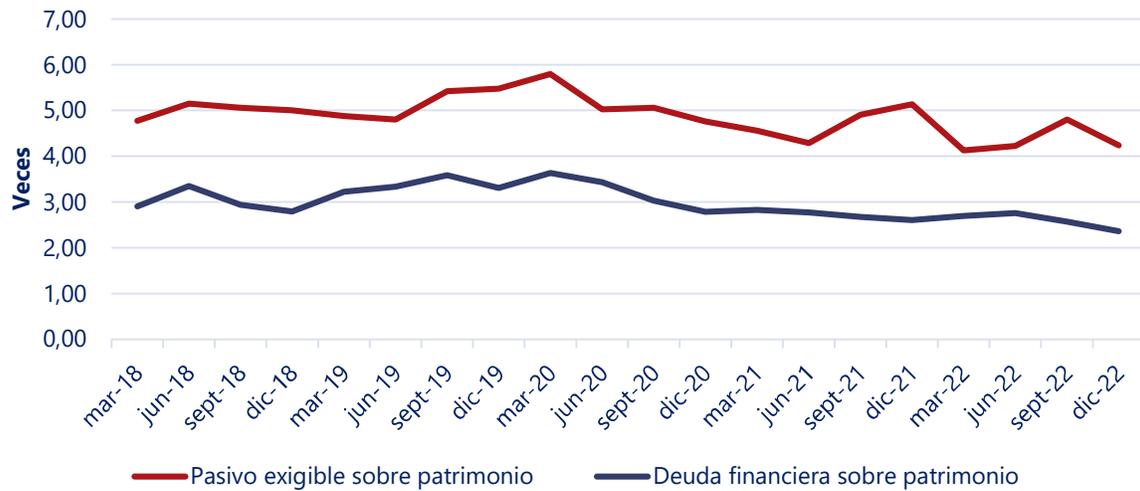


Ilustración 17: Evolución de la Razón de endeudamiento.

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. Si además se considera que se debe responder a los acreedores (aunque también se cuenta con el efectivo) el indicador evidencia mayor déficit, lo cual debiera ser cubierto con el EBITDA de la sociedad.

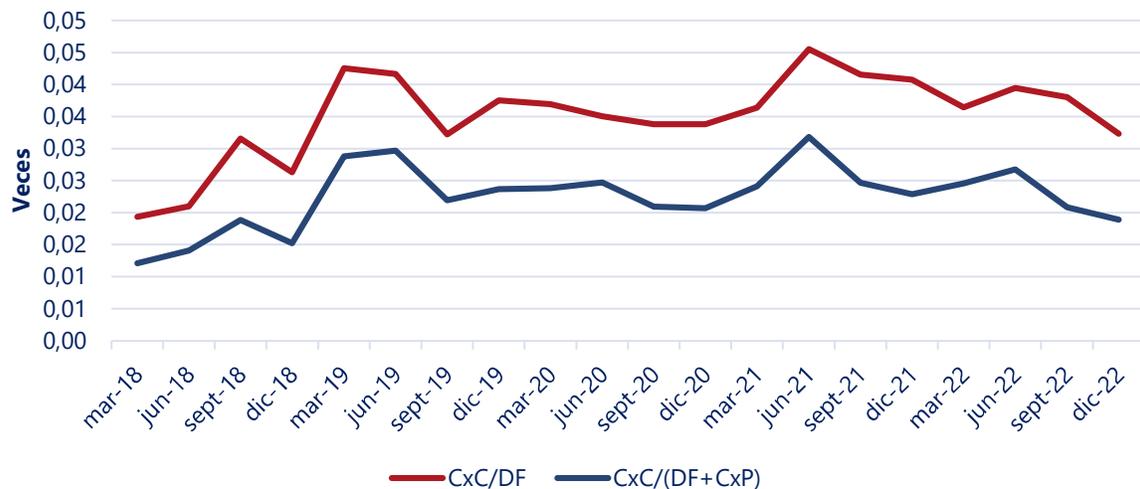


Ilustración 18: Evolución de la estructura de endeudamiento.

Evolución de la Liquidez

La liquidez de la entidad, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, ha presentado consistentemente un valor superior a la unidad con un comportamiento más bien estable en los dos últimos ejercicios anuales, situándose en torno a las 1,3 veces a diciembre de 2022. Si consideramos un indicador más exigente, como la liquidez ácida, esta ha tenido un comportamiento similar, pero, como es natural, con ratios más reducidos, situándose en algunos periodos por bajo la unidad y finalizando en 2022 con un valor de 0,88 veces.

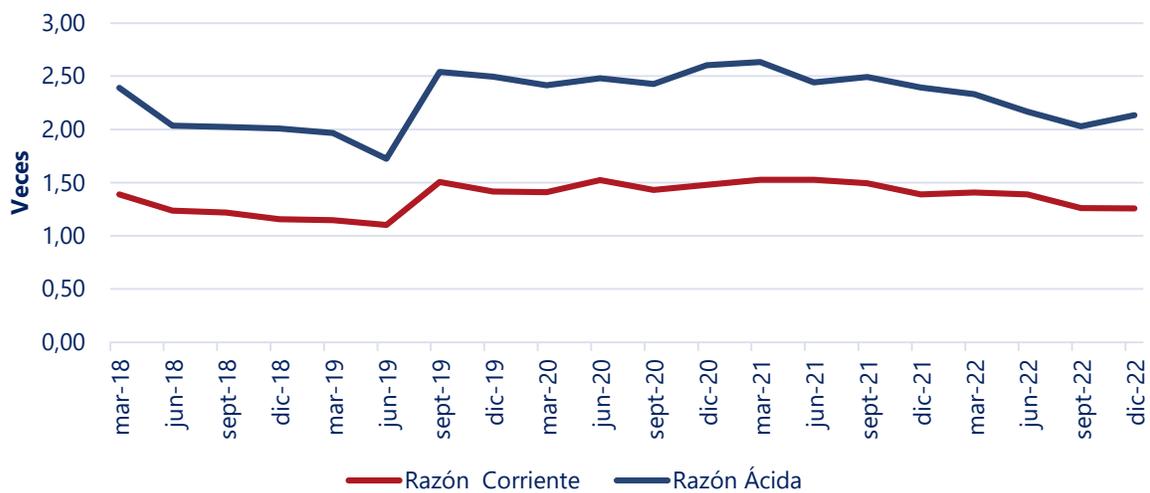


Ilustración 19: evolución de la razón circulante y razón ácida.

Evolución de la Rentabilidad

En los últimos años se aprecia la mejora en los indicadores debido al alza obtenida en las utilidades, situando la rentabilidad del activo con un valor de 2,1% a diciembre 2022, mientras que la rentabilidad del patrimonio y operacional finalizaron el periodo con un valor de 11,4% y 9,8% respectivamente.

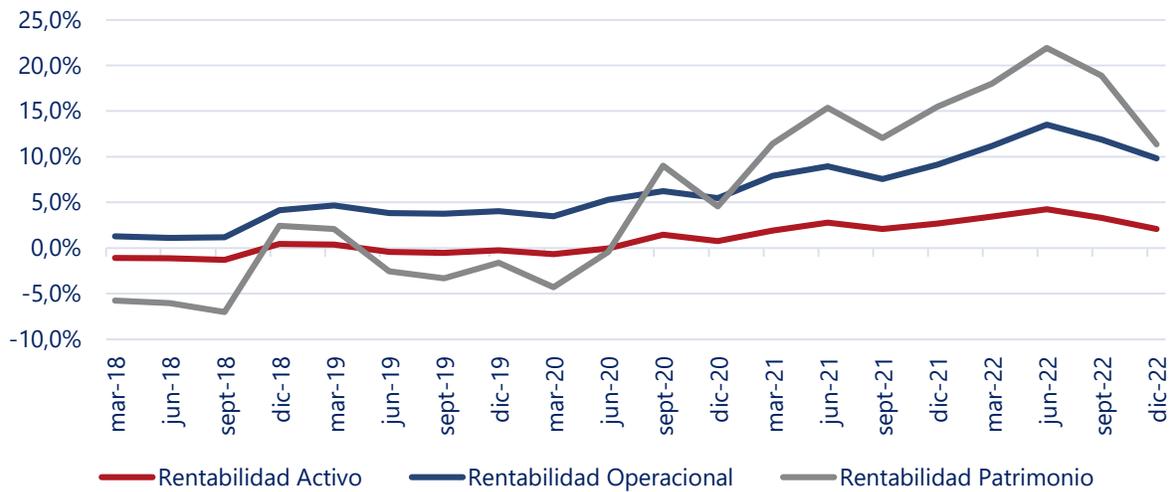


Ilustración 20: Evolución de la rentabilidad.

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%. Este indicador, a diciembre de 2022, es de 6,6%.

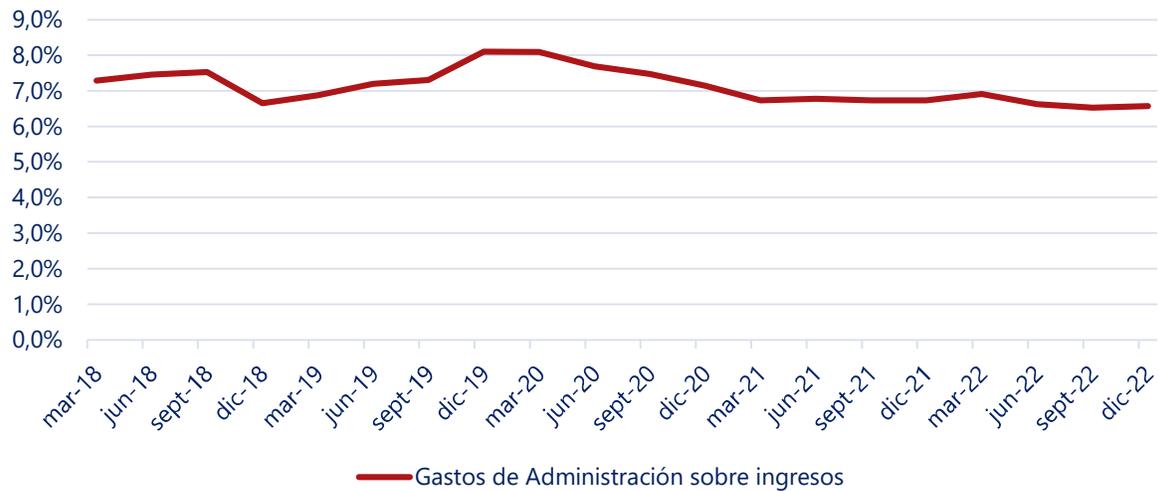


Ilustración 21: evolución gastos de administración sobre ingresos.

Ratios financieros⁸

Ratios Financieros					
Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022
Liquidez (veces)	1,12	1,15	1,15	1,17	1,17
Razón Circulante (Veces)	1,16	1,42	1,48	1,39	1,26
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,15	1,41	1,47	1,39	1,25
Razón Ácida (veces)	0,85	1,08	1,12	1,00	0,88
Rotación de Inventarios (veces)	3,82	4,03	4,79	5,26	4,56
Promedio Días de Inventarios (días)	95,55	90,56	76,26	69,44	80,01
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	1,93	2,11	2,50	2,50	2,83
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	189,55	172,94	145,85	146,17	129,12
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,46	2,76	3,06	2,87	3,49
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	148,07	132,42	119,24	127,22	104,54
Diferencia de Días (días)	-41,47	-40,52	-26,62	-18,95	-24,58
Ciclo Económico (días)	-137,02	-131,09	-102,88	-88,39	-104,59

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento (veces)	0,83	0,85	0,83	0,88	0,81
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	5,00	5,47	4,76	5,13	4,24
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	3,09	1,47	1,38	1,79	2,69
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	9,45	10,42	7,40	4,79	4,37
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,11	0,10	0,14	0,21	0,23
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	55,81%	60,43%	58,56%	50,68%	55,78%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	-0,06	-0,24	0,34	0,97	0,61

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022
Margen Bruto (%)	9,88%	11,73%	11,99%	13,72%	13,64%
Margen Neto (%)	0,46%	-0,27%	0,72%	2,21%	1,59%
Rotación del Activo (%)	93,60%	94,62%	108,02%	117,47%	130,79%

⁸ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,42%	-0,26%	0,74%	2,67%	2,06%
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,42%	-0,26%	0,74%	2,67%	2,06%
Inversión de Capital (%)	123,28%	143,18%	128,03%	113,62%	104,96%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	9,51	4,51	4,72	5,69	8,60
Rentabilidad Operacional (%)	4,12%	4,01%	5,44%	9,10%	9,82%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	2,43%	-1,61%	4,55%	15,45%	11,35%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	89,14%	87,01%	86,85%	85,35%	85,58%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	90,12%	88,27%	88,01%	86,28%	86,36%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,64%	8,10%	7,14%	6,73%	6,57%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	22,46%	23,34%	31,00%	49,06%	50,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	5,26%	5,18%	6,05%	7,95%	7,89%

Otros indicadores	2018	2019	2020	2021	2022
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,39%	1,50%	0,92%	1,08%	1,18%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	4,91%	6,40%	6,89%	5,71%	8,01%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	90,61%	99,38%	93,13%	83,18%	67,47%

"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."