

Humphreys modifica la tendencia de clasificación de los bonos de Agrosuper S.A. desde “Estable” a “Desfavorable”

La deuda financiera alcanzó los US \$ 1.588 millones, aumentando los niveles de endeudamiento relativo

Santiago, 31 de julio de 2023

Humphreys ratificó la clasificación de los bonos de **Agrosuper S.A. (Agrosuper)** en “Categoría AA”, pero cambia la tendencia desde “Estable” a “Desfavorable”.

La tendencia de clasificación se modifica desde “Estable” a “Desfavorable” en atención a que el emisor ha visto deteriorado su indicador de endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo. En los hechos, este indicador que alcanzaba las 0,7 veces en 2017, fue de 3,3 veces en marzo de 2023 (últimos doce meses). Lo anterior, por la caída de los flujos producto de un alza de precio de las materias primas y

aumento en otros costos operacionales relacionados a la influencia aviar y el virus ISA. Estos hechos se han reflejado en la contracción en los indicadores de rentabilidad sobre activo y patrimonio, que en los dos últimos años han mostrado un deterioro en relación a su comportamiento histórico.

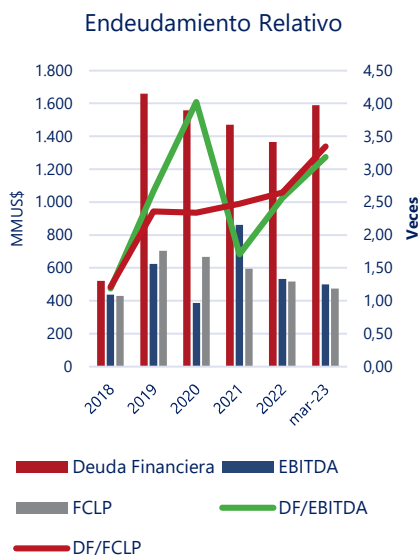
Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **Agrosuper** en “Categoría AA”, se ha considerado positivamente el liderazgo que la compañía tiene dentro del mercado local en términos de venta e integración de sus procesos productivos, lo que redundará en una mayor eficacia en el control de los costos y la calidad de los productos.

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo, y que está fuertemente asociado con la importante participación de mercado del emisor, es la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población del país. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa en el ámbito nacional y la capacidad exportadora que se ha fortalecido en los últimos años con un crecimiento relevante de sus ventas al exterior, con cobertura en cinco continentes y 64 países.

Considerando las limitantes propias del negocio, la empresa presenta una oferta de carne variada (pollo, cerdo, pavo y salmón) y productos con diferentes cortes, aspecto que también fue considerado en el análisis, ya que permite un mayor valor agregado, de manera de aprovechar la diferente

Instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		AA
Bonos	BAGRS-D	AA
Bonos	BAGRS-N	AA
Bonos	BAGRS-L	AA
Bonos	BAGRS-M	AA
Bonos	BAGRS-O	AA
Bonos	BAGRS-P	AA



valoración existente en los mercados para las distintas presentaciones de cortes de carne.

La clasificación de riesgo incorpora como elementos favorables la extensa y exitosa experiencia del grupo controlador en el rubro (en general, las actividades tienen una antigüedad superior a diez años y la del pollo, en particular, se remonta a 1955); una atractiva oferta de valor hacia sus clientes locales e internacionales (dado el posicionamiento de las marcas y su importancia relativa como oferente dentro de la industria, la firma es un líder indiscutido en producción); el elevado estándar del manejo sanitario (entre otros, cuenta con certificaciones en calidad de sus productos, higiene y planteles de animales aptos para consumo humano con trazabilidad en la cadena productiva); y la estructura productiva, tanto por la diversificación de proteínas como por las plantas o centros productivos que posee la empresa, lo que atenúa los efectos de pestes y virus que puedan afectar los pollos, cerdos, pavos y salmones (cuenta con once plantas de proceso).

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de ventas, en donde **Agrosuper** ha logrado convertirse en el principal exportador de salmón chileno y el segundo productor¹ más importante del mundo en esta línea de negocio. Además, la empresa presenta una buena capacidad exportadora en todos los negocios en los que participa.

Se valora además que la compañía ha exhibido un indicador de rotación de cuentas por cobrar² que, a marzo de 2023, se mantuvo entorno a las 11 veces, lo que da muestra de la fortaleza que presenta la compañía en términos de liquidez comparativamente con las industrias de bebidas/alimentos y agroindustria, que en promedio exhibieron indicadores en torno a las 5,2 y 7,0 veces, respectivamente, durante el mismo periodo.

Complementariamente, dentro de los aspectos positivos se incluye la existencia de seguros de crédito, lo que reduce significativamente el riesgo por incumplimiento de clientes.

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por la variación en el precio de los sustitutos como la carne de vacuno, dado que una baja en el valor podría afectar la oferta y la demanda en la carne de pollo, pavo, cerdo, disminuyendo así los precios de estos y mermando los ingresos.

Además, se ha considerado en la clasificación de riesgo la importante concentración de ingresos que presenta la compañía respecto de las ventas

¹ Fuente: Salmon World 2022, Kontali.

² Ingresos últimos doce meses / deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, promedio.

de salmón, que durante marzo de 2023 representó el 34,8% de los ingresos exhibiendo una elevada exposición al precio internacional de los salmónidos, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. Sin embargo, la correcta diversificación de proteínas, con distintas ofertas y demandas les ha permitido mitigar los riesgos provenientes de volatilidad en precios y crisis en distintos mercados, además, dentro del segmento acuícola se comercializa salmón atlántico y salmón del pacífico, ambos con distintos cortes, mercados y demandas.

Otro elemento incorporado dentro del proceso de evaluación es el efecto negativo de eventuales aumentos en las tarifas navieras sobre la rentabilidad de **Agrosuper**, considerando que aproximadamente cerca del 60% de sus ingresos del año 2022 provienen de sus exportaciones, de las cuales parte importante están destinadas a Asia y Estados Unidos.

El modelo de negocios de la sociedad también exhibe riesgo de tipo de cambio, en particular la exposición del segmento carnes al peso, deuda estructurada en moneda local y pagos en el mercado nacional, principalmente por mano de obra. No obstante, este riesgo se mitiga dada la política de cobertura al tipo de cambio que posee la compañía, utilizando *swap* de moneda y *forwards* de tipo de cambio.

Adicionalmente, la evaluación recoge la sensibilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que podrían mermar, en forma significativa, la capacidad de producción de la empresa. Cabe señalar que, la diversidad de animales y criaderos, así como las políticas propias de la empresa y de la autoridad sanitaria, atenúan los efectos de este tipo de eventos. Sin embargo, este riesgo puede ser mayor si ocurren errores y/o malas prácticas de otros agentes del sector.

Un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector salmonero, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que los acuerdos alcanzados por la industria en el área de salmónes implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

Finalmente, la clasificación asignada toma en cuenta la volatilidad propia de los principales insumos utilizados en la producción (lo que implica mantener una adecuada planificación y administración de los inventarios y de la producción) y el hecho que en períodos recesivos, en los cuales se reduce el gasto en consumo, la venta de proteínas se contraiga en mayor proporción que el volumen comercializado, puesto que el consumidor sustituye

productos de mayor valor por productos menos elaborados³. Sin embargo, al estar presente en varios mercados, la compañía podría vender sus productos de mayor valor en sectores con mayor poder adquisitivo.

Para mantener la clasificación de riesgo actual, **Humphreys** espera que los niveles de endeudamiento tomen una tendencia a la baja en los próximos periodos, alcanzando niveles inferiores a las 3 veces. Con mayor razón, la clasificación será revisada a la baja si en los próximos trimestres la compañía exhibe aumentos en el nivel de endeudamiento.

En el ámbito de ESG, desde el año 2019, **Agrosuper** cuenta con un programa de adhesión a este tipo de iniciativas a través de un modelo de gestión sostenible, para lo cual dispone, en el Segmento Carnes y en el Segmento Acuícola, con un Comité de Sustentabilidad cuyo objetivo es velar por el cumplimiento de los indicadores medioambientales y sociales bajo los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), definidos por las Naciones Unidas. La compañía, en su sitio Web y memoria integrada, divulga con detalle sus prácticas al respecto.

Durante 2022, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US \$ 4.179 millones y un EBITDA de US \$ 684 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US \$ 329 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US \$ 1.366 millones. A marzo de 2023, la empresa presentó un patrimonio de US \$ 2.376 millones, con una deuda financiera de US \$ 1.588 millones.

Laura Ponce

Analista de Riesgo

laura.ponce@humphreys.cl

Paula Acuña

Analista de Riesgo Senior

paula.acuna@humphreys.cl

Aldo Reyes

Gerente General

aldo.reyes@humphreys.cl

³ Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.