



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Agrosuper S.A.

Julio 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	AA Estable
EEFF base	31 marzo 2019

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos	Nº 678 de 15.09.2011
Línea de bonos Serie D (BAGRS-D)	Nº 679 de 15.09.2011 Primera emisión
Línea de bonos	Nº 807 de 10.04.2015
Línea de bonos Serie J (BAGRS-J)	Nº 808 de 10.04.2015 Primera emisión
Serie K (BAGRS-K)	Primera emisión
Serie L (BAGRS-L)	Primera emisión
Serie M (BAGRS-M)	Primera emisión

Estado de Resultados Consolidados IFRS

MM\$	2014	2015	2016	2017	2018	2018.T1	2019.T1
Ingresos totales	1.484.337	1.503.869	1.636.440	1.571.255	1.654.752	408.304	600.927
Costo de ventas	-1.028.267	-1.055.831	-1.155.101	-1.096.463	-1.196.219	-277.672	-453.284
Gastos de distribución	-190.076	-216.719	-232.837	-199.033	-224.266	-61.106	-72.695
Gastos de administración	-46.783	-30.399	-30.470	-32.117	-34.128	-7.830	-10.734
Resultado operacional	219.211	200.920	218.032	243.642	200.139	61.696	64.214
Costos financieros	-15.777	-9.968	-4.115	-6.509	-8.723	-1.740	-11.402
Ganancia	145.412	115.305	172.303	168.580	147.543	35.723	32.373
Ebitda	278.152	258.148	282.064	312.818	276.222	79.265	91.257

Balance General Consolidado IFRS

MM \$	2014	2015	2016	2017	2018	2018.T1	2019.T1
Activos corrientes	770.593	728.656	742.747	704.562	866.105	706.230	1.251.697
Activos no corrientes	775.428	795.385	820.720	868.811	1.066.684	885.611	1.804.142
Total activos	1.546.020	1.524.040	1.563.467	1.573.373	1.932.789	1.591.911	3.055.839
Pasivos corrientes	298.463	315.586	250.597	226.377	309.700	222.404	561.198
Pasivos no corrientes	397.506	296.372	249.074	253.599	422.757	250.243	1.004.286
Total pasivos	695.969	611.958	499.671	479.975	732.457	472.647	1.565.484
Patrimonio	850.052	912.082	1.063.796	1.093.398	1.200.332	1.119.264	1.490.355
Total patrimonio y pasivos	1.546.020	1.524.040	1.563.467	1.573.373	1.932.789	1.591.911	3.055.839
Deuda financiera	401.014	292.197	174.095	173.494	362.157	160.232	1.064.322

Opinión

Fundamento de la clasificación

Agrosuper S.A. (Agrosuper), cuyo origen se remonta al año 1955, es una sociedad productora de proteína animal que participa en el negocio de producción, faenación, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados, con ventas tanto en Chile como en el exterior.

Durante 2018, la empresa obtuvo ventas consolidadas por \$ 1.654.752 millones (aproximadamente US\$ 2.382 millones¹) y un EBITDA de \$ 276.222 millones (del orden de los US\$ 398 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 121.640 millones (US\$ 175 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 362.157 millones (US\$ 521 millones). A marzo de 2019, la empresa presentó un patrimonio de \$ 1.490.355 millones (US\$ 2.196 millones²) con una deuda financiera de \$ 1.064.322 millones (US\$ 1.169 millones), este aumento se debe a las nuevas adquisiciones de la compañía.

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 (en especial, luego de la adquisición de AquaChile que le permite exportar más de un 50% de los ingresos a partir de 2019) con cobertura en cuatro continentes y más de 60 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 valoración existente en los mercados para las distintas presentaciones de cortes de carne, extrayendo un mayor excedente de los consumidores.

La clasificación de riesgo incorpora como elementos favorables la extensa y exitosa experiencia del grupo controlador en el rubro (todas las actividades tienen una antigüedad superior a diez años y la del pollo, en particular, se remonta a 1955); la adecuada capacidad de negociación frente a los intermediarios locales (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 animales

¹ Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2018: \$ 694,77/US\$.

² Tipo de cambio utilizado a marzo de 2019: \$ 678,53/US\$.

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 doce plantas de proceso).

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de ventas luego de la reciente adquisición de los activos de Salmones Fríosur el año 2018 y Empresas AquaChile en 2019, operaciones que han llevado a **Agrosuper** a convertirse en el mayor grupo exportador de salmón chileno y uno de los actores más importantes del mundo en esta línea de negocio. Si bien la operación ha incrementado los niveles de endeudamiento relativo de la compañía, la clasificadora trabaja con el supuesto que se trata de una situación que debiera revertirse en el corto-mediano plazo, ello por lo informado por el emisor y por el hecho que el apalancamiento actual de la empresa no se alinea con lo exhibido en el pasado, donde mostró una posición conservadora en la materia.

Finalmente, 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 de salmón, posterior a la adquisición de AquaChile y Fríosur, que a marzo de 2019 representa un el 42,5% de los ingresos presentando una mayor 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. De esta manera, la clasificación recoge como factores adversos dicha exposición de la empresa a las fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados y los riesgos propios de la naturaleza a los que está afecta la actividad. Atenúa lo anterior, la amplia gama de productos que ofrece la compañía y el reconocimiento de esta en el mercado que le permiten tener una mayor estabilidad en los ingresos.

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 más del 50% de sus ingresos provienen de sus exportaciones, de las cuales parte importante están destinadas a Asia y Estados Unidos.

El modelo de negocios de la sociedad también presenta exposición al fortalecimiento del peso, tanto por la pérdida de competitividad de las exportaciones como por el incentivo al aumento de las importaciones (riesgo que no se debiera manifestar en el corto plazo). Con todo, se reconoce que alrededor de un 70% de los costos están indexados a la fluctuación del dólar.

Adicionalmente, la evaluación recoge la vulnerabilidad 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 siniestros. Sin embargo, este riesgo puede ser mayor si ocurren errores y/o malas prácticas de otros agentes del sector.

Por otro lado, dentro de la evaluación se ha considerado la importante concentración de las ventas en Asia, mercado donde la empresa no presenta las ventajas de marcas y canales de distribución que exhibe en Chile.

Un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector salmoneo, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que los acuerdos alcanzados por la industria en el área de salmón 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.

La tendencia de clasificación se califica “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Para la mantención de la clasificación, se espera que la empresa vaya reduciendo su endeudamiento relativo, en particular en relación con su generación de flujos y considerando la mayor importancia del negocio de salmón, segmento que opera con una elevada volatilidad en sus márgenes.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Integración de sus procesos productivos.
- Importante participación de mercado en Chile.
- Extensa red de comercialización.

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente de proteínas.
- Marcas reconocidas.
- Bajos índices de endeudamiento relativo.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia en el rubro y adecuada administración.
- Amplio *mix* de productos (dada las restricciones propias del giro).

Riesgos considerados

- Exposición a las variaciones en los productos sustitutos y precios *commodities* (riesgo medio y con probabilidad de impacto medio a severo).
- Aumento en las tarifas navieras (riesgo de incidencia media).
- Exposición a pestes y enfermedades (riesgo medio con probabilidad de impacto medio a muy severo).
- Concentración en el mercado asiático (riesgo de incidencia baja).
- Exposición al tipo de cambio (riesgo administrable).
- Riesgos regulatorios sector salmoneo (riesgo de incidencia baja).

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

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2019

En los primeros tres meses de 2019, los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 600.927 millones (US\$ 886 millones⁴), con un incremento de 47,2% respecto de igual período de 2018. Este aumento estuvo sustentado principalmente por la incorporación de los ingresos de Empresas AquaChile y los activos de Salmones Friosur.

Por otra parte, los costos de ventas exhibieron un aumento de 63,2%, los gastos de distribución subieron 19,0% y los gastos de administración un 37,1%. Lo anterior, explicado por mayores costos en todas sus líneas de negocios en especial de las nuevas adquisiciones, negocios en que la compañía traspasará sus buenas prácticas y sinergias.

De esta manera, el resultado operacional⁵ llegó a \$ 64.214 millones, aumentando un 4,1% respecto del mismo período anterior, pasando desde un 15,1% de los ingresos en el primer trimestre de 2018 a 10,7% en marzo de 2019. Dado esto, el EBITDA a marzo 2019 alcanzó \$ 91.257 millones, lo que representó un aumento de 15,1% con respecto de igual período de 2018.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado final del período fue una ganancia de \$ 32.373 millones, lo que implicó una disminución de 9,4% respecto de los \$35.723 millones registrados durante el primer trimestre de 2018, debido a los mayores costos de venta registrados y al incremento de los gastos financieros de la compañía.

Definición categoría de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa 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.

⁴ Tipo de cambio utilizado a marzo de 2019: \$ 678,53/US\$.

⁵ Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– gastos de distribución –gastos de administración (considera cargo/abono a resultados Fair Value).

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de la compañía en el mercado local: **Agrosuper** lidera las ventas nacionales en carnes de cerdo, pollo y pavo y salmones, las que sumadas a productos procesados, ascendieron a cerca de US\$ 2.382 millones, al cierre del año 2018⁶ y US\$ 886 millones en el trimestre de marzo de 2019. El fuerte posicionamiento de mercado va aparejado por el uso de marcas reconocidas entre los consumidores, Super Pollo, Super Cerdo, Sopraval, La Crianza, AquaChile, Super Salmón y King, lo cual obliga a los intermediarios a disponer de dichos productos en su gama de oferta y desincentiva la importancia directa o el uso de marcas propias.

Integración de sus procesos productivos: La integración productiva favorece la mejor administración, control y mitigación de los riesgos sanitarios, suceso potencial siempre presente en la industria, lo cual ha permitido -junto con programas específicos adoptados- tener una completa trazabilidad de los animales (desde su gestación hasta la góndola). El proceso productivo comienza -según corresponda- desde la importación de huevos o pollos y cerdos reproductores, de distintas razas y provenientes desde diferentes países y proveedores o, en el caso de los salmones, produciendo sus propias ovas. El ciclo finaliza con la venta a intermediarios o consumidores finales, pasando por todos los procesos de incubación, crianza, engorda (con plantas propias de abastecimiento de alimento) y faenamiento, sin excluir tratamientos de efluentes e investigación y desarrollo. La participación en todas y cada una de las etapas del ciclo de producción y distribución permite que la compañía no presente exposición ante cambios en los márgenes relativos que se producen a lo largo de la cadena productiva (por ejemplo, para **Agrosuper** sería indiferente un incremento en el margen del negocio de producción de ovas en perjuicio del margen del salmón y viceversa) y le agrega mayor capacidad para la administración de los costos.

Extensa red de comercialización: La compañía cuenta con una gran red de distribución y comercialización de sus productos que incluye más de 29 centros de distribución y una flota sub-arrendada de 424 camiones, lo que le permite llegar a más de 300 comunas, cubrir el 98% de la población del país y atender a más de 57.000 locales mensuales. Esta capacidad de abastecer adecuada y oportunamente al comercio la protege, en parte, de la competencia de importaciones derivadas de oportunidades coyunturales (baja del dólar y exceso de oferta en otros mercados, entre otras).

Aumento en las exportaciones: A lo largo de los años, **Agrosuper** ha logrado incrementar de manera importante sus exportaciones (más aun en 2019, posterior a las nuevas adquisiciones que en su mayoría son exportaciones). En 2004, éstas bordeaban los US\$ 440 millones y durante 2018 sumaron US\$ 1.053 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cuatro continentes y más de 60 países. Complementariamente, la capacidad exportadora de la empresa es una oportunidad para acceder al importante crecimiento en el consumo de proteínas que se observa en los países en desarrollo, debido al aumento de la población, una mayor urbanización e incrementos en el nivel de ingresos de diversas zonas del mundo, lo que se ha traducido en un mayor consumo de proteínas a nivel mundial. Dentro de este contexto, destaca la capacidad de administración de los riesgos sanitarios de la sociedad debido a la

⁶ No incluye ventas de salmones de AquaChile.

necesidad de cumplir con las exigencias para los distintos países-destinos y las seis oficinas comerciales en el exterior para potenciar sus ventas (ubicadas en Sud América, Norte América, Europa y Asia).

Experiencia en el rubro y adecuada administración: Participando en la industria de proteínas, el grupo presenta una existencia superior a los 60 años. En su desarrollo ha mostrado capacidad de crecimiento y de diversificación dentro de las posibilidades del rubro, de esta forma de la producción de huevos derivó a la de pollos, para luego ampliarla a cerdos, pavos y salmones.

La administración ha tenido un carácter conservador, lo que queda reflejado en un crecimiento inicialmente impulsado con un bajo apalancamiento financiero o en la suscripción de pólizas de seguros para sus cuentas por cobrar (pese a presentar una cartera de bajo riesgo). También se reconoce un buen manejo de los aspectos sanitarios.

Factores de riesgo

Exposición a variaciones en los precios sustitutos: Existen numerosos eventos que pueden repercutir directa o indirectamente en el precio de la carne de cerdo, pollo y pavo y afectar la rentabilidad de la empresa. Considerando la elasticidad de la demanda a las variaciones en los precios sustitutos, cualquier aumento en la oferta de carne de vacuno que presione a la baja el precio de este producto, necesariamente implicará el mismo efecto en el precio de la carne de cerdo, pollo y pavo (en la práctica, la mayor oferta de vacuno podría producirse por aumento en las importaciones, debido a caídas en el precio del dólar o por sobreproducción en otros países. Por ejemplo, en los supermercados se ofrece carne de Australia y de EEUU).

También, como ha ocurrido en el pasado, cualquier disminución de la demanda en las exportaciones de los productos chilenos, ya sea por cierre de mercados o recesiones en los países de destino, implica que parte de la producción que originalmente estaba destinada hacia el exterior debe canalizarse al mercado chileno, con la consecuente presión sobre los precios internos.

En cuanto a los precios de los salmones, se tiene en cuenta que, si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió durante 2017 cuando se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, en tanto que durante 2018 se observó un retorno a los valores promedio registrados en el período 2016-2018.

En términos generales, dadas las características de *commodity* de sus productos, su precio tiende a ser fluctuante y su comportamiento responde a situaciones de carácter globales más que locales y, por lo tanto, se constituye como una variable de difícil control para la empresa. Por ello, existe una alta volatilidad en el margen EBITDA en años anteriores.

Aumentos en las tarifas navieras: Aproximadamente el 44,2% de los ingresos de **Agrosuper** provienen de las exportaciones; por lo tanto, un aumento en el costo de los fletes necesariamente implicará un incremento en los precios de las ventas al exterior, lo cual afectaría su competitividad en el mercado asiático,

que representa casi el 39% de sus exportaciones, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que en los últimos años se ha observado un exceso de oferta en el sector naviero que ha presionado los precios a la baja. Sin embargo, las características propias de esta industria y la experiencia llevan también a presentar ciclos diametralmente opuestos en términos de tarifas (al margen que en el corto plazo no se visualicen aun reducciones en el actual exceso en la oferta).

Exposición a pestes y enfermedades: Existe una alta vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que puedan afectar la capacidad de producción de la empresa. El impacto de este factor quedó de manifiesto en 2008 y 2009, período en el cual la empresa mostró débiles resultados, producto del virus ISA que afectó la producción de salmónes, y porque debido a errores y/o malas prácticas de otros agentes del sector (específicamente al exportar carne de cerdo contaminada) se cerró el mercado asiático por alrededor de siete meses para todas las exportaciones chilenas. Anteriormente, aunque sin afectar a **Agrosuper**, la producción de pollos había sido afectada por la gripe aviar. Del mismo modo, en 2017 los ingresos se vieron afectados por la gripe aviar en los pavos.

Concentración en el mercado asiático: Dentro de los mercados a los cuales la compañía exporta, destaca China, que representó aproximadamente el 14,7% en 2018, en tanto que Japón y Corea del Sur representaron un 14,5% y un 9,3%, respectivamente, siendo el cerdo y el salmón los principales productos demandados.

Es importante mencionar, que en esos mercados la empresa no cuenta con el respaldo de sus marcas y con los canales de distribución que posee en Chile.

Exposición al tipo de cambio: La volatilidad del tipo de cambio genera efectos en los resultados de la compañía. No obstante, se reconoce que alrededor de un 70% de los costos están indexados a las fluctuaciones del dólar.

El eventual fortalecimiento del peso afecta la competitividad exportadora de la compañía y, producto del abaratamiento de las importaciones, se genera un aumento en la oferta de carnes en el país, con la natural presión a la baja en los márgenes del negocio, sin embargo, este efecto podría verse contrarrestado si junto con un fortalecimiento del peso, se apreciaran las monedas de los países exportadores de carne que podrían competir con **Agrosuper**, en este caso la competitividad de la compañía no se vería afectada.

Regulación del sector salmonero chileno: Aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces, lo que tendrá como consecuencia, se estima, una reducción de la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a aumentos de precio, no es del todo descartable cambios en el entorno normativo que pudiera afectar la rentabilidad de la industria.

Antecedentes generales

Descripción del *holding* y propiedad

Agrosuper fue fundada en 1955, comenzando con la producción de huevos en la localidad de Doñihue, VI Región. Actualmente, es una empresa productora de proteína animal, líder en el mercado local y con una creciente presencia a nivel mundial. Participa en el negocio de la producción, faenación, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados. Opera bajo las marcas Agrosuper, Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, AquaChile, Súper Salmón y King.

El control de la sociedad lo ejerce Gonzalo Vial Vial y sus hijos a través de dos sociedades, Promotora Doñihue Ltda. y Agrocomercial El paso S.A.

Composición de los Flujos

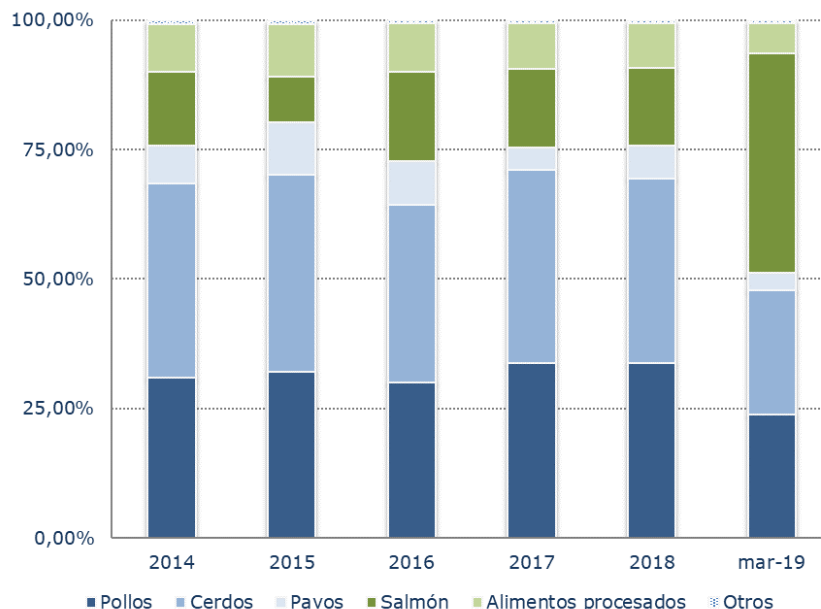
Agrosuper presenta una estructura de flujos amplia, tanto por líneas de negocios como por mercados geográficos. En los hechos se estructura a través de cinco líneas de negocios y tiene presencia comercial en más de 60 países y cinco continentes.

Dentro de las cinco líneas de negocios, destaca por su elevada importancia a partir de 2019⁷, el rubro de los salmones ya sea medido en términos de ingresos o EBITDA; representando, a marzo de 2019, un 42,5% de los ingresos de la compañía. Sin embargo, anterior a la adquisición, entre 2016 y 2018, los ingresos de esta área de negocio representaban en promedio un 15,8% del total de la empresa.

Las líneas de negocios de cerdos y pollos se posicionan como la segunda y tercera en importancia con una participación en los ingresos totales de 24,1% y 23,8% a marzo de 2019, respectivamente. No obstante, los últimos tres años representaron en promedio un 35,7% y 32,6% de los ingresos de **Agrosuper**. En la Ilustración 1 se muestra la composición y evolución del ingreso de sus líneas de negocios.

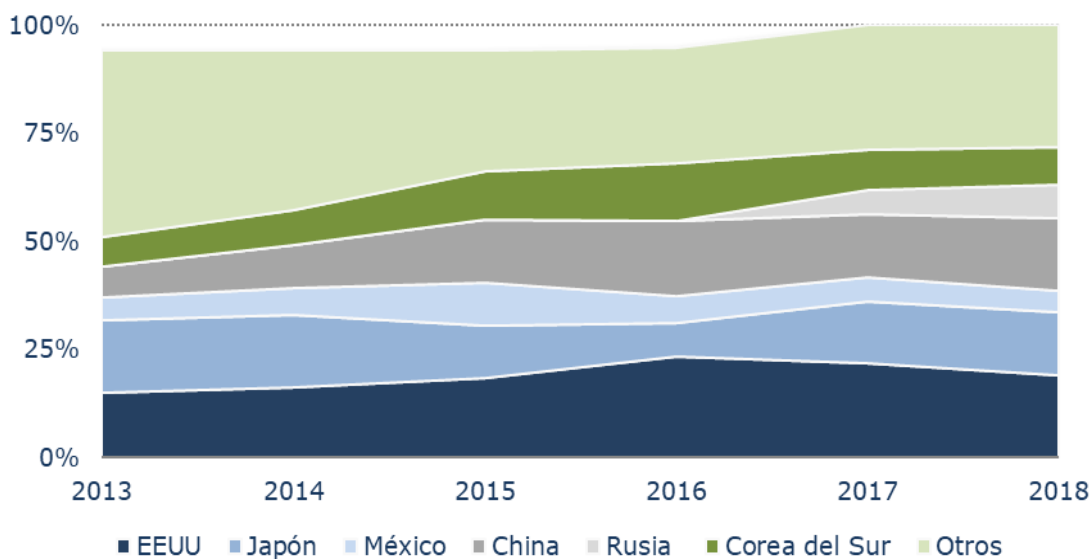
⁷ Posterior a las nuevas adquisiciones.

Ilustración 1
Estructura Ventas Agrosuper
(2014 – Mar 2019)



En términos de destino, las ventas nacionales representan un 55,8% de los ingresos, mientras que las exportaciones muestran una concentración del 44,2% del total de ventas. Del total de exportaciones, las ventas se han orientado crecientemente en Asia (Japón, China) y Estados Unidos, destinos que representan un 31,5% y 18,9% a diciembre de 2018, respectivamente. La Ilustración 2 muestra la evolución de las exportaciones entre 2014 y 2018.

Ilustración 2
Composición exportaciones
(2014 – 2018)



Proveedores

Las principales empresas proveedoras de **Agrosuper** corresponden a empresas que le venden alimentos para animales, procesamiento y distribución de granos y mercancías agrícolas, transporte marítimo, suplementos vitamínicos y minerales para alimentación animal, entre otros. Cabe señalar, que ningún proveedor representa más del 10% de las compras realizadas en el año 2018.

Descripción líneas de negocios

Los negocios de la compañía se agrupan en cinco líneas de productos: salmones, cerdos, pollos, pavos y productos procesados. Cabe señalar, que **Agrosuper** participa en el proceso completo, desde la reproducción de los animales hasta la venta de los productos al cliente final, incluyendo la elaboración del alimento para estos animales.

Salmón

Los ingresos provenientes del salmón representan aproximadamente el 42,5% de las ventas totales de la compañía (según datos a marzo de 2019). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Salmón y 92,6% de sus ventas corresponden a exportaciones. Entre los principales productos que la compañía comercializa para las distintas especies producidas se encuentran filetes, porciones, entero y HG⁸ de salmón atlántico y HG de coho.

Exportaciones

A diciembre 2018, las exportaciones de salmón representaron casi el 92,6% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos EE.UU, China, Japón, Brasil, Unión Europea, Rusia y Colombia los cuales en conjunto explicaron el 91,7% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2019, las ventas totales del negocio de salmones mostraron un crecimiento de 310,0% respecto de marzo de 2018, debido al mayor volumen de ventas del periodo dada la adquisición de Empresas AquaChile y los activos de Fríosur durante 2018. De esta manera, las ventas totalizaron aproximadamente US\$ 376 millones.

Cerdos

Los ingresos provenientes de la carne de cerdo representan aproximadamente el 24,1% de las ventas totales de la compañía (según datos a marzo de 2019). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca

⁸ Salmón eviscerado y sin cabeza.

Súper Cerdo. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones que le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

Exportaciones

A diciembre 2018, las exportaciones de cerdo representaron el 48,5% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos Japón, Corea del Sur, China, Rusia, Costa Rica, EE.UU. y la Unión Europea, los cuales en conjunto explican el 87,8% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2019, las ventas totales del negocio de cerdos mostraron un crecimiento de 3,5% respecto de marzo de 2018, llegando aproximadamente a US\$ 214 millones. Cabe señalar, que las ventas de esta proteína son las que representan una mayor parte de los ingresos proveniente de exportaciones a diciembre de 2018 y que en el mercado local sus ventas corresponden al 55,1% de las ventas totales de cerdo.

Pollos

La producción y comercialización de la carne de pollo representa aproximadamente el 23,8% de los ingresos totales de la compañía (según datos a marzo de 2019). Participa en el mercado nacional a través de la marca Súper Pollo y Pollos King. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones que le permiten llegar con sus productos a los mercados más exigentes del mundo, como es el caso del norteamericano y el asiático.

Exportaciones

A diciembre 2018, las exportaciones de pollo representaron el 28,1% de la venta de este producto para la compañía, siendo sus principales destinos Estados Unidos, China, Unión Europea, México, Puerto Rico y Colombia, los cuales en conjunto explican el 94,1% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2019, las ventas totales del negocio de pollos mostraron un incremento de 2,5% respecto de marzo de 2018, llegando aproximadamente a US\$ 211 millones. Cabe señalar, que las ventas de esta proteína están mayormente concentradas en el mercado local con un 71,9% de las ventas.

Pavos

La producción y comercialización de la carne de pavo representó cerca del 3,2% de los ingresos totales de la compañía (a marzo de 2019). **Agrosuper** tiene presencia en el mercado nacional a través de la marca Sopraval. Para las exportaciones, este segmento de negocio posee cuatro certificaciones que le permiten llegar con sus productos a más de 30 países en cuatro continentes.

Exportaciones

A diciembre 2018, las exportaciones de pavo representaron el 53,2% de las ventas de este tipo de carne, siendo sus principales destinos la Unión Europea, EE.UU., México y Sudáfrica, los cuales en conjunto explican el 87,2% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2019, las ventas totales del negocio de pavos mostraron una disminución de 12,6% respecto de marzo de 2018, llegando aproximadamente a US\$ 29 millones. Esta disminución se debe a una reestructuración del sistema productivo.

Productos procesados

La producción y comercialización de productos procesados representa aproximadamente el 5,6% de los ingresos totales de la compañía (según datos a marzo de 2019), divididos en cecinas y elaborados, con las marcas SuperBeef y La Crianza que ingresaron en 2005 al mercado. Este negocio posee una alta participación de mercado y cuenta con dos certificaciones de calidad.

Exportaciones

A diciembre 2018, las exportaciones de alimentos procesados representaron el 2,7% de las ventas de este tipo de producto. Dado el tipo de producto que comercializa, que necesita una cadena de frío, sus ventas son principalmente en el mercado local y directamente a supermercados, canal que concentra un 61,5% de las ventas totales de este tipo de productos.

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2018, las ventas totales de este negocio mostraron una disminución de 14,4% respecto de marzo de 2018, llegando aproximadamente a US\$ 52 millones.

Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2014 y marzo de 2019⁹.

Evolución de los ingresos y EBITDA

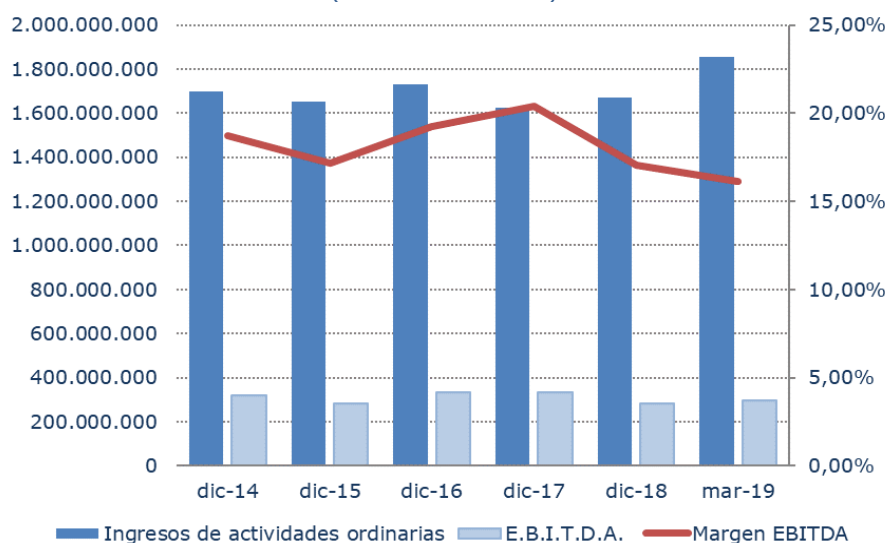
Los ingresos consolidados de **Agrosuper** en 2014, dado el desarrollo de nuevos productos, nuevos mercados y mayor tecnología ayudaron a una mejora en el incremento del EBITDA y margen EBITDA, el cual, no obstante, exhibió una caída en 2015. Luego en 2016, se refleja un incremento en los ingresos y el EBITDA en un 7% y 17,6%, respectivamente, dicho aumento estuvo sustentado básicamente en un crecimiento aproximado de 72% en los ingresos del segmento acuícola. Sin embargo, en el 2017 se produce una

⁹ Los datos a marzo de 2019 se consideran como año móvil, desde abril de 2018 a marzo de 2019.

disminución de aproximadamente un 3,8% respecto del año anterior. La baja en este período estuvo explicada, principalmente, por las menores ventas en el segmento de pavos debido a la gripe aviar que los afectó a comienzos de ese año. A diciembre de 2018, se observa un aumento de 2,9%, sin embargo, el EBITDA disminuyó en un 14,0% producto de los mayores costos de producción para todas las líneas de negocio, alcanzando un margen EBITDA de 17,1%.

En el año móvil a marzo de 2019, se observa un aumento de 11,0% producto del aumento de las ventas en el segmento de salmones, producto de la adquisición de nuevas compañías. Respecto al margen EBITDA, tuvo un aumento de 4,7% alcanzando un margen EBITDA de 16,1% (ver Ilustración 3).

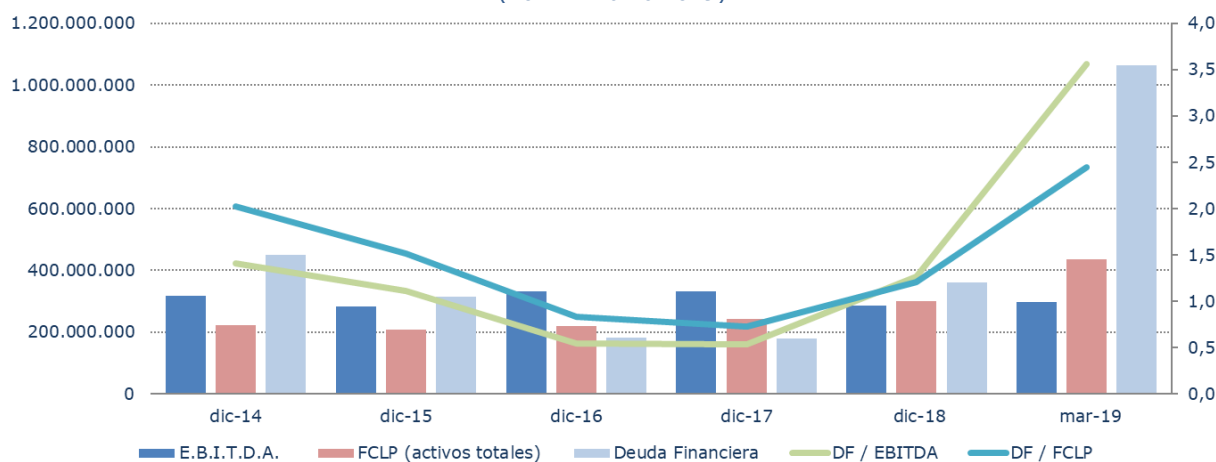
Ilustración 3
Ingresos Totales, Ebitda y Margen Ebitda
(2014 – Marzo 2019)



Evolución del endeudamiento

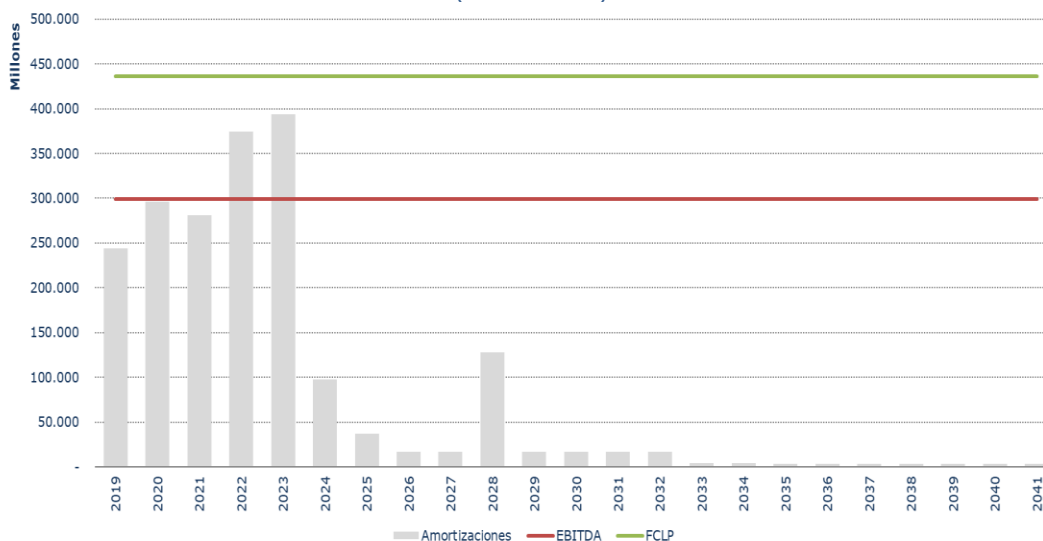
A marzo de 2019, la deuda financiera ascendió a \$ 1.064.973 millones aumentando en 190,7% nominal respecto de 2018. Lo anterior dada la compra de Empresas AquaChile y los activos de Fríosur que en parte fueron financiados con deuda. Sin embargo, la sociedad presentaba, previo a la adquisición, un muy bajo nivel de endeudamiento relativo considerando la fortaleza estructural de su modelo de negocio y la categoría de riesgo asignada y se espera que el aumento de la deuda sea un hecho coyuntural y no permanente, dadas las proyecciones presentadas por la empresa. De esta manera, como se aprecia en la Ilustración 4, los indicadores de endeudamiento relativo, tales como Deuda Financiera/EBITDA y Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo muestran un aumento, alcanzando valores de 3,6 veces y 2,4 veces, respectivamente. Sin embargo, parte de esta deuda fue tomada para prepagar pasivos, la cual a marzo de 2019, aún se encontraba en caja, si consideramos este factor en el indicador estos disminuyen a 3,3 veces y 2,2 veces, respectivamente. Además, cabe señalar que el cálculo de este indicador, al ser anualizado, considera solo tres meses de las ventas de AquaChile, por lo que, tal como se dijo anteriormente, este debiese disminuir durante el año 2019 a medida que se tenga un año completo de ventas de AquaChile.

Ilustración 4
Endeudamiento Relativo
(2014 – Marzo 2019)



El perfil de la deuda de la compañía, y que se muestra en la Ilustración 5, muestra vencimientos elevados los primeros cinco años en comparación con su generación de EBITDA producto de la mayor deuda que generó las adquisiciones en el negocio de salmones, no obstante, si se compara con el Flujo de caja de largo plazo se observa mayor holgura. Cabe señalar que los flujos de la compañía aumentarán durante 2019 dado el crecimiento de la compañía en el segmento salmones, flujos que, según lo informado por la compañía, serán utilizados para pagar la mayor deuda adquirida.

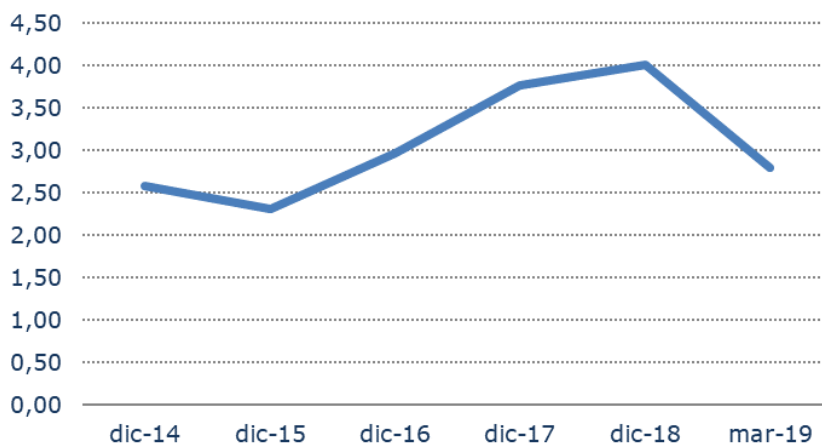
Ilustración 5
Calendario de Vencimientos
(2019 - 2041)



Evolución de la liquidez y rotación de inventarios

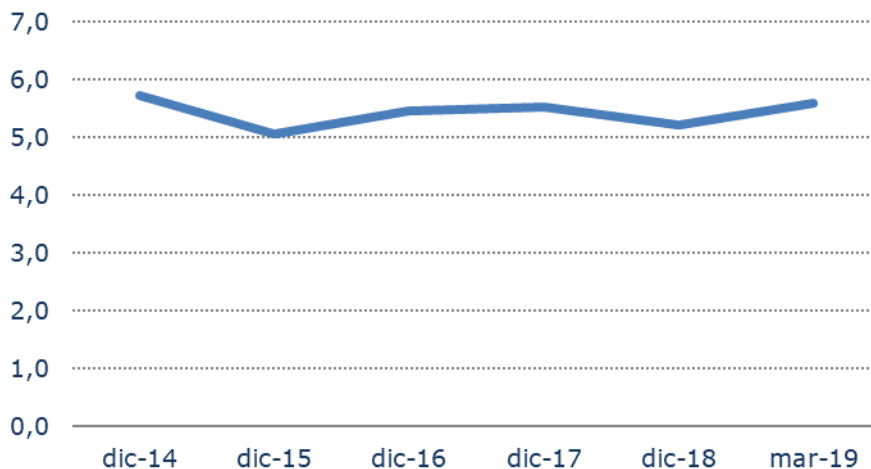
La liquidez, medida como razón corriente, mostró un crecimiento pasando de 3,8 veces, en 2017, a 4,0 veces, en 2018. Sin embargo, a marzo de 2019 el indicador muestra una disminución alcanzando las 2,8 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 6.

Ilustración 6
Evolución Liquidez
(2014 – Marzo 2019)



La compañía ha exhibido estabilidad durante todo el periodo de evaluación en el indicador rotación de inventarios pasando alcanzando a marzo de 2019 un valor de 5,6 veces (Ilustración 7).

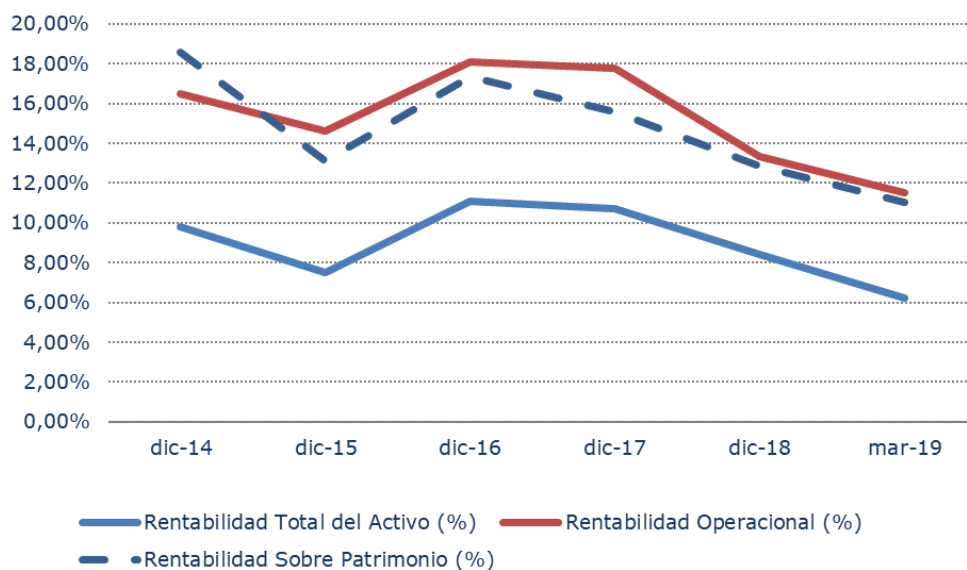
Ilustración 7
Evolución Rotación de inventarios
(2014 – Marzo 2019)



Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad registraron una disminución a partir de 2017, alcanzando a marzo de 2019 una rentabilidad del activo, patrimonio y operacional de 6,2%, 11,0% y 11,5%, respectivamente, tal como lo muestra la Ilustración 8.

Ilustración 8
Evolución Rentabilidad
(2014 – Marzo 2019)



Covenants financieros

Los *covenants* financieros a marzo de 2019 se muestran a continuación:

Covenants financieros		
Líneas de bonos		Valor Marzo 2019
Obligaciones Financieras Netas / Patrimonio	Menor a 1,0 vez	0,60
Garantías reales / Activos	Menor a 10%	0,01%

Principales ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Liquidez (veces)	1,53	1,51	1,55	1,54	1,49	1,45
Razón Circulante (Veces)	2,58	2,31	2,96	3,11	2,80	2,23
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,58	2,31	2,96	3,11	2,80	2,22
Razón Ácida (veces)	1,99	1,62	2,30	2,22	2,08	1,76
Rotación de Inventarios (veces)	5,73	5,06	5,46	5,52	5,22	5,59
Promedio Días de Inventarios (días)	63,74	72,12	66,80	66,13	69,91	65,26
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,96	9,02	9,30	8,63	8,78	8,11
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	45,85	40,45	39,25	42,29	41,59	44,99
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	8,23	8,04	8,79	7,37	6,50	4,55
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	44,37	45,38	41,50	49,50	56,13	80,27
Diferencia de Días (días)	-1,49	4,93	2,26	7,21	14,54	35,28
Ciclo Económico (días)	-65,23	-67,19	-64,55	-58,92	-55,37	-29,98
Ratios de endeudamiento	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Endeudamiento (veces)	0,45	0,40	0,32	0,31	0,38	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,82	0,67	0,47	0,44	0,61	1,05
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,75	1,06	1,01	0,89	0,73	0,56
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,41	1,11	0,55	0,54	1,27	3,56
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,71	0,90	1,83	1,86	0,79	0,28
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	0,58	0,48	0,35	0,36	0,49	0,68
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,01	0,06	0,10	0,03	0,05	0,04
Veces que se gana el Interés (veces)	11,40	15,00	54,70	34,34	21,95	10,23
Ratios de rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T1
Margen Bruto (%)	0,31	0,30	0,31	0,31	0,28	0,26
Margen Neto (%)	0,10	0,08	0,11	0,11	0,09	0,08
Rotación del Activo (%)	0,98	1,00	1,06	1,00	0,86	0,61
Rentabilidad Total del Activo (%) *	0,10	0,08	0,12	0,11	0,09	0,06
Rentabilidad Total del Activo (%)	0,10	0,08	0,11	0,11	0,08	0,06
Inversión de Capital (%)	0,73	0,69	0,62	0,65	0,68	0,67
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,21	3,70	3,36	3,31	3,00	2,69
Rentabilidad Operacional (%)	0,16	0,15	0,18	0,18	0,13	0,12
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	0,19	0,13	0,17	0,16	0,13	0,11
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dstcada.) (%)	0,65	0,66	0,65	0,65	0,67	0,69

Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	0,69	0,70	0,69	0,69	0,72	0,74
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	0,28	0,23	0,25	0,23	0,18	0,16
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	0,19	0,17	0,19	0,20	0,17	0,16

"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."