



Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas
Patricio Del Basto A.
Carlos Garcia B.
Tel. (56) 22433 5200
patricio.delbasto@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

Agrosuper S.A.

Julio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|--|---------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Línea de bonos y bonos Tendencia EEFF base | AA Estable |
| | 31 marzo 2020 |

| Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda | |
|---|----------------------|
| Línea de bonos | Nº 678 de 15.09.2011 |
| Línea de bonos | Nº 679 de 15.09.2011 |
| Serie D (BAGRS-D) | Primera emisión |
| Serie N (BAGRS-N) | Segunda emisión |
| Línea de bonos | Nº 807 de 10.04.2015 |
| Línea de bonos | Nº 808 de 10.04.2015 |
| Serie L (BAGRS-L) | Primera emisión |
| Serie M (BAGRS-M) | Primera emisión |
| Serie O (BAGRS-O) | Segunda emisión |
| Serie P (BAGRS-P) | Segunda emisión |

| Estado de Resultados Consolidados IFRS ¹ | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|
| MUSD de cada período | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2020.T1 | 2021.T1 |
| Ingresos totales | 2.444.381 | 2.555.925 | 2.381.726 | 3.235.738 | 3.648.724 | 886.644 | 967.030 |
| Costo de ventas | -1.725.396 | -1.783.592 | -1.721.748 | -2.340.318 | -2.886.624 | -646.996 | -717.082 |
| Gastos de distribución | -347.793 | -323.762 | -322.792 | -404.835 | -417.801 | -106.759 | -116.014 |
| Gastos de administración | -45.514 | -52.244 | -49.121 | -65.462 | -70.012 | -15.640 | -16.352 |
| Resultado operacional | 325.678 | 396.328 | 288.065 | 425.124 | 274.287 | 117.249 | 117.582 |
| Costos financieros | -6.147 | -10.588 | -12.555 | -60.567 | -60.459 | -15.669 | -12.577 |
| Ganancia | 257.372 | 274.225 | 219.648 | 248.106 | 67.793 | -32.011 | 109.263 |
| Ebitda ² | 413.459 | 500.918 | 391.403 | 582.482 | 431.439 | 154.706 | 157.721 |

| Balance General Consolidado IFRS ³ | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| MUSD de cada período | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.T1 |
| Activos corrientes | 1.109.455 | 1.146.095 | 1.292.887 | 2.181.706 | 2.211.008 | 2.184.447 |
| Activos no corrientes | 1.225.925 | 1.413.275 | 1.535.305 | 2.618.695 | 2.647.247 | 2.634.757 |
| Total activos | 2.335.380 | 2.559.370 | 2.828.192 | 4.800.401 | 4.858.255 | 4.819.204 |
| Pasivos corrientes | 374.321 | 368.242 | 445.759 | 951.590 | 702.416 | 824.878 |
| Pasivos no corrientes | 372.047 | 412.524 | 620.981 | 1.519.358 | 1.613.244 | 1.371.802 |
| Total pasivos | 746.368 | 780.766 | 1.066.740 | 2.470.948 | 2.315.660 | 2.196.680 |
| Patrimonio | 1.589.012 | 1.778.606 | 1.761.453 | 2.329.453 | 2.542.595 | 2.622.524 |
| Total patrimonio y pasivos | 2.335.380 | 2.559.372 | 2.828.193 | 4.800.401 | 4.858.255 | 4.819.204 |
| Deuda financiera ⁴ | 260.049 | 282.219 | 521.262 | 1.659.753 | 1.557.212 | 1.400.678 |

¹ Las cifras se presentan valorizadas al tipo de cambio de cierre de cada período.

² No considera ajustes *fair value* de activos biológicos.

³ Las cifras se presentan valorizadas al tipo de cambio de cierre de cada período.

⁴ Incluye pasivos por arrendamiento en 2019 (M US \$18.738), 2020 (M US \$27.896) y 2021.T1 (M US \$25.213).

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 2020, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US \$ 3.649 millones y un EBITDA de US \$ 431 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US \$ 415.664 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US \$ 1.557 millones. A marzo de 2021, la empresa presentó un patrimonio de US \$ 2.623 millones con una deuda financiera de US \$ 1.401 millones.

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 redunda 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 cuatro continentes y 58 países.

Considerando las limitantes propias del negocio, la empresa presenta una oferta de carne variada (pollo, cerdo, pavo, salmón y tilapia) 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.

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); la adecuada capacidad de negociación frente a los intermediarios locales (dados 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 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, salmones y tilapia (cuenta con once plantas de proceso).

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de ventas, en donde **Agrosuper** ha logrado convertirse en el uno de los principales exportadores de salmón chileno y uno de los actores más importantes del mundo en esta línea de negocio.



Se valora además que la compañía ha exhibido un indicador de cuentas por cobrar⁵ que a marzo de 2021 se mantuvo entorno a las 10 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 7 y 9,7 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 de salmón, que durante marzo de 2021 representó el 33,4% de los ingresos presentando una mayor exposición al precio internacional de los salmones, 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. Lo anterior, se refleja en que durante los trimestres de junio y septiembre del año 2020, frente a la fuerte baja en el precio de los salmones, la compañía presentó indicadores de rentabilidad sobre activo inferiores al 1%, en comparación a la industria de bebidas/alimentos y agroindustria que su valor más bajo estuvo en torno al 2,9% y 2,3%, respectivamente, en el mismo periodo.

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 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. A partir de la reciente adopción del dólar como moneda funcional, se debe considerar la exposición del segmento carnes al peso, así como la necesidad de financiamiento en el mercado local que se traduce en deuda estructurada en moneda local.

Adicionalmente, la evaluación recoge la sensibilidad de los cerdos, pollos, pavos, salmón y tilapia 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.

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 salmonero, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que los acuerdos alcanzados por la industria en el área de salmones implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

⁵ Ingresos últimos doce meses / deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, promedio.

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 elaborados⁶.

La tendencia de **Agrosuper** se califica “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo. Cabe mencionar, que si bien la operación de compra de las empresas salmoneras aumentó los niveles de apalancamiento en el año 2019, la amortización de la deuda ha permitido mantener indicadores de endeudamiento relativo en línea con lo proyectado⁷. De esta manera, independiente del contexto cambiante de todo negocio, y considerando la reciente adopción de una estrategia de crecimiento inorgánico, para la mantención de la Clasificación de Riesgo, se espera que los indicadores de endeudamiento relativo no presenten deterioros, en caso contrario la clasificación podría revisarse a la baja.

En relación con la crisis provocada por el Covid-19, la compañía ha logrado mantener la continuidad operacional asegurando el correcto funcionamiento de la cadena de suministro, dado que elabora productos de primera necesidad. Sin embargo, durante el periodo de crisis sanitaria el canal de venta más afectado ha sido *foodservice* (restaurantes, hoteles, fuentes de soda, asadurías de pollo y casinos) a causa de los confinamientos y cuarentenas obligatorias.

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.

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 salmonero (riesgo de incidencia baja).

⁶ Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.

⁷ El indicador DF / FCLP durante diciembre de 2020 y 2021 se mantuvo en torno a las 2,5 veces.

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2021

Durante el primer trimestre del año 2021, los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los US\$ 967 millones, con un incremento de un 9,1% respecto de igual período de 2020. Este aumento estuvo sustentado principalmente por el segmento Carnes que presentó una mayor demanda en Asia.

Por otra parte, en el mismo trimestre se generaron variaciones al alza de los costos de ventas en 10,8%, de los gastos de distribución en 8,7% y de los gastos de administración en 4,6%, principalmente a causa de los efectos de la pandemia que significó reorganizar el proceso productivo e incurrir en mayores costos. De esta manera, el resultado operacional⁸ llegó a los US\$ 118 millones, sin variación relevante respecto del mismo período anterior, representando un 12,2% de los ingresos. Dado esto, durante marzo de 2021 el EBITDA⁹ alcanzó US\$ 158 millones, lo que representó un incremento de 1,9% con respecto de igual período de 2020.

El resultado final del período fue un valor positivo de US\$ 109 millones, superior a la pérdida de US\$ 32 millones registrada durante el primer trimestre de 2020, debido a los ajustes de *fair value* de los activos biológicos del segmento acuícola de la compañía.

Hechos recientes

Con fecha 01 de enero de 2021, para efectos de los estados financieros se acordó el cambio de moneda funcional del peso chileno al dólar estadounidense. Lo anterior se debe principalmente a las adquisiciones de empresas salmoneras que incrementó significativamente las operaciones relacionadas con el segmento acuícola cuyo entorno económico principal es el mercado internacional. Asimismo, de acuerdo a declaraciones de la empresa emisora, también se debe a la potenciación de las exportaciones del segmento carnes, el incremento de la participación de competidores extranjeros en Chile y a cambios en los hábitos de consumo lo que ha aumentado la indexación del precio en Chile al dólar estadounidense.

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.

⁸ Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– gastos de distribución –gastos de administración.

⁹ No considera ajustes *fair value* de activos biológicos.

Oportunidades y fortalezas

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.

Posicionamiento de la compañía en el mercado local: **Agrosuper** lidera las ventas nacionales en carnes; cerdo, pollo y pavo, con participaciones de mercado¹⁰ del orden de 52,6%, 55,7% y 61,5%, respectivamente. Por su parte, el salmón también cuenta con una posición relevante dentro del mercado local, ya que la empresa produce alrededor de 165.000 toneladas anuales, lo que le permite ubicarse dentro de las compañías líderes en el país. Adicionalmente, se valora que dentro del rubro de los salmones, la sociedad se ubica como la segunda compañía de mayor tamaño a nivel global (con un 6,3% participación en el salmón atlántico).

Demanda creciente de proteínas: De acuerdo a diversos estudios¹¹, se espera un crecimiento en el consumo de proteína animal a nivel mundial, especialmente de los países en desarrollo, debido al aumento de la población, una mayor urbanización e incrementos en el nivel de ingresos. En China, el crecimiento de la demanda de carne y pescado será impulsado principalmente por un aumento en los ingresos, llegando a ser el principal contribuyente para el grupo de países de ingresos medios altos. Adicionalmente, se espera que las proteínas de fuente animal sigan representando la mayor parte del consumo de proteínas en las regiones de ingresos altos de América del Norte, Europa y Asia Central.

Marcas y mix de productos: 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 importación directa o el uso de marcas propias. Además, la empresa presenta una oferta variada de carne (pollo, cerdo, pavo, salmón) y productos con diferentes presentaciones de cortes, lo que permite entregar un mayor valor agregado.

Extensa red de comercialización: La compañía cuenta con una gran red de distribución y comercialización de sus productos que incluye más de 29 oficinas comerciales y una flota sub-arrendada de 430¹² camiones, lo

¹⁰ Reportadas por la compañía, incluye importaciones.

¹¹ Entre ellos, "OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas".

¹² Información entregada por la compañía, corresponde a flota nacional incluyendo distribución interplantas.

que le permite llegar a más de 300 comunas, cubrir el 98% de la población del país y atender alrededor de 70.000 clientes nacionales. 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, 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 aún en 2019, posterior a las nuevas adquisiciones que en su mayoría son exportaciones). En 2004, éstas bordeaban los US \$ 440 millones y durante 2020 sumaron US \$ 2.204 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cuatro continentes y más de 58 países.

Complementariamente, dentro de este contexto, destaca la capacidad de administración de los riesgos sanitarios de la sociedad debido a la necesidad de cumplir con las exigencias para los distintos países-destinos y las once 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 65 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, salmones y recientemente tilapia.

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 el año 2020 cuando se observó una fuerte baja del precio ante la contracción de la demanda mundial por la pandemia.

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 60,4% 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 41,7% de sus exportaciones, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que si bien en los últimos años se ha observado un exceso de oferta en el sector naviero que ha presionado los precios a la baja, con la pandemia esta situación se ha revertido, ya que las navieras globales cancelaron ciertas salidas de rutas regulares de barcos de contenedores, por lo que salió del mercado una cantidad considerable de capacidad, lo que habría nivelado la oferta y la demanda.

Exposición a pestes y enfermedades: Existe una alta vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos, salmón y tilapia 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 salmones, 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 24% en 2020, en tanto que Japón y Corea del Sur representaron un 13,1% y un 4,6%, respectivamente, siendo el salmón y cerdo los principales productos demandados. Adicionalmente, Estados Unidos, sigue siendo país de destino relevante para la compañía, representando un 22,8% de las exportaciones en el mismo año.

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, principalmente debido a que para el segmento carnes, existe una proporción relevante que se comercializa en Chile, además este riesgo se da como consecuencia de que la sociedad cuenta con deuda denominada en moneda local y por los pagos a realizar en el mercado nacional por mano de obra y adquisición de materias primas para la producción animal.

No obstante, la compañía cuenta con diversos instrumentos para mitigar este riesgo, entre ellos *swaps* de moneda y *forwards* de tipo de cambio.

Regulación del sector salmonero chileno: Aún 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

La compañía

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, tilapia y alimentos procesados. Opera bajo las marcas Agrosuper, Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, AquaChile, Súper Salmón, King, Verlasso, Super Beef, Aqua y Rainforest.

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

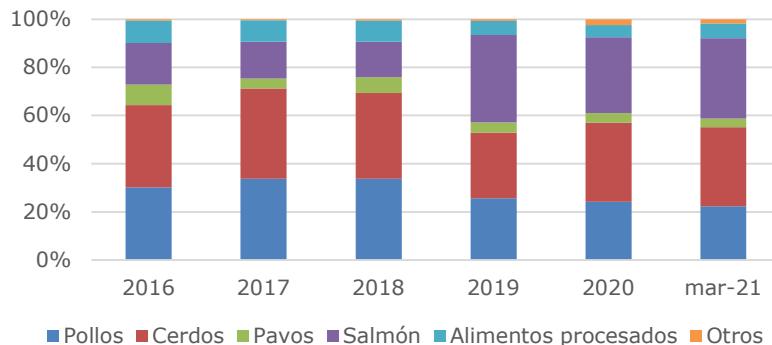
Agrosuper presenta una estructura de flujos amplia, tanto por líneas de negocios como por mercados geográficos. En los hechos se estructura a través de cinco líneas de negocios y tiene presencia comercial en 58 países y cuatro continentes.

Dentro de las cinco líneas de negocios, destaca por su elevada importancia a partir de 2019¹³, el rubro de los salmones ya sea medido en términos de ingresos o EBITDA; representando en marzo de 2021, un 33,4% 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 posicionaron como la segunda y tercera en importancia con una participación en los ingresos totales de 32,8% y 22,3% durante marzo de 2021, respectivamente. En la *Ilustración 1* se muestra la composición y evolución del ingreso de sus líneas de negocios.

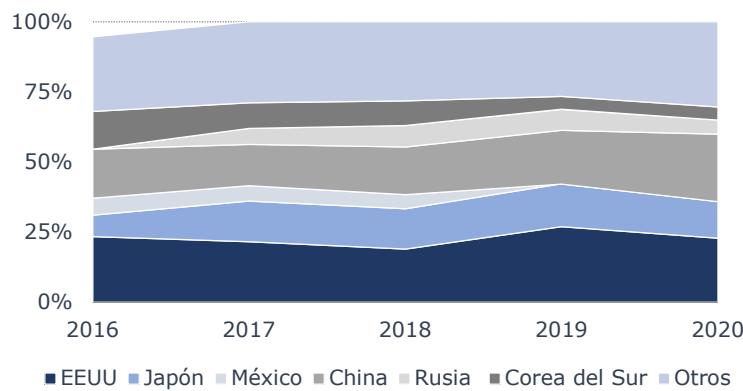
¹³ Posterior a las nuevas adquisiciones.

Ilustración 1
Estructura Ventas Agrosuper
(2016 – mar 2021)



En términos de destino, las ventas nacionales representan un 39,6% de los ingresos, mientras que las exportaciones muestran una concentración del 60,4% del total de ventas. Del total de exportaciones, las ventas se han orientado crecientemente en Asia (Japón, China, Corea del Sur) y Estados Unidos, destinos que representaron un 41,7% y 22,8%, respectivamente, durante 2020. La *Ilustración 2* muestra la evolución de las exportaciones entre 2016 y 2020.

Ilustración 2
Composición exportaciones
(2016 – 2020)



Proveedores

Los principales proveedores 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 representó más del 5,1%¹⁴ de las compras realizadas en el año 2020.

¹⁴ Información proporcionada por la compañía.

Descripción líneas de negocios¹⁵

Las líneas de negocios de la compañía se agrupan en los segmentos de carnes con las líneas de productos cerdos, pollos, pavos y productos procesados y el segmento acuícola. 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 representaron aproximadamente el 33,4% de las ventas totales de la compañía durante el primer trimestre de 2021. Entre los principales productos que la firma comercializa para las distintas especies producidas se encuentran filetes, porciones, entero y HG¹⁶ de salmón atlántico y HG de coho. En Chile opera con la marca Súper Salmón y Aqua.

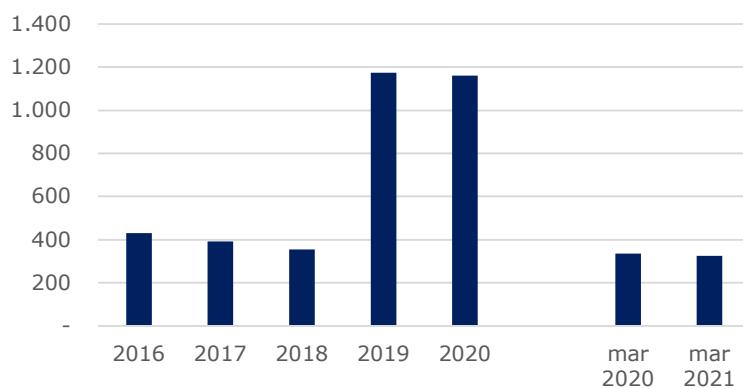
Exportaciones

Durante 2020, las exportaciones de salar representaron el 95,4% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos EE.UU, Brasil, Rusia y la Unión Europea, que en conjunto explican el 80,2% de las ventas destinadas al extranjero. Por su parte, las exportaciones de coho, representaron el 98,4% de las ventas de este tipo de salmón, siendo sus principales destinos Japón, Taiwán y Rusia, que en suma concentran el 93,3% de los ingresos de coho provenientes del extranjero.

Evolución de los ingresos y volúmenes

Durante el primer trimestre de 2021, las ventas totales del negocio de salmones mostraron un decrecimiento de 3,1% respecto con igual período de 2020 alcanzando los US \$ 324¹⁷ millones, debido a un alza en la mortalidad en febrero y marzo que afectó la producción sumado a una reconfiguración de la cosecha que está llevando a cabo la compañía.

Ilustración 3
Evolución Ingresos Salmón
(MM US \$ / 2016 – mar 2021)



¹⁵ Las cifras se presentan valorizadas al tipo de cambio de cierre de cada periodo.

¹⁶ Salmón eviscerado y sin cabeza.

¹⁷ Incluye valores del segmento acuícola; salmón de las especies atlántico y del pacífico, trucha y tilapia.

Cerdos

Los ingresos provenientes de la carne de cerdo representaron aproximadamente el 32,8% de las ventas totales de la compañía durante el primer trimestre de 2021. Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Cerdo. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones¹⁸ que le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

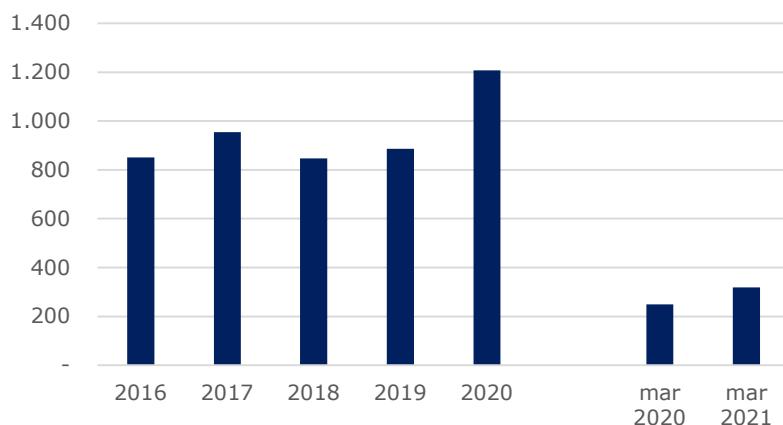
Exportaciones

Durante 2020, las exportaciones de cerdo representaron el 58,6% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos China, Corea del Sur, Japón, Colombia y EE.UU, los cuales en conjunto explican el 81,8% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

Durante los tres primeros meses de 2021, las ventas totales del negocio de cerdos mostraron un crecimiento de 28,2% respecto con igual período de 2020, llegando aproximadamente a los US \$ 319 millones. Lo anterior se ha visto impulsado por el precio del cerdo que se ha mantenido en niveles elevados, por efecto de la fiebre porcina africana (cerca de un 20% superior respecto al promedio histórico).

Ilustración 4
Evolución Ingresos Cerdos
(MM US \$ / 2016 – mar 2021)



Pollos

La producción y comercialización de la carne de pollo representó aproximadamente el 22,3% de los ingresos totales de la compañía durante el primer trimestre de 2021. Participa en el mercado nacional a través de la marca Súper Pollo y Pollos King. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones¹⁹ que le permiten llegar con sus productos a los mercados más exigentes del mundo, como es el caso del norteamericano y el asiático.

¹⁸ Entre ellas, ISO 9001, ISO 1400, PABCO (programa de planteles animales bajo certificación oficial), APL (acuerdo de producción limpia) y BPA (buenas prácticas agrícolas).

¹⁹ Entre ellas, ISO 9001, ISO 1400, PABCO (programa de planteles animales bajo certificación oficial), APL (acuerdo de producción limpia) y BPA (buenas prácticas agrícolas).

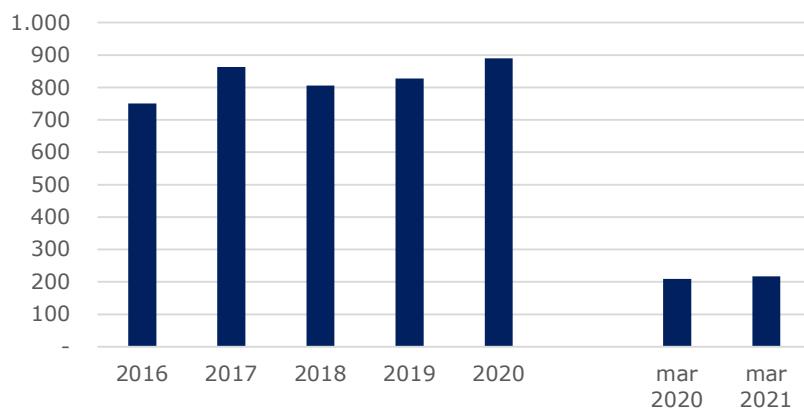
Exportaciones

Durante 2020, las exportaciones de pollo representaron el 34,9% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos EE.UU, China, Mexico, Puerto Rico y Unión Europea, los cuales en conjunto explican el 91,6% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

Durante el primer trimestre de 2021, las ventas totales del negocio de pollos mostraron un incremento de 3,3% respecto con igual período de 2020, llegando aproximadamente a US \$ 217 millones. Si bien durante el año 2020, se vio una baja en el precio de Kilogramo de pollo a causa del cierre del canal *foodservice* (restaurantes y hoteles) por la pandemia, durante el primer trimestre del año 2021, este segmento se ha visto beneficiado tanto por el relajo en las restricciones sanitarias como por el mayor precio del cerdo (producto sustituto).

Ilustración 5
Evolución Ingresos Pollos
(MM US \$ / 2016 – mar 2021)



Pavos

La producción y comercialización de la carne de pavo representó cerca del 3,6% de los ingresos totales de la compañía durante el primer trimestre de 2021. **Agrosuper** tiene presencia en el mercado nacional a través de la marca Sopraval. Para las exportaciones, este segmento de negocio posee diversas certificaciones²⁰ que le permiten llegar con sus productos a más de 30 países en cuatro continentes.

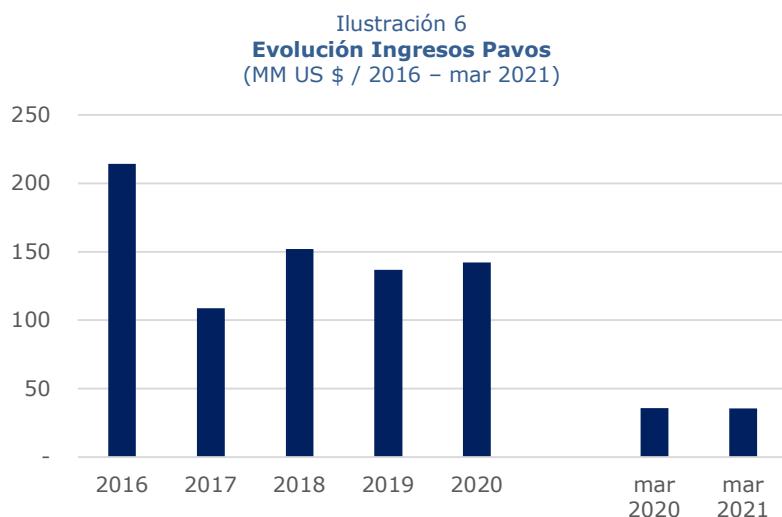
Exportaciones

Durante 2020, las exportaciones de pavo representaron el 48,3% de las ventas de este tipo de carne, siendo sus principales destinos la Unión Europea, China, EE.UU., México y Sudáfrica, los cuales en conjunto explican el 87,7% de los ingresos por este concepto.

²⁰ Entre ellas, PABCO (programa de planteles animales bajo certificación oficial), APL (acuerdo de producción limpia) y BPA (buenas prácticas agrícolas).

Evolución de los ingresos y volúmenes

Durante los tres primeros meses de 2021, las ventas totales del negocio de pavos mostraron un decrecimiento de un 1% respecto con igual período de 2020, llegando aproximadamente a US \$ 35 millones. Cabe mencionar, que la compañía está llevando a cabo eficiencias, que se relacionan con priorizar la cría de pavos machos que tienen mayor cantidad de carne y crecen más rápido que las hembras.



Productos procesados

La producción y comercialización de productos procesados representó aproximadamente el 6% de los ingresos totales de la compañía durante el primer trimestre, divididos en cecinas y elaborados, con las marcas La Crianza, SuperBeef, Super Pollo, Super cerdo, Sopralval, King y Super Salmón.

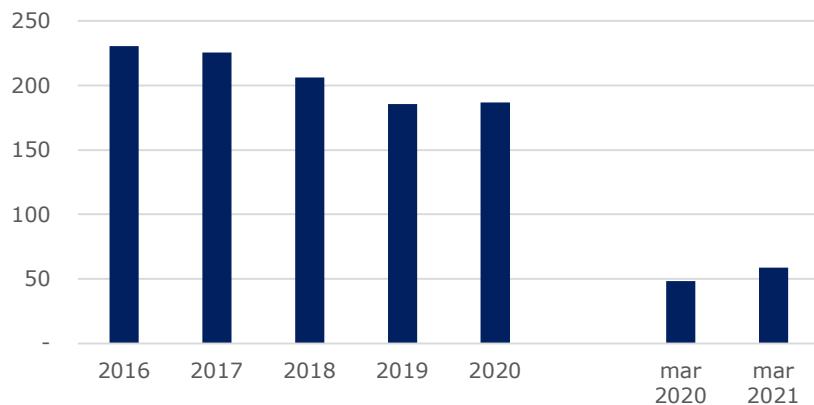
Exportaciones

Durante el año 2020, las exportaciones de alimentos procesados representaron el 0,6% de las ventas de este tipo de producto. Dada las características del bien, que necesita una cadena de frío, sus ventas son principalmente en el mercado local y directamente a supermercados, canal que concentra un 55% de las ventas totales de este tipo de productos.

Evolución de los ingresos y volúmenes

Durante marzo de 2021, las ventas totales de este negocio mostraron un aumento de 21,4% respecto con igual período de 2020, llegando aproximadamente a US \$ 59 millones. Lo anterior se debe principalmente a que la compañía ha llevado a cabo una revisión del portafolio de productos, desprendiéndose de aquellos con menor margen.

Ilustración 7
Evolución Ingresos Productos procesados
(MM US \$ / 2016 – mar 2021)



Análisis financiero²¹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera²² de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y marzo de 2021²³.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos se mantuvieron estables entre 2016 y 2018, en torno a los US \$ 2.500 millones. Sin embargo, durante el año 2019 la compañía exhibió un importante crecimiento en los volúmenes de venta, influenciado por la incorporación de Empresas AquaChile y de Fríosur, generando un alza de 34,6% y de 45,7% los ingresos y en el EBITDA, respectivamente. Adicionalmente, durante el año 2020 se observa un incremento de 6,8% en los ingresos con respecto al año anterior, ante una mayor demanda de cerdo por parte del mercado asiático. No obstante, el EBITDA de ese mismo año mostró una disminución de 29,6% que se explica principalmente por el negocio de salar que presentó un balance negativo por causa de la baja en el precio del salmón.

Durante marzo de 2021 (últimos doce meses), se observa un aumento de 2,2% en los ingresos, debido a que el segmento cerdos continúa exhibiendo precios superiores en comparación a años anteriores por efecto de la fiebre porcina africana. Por su parte, el EBITDA (últimos doce meses) se ha mantenido en niveles similares en relación al año 2020 alcanzando los US \$ 434 millones.

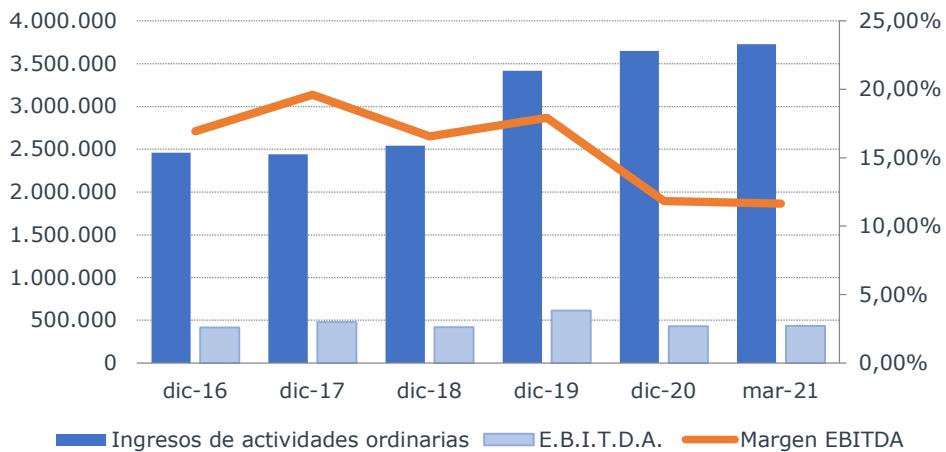
Respecto al margen EBITDA, durante 2021 se mantuvo estable con respecto al año anterior, alcanzando un valor de 11,7% (ver *Ilustración 8*).

²¹ Las cifras presentadas en este acápite (2016 - marzo 2021) se presentan valorizadas al tipo de cambio trimestral.

²² Durante el periodo de evaluación, el EBITDA no considera ajustes *fair value*.

²³ Los datos de marzo de 2021 se consideran como año móvil (últimos doce meses).

Ilustración 8
Ingresos Totales, Ebitda y Margen Ebitda
(M US \$ / 2016 – Marzo 2021 UDM)

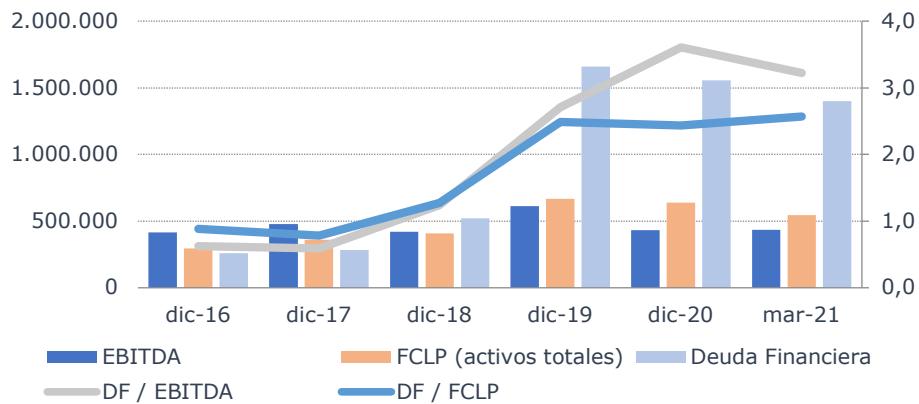


Evolución del endeudamiento

A marzo de 2021, en términos absolutos la deuda financiera ascendió a US \$ 1.401 millones, disminuyendo 19,6% respecto al mismo periodo de 2020. Lo anterior, ha estado en línea con los planes de la compañía de amortizar la deuda que se había contraído para financiar la compra de las empresas salmoneras.

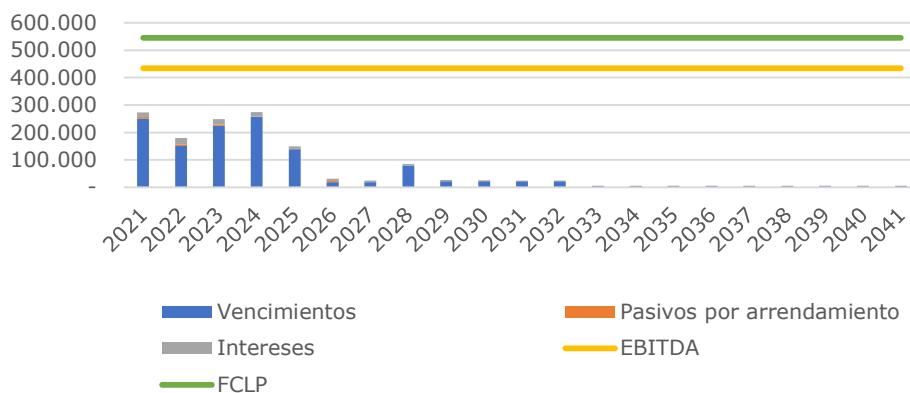
Por su parte, como se aprecia en la *Ilustración 9*, los indicadores de endeudamiento relativo, medidos como Deuda Financiera/EBITDA y Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzaron valores de 3,22 veces y 2,57 veces, respectivamente.

Ilustración 9
Endeudamiento Relativo
(M US \$ / 2016 – Marzo 2021)



El perfil de la deuda de la compañía, que se muestra en la *Ilustración 10*, muestra vencimientos menores en comparación con su generación de EBITDA producto de los resultados y aumento de flujos proveniente de las adquisiciones en el negocio de salmones, por otra parte, si se compara con el flujo de caja de largo plazo se observa mayor holgura.

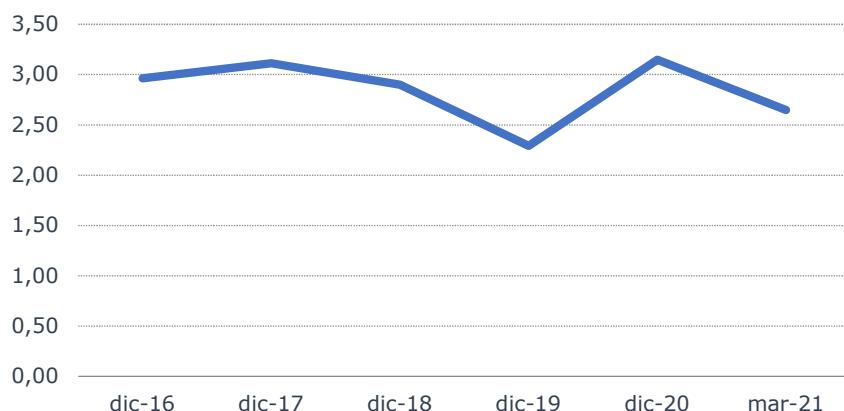
Ilustración 10
Calendario de Vencimientos
(M US \$ / 2021 – 2041)



Evolución de la liquidez y rotación de inventarios

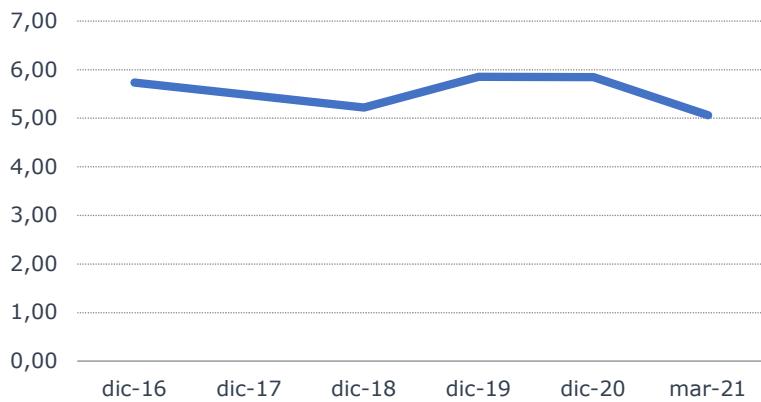
La liquidez, medida como razón corriente, se ha mantenido la mayor parte de los periodos sobre las 2,5 veces, disminuyendo en 2019 a las 2,3 veces, principalmente por la fuerte deuda contraída para financiar la adquisición de las empresas salmoneras. Lo anterior, se revierte durante el año 2020 y marzo de 2021, donde el indicador alcanza las 3,1 y 2,6 veces respectivamente, tal como se aprecia en la *Ilustración 11*.

Ilustración 11
Evolución Liquidez
(2016 – Marzo 2021)



La compañía ha exhibido estabilidad durante el periodo de evaluación en el indicador rotación de inventarios alcanzando a marzo de 2021 un valor de 5,07 veces (*Ilustración 12*).

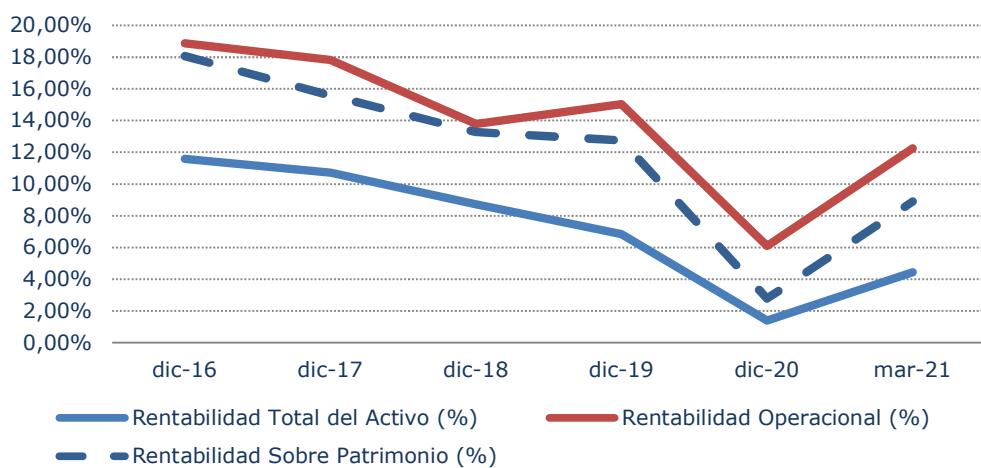
Ilustración 12
Evolución Rotación de inventarios
(2016 – Marzo 2021)



Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad registraron una disminución a partir de 2017, alcanzando a marzo de 2021 una rentabilidad del activo, patrimonio y operacional de 4,4%, 8,9% y 12,3%²⁴ tal como lo muestra la Ilustración 13. El alza en la rentabilidad sobre activo y patrimonio en el último periodo se debe principalmente a mayores ventas y ajuste fair value.

Ilustración 13
Evolución Rentabilidad
(2016 – Marzo 2021)



²⁴La rentabilidad operacional no considera ajuste fair value.

Covenants financieros



| Covenants financieros | | |
|--------------------------------------|-------------------------|------------|
| | Líneas de bonos | Marzo 2021 |
| Nivel de endeudamiento ²⁵ | No superior a 1,0 veces | 0,38 veces |

²⁵ Nivel de Endeudamiento = Obligaciones financieras netas / Patrimonio.

Principales ratios financieros

| Ratios Financieros | | | | | | |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Ratios de liquidez | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021.T1 |
| Liquidez (veces) | 1,54 | 1,54 | 1,49 | 1,49 | 1,31 | 1,41 |
| Razón Circulante (Veces) | 2,96 | 3,11 | 2,90 | 2,29 | 3,15 | 2,65 |
| Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces) | 2,96 | 3,11 | 2,90 | 2,29 | 3,15 | 2,65 |
| Razón Ácida (veces) | 2,30 | 2,22 | 2,18 | 1,81 | 2,46 | 2,02 |
| Rotación de Inventarios (veces) | 5,76 | 5,50 | 5,24 | 5,90 | 5,90 | 5,12 |
| Promedio Días de Inventarios (días) | 63,37 | 66,33 | 69,63 | 61,88 | 61,88 | 71,35 |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (veces) | 9,29 | 8,19 | 9,26 | 9,00 | 10,28 | 9,97 |
| Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días) | 39,31 | 44,57 | 39,40 | 40,57 | 35,50 | 36,62 |
| Rotación de Cuentas por Pagar (veces) | 8,82 | 7,02 | 6,84 | 6,41 | 7,84 | 7,41 |
| Promedio Días de Cuentas por Pagar (días) | 41,37 | 51,99 | 53,34 | 56,92 | 46,58 | 49,29 |
| Diferencia de Días (días) | 2,06 | 7,43 | 13,95 | 16,35 | 11,08 | 12,66 |
| Ciclo Económico (días) | -61,30 | -58,90 | -55,68 | -45,53 | -50,80 | -58,69 |
| Ratios de endeudamiento | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.T1 |
| Endeudamiento (veces) | 0,32 | 0,31 | 0,38 | 0,51 | 0,48 | 0,46 |
| Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces) | 0,47 | 0,44 | 0,61 | 1,06 | 0,91 | 0,84 |
| Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces) | 1,01 | 0,89 | 0,72 | 0,63 | 0,44 | 0,60 |
| Período Pago de Deuda Financiera (veces) | 0,56 | 0,57 | 1,19 | 2,66 | 4,14 | 2,39 |
| EBITDA sobre Deuda Financiera (veces) | 1,60 | 1,69 | 0,81 | 0,37 | 0,28 | 0,31 |
| Porción Relativa Bancos y Bonos (%) | 34,84% | 36,15% | 48,86% | 67,17% | 67,25% | 63,76% |
| Deuda Relacionada sobre Pasivos (%) | 10,33% | 3,03% | 5,03% | 3,17% | 1,54% | 2,54% |
| Veces que se gana el Interés (veces) | 54,72 | 34,42 | 22,93 | 5,66 | 1,54 | 4,98 |
| Ratios de rentabilidad | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020.T1 |
| Margen Bruto (%) | 31,44% | 30,80% | 28,56% | 27,90% | 19,38% | 24,80% |
| Margen Neto (%) | 10,53% | 10,75% | 9,26% | 7,63% | 1,86% | 5,61% |
| Rotación del Activo (%) | 105,47% | 95,33% | 89,80% | 71,20% | 75,10% | 77,38% |
| Rentabilidad Total del Activo (%) * | 12,09% | 11,16% | 9,03% | 7,02% | 1,42% | 4,50% |
| Rentabilidad Total del Activo (%) | 11,58% | 10,72% | 8,73% | 6,84% | 1,40% | 4,43% |
| Inversión de Capital (%) | 62,22% | 64,72% | 66,32% | 61,51% | 54,21% | 51,57% |
| Ingresos por Capital de Trabajo (veces) | 3,35 | 3,14 | 3,00 | 2,78 | 2,42 | 2,74 |
| Rentabilidad Operacional (%) | 18,87% | 17,81% | 13,79% | 15,04% | 6,09% | 12,26% |
| Rentabilidad Sobre Patrimonio (%) | 18,06% | 15,58% | 13,28% | 12,75% | 2,78% | 8,89% |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%) | 64,97% | 65,11% | 67,11% | 67,24% | 76,31% | 70,91% |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%) | 68,56% | 69,20% | 71,44% | 72,10% | 80,62% | 75,20% |
| Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%) | 1,86% | 2,05% | 2,06% | 2,02% | 1,92% | 1,90% |
| ROCE (Return Over Capital Employed) (%) | 26,33% | 23,25% | 18,54% | 22,34% | 9,00% | 18,16% |
| E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) | 16,92% | 19,60% | 16,56% | 17,94% | 11,82% | 11,65% |

"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."