

Tras evaluación de adquisiciones en el segmento acuícola

Humphreys mantiene clasificación de bonos de Agrosuper S.A. en "Categoría AA"

Santiago, 10 de agosto de 2018. **Humphreys** acordó mantener la clasificación de riesgo de los bonos emitidos por **Agrosuper S.A. (Agrosuper)** en "Categoría AA", mientras que su tendencia se mantiene en "Estable".

El emisor, recientemente, ha anunciado un acuerdo con los accionistas mayoritarios de la salmonera AquaChile para adquirir el 67% de la propiedad; en paralelo, **Agrosuper** lanzará una OPA para alcanzar el 100% de AquaChile (empresa que acaba de adquirir Salmones Magallanes). La operación significará una inversión por US\$ 850 millones¹, monto que sería financiado mediante un aumento de capital de US\$430 millones y a través de deuda bancaria y emisión de bonos por US\$420 millones. En este escenario y sumando la compra de Fríosur (US\$ 229 millones), de acuerdo con los cálculos de **Humphreys**, se generaría un incremento en el endeudamiento relativo, medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), desde las 0,6 veces a valores cercanos a las 3,0 veces, ratio que debiese disminuir en 2019 a alrededor de 2,6 veces, considerando que la sociedad ha anunciado que el EBITDA del primer año de las nuevas inversiones se destinará al prepago de deuda.

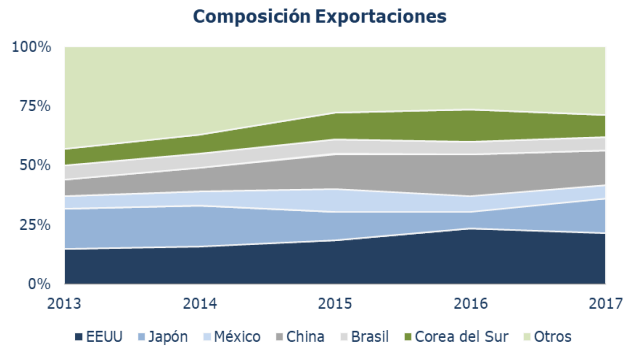
No obstante el aumento del nivel de endeudamiento, **Humphreys** mantiene la clasificación de los bonos de **Agrosuper** en "Categoría AA", dado que la sociedad presentaba, de forma previa a la adquisición, un muy bajo nivel de endeudamiento relativo considerando la fortaleza estructural de su modelo de negocio y la categoría de riesgo asignada. Además, se espera que el incremento de la deuda sea coyuntural y no permanente; ello en función de las proyecciones de la empresa. Con todo, si dentro de los doce meses siguientes no se visualizara una tendencia a la baja del endeudamiento relativo, la clasificación de riesgo podría ser revisada.

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 (con marcas reconocidas como Super Pollo, Super Cerdo, SopraVal, La Crianza, Super Salmón y King).

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo, y que está fuertemente asociado con la importante participación de mercado del emisor, corresponde a la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población del país (con más de 27 centros de distribución y una flota subarrendada 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 50.000 locales de manera mensual). Destaca, en la misma línea, 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 en más de 60 países.

¹ Considerando el 100% de aceptación de la OPA por parte de los accionistas minoritarios de AquaChile.

Ilustración 1
(2013 - 2017)



Frente a 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 producción de alimentos de pollo, en particular, se remonta a 1955); la adecuada capacidad de negociación frente a los intermediarios locales (la firma es un líder indiscutido en producción, dado el posicionamiento de las marcas y su importancia relativa como oferente dentro de la industria); el elevado estándar del manejo sanitario (cuenta con certificaciones, entre otras, 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 a los pollos, cerdos, pavos y salmones (cuenta con seis plantas de proceso: Lo Miranda, San Vicente, Rosario, El Milagro, La Calera y Quellón).

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 existencia de diversos factores que afectan los márgenes en el negocio de **Agrosuper** y su capacidad para generar flujos. En efecto, el margen EBITDA entre los años 2009 y marzo de 2018 fluctuó entre 6,6% y 20,3%, mostrando una caída el año 2012, debido a incrementos en los costos de producción. A partir de 2012 la empresa exhibió una fuerte recuperación, tras la normalización en los precios de los granos.

Otro aspecto importante es 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.

También se incorpora dentro del proceso de evaluación el efecto negativo de eventuales aumentos en las tarifas navieras sobre la rentabilidad de **Agrosuper**, considerando que aproximadamente el 41,0% 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 un 70% de los costos están indexados a la fluctuación del dólar.

Adicionalmente, la evaluación recoge la vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmones 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. En 2016 **Agrosuper** realizó una fuerte inversión, con el objetivo de fortalecer los estándares de seguridad de sus plantas productivas para abordar pestes y gripes.

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.

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 elaborados².

Agrosuper actualmente es una sociedad productora de proteína animal que en forma integrada 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 2017 la empresa obtuvo ventas consolidadas por \$ 1.608.818 millones (aproximadamente US\$ 2.617 millones³), mientras que el EBITDA fue de \$ 312.819 millones (del orden de los US\$ 509 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 233.057 millones (US\$ 379 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 173.494 millones (US\$ 282 millones). A marzo de 2018 la empresa presentó un patrimonio de \$ 1.119.264 millones (US\$ 1.779 millones⁴), con una deuda financiera de \$ 160.232 millones (US\$ 266 millones).

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Categoría
Líneas de bonos		AA
Bonos	BAGRS-D	AA

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".

² Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.

³ Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2017: \$ 614,75/US\$.

⁴ Tipo de cambio utilizado a marzo de 2018: \$ 603,39/US\$.