



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Agrosuper S.A.**

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

**ANALISTAS:**

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

**FECHA**

Julio 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA Desfavorable<sup>1</sup></b>
EEFF base	31 marzo 2023

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie D (BAGRS-D) Serie N (BAGRS-N)	N° 679 de 15.09.2011 Primera emisión Tercera emisión
Línea de bonos	N° 807 de 10.04.2015
Línea de bonos Serie L (BAGRS-L) Serie M (BAGRS-M) Serie O (BAGRS-O) Serie P (BAGRS-P)	N° 808 de 10.04.2015 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MUS\$ de cada año <sup>2</sup>	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Ingresos totales	2.381.726	3.235.738	3.342.835	4.000.290	4.179.136	1.129.436
Costo de ventas	-1.721.748	-2.340.318	-2.595.857	-2.874.627	-3.044.756	-896.440
Gastos de distribución	-322.792	-404.835	-434.791	-469.282	-542.264	-149.841
Gastos de administración	-49.121	-65.462	-62.972	-71.172	-72.269	-20.518
<b>Resultado operacional</b>	288.065	425.124	249.215	585.209	519.847	62.637
Costos financieros	-12.555	-60.567	-54.119	-52.785	-57.767	-18.117
Ganancia	219.648	248.106	90.070	407.594	194.182	30.067
Ebitda <sup>3</sup>	391.403	582.482	398.589	756.749	684.000	105.000

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> Antes del 2020, la empresa reportaba sus resultados en pesos, por lo que se utiliza el tipo de cambio de cierre de cada año para expresar los valores en dólares.

<sup>3</sup> No considera ajustes *fair value* de activos biológicos.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MUS\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Activos corrientes	1.292.887	2.181.706	2.211.008	2.196.194	2.244.965	2.450.344
Activos no corrientes	1.535.305	2.618.695	2.647.247	2.440.838	2.416.709	2.420.733
<b>Total activos</b>	<b>2.828.192</b>	<b>4.800.401</b>	<b>4.858.255</b>	<b>4.637.032</b>	<b>4.661.674</b>	<b>4.871.077</b>
Pasivos corrientes	445.759	951.590	702.416	863.802	697.953	1.007.176
Pasivos no corrientes	620.981	1.519.358	1.613.244	1.443.693	1.606.347	1.488.243
<b>Total pasivos</b>	<b>1.066.740</b>	<b>2.470.948</b>	<b>2.315.660</b>	<b>2.307.495</b>	<b>2.304.300</b>	<b>2.495.419</b>
Patrimonio	1.761.453	2.329.453	2.542.595	2.329.537	2.357.374	2.375.658
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>2.828.193</b>	<b>4.800.401</b>	<b>4.858.255</b>	<b>4.637.032</b>	<b>4.661.674</b>	<b>4.871.077</b>
Deuda financiera <sup>4</sup>	521.262	1.659.753	1.557.212	1.469.669	1.365.881	1.588.100

## Opinión

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

La tendencia de clasificación se modifica desde "Estable" a "Desfavorable" en atención a que el emisor ha visto deteriorado su indicador de endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo. En los hechos, este indicador que alcanzaba las 0,7 veces en 2017, fue de 3,3 veces en marzo de 2023 (últimos doce meses). Lo anterior, por la caída de los flujos producto de un alza de precio de las materias primas y aumento en otros costos operacionales relacionados a la influenza aviar y el virus ISA. Estos hechos se han reflejado en la contracción en los indicadores de rentabilidad sobre activo y patrimonio, que en los dos últimos años han mostrado un deterioro en relación a su comportamiento histórico.

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

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo, y que está fuertemente asociado con la importante participación de mercado del emisor, es la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población del país. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa en el ámbito nacional y la capacidad exportadora que se

<sup>4</sup> Incluye pasivos por arrendamiento desde 2019.

ha fortalecido en los últimos años con un crecimiento relevante de sus ventas al exterior, con cobertura en cinco continentes y 64 países.

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

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

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de ventas, en donde **Agrosuper** ha logrado convertirse en el principal exportador de salmón chileno y el segundo productor<sup>5</sup> más importante del mundo en esta línea de negocio. Además, la empresa presenta una buena capacidad exportadora en todos los negocios en los que participa.

Se valora además que la compañía ha exhibido un indicador de rotación de cuentas por cobrar<sup>6</sup> que, a marzo de 2023, se mantuvo entorno a las 11 veces, lo que da muestra de la fortaleza que presenta la compañía en términos de liquidez comparativamente con las industrias de bebidas/alimentos y agroindustria, que en promedio exhibieron indicadores en torno a las 5,2 y 7,0 veces, respectivamente, durante el mismo periodo.

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

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

Además, se ha considerado en la clasificación de riesgo la importante concentración de ingresos que presenta la compañía respecto de las ventas de salmón, que durante marzo de 2023 representó el 34,8% de los ingresos exhibiendo una elevada exposición al precio internacional de los salmónidos, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. Sin embargo, la correcta diversificación de proteínas, con distintas ofertas y demandas les ha permitido mitigar los riesgos provenientes de

---

<sup>5</sup> Fuente: Salmon World 2022, Kontali.

<sup>6</sup> Ingresos últimos doce meses / deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, promedio.

volatilidad en precios y crisis en distintos mercados, además, dentro del segmento acuícola se comercializa salmón atlántico y salmón del pacífico, ambos con distintos cortes, mercados y demandas.

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

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

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

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

Finalmente, la clasificación asignada toma en cuenta la volatilidad propia de los principales insumos utilizados en la producción (lo que implica mantener una adecuada planificación y administración de los inventarios y de la producción) y el hecho que en períodos recesivos, en los cuales se reduce el gasto en consumo, la venta de proteínas se contraiga en mayor proporción que el volumen comercializado, puesto que el consumidor sustituye productos de mayor valor por productos menos elaborados<sup>7</sup>. Sin embargo, al estar presente en varios mercados, la compañía podría vender sus productos de mayor valor en sectores con mayor poder adquisitivo.

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

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

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.

## 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).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre 2022

En el año 2022, los ingresos de **Agrosuper** llegaron a US\$ 4.179 millones, mostrando un aumento de 4,5% respecto a 2021, explicado principalmente por un aumento de un 17,2% en el segmento acuícola.

Los costos de ventas exhibieron un aumento de 5,9% producto del mayor precio de las materias primas y el alza de precio de los insumos. Por otro lado, la ganancia bruta alcanzó los US\$ 1.134 millones, superior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US\$ 1.126 millones.

Los gastos operacionales (costos de distribución y gastos de administración) alcanzaron los US\$ 615 millones, con un aumento de 13,7% respecto del año 2021. Dado esto, el EBITDA en el año 2022 alcanzó US\$ 684 millones, lo que representó una variación negativa con respecto de igual período de 2021 (US\$ 757 millones).

De esta manera, la empresa registró una ganancia de US\$ 194 millones en 2022, inferior respecto del año anterior, donde se obtuvo una utilidad de US\$ 408 millones. La deuda financiera de la compañía alcanza US\$ 1.366 millones (incluyendo arrendamientos financieros) y un patrimonio de US\$ 2.357 millones.

## Resultados a marzo 2023

Durante el primer trimestre del año 2023, los ingresos de actividades ordinarias de la compañía alcanzaron los US\$ 1.129 millones, con un incremento de un 7,5% respecto de igual período de 2022. Este aumento estuvo sustentado principalmente por el segmento Carnes que presentó un crecimiento de 13,1% comparado con el año anterior.

Por otra parte, en el mismo trimestre se generaron variaciones al alza de los costos de ventas de 21,0%, de los gastos de distribución en 15,5% y de los gastos de administración en 15,1%, principalmente a causa de los efectos de la influenza aviar (segmento carnes), virus ISA (segmento acuícola) y mayor precio de las materias primas y algunos insumos industriales. De esta manera, el resultado operacional<sup>8</sup> llegó a los US\$ 63 millones, presentando una disminución de 61,3% con respecto al mismo periodo del año 2022. Dado esto, durante marzo de 2023 el EBITDA<sup>9</sup> alcanzó US\$ 105 millones, lo que representó una disminución de 47,4% con respecto a igual período de 2022.

El resultado final del período fue un valor positivo de US\$ 30 millones, inferior a las ganancias de US\$ 59 millones registrada durante el primer trimestre de 2022.

## Definición de 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 Desfavorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver desmejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## 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

<sup>8</sup> Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de distribución – gastos de administración.

<sup>9</sup> No considera ajustes fair value de activos biológicos.

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 durante 2021 en carnes; cerdo, pollo y pavo, con participaciones de mercado<sup>10</sup> del orden de 54%, 50% y 65%, respectivamente. Por su parte, el salmón también cuenta con una posición relevante dentro del mercado local, ya que la empresa produce alrededor de 2.862.000 toneladas anuales de salmón atlántico y 229.000 toneladas anuales de salmón del pacífico, lo que le permite ubicarse como la compañía líder 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 5,2% participación en el salmón atlántico y 24,2% del pacífico).

**Demanda creciente de proteínas:** De acuerdo a diversos estudios<sup>11</sup>, 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, King, Super Beef, Aqua y Verlasso, 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 29 sucursales en Chile, 11 oficinas comerciales internacionales, y una flota sub-arrendada de 396<sup>12</sup> camiones, lo que le permite llegar a más de 300 comunas, cubrir el 98% de la población del país y atender alrededor de 75.000 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).

<sup>10</sup> Reportadas por la compañía, incluye importaciones.

<sup>11</sup> Entre ellos, "OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas".

<sup>12</sup> Información entregada por la compañía, corresponde a flota nacional incluyendo distribución interplantas.



**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). Durante 2022 sumaron US\$ 2.521 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cinco continentes y más de 64 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, productos procesados y salmones.

## 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, afectando 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, podría implicar el mismo efecto en el precio de la carne de cerdo, pollo y pavo, además de los efectos de expansiones o contracciones en la oferta y/o demanda de la propia proteína en cada mercado.

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 periodo desde el año 2020 al primer trimestre de 2023, cuando se pasó de observar una fuerte baja del precio ante la contracción de la demanda mundial por la pandemia a un máximo histórico en los precios del producto en lo más reciente.

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% de los ingresos de **Agrosuper** provienen de las exportaciones; por lo tanto, un aumento en el costo de los fletes podría repercutir en un incremento en los precios de las ventas al exterior, lo cual afectaría su competitividad en el mercado asiático, que representa el 30,3% 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 y salmón a pestes y enfermedades que puedan afectar la capacidad de producción de la empresa. El impacto de este factor quedó de manifiesto desde marzo de 2023 donde **Agrosuper** detectó gripe aviar en una de sus plantas avícolas, lo que debilitó los resultados del segmento pollos. Además, tuvieron un episodio de virus ISA que obligó a un sacrificio anticipado a menor peso de cosecha, lo que también ha tenido una repercusión negativa en sus resultados.

**Concentración en el mercado asiático:** Dentro de los mercados a los cuales la compañía exporta, destaca China, que representó aproximadamente el 11,5% en 2022, viéndose una disminución respecto al año anterior (18,9%), en tanto que Japón y Corea del Sur representaron un 12,8% y un 6,0%, respectivamente, siendo el salmón y cerdo los principales productos demandados. Adicionalmente, Estados Unidos, sigue siendo país de destino relevante para la compañía, representando un 33,9% de las exportaciones en el mismo año.

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

**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 (se presentan exigencias de densidad de cultivo, estableciendo el número de ejemplares máximo a ingresar a las estructuras de cultivo al inicio de la etapa de engorda del ciclo productivo, considerando a lo menos la profundidad útil de las estructuras, la mortalidad esperada y el peso promedio de los ejemplares a la cosecha), 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.

En definitiva, los cambios regulatorios en materias sanitarias, medioambientales, concesiones u otros pueden afectar significativamente en la operación, desarrollo y resultado del negocio. Cabe mencionar que, en la industria del salmón, la autoridad podrá aplicar sanciones o restricciones en caso de manejo inadecuado de las concesiones acuícolas, de incumplimiento de las normas para la sustentabilidad y funcionamiento de la industria y de inactividad de las concesiones sin causa justificada ni autorización.

## 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 y alimentos procesados. Opera bajo las marcas Super Pollo, Super Cerdo, Sopraval, La Crianza, King, SuperBeef, Aqua y Verlasso.

El control de la sociedad lo ejerce Gonzalo Vial Vial y sus hijos a través de sus participaciones directas e indirectas en las sociedades Inversiones VC Limitada, Agrícola GV S.A., Agrocomercial El Paso S.A., y Promotora Doñihue Limitada.

### Composición de los flujos

Agrosuper presenta una estructura de flujos amplia, tanto por segmentos de productos como por mercados geográficos. En los hechos se estructura a través de tres segmentos: carnes, acuícola y otros, y tiene presencia comercial en de 64 países y cinco continentes.

Dentro de los tres segmentos, destaca por su elevada importancia a partir de 2019<sup>13</sup>, el segmento acuícola ya sea medido en términos de ingresos o EBITDA; representando en marzo de 2023, un 34,8% de los ingresos de la compañía. Sin embargo, anterior a la adquisición, entre 2017 y 2018, los ingresos de esta área de negocio representaban en promedio un 15,1% del total de la empresa.

El segmento de carnes, conformado por pollos, cerdos, pavos y procesados sigue posicionándose como el de mayor importancia en términos de participación en los ingresos totales, con un 62,9% del total. En la Ilustración 1 se muestra la composición y evolución del ingreso de sus segmentos.

---

<sup>13</sup> Posterior a las nuevas adquisiciones.

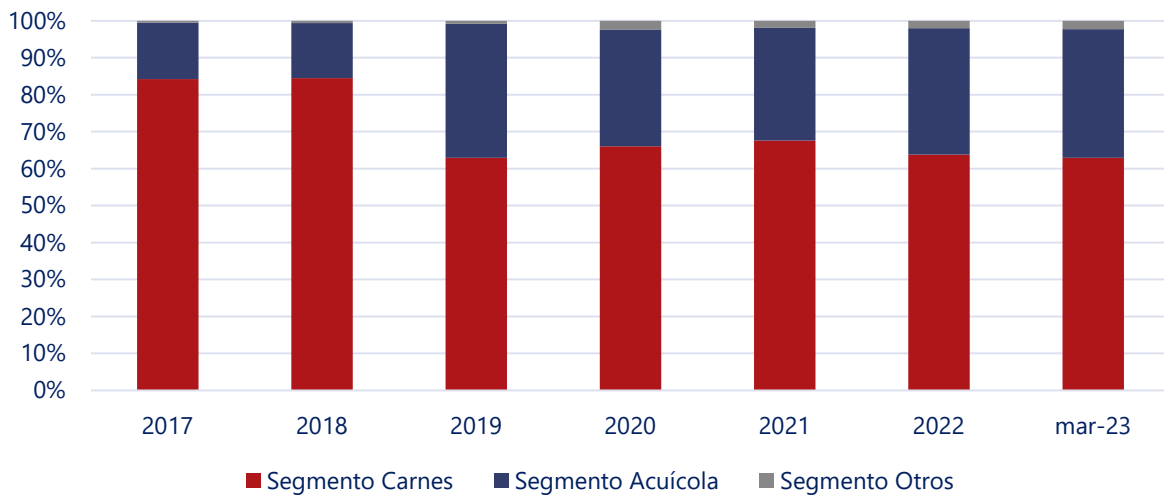


Ilustración 1: Estructura ventas Agrosuper

En términos de destino, las ventas nacionales representan un 39,7%<sup>14</sup> de los ingresos, mientras que las exportaciones muestran una concentración del 60,3% 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 30,3% y 33,9%, respectivamente, durante 2022. La Ilustración 2 muestra la evolución de las exportaciones entre 2018 y 2022.

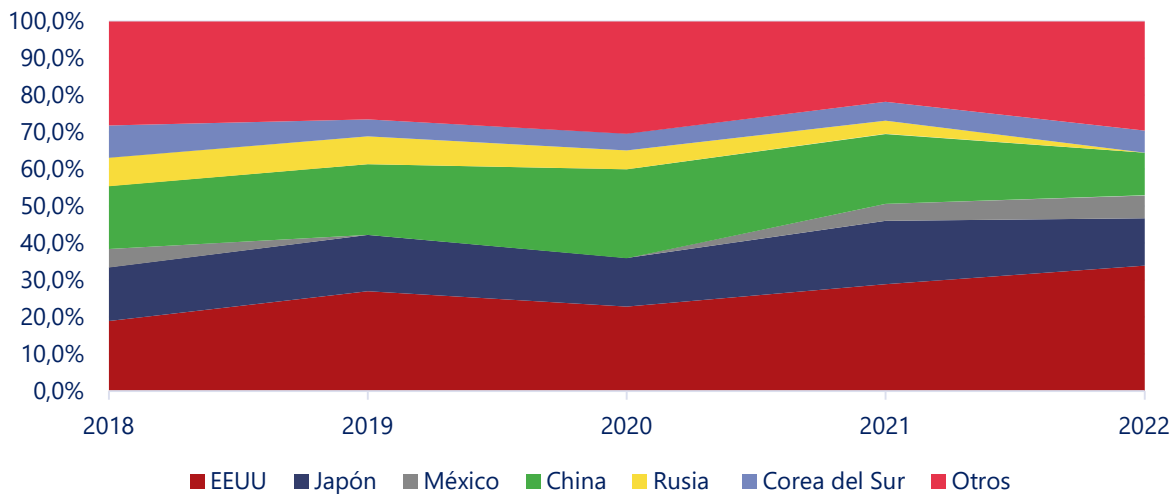


Ilustración 2: Composición exportaciones

<sup>14</sup> A diciembre de 2022 y 39,6% a marzo de 2023.

## Proveedores

Los principales proveedores de **Agrosuper** corresponden a empresas que le proveen materias primas para la producción de alimentos para sus animales (granos tales como maíz y soya y otros insumos como aceite y harina de pescado, suplementos vitamínicos y minerales), y transporte marítimo, entre otros.

## Líneas de negocio

Las líneas de negocios de la compañía se agrupan en los segmentos acuícola, carnes y otros. 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.

### Segmento Acuícola

Durante el primer trimestre de 2023 los ingresos provenientes del salmón representaron aproximadamente el 34,8% de las ventas totales de la compañía. Entre los principales productos que la firma comercializa para las distintas especies producidas se encuentran filetes, porciones, entero y HG<sup>15</sup> de salmón atlántico y HG de coho. En Chile opera con la marca AquaChile y Verlasso.

### Exportaciones

Durante 2022, las exportaciones de salmón atlántico representaron el 93,1% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos EE. UU, Brasil y la Unión Europea, que en conjunto explican el 79,6% de las ventas destinadas al extranjero. Por su parte, las exportaciones de salmón del pacífico representaron el 99,2% de las ventas de este tipo de producto, siendo sus principales destinos Japón y Corea del Sur, que en suma concentran el 71,1% de los ingresos provenientes del extranjero.

### Evolución de los ingresos

Durante el primer trimestre de 2023, las ventas totales del negocio de salmones mostraron una disminución de 1,5% respecto con igual período de 2022 alcanzando los US\$ 397<sup>16</sup> millones, debido a la disminución temporal de productos premium.

<sup>15</sup> Salmón eviscerado y sin cabeza.

<sup>16</sup> Incluye valores del segmento acuícola; salmón de las especies atlántico y del pacífico.

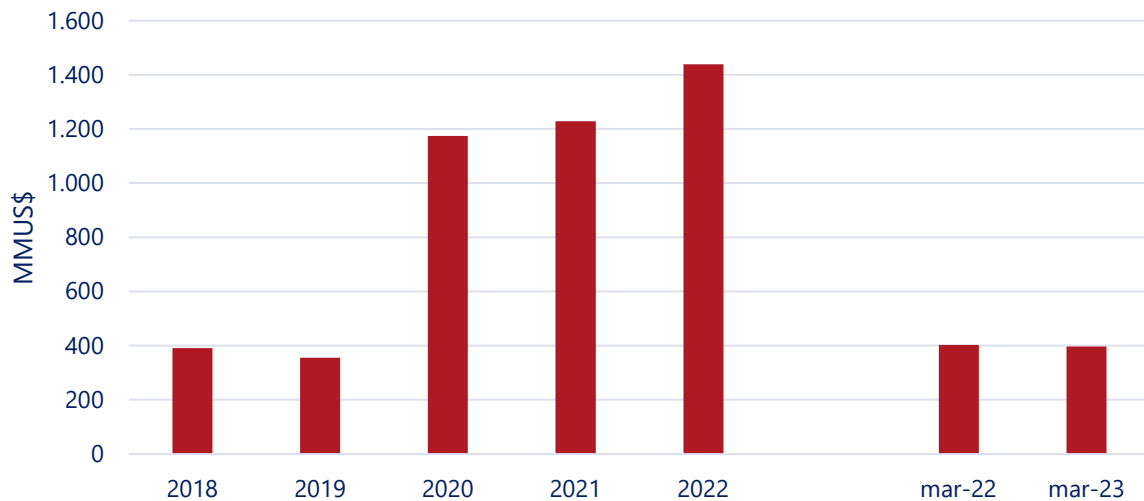


Ilustración 3: Evolución Ingresos Segmento Acuícola

## Segmento Carnes

En el primer trimestre de 2023 los ingresos provenientes del segmento carnes representaron aproximadamente el 62,9% de las ventas totales de la compañía. Se comercializa en el mercado nacional a través de las marcas Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, King, y Super Beef. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones<sup>17</sup> que le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

### Exportaciones

Durante 2022, las exportaciones del segmento carnes representaron el 46,1% de las ventas de este segmento, siendo sus principales destinos EE. UU, China, Unión Europea, entre otros.

### Evolución de los ingresos

Durante los tres primeros meses de 2022, las ventas totales del segmento carnes mostraron un crecimiento de 13,7% respecto con igual período de 2022, llegando aproximadamente a los US\$ 716 millones.

<sup>17</sup> Entre ellas, ISO 9001, ISO 1400, PABCO (programa de plantales animales bajo certificación oficial), APL (acuerdo de producción limpia) y BPA (buenas prácticas agrícolas).

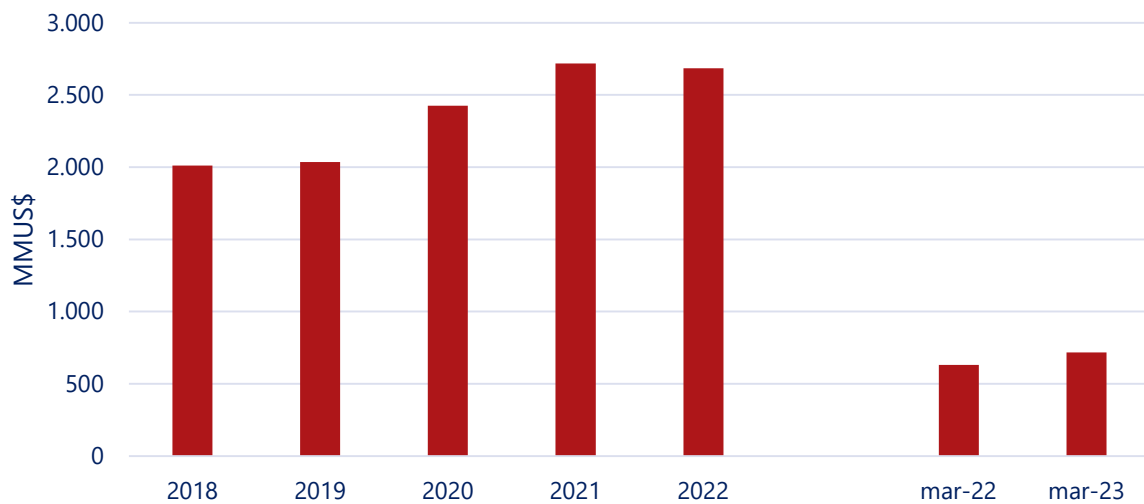


Ilustración 4: Evolución Ingresos Segmento Carnes

## Segmento Otros

En el período enero marzo 2023, la producción y comercialización de este segmento representó aproximadamente el 2,3% de los ingresos totales, participando únicamente en el mercado nacional.

### Evolución de los ingresos

Durante los tres primeros meses de 2023, las ventas totales del segmento otros mostraron un crecimiento de 18,2% respecto con igual período de 2022, llegando aproximadamente a los US\$ 26 millones.

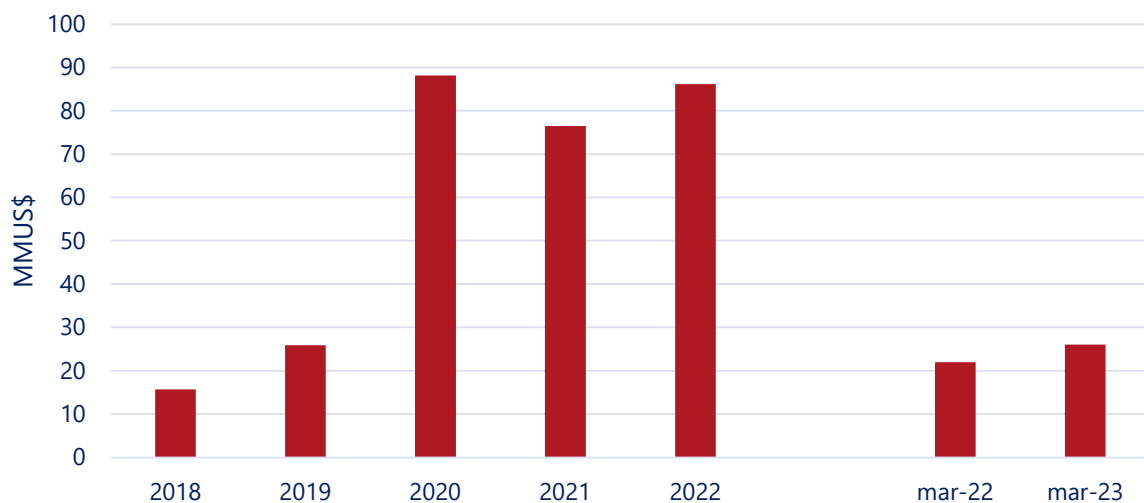


Ilustración 5: Evolución Ingresos Segmento Otros

## Análisis financiero<sup>18</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera<sup>19</sup> de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y marzo de 2023<sup>20</sup>.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

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 42,2% en los ingresos y en el EBITDA durante ese año, respectivamente. Adicionalmente, dado el mayor precio del segmento acuícola, durante el año 2022 se observa un incremento de 4,5% en los ingresos con respecto al año anterior; en tanto que el EBITDA mostró una disminución del 38,1%, debido al menor resultado del segmento carnes consecuencia de los mayores costos operacionales.

Durante marzo de 2023 (últimos doce meses), se observa un aumento de 1,9% en los ingresos, debido al alza en el precio promedio y volumen de segmento carnes. Por su parte, el EBITDA (últimos doce meses) decreció en un 6,4% en relación al año 2022, alcanzando los US\$ 499 millones.

Respecto al margen EBITDA, durante 2022 se disminuyó considerablemente con respecto al año anterior (de 21,5% en diciembre 2021 a 12,8% en 2022), y durante el primer trimestre de 2023 alcanzó un valor inferior llegando a 11,7% (ver Ilustración 6).

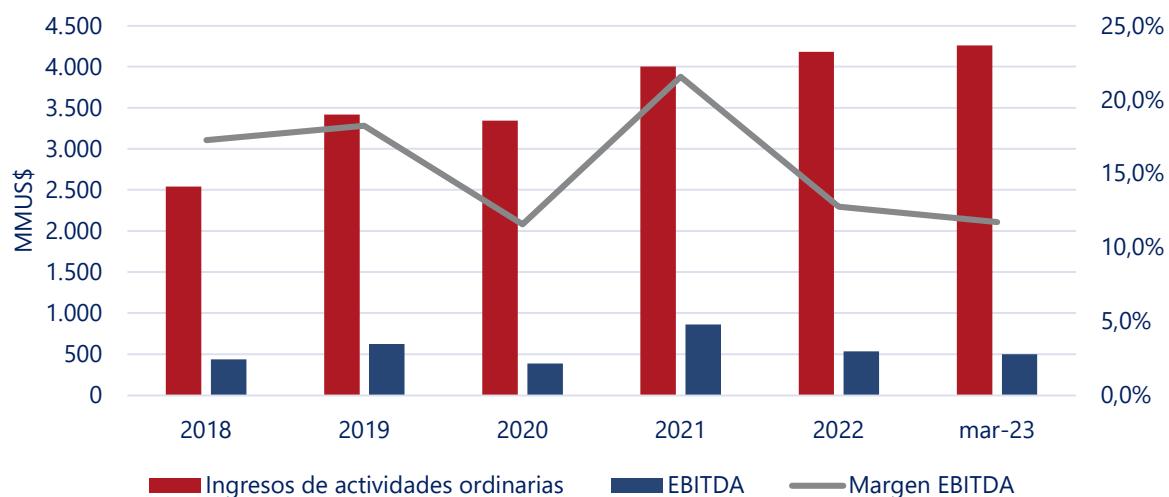


Ilustración 6: Ingresos Totales, EBITDA y Margen EBITDA

<sup>18</sup> Las cifras presentadas en este acápite han sido corregidas a dólares del último período para efectos de comparación histórica.

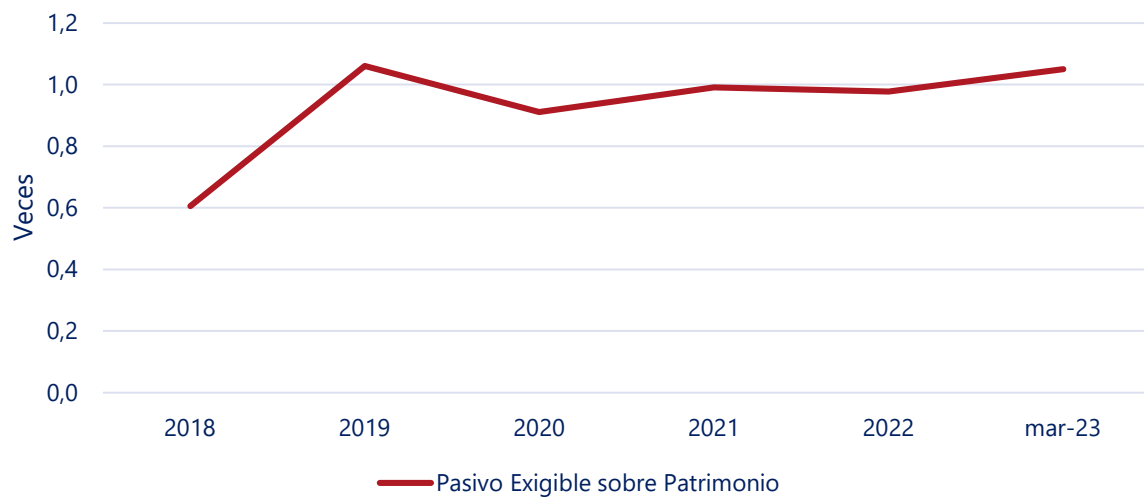
<sup>19</sup> Durante el periodo de evaluación, el EBITDA no considera ajustes fair value.

<sup>20</sup> Los datos de marzo de 2022 se consideran como año móvil (últimos doce meses).



## Evolución del endeudamiento

A marzo de 2023, el nivel de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio aumentó pasando de una vez a 1,1 veces.



*Ilustración 7: Pasivo exigible sobre patrimonio*

Al primer trimestre de 2023, en términos absolutos la deuda financiera ascendió a US\$ 1.588 millones, aumentando en un 16,3% respecto a diciembre de 2022. Lo anterior, debido a la contratación de préstamos bancarios de corto plazo.

Por su parte, como se aprecia en la Ilustración 8, los indicadores de endeudamiento relativo, medidos como Deuda Financiera/EBITDA y Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzaron valores de 3,2 veces y 3,3 veces, respectivamente, superior a lo exhibido en periodos anteriores.

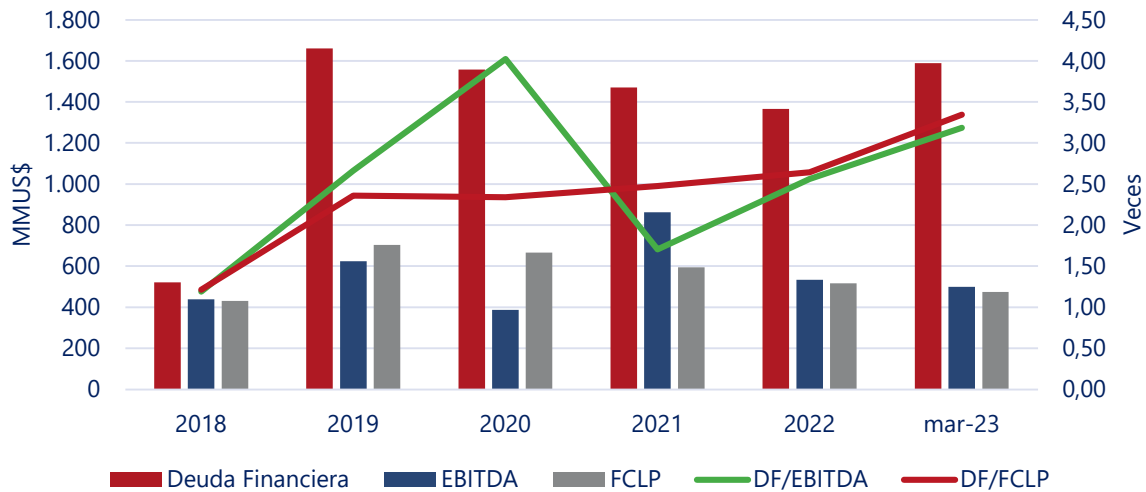


Ilustración 8: Endeudamiento relativo

El perfil de la deuda de la compañía, que se grafica en la Ilustración 9, muestra vencimientos menores en comparación con su generación de EBITDA, exceptuando 2032, año donde se debe hacer el pago de un bono internacional *bullet*, el cual, de acuerdo a lo estimado por esta clasificadora, sería susceptible de refinanciar.

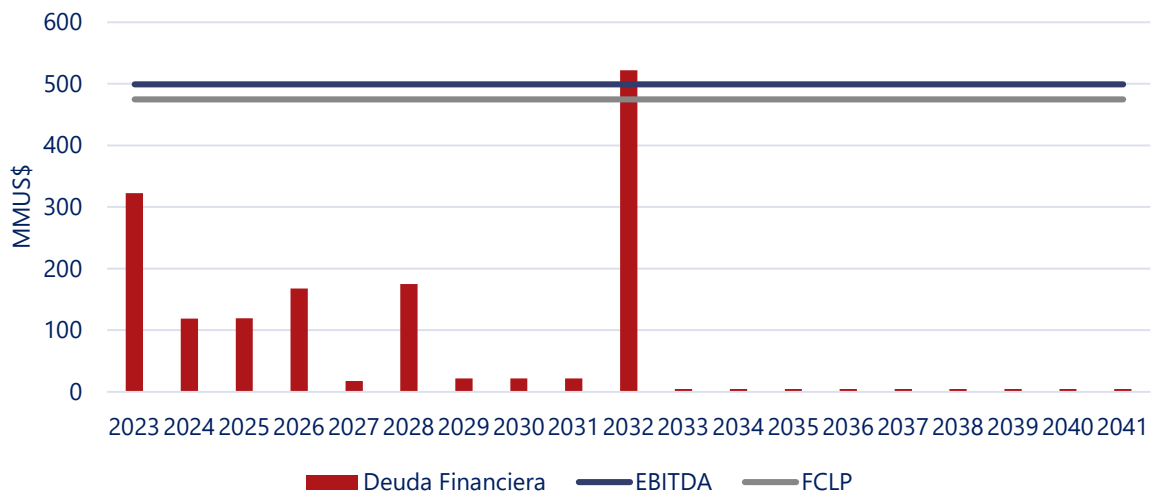


Ilustración 9: Calendario de vencimientos

## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante<sup>21</sup>, 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, efecto que es revertido en los periodos posteriores. En marzo de 2023, del indicador alcanza las 2,4 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 10. Debido principalmente al aumento de pasivos corrientes por contrataciones de préstamos bancarios de corto plazo.

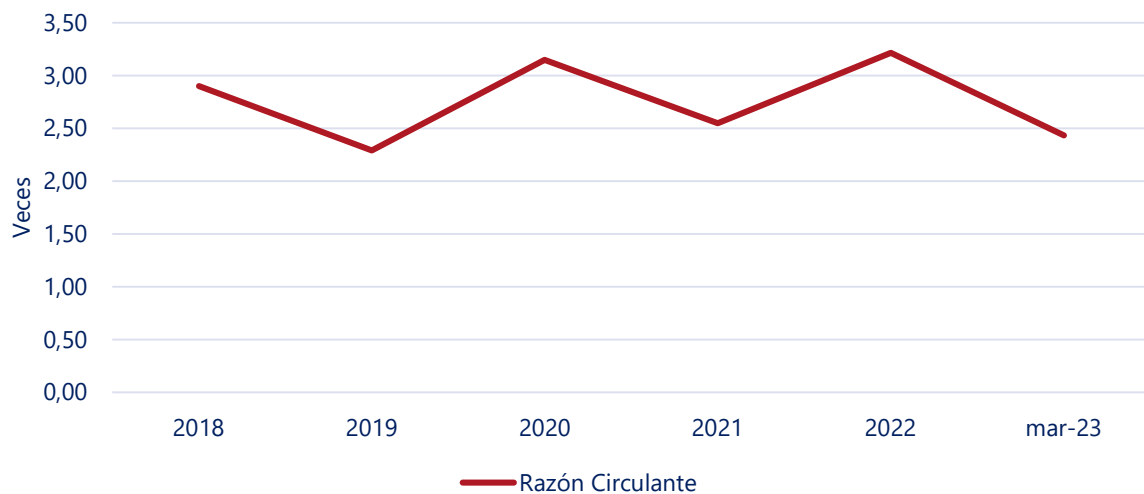


Ilustración 10: Evolución liquidez

## Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad registraron una tendencia a la baja desde 2021, debido a una disminución en las utilidades producto del alza de los costos operacionales. A marzo de 2023 la rentabilidad del activo, patrimonio y operacional es de 3,5%, 6,9% y 9,2%<sup>22</sup>, respectivamente, tal como lo muestra la Ilustración 10.

<sup>21</sup> Activos Corrientes / Pasivos Corrientes.

<sup>22</sup> La rentabilidad operacional no considera ajuste *fair value*.

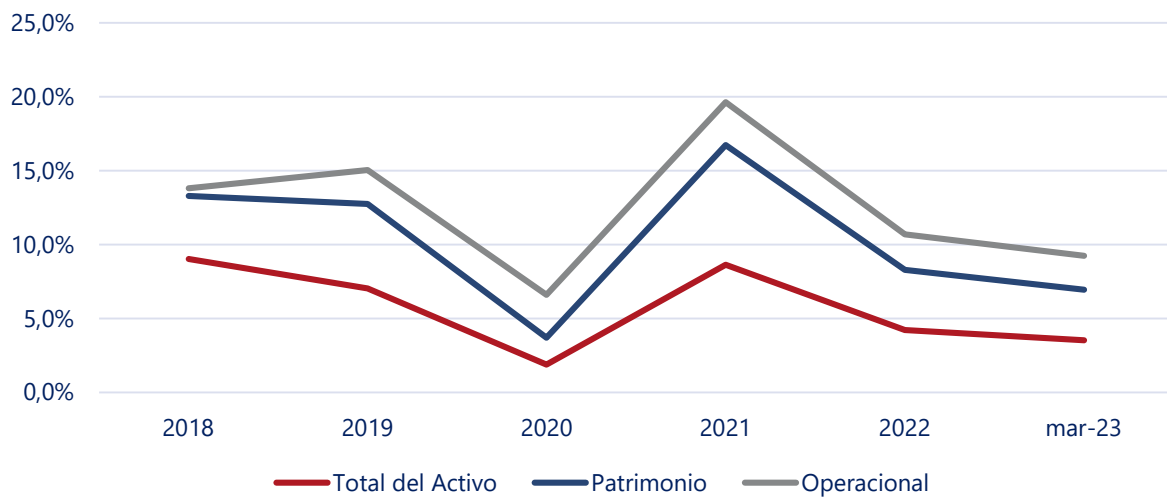


Ilustración 11: Evolución rentabilidades

## Covenants financieros

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	mar-23
Nivel de endeudamiento	No superior a 1,0 veces	0,56
Garantías reales	No superior a 0,1	0,00

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Liquidez (veces)	1,49	1,49	1,36	1,54	1,38	1,36
Razón Circulante (Veces)	2,90	2,29	3,15	2,55	3,22	2,43
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,90	2,29	3,15	2,55	3,22	2,43
Razón Ácida (veces)	2,18	1,81	2,46	1,96	2,15	1,64
Rotación de Inventarios (veces)	5,24	5,90	5,21	5,24	4,84	4,58
Promedio Días de Inventarios (días)	69,63	61,88	70,09	69,70	75,39	79,71
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,26	9,00	9,42	10,23	10,66	11,02
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	39,40	40,57	38,75	35,66	34,24	33,12
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,84	6,41	6,92	7,06	6,82	7,32
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	53,34	56,92	52,77	51,67	53,52	49,85
Diferencia de Días (días)	13,95	16,35	14,01	16,00	19,28	16,72
Ciclo Económico (días)	-55,68	-45,53	-56,07	-53,70	-56,11	-62,99

<b>Ratios de Endeudamiento</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Endeudamiento (veces)	0,38	0,51	0,48	0,50	0,49	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,61	1,06	0,91	0,99	0,98	1,05
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,72	0,63	0,44	0,60	0,43	0,68
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,19	2,66	4,02	1,71	2,56	3,18
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,84	0,38	0,25	0,59	0,39	0,31
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	48,86%	67,17%	67,25%	63,69%	59,28%	63,64%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	5,03%	3,17%	1,54%	1,71%	3,98%	4,01%
Veces que se gana el Interés (veces)	22,93	5,66	2,28	10,67	4,60	3,75

<b>Ratios de Rentabilidad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Margen Bruto (%)	28,56%	27,90%	22,00%	30,77%	23,52%	22,70%
Margen Neto (%)	9,26%	7,63%	2,69%	10,19%	4,65%	3,89%
Rotación de los Activos (%)	89,80%	71,20%	68,81%	86,27%	89,65%	87,42%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	9,03%	7,02%	1,89%	8,64%	4,22%	3,52%
Rentabilidad Total del Activo (%)	8,73%	6,84%	1,87%	8,59%	4,18%	3,48%
Inversión de Capital (%)	66,32%	61,51%	54,21%	53,30%	51,65%	51,20%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,00	2,78	2,22	2,99	2,70	2,95
Rentabilidad Operacional (%)	13,79%	15,04%	6,60%	19,64%	10,68%	9,23%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	13,28%	12,75%	3,70%	16,73%	8,29%	6,93%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	67,11%	67,24%	73,53%	64,95%	72,54%	73,31%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	71,44%	72,10%	78,00%	69,23%	76,48%	77,30%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,06%	2,02%	1,88%	1,78%	1,73%	1,76%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	18,54%	22,34%	9,75%	28,34%	15,73%	13,76%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	17,26%	18,24%	11,58%	21,54%	12,76%	11,72%

<b>Otros Indicadores</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>mar-23</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,01%	0,82%	1,05%	0,00%	0,00%	0,00%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	11,91%	7,34%	8,12%	7,67%	7,67%	7,08%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,86%	0,51%	0,52%	0,52%	0,52%	0,49%
Capital sobre Patrimonio (%)	55,84%	54,72%	52,80%	57,63%	56,95%	56,51%

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*