



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Agrosuper S.A.

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas 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 J (BAGRS-J)	Primera emisión
Serie K (BAGRS-K)	Primera emisión
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							
MM\$	2015	2016	2017	2018	2019	2019.T1	2020.T1
Ingresos totales	1.503.869	1.636.440	1.571.255	1.654.752	2.422.726	600.927	711.451
Costo de ventas	-1.055.831	-1.155.101	-1.096.463	-1.196.219	-1.752.290	-453.284	-519.919
Gastos de distribución	-216.719	-232.837	-199.033	-224.266	-303.116	-72.695	-85.391
Gastos de administración	-30.399	-30.470	-32.117	-34.128	-49.014	-10.734	-12.542
Resultado operacional¹	200.920	218.032	243.642	200.139	318.307	64.214	93.600
Costos financieros	-9.968	-4.115	-6.509	-8.723	-45.349	-11.402	-12.574
Ganancia	115.305	172.303	168.580	152.605	185.767	-340	-29.398
Ebitda ²	258.148	282.064	312.818	276.222	448.992	91.257	127.984

¹ Resultado operacional calculado como: Ingresos + Costo de venta + Gastos de distribución + Gastos de administración. No considera Fair Value.

² EBITDA calculado como: Resultado operacional + depreciación y amortización. No considera Fair Value.

Balance General Consolidado IFRS							
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	2019.T1	2020.T1
Activos corrientes	728.656	742.747	704.562	898.259	1.633.531	1.251.697	1.818.545
Activos no corrientes	795.385	820.720	868.811	1.066.684	1.999.732	1.804.142	2.114.136
Total activos	1.524.040	1.563.467	1.573.373	1.964.943	3.633.262	3.055.839	3.932.681
Pasivos corrientes	315.586	250.597	226.377	309.700	712.494	561.198	901.676
Pasivos no corrientes	296.372	249.074	253.599	431.439	1.176.614	1.004.286	1.256.864
Total pasivos	611.958	499.671	479.975	741.139	1.889.108	1.565.484	2.158.540
Patrimonio	912.082	1.063.796	1.093.398	1.223.069	1.744.154	1.490.355	1.774.140
Total patrimonio y pasivos	1.524.040	1.563.467	1.573.373	1.964.943	3.633.262	3.055.839	3.932.681
Deuda financiera	292.197	174.095	173.494	362.157	1.228.694	1.064.322	1.471.121

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 2019, la empresa obtuvo ventas consolidadas por \$ 2.422.726 millones (aproximadamente US\$ 3.236 millones³) y un EBITDA de \$ 448.991 millones (del orden de los US\$ 600 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 137.655 millones (US\$ 184 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 1.228.693 millones (US\$ 1.641 millones). A marzo de 2020, la empresa presentó un patrimonio de \$ 1.774.140 millones (US\$ 2.082 millones⁴) con una deuda financiera de \$ 1.471.121 millones (US\$ 1.727 millones), este aumento se debe al financiamiento de nuevas adquisiciones de la compañía y para aumentar la liquidez frente posibles efectos de la pandemia.

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

³ Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2019: \$ 748,74/US\$.

⁴ Tipo de cambio utilizado a marzo de 2020: \$ 852,03/US\$.

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 más de 60 países.

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

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

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de ventas, en donde **Agrosuper** ha logrado convertirse en el mayor grupo exportador de salmón chileno y uno de los actores más importantes del mundo en esta línea de negocio. Si bien la operación aumentó los niveles de endeudamiento relativo de la compañía, la clasificadora considera que esta situación que debiera revertirse en el corto-mediano plazo, ello por lo informado por el emisor y por el hecho que el apalancamiento actual de la empresa no se alinea con lo exhibido en el pasado, donde mostró una posición conservadora en la materia.

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

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

Además, se ha considerado en la clasificación de riesgo la importante concentración de ingresos que presenta la compañía respecto de las ventas de salmón, que a marzo de 2020 representa un el 37,8% de los ingresos presentando una mayor exposición al precio internacional de los salmónidos, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. De esta manera, la clasificación recoge como factores adversos dicha exposición de la empresa a las fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados y los riesgos propios de la naturaleza a los que está afecta la actividad. Atenúa lo anterior, la amplia gama de productos que ofrece la compañía y el reconocimiento de esta en el mercado que le permiten tener una mayor estabilidad en los ingresos.

Otro elemento incorporado dentro del proceso de evaluación es el efecto negativo de eventuales aumentos en las tarifas navieras sobre la rentabilidad de **Agrosuper**, considerando que aproximadamente cerca del 59%

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

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

Adicionalmente, la evaluación recoge la 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.

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

Un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector salmoneo, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que los acuerdos alcanzados por la industria en el área de 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 elaborados⁵.

La tendencia de **Agrosuper** se califica “*Estable*”, no obstante la crisis provocada por la pandemia. La compañía presenta una posición de liquidez muy sólida que la capacita para resistir una contracción superior a la supuesta por **Humphreys** en sus análisis. Si bien se espera una disminución en sus ventas, básicamente por mayor dificultad en la distribución, la empresa amortigua el impacto por su diversificación en el mercado doméstico y de exportaciones y, también, por el alza del dólar.

Post crisis de corto plazo, si bien la empresa, como todo el mercado, probablemente enfrentará una economía débil, se verá favorecida por la asimetría del impacto del *shock* económico en los distintos operadores y por la escasez de cerdo en el mundo (peste porcina africana). Por otra parte, tampoco se puede ignorar el hecho que dentro de las proteínas, tienen precios más bajo que el vacuno, variable a considerar por los consumidores en períodos de contracción económica.

⁵ 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.
- Bajos índices de endeudamiento relativo.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2020

En los primeros tres meses de 2020, los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 711.451 millones (US\$ 835 millones⁶), con un incremento de 18,4% respecto de igual período de 2019. Este aumento estuvo sustentado principalmente por el mayor precio promedio del segmento de las carnes.

Por otra parte, los costos de ventas exhibieron un aumento de 14,7%, los gastos de distribución subieron 17,5% y los gastos de administración un 16,8%. De esta manera, el resultado operacional⁷ llegó a \$ 93.600 millones, aumentando un 45,8% respecto del mismo período anterior, pasando desde un 10,7% de los ingresos en el primer trimestre de 2019 a 13,2% en marzo de 2020. Dado esto, el EBITDA a marzo 2020 alcanzó \$ 127.984 millones, lo que representó un incremento de 40,2% con respecto de igual período de 2019.

No obstante de lo anterior, el resultado final del período fue un resultado negativo de \$ 29.398 millones, superior a la pérdida de \$ 340 millones registrada durante el primer trimestre de 2019, debido a los ajustes de fair value de los activos biológicos del segmento acuícola de la compañía.

⁶ Tipo de cambio utilizado a marzo de 2020: \$ 852,03/US\$.

⁷ Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– gastos de distribución –gastos de administración (considera cargo/abono a resultados Fair Value).

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.

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 de cerdo, pollo y pavo y salmones, las que sumadas a productos procesados, ascendieron a cerca de US\$ 1.337 millones, al cierre del año 2019.

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 variada (pollo, cerdo, pavo y salmón) y productos con diferentes presentaciones de cortes, lo que permite entregar un mayor 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 centros de distribución y una flota sub-arrendada de 355⁸ camiones, lo que le permite llegar a más de 300 comunas, cubrir el 98% de la población del país y atender a más de 60.000 clientes mensuales. Esta capacidad de abastecer adecuada y oportunamente al comercio la protege,

⁸ No considera AquaChile.

en parte, de la competencia de importaciones derivadas de oportunidades coyunturales (baja del dólar y exceso de oferta en otros mercados, entre otras).

Aumento en las exportaciones: A lo largo de los años, **Agrosuper** ha logrado incrementar de manera importante sus exportaciones (más aun en 2019, posterior a las nuevas adquisiciones que en su mayoría son exportaciones). En 2004, éstas bordeaban los US\$ 440 millones y durante 2019 sumaron US\$ 1.899 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cuatro continentes y más de 60 países. Complementariamente, la capacidad exportadora de la empresa es una oportunidad para acceder al importante crecimiento en el consumo de proteínas que se observa en los países en desarrollo, debido al aumento de la población, una mayor urbanización e incrementos en el nivel de ingresos de diversas zonas del mundo, lo que se ha traducido en un mayor consumo de proteínas a nivel mundial. Dentro de este contexto, destaca la capacidad de administración de los riesgos sanitarios de la sociedad debido a la necesidad de cumplir con las exigencias para los distintos países-destinos y las seis oficinas comerciales en el exterior para potenciar sus ventas (ubicadas en Sud América, Norte América, Europa y Asia).

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

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

Factores de riesgo

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

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

En cuanto a los precios de los salmones, se tiene en cuenta que, si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la

situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió durante 2017 cuando se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, en tanto que durante 2018 se observó un retorno a los valores promedio registrados en el período 2016-2018.

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

Aumentos en las tarifas navieras: Aproximadamente el 58,7% de los ingresos de **Agrosuper** provienen de las exportaciones; por lo tanto, un aumento en el costo de los fletes necesariamente implicará un incremento en los precios de las ventas al exterior, lo cual afectaría su competitividad en el mercado asiático, que representa casi el 39% de sus exportaciones, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que en los últimos años se ha observado un exceso de oferta en el sector naviero que ha presionado los precios a la baja. Sin embargo, las características propias de esta industria y la experiencia llevan también a presentar ciclos diametralmente opuestos en términos de tarifas (al margen que en el corto plazo no se visualicen aun reducciones en el actual exceso en la oferta).

Exposición a pestes y enfermedades: Existe una alta vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que puedan afectar la capacidad de producción de la empresa. El impacto de este factor quedó de manifiesto en 2008 y 2009, período en el cual la empresa mostró débiles resultados, producto del virus ISA que afectó la producción de 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 19,1% en 2019, en tanto que Japón y Corea del Sur representaron un 15,3% y un 4,6%, respectivamente, siendo el salar y cerdo los principales productos demandados. Adicionalmente, Estados Unidos, sigue siendo el principal país de destino, representando un 26,9% de las exportaciones.

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

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

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

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

Antecedentes generales

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 Agrosuper, Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, AquaChile, Súper Salmón, King y Verlasso.

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

Composición de los flujos

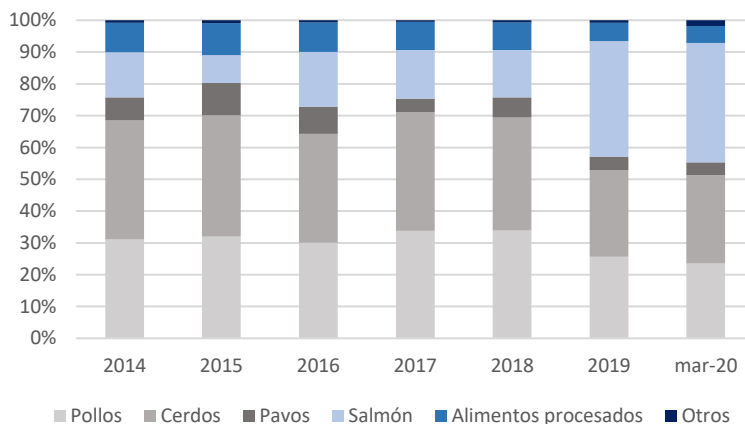
Agrosuper presenta una estructura de flujos amplia, tanto por líneas de negocios como por mercados geográficos. En los hechos se estructura a través de cinco líneas de negocios y tiene presencia comercial en más de 60 países y cinco continentes.

Dentro de las cinco líneas de negocios, destaca por su elevada importancia a partir de 2019⁹, el rubro de los salmones ya sea medido en términos de ingresos o EBITDA; representando, a marzo de 2020, un 37,8% de los ingresos de la compañía. Sin embargo, anterior a la adquisición, entre 2016 y 2018, los ingresos de esta área de negocio representaban en promedio un 15,8% del total de la empresa.

Las líneas de negocios de cerdos y pollos se posicionan como la segunda y tercera en importancia con una participación en los ingresos totales de 27,6% y 25,4% a marzo de 2020, respectivamente. No obstante, los últimos tres años representaron en promedio un 35,7% y 32,3% de los ingresos de **Agrosuper**. En la *Ilustración 1* se muestra la composición y evolución del ingreso de sus líneas de negocios.

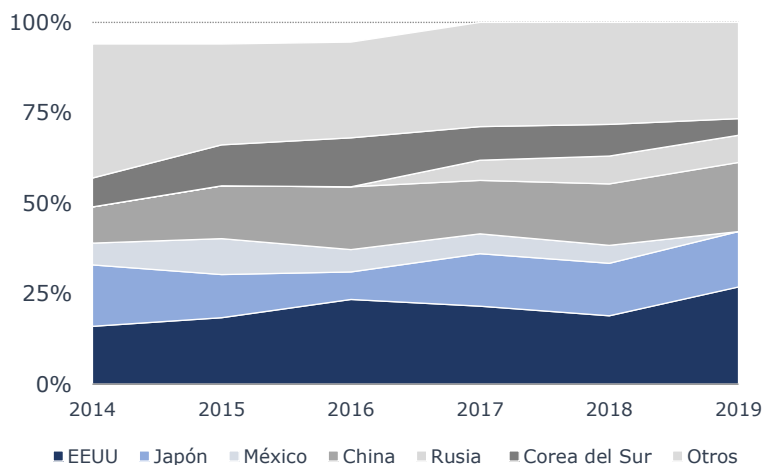
⁹ Posterior a las nuevas adquisiciones.

Ilustración 1
Estructura ventas Agrosuper
(2014 – Mar 2020)



En términos de destino, las ventas nacionales representan un 41,3% de los ingresos, mientras que las exportaciones muestran una concentración del 58,7% 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 representan un 39,0% y 26,9% a diciembre de 2019, respectivamente. La *Ilustración 2* muestra la evolución de las exportaciones entre 2014 y 2019.

Ilustración 2
Composición exportaciones
(2014 – 2019)



Proveedores

Las principales empresas proveedoras de **Agrosuper** corresponden a empresas que le venden alimentos para animales, procesamiento y distribución de granos y mercancías agrícolas, transporte marítimo, suplementos vitamínicos y minerales para alimentación animal, entre otros. Cabe señalar, que ningún proveedor representa más del 10% de las compras realizadas en el año 2019.

Descripción líneas de negocios

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 acuicola. Cabe señalar, que **Agrosuper** participa en el proceso completo, desde la reproducción de los animales hasta la venta de los productos al cliente final, incluyendo la elaboración del alimento para estos animales.

Salmón

Los ingresos provenientes del salmón representan aproximadamente el 37,8% de las ventas totales de la compañía (según datos a marzo de 2020) y durante el año 2019 el 90,1% de ellas correspondía a exportaciones; en el mercado nacional se comercializa a través de la marca Súper Salmón. Entre los principales productos que la compañía comercializa para las distintas especies producidas se encuentran filetes, porciones, entero y HG¹⁰ de salmón atlántico y HG de coho.

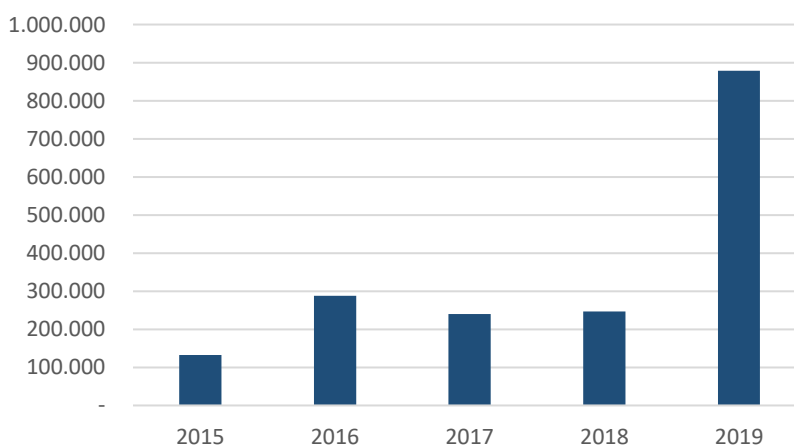
Exportaciones

Durante 2019, las exportaciones de salmón¹¹ representaron casi el 91,7% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos EE.UU, China, Japón, Brasil, Rusia y la Union Europea, los cuales en conjunto explicaron el 81,3% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2020, las ventas totales del negocio de salmónes mostraron un crecimiento de 5,5% respecto de marzo de 2019, debido al mayor volumen de ventas del periodo dada la adquisición de Empresas AquaChile y los activos de Fríosur durante 2018. De esta manera, las ventas totalizaron aproximadamente US\$ 316¹² millones.

Ilustración 3
Evolución Ingresos Salmón
2015 - 2019



¹⁰ Salmón eviscerado y sin cabeza.

¹¹ Sólo salar

¹² Tipo de cambio utilizado a marzo de 2020: \$ 852,03/US\$.

Cerdos

Los ingresos provenientes de la carne de cerdo representan aproximadamente el 27,8% de las ventas totales de la compañía (según datos a marzo de 2020). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Cerdo. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones que le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

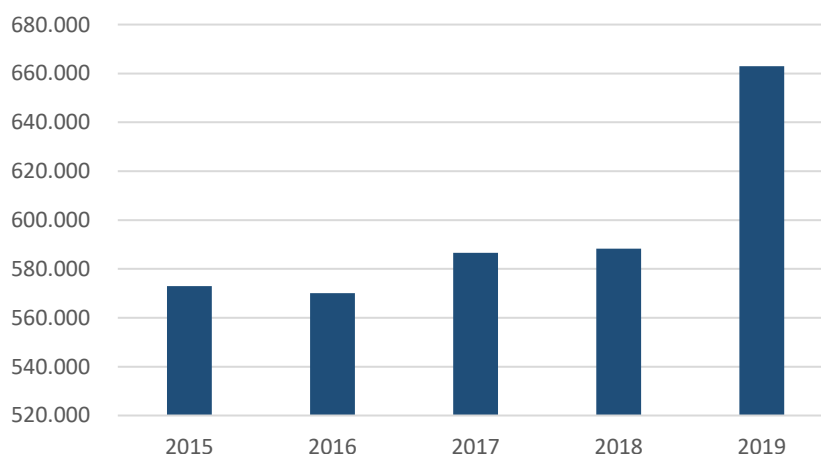
Exportaciones

A diciembre 2019, las exportaciones de cerdo representaron el 53,7% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos China, Japón, Corea del Sur, Rusia y Costa Rica, los cuales en conjunto explican el 88,7% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2020, las ventas totales del negocio de cerdos mostraron un crecimiento de 37,8% respecto de marzo de 2019, llegando aproximadamente a US\$ 234 millones. Cabe señalar, que las ventas de esta proteína representan un 14,9% de los ingresos proveniente de exportaciones totales a diciembre de 2019.

Ilustración 4
Evolución Ingresos Cerdos
2015 - 2019



Pollos

La producción y comercialización de la carne de pollo representa aproximadamente el 23,5% de los ingresos totales de la compañía (según datos a marzo de 2020). Participa en el mercado nacional a través de la marca Súper Pollo y Pollos King. Para el caso de las exportaciones, posee certificaciones que le permiten llegar con sus productos a los mercados más exigentes del mundo, como es el caso del norteamericano y el asiático.

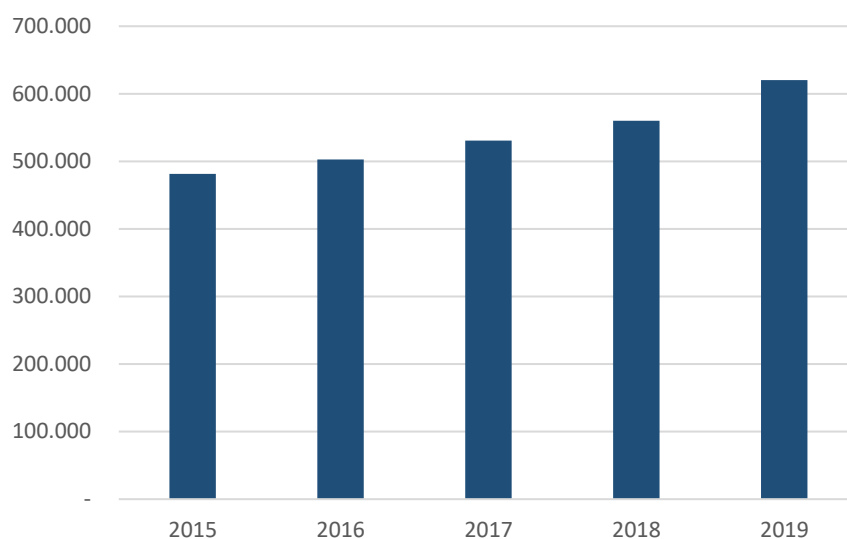
Exportaciones

A diciembre 2019, las exportaciones de pollo representaron el 32% de la venta de este producto para la compañía, siendo sus principales destinos Estados Unidos, China, Mexico, Unión Europea y Puerto Rico, los cuales en conjunto explican el 93% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2020, las ventas totales del negocio de pollos mostraron un incremento de 17,8% respecto de marzo de 2019, llegando aproximadamente a US\$ 198 millones. Cabe señalar, que las ventas de esta proteína están mayormente concentradas en el mercado local con un 66% de las ventas.

Ilustración 5
Evolución Ingresos Pollos
2015 - 2019



Pavos

La producción y comercialización de la carne de pavo representó cerca del 3,2% de los ingresos totales de la compañía (a marzo de 2020). **Agrosuper** tiene presencia en el mercado nacional a través de la marca Sopraval. Para las exportaciones, este segmento de negocio posee cuatro certificaciones que le permiten llegar con sus productos a más de 30 países en cuatro continentes.

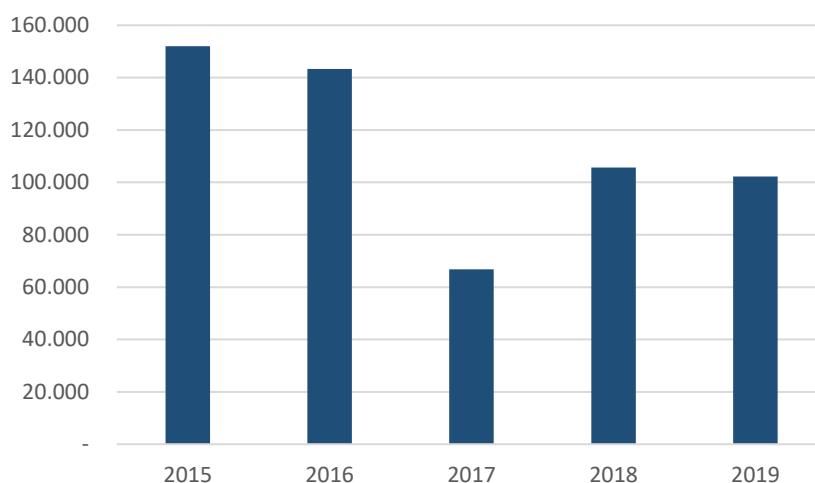
Exportaciones

A diciembre 2019, las exportaciones de pavo representaron el 53,8% 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 88,9% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2020, las ventas totales del negocio de pavos mostraron un crecimiento de 47,3% respecto de marzo de 2019, llegando aproximadamente a US\$ 34 millones.

Ilustración 6
Evolución Ingresos Pavos
2015 - 2019



Productos procesados

La producción y comercialización de productos procesados representa aproximadamente el 5,6% de los ingresos totales de la compañía (según datos a marzo de 2020), divididos en cecinas y elaborados, con las marcas SuperBeef y La Crianza que ingresaron en 2005 al mercado. Este negocio posee una alta participación de mercado y cuenta con dos certificaciones de calidad.

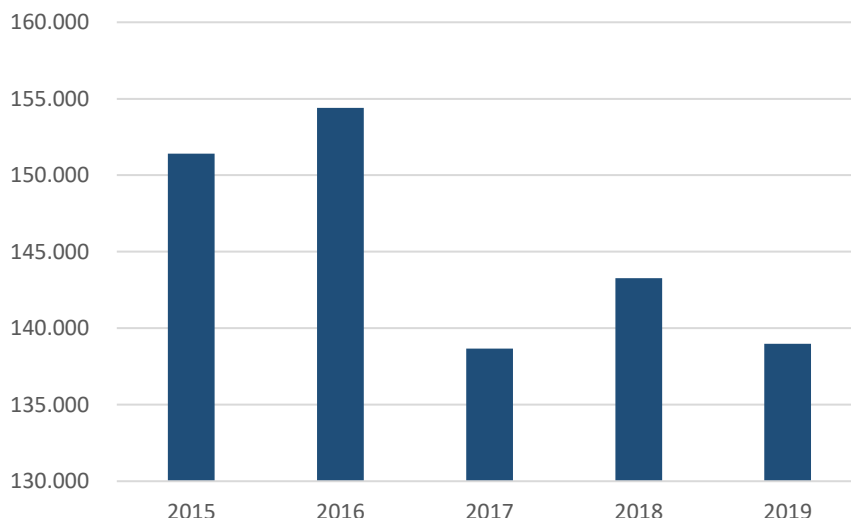
Exportaciones

A diciembre 2019, las exportaciones de alimentos procesados representaron el 1,1% 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 62,3% de las ventas totales de este tipo de productos.

Evolución de los ingresos y volúmenes

A marzo de 2020, las ventas totales de este negocio mostraron un aumento de 9,9% respecto de marzo de 2019, llegando aproximadamente a US\$ 45 millones.

Ilustración 7
Evolución Ingresos Productos procesados
2015 - 2019



Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2014 y marzo de 2020¹³.

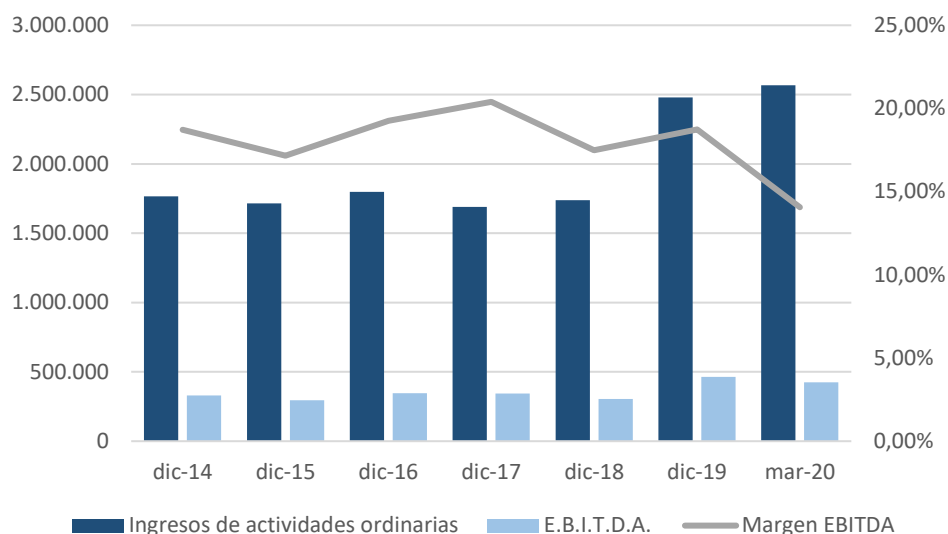
Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Agrosuper** en 2014, dado el desarrollo de nuevos productos, nuevos mercados y mayor tecnología ayudaron a una mejora en el incremento del EBITDA y margen EBITDA, el cual, no obstante, exhibió una caída en 2015. Luego en 2016, se refleja un incremento en los ingresos y el EBITDA en un 8,8% y 9,3%, respectivamente, dicho aumento estuvo sustentado básicamente en un crecimiento aproximado de 117% en los ingresos del segmento acuícola; sin embargo, en el 2017 se produce una disminución de los ingresos de aproximadamente un 4,0% respecto del año anterior, explicada, principalmente, por las menores ventas en el segmento de pavos debido a la gripe aviar que los afectó a comienzos de ese año. A diciembre de 2018, se observa un leve aumento de 5,3%, pero en 2019 se obtiene un importante crecimiento en los volúmenes de venta, influenciado por la incorporación de Empresas AquaChile y de Fríosur, que provocaron un alza en los ingresos de 46,4% y de 62,5% en el EBITDA.

En el año móvil a marzo de 2020, se observa un aumento de 3,5% producto del aumento de las ventas en el segmento de salmones. Respecto al margen EBITDA, tuvo una disminución de 8,7% alcanzando un ratio de 14,1% (ver *Ilustración 8*), explicado por el segmento acuícola afectado por la caída en el precio internacional del salmón y un sobre costo en la producción.

¹³ Los datos a marzo de 2020 se consideran como año móvil, desde abril de 2019 a marzo de 2020.

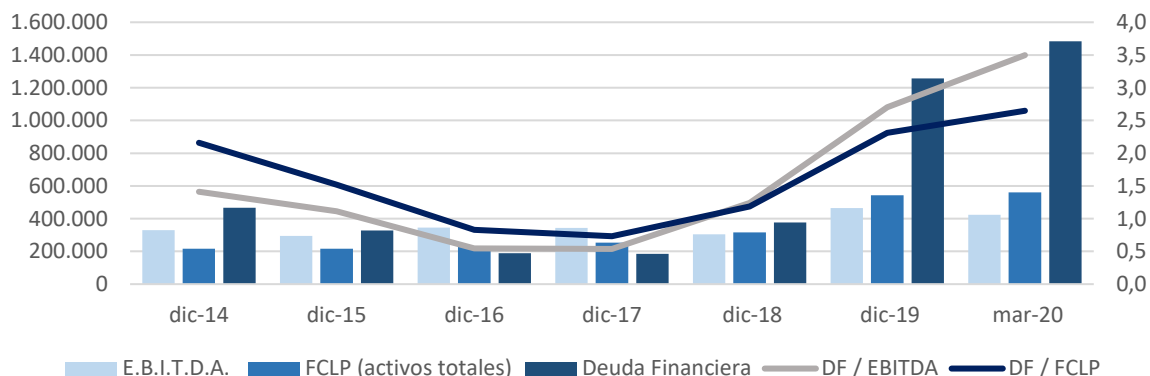
Ilustración 8
Ingresos Totales, Ebitda y Margen Ebitda
 (MM \$ / 2014 – Marzo 2020)



Evolución del endeudamiento

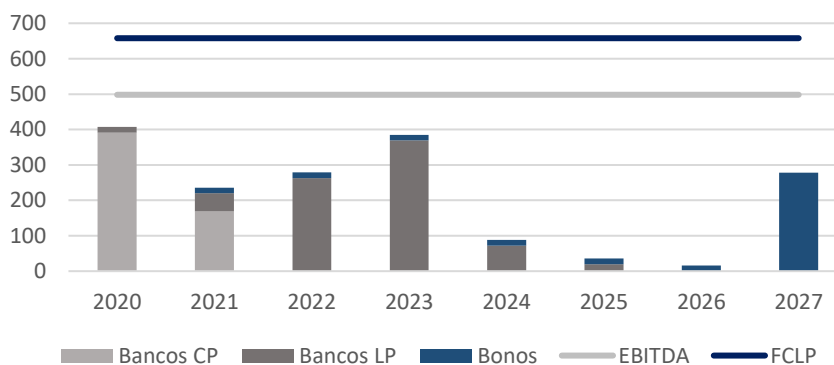
A marzo de 2020, la deuda financiera ascendió a \$ 1.471.121 millones aumentando en 38,2% nominal respecto al mismo periodo de 2019. Lo anterior debido a que parte de la compra de Empresas AquaChile y los activos de Fríosur fueron financiados a través de deuda que, además, al estar expresada en dólares se incrementó por efectos del tipo de cambio. Sin embargo el aumento del endeudamiento es limitado, puesto que, previo a la adquisiciones, la sociedad presentaba un muy bajo nivel de endeudamiento relativo. Por otra parte, considerando la fortaleza estructural del modelo de negocio del emisor y su baja propensión al endeudamiento mostrada en el pasado, se espera que la deuda vaya disminuyendo en el tiempo, conforme a las proyecciones de la empresa. De esta manera, como se aprecia en la Ilustración 4, los indicadores de endeudamiento relativo, tales como Deuda Financiera/EBITDA y Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo muestran un aumento, alcanzando valores de 3,5 veces y 2,6 veces, respectivamente.

Ilustración 9
Endeudamiento Relativo
(MM \$ / 2014 – Marzo 2020)



El perfil de la deuda de la compañía, y 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.

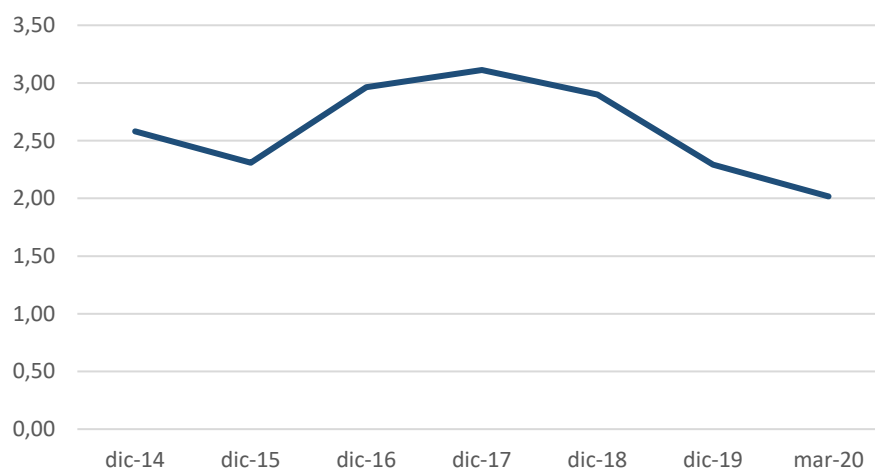
Ilustración 10
Calendario de Vencimientos
(USD MM / 2020 – 2027)



Evolución de la Liquidez y rotación de inventarios

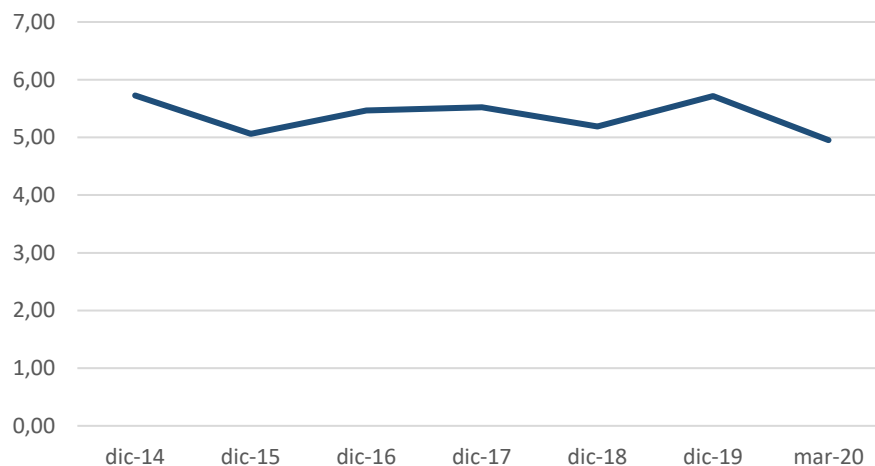
La liquidez, medida como razón corriente, mostró un crecimiento pasando de 2,3 veces, en 2015, a 3,1 veces, en 2017. Posteriormente, manteniéndose en niveles holgados, ha mostrado una disminución desde entonces, en donde a marzo de 2020 el indicador alcanza las 2,0 veces, tal como se aprecia en la *Ilustración 11*.

Ilustración 11
Evolución Liquidez
(2014 – Marzo 2020)



La compañía ha exhibido estabilidad durante todo el periodo de evaluación en el indicador rotación de inventarios pasando alcanzando a marzo de 2020 un valor de 4,95 veces (*Ilustración 12*).

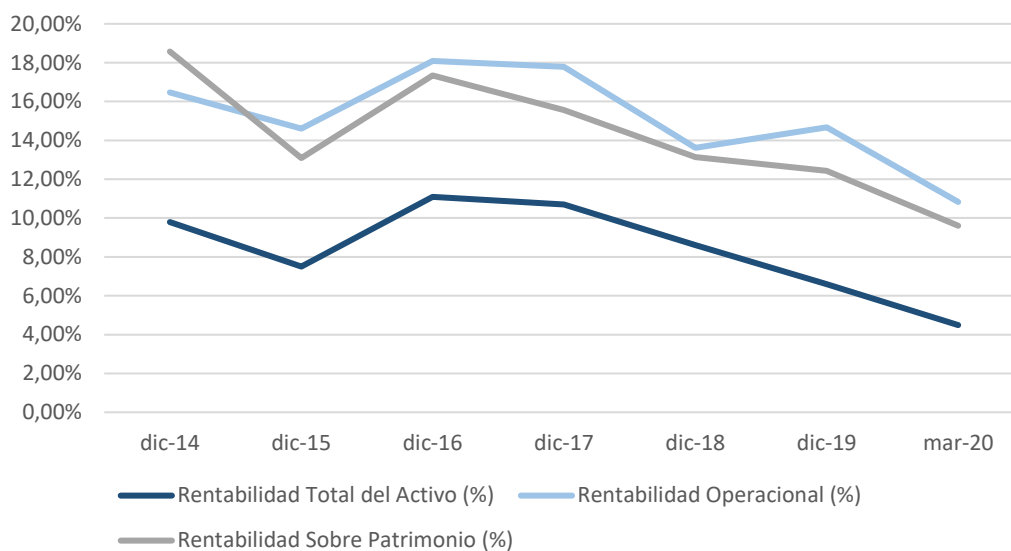
Ilustración 12
Evolución Rotación de inventarios
(2014 – Marzo 2020)



Evolución de la rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad registraron una disminución a partir de 2017, alcanzando a marzo de 2020 una rentabilidad del activo, patrimonio y operacional de 4,5%, 9,6% y 10,8%, respectivamente, tal como lo muestra la *Ilustración 13*.

Ilustración 13
Evolución Rentabilidad
 (2014 – Marzo 2020)



Covenants financieros

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Marzo 2020
Nivel de endeudamiento ¹⁴	No superior a 1,0 veces	0,62 veces

¹⁴ Nivel de Endeudamiento = Obligaciones financieras netas / Patrimonio.

Principales *ratios* financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Liquidez (veces)	1,51	1,55	1,54	1,49	1,50	1,45
Razón Circulante (Veces)	2,31	2,96	3,11	2,90	2,29	2,02
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,31	2,96	3,11	2,90	2,29	2,02
Razón Ácida (veces)	1,62	2,30	2,22	2,18	1,81	1,53
Rotación de Inventarios (veces)	5,06	5,46	5,52	5,19	5,72	4,95
Promedio Días de Inventarios (días)	72,12	66,80	66,13	70,35	63,83	73,70
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,02	9,30	8,63	8,78	8,45	7,75
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	40,45	39,25	42,29	41,58	43,18	47,07
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	8,04	8,79	7,37	6,46	6,10	5,90
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	45,38	41,50	49,50	56,48	59,85	61,88
Diferencia de Días (días)	4,93	2,26	7,21	14,89	16,67	14,81
Ciclo Económico (días)	-67,19	-64,55	-58,92	-55,45	-47,16	-58,89
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Endeudamiento (veces)	0,40	0,32	0,31	0,38	0,52	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,67	0,47	0,44	0,61	1,08	1,22
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,06	1,01	0,89	0,72	0,61	0,72
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,11	0,55	0,54	1,24	2,70	3,50
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,90	1,83	1,86	0,81	0,37	0,29
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	47,75%	34,84%	36,15%	48,86%	65,78%	68,78%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	5,67%	10,33%	3,03%	5,03%	3,11%	3,61%
Veces que se gana el Interés (veces)	15,00	54,70	34,34	22,74	5,65	4,73
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T1
Margen Bruto (%)	29,79%	31,43%	30,71%	28,50%	27,89%	25,56%
Margen Neto (%)	7,68%	10,52%	10,72%	9,23%	7,61%	6,22%
Rotación del Activo (%)	100,41%	105,63%	100,47%	85,08%	67,50%	65,27%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	7,73%	11,57%	11,15%	8,91%	6,76%	4,61%
Rentabilidad Total del Activo (%)	7,51%	11,09%	10,70%	8,61%	6,60%	4,49%
Inversión de Capital (%)	68,89%	62,22%	64,72%	66,32%	61,51%	62,29%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,70	3,36	3,31	2,84	2,66	2,80
Rentabilidad Operacional (%)	14,60%	18,09%	17,78%	13,62%	14,67%	10,83%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	13,09%	17,35%	15,57%	13,14%	12,43%	9,61%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	66,40%	64,65%	64,89%	66,90%	66,73%	68,99%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	70,21%	68,57%	69,29%	71,50%	72,11%	74,44%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,02%	1,86%	2,04%	2,06%	2,02%	2,01%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	22,77%	25,30%	23,22%	18,34%	21,82%	17,13%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	17,17%	19,26%	20,40%	17,48%	18,74%	16,54%

“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.”