



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Agrosuper S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Laura Ponce  
Paula Acuña  
Aldo Reyes  
[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 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

Humphreys Clasificadora De Riesgo • [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos **AA-**  
 Tendencia **Estable**

EEFF base 31 de marzo de 2024

**Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda**

Línea de bonos	N° 679 de 15.09.2011
Serie D (BAGRS-D)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 807 de 10.04.2015
Línea de bonos	N° 808 de 10.04.2015
Serie L (BAGRS-L)	Primera emisión
Serie M (BAGRS-M)	Primera emisión

**Estados de Resultados Consolidados IFRS**

MUSD de cada año <sup>1</sup>	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ingresos totales	3.235.738	3.342.835	4.000.290	4.179.136	4.153.586	1.080.797
Costo de ventas	-2.340.318	-2.595.857	-2.874.627	-3.044.756	-3.373.218	-853.305
Margen Bruto	895.420	746.978	1.125.663	1.134.380	780.368	227.492
Gastos de distribución	-404.835	-434.791	-469.282	-542.264	-520.588	-128.434
Gastos de administración	-65.462	-62.972	-71.172	-72.269	-77.184	-18.008
<b>Resultado operacional</b>	<b>425.124</b>	<b>249.215</b>	<b>585.209</b>	<b>519.847</b>	<b>182.596</b>	<b>81.050</b>
Costos financieros	-60.567	-54.119	-52.785	-57.767	-79.702	-19.557
<b>Ganancia</b>	<b>248.106</b>	<b>90.070</b>	<b>407.594</b>	<b>194.182</b>	<b>47.463</b>	<b>10.126</b>
Ebitda <sup>2</sup>	582.482	398.589	756.749	684.402	358.822	122.752

<sup>1</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>2</sup> No considera ajustes *fair value* de activos biológicos.

MUSD de cada año	Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Activos corrientes	2.181.706	2.211.008	2.199.461	2.244.965	2.328.861	2.256.390
Activos no corrientes	2.618.695	2.647.247	2.437.571	2.416.709	2.397.208	2.359.700
<b>Total activos</b>	<b>4.800.401</b>	<b>4.858.255</b>	<b>4.637.032</b>	<b>4.661.674</b>	<b>4.726.069</b>	<b>4.616.090</b>
Pasivos corrientes	951.590	702.416	863.802	697.953	617.575	564.640
Pasivos no corrientes	1.519.358	1.613.244	1.443.693	1.606.347	1.729.088	1.672.702
Total pasivos	2.470.948	2.315.660	2.307.495	2.304.300	2.346.663	2.237.342
Patrimonio	2.329.453	2.542.595	2.329.537	2.357.374	2.379.406	2.378.748
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>4.800.401</b>	<b>4.858.255</b>	<b>4.637.032</b>	<b>4.661.674</b>	<b>4.726.069</b>	<b>4.616.090</b>
Deuda financiera <sup>3</sup>	1.659.753	1.557.212	1.469.669	1.365.881	1.549.826	1.495.207

## 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 2023, la empresa obtuvo ventas consolidadas por US \$ 4.154 millones y un EBITDA de US \$ 359 millones. Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a US \$ 257 millones y cerró el ejercicio con una deuda financiera por US \$ 1.550 millones y un patrimonio de US \$ 2.379 millones. A marzo de 2024, la empresa presentó ingresos por US \$ 1.081 millones y un EBITDA de US \$ 123 millones. Una deuda financiera por US \$ 1.495 millones y un patrimonio de US \$ 2.379 millones.

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

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo, y que está fuertemente asociado con la importante participación de mercado del emisor, es la extensa, experimentada y probada red de comercialización, que cubre casi la totalidad de la población del país. En la misma línea, destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la empresa en el ámbito nacional y la capacidad exportadora que se ha fortalecido en los últimos años con un crecimiento relevante de sus ventas al exterior, con cobertura en cinco continentes y 61 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

<sup>3</sup> Incluye pasivos por arrendamientos.

existente en los mercados para las distintas presentaciones de cortes de carne. Asimismo, la producción de salmones favorece la variedad de productos ofrecidos al mercado.

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 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 que, a marzo de 2024, se mantuvo entorno a las 11 veces, lo que da muestra de la fortaleza que presenta la empresa en términos de liquidez comparativamente con las industrias de bebidas/alimentos y agroindustria, que en promedio exhibieron indicadores en torno a las 5,9 y 7,3 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 2024 representó el 41,8% de los ingresos exhibiendo una elevada exposición al precio internacional de los salmones, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. Sin embargo, la correcta diversificación de proteínas, con distintas ofertas y demandas les ha permitido mitigar los riesgos provenientes de 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 2023 provienen de sus exportaciones, de las cuales parte importante están destinadas a Asia y Estados Unidos.

El modelo de negocio 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. En los hechos, en 2023 los resultados de la compañía se vieron afectados significativamente por la gripe aviar y el virus ISA en los salmones. Estos eventos llevaron al cierre de mercados y a la venta de productos a precios reducidos.

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

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. Sin embargo, al estar presente en varios mercados, la compañía podría vender sus productos de mayor valor en sectores con mayor poder adquisitivo.

La tendencia de mantiene *"Estable"* porque no se ven cambios en el corto plazo que puedan afectar la clasificación de riesgo de la compañía.

En el ámbito de ESG<sup>4</sup>, 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>4</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos

## 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 marzo 2024

Durante el primer trimestre del año 2024, los ingresos de actividades ordinarias de la compañía alcanzaron los US \$ 1.081 millones, con una disminución de un 4,3% respecto de igual período de 2023. Esta disminución estuvo sustentada principalmente por el segmento carnes que presentó un decrecimiento de 14,4% comparado con el año anterior.

Por otra parte, en el mismo trimestre se generaron variaciones a la baja en los costos de ventas de 4,8%, producto de la disminución de los costos de materias primas e insumos en el segmento carnes. Los gastos de distribución disminuyeron en 14,3% y los gastos de administración en un 12,2%. De esta manera, el resultado operacional llegó a los US \$ 81 millones, presentando un aumento de un 29,4% con respecto al mismo periodo del año 2023. Dado esto, durante marzo de 2024 el EBITDA alcanzó US \$ 123 millones.

El resultado final del período fue un valor positivo de US \$ 10 millones, inferior a las ganancias de US \$ 30 millones registrada durante el primer trimestre de 2023. La deuda financiera es de US \$ 1.495 millones y el patrimonio de US \$ 2.379 millones.

## Resultados a diciembre 2023

En el año 2023, los ingresos de **Agrosuper** llegaron a US\$ 4.154 millones, mostrando una leve disminución de 0,6% con respecto a 2022, explicado principalmente por una disminución de los precios promedio y el volumen de ventas en el segmento carnes.

Los costos de ventas exhibieron un aumento de 10,8% 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\$ 780 millones, inferior a lo registrado en el mismo periodo del año anterior donde alcanzó US \$ 1.134 millones.

Los gastos operacionales (costos de distribución y gastos de administración) alcanzaron los US \$ 598 millones, con una disminución de 2,7% respecto del año 2022. Dado esto, el EBITDA en el año 2023 alcanzó US \$ 359 millones, lo que representó una variación negativa con respecto de igual período de 2022 (US \$ 684 millones). Cabe destacar que la significativa disminución en el EBITDA de la compañía está relacionada con eventos que se estiman como no recurrentes, como la gripe aviar y el virus ISA en los salmones. Además, se sumó el aumento en el costo de las materias primas, como fue el caso del precio del trigo.

De esta manera, la empresa registró una ganancia de US \$ 47 millones en 2023, inferior respecto del año anterior, donde se obtuvo una utilidad de US \$ 194 millones. La deuda financiera de la compañía alcanza US \$ 1.550 millones (incluyendo arrendamientos financieros) y un patrimonio de US\$ 2.279 millones.

## 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.

El signo “-” corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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 durante 2023 en carnes; cerdo, pollo y pavo. Por su parte, el salmón también cuenta con una posición relevante dentro del mercado local, ya que la empresa produce alrededor de 247 mil toneladas anuales de salmón, 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.

**Demandas crecientes de proteínas:** De acuerdo con diversos estudios, 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 apoyado 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, 12 oficinas comerciales internacionales, y una flota subarrendada de 168 camiones, lo que le permite llegar a más de 300 comunas, cubrir el 98% de la población del país y atender alrededor de 55.000 clientes nacionales. Esta capacidad de abastecer adecuada y oportunamente al comercio la protege, en parte, de la competencia de importaciones derivadas de oportunidades coyunturales (baja del dólar, exceso de oferta en otros mercados, entre otras).

**Aumento en las exportaciones:** A lo largo de los años, **Agrosuper** ha logrado incrementar de manera importante sus exportaciones (más aún en 2019, posterior a las nuevas adquisiciones que en su mayoría son exportaciones). Durante 2023 sumaron US \$ 2.393 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cinco continentes y más de 65 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 doce 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 salmonidos 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:** A diciembre de 2023 el 57,6% 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 32,7% de sus exportaciones, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que, si bien tras la pandemia los precios de los fletes fueron al alza, en el último año se tendieron a normalizar.

**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 2023 donde **Agrosuper** detectó gripe aviar en una de sus plantas avícolas, lo que debilitó los resultados del segmento pollos (repercutiendo a la fecha en las exportaciones hacia China). 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 los resultados del año.

**Concentración en el mercado asiático:** Dentro de los mercados a los cuales la compañía exporta, destaca Asia, que representó aproximadamente el 32,7% en 2023, viéndose un aumento respecto al año anterior (30,3%), siendo el salmón y cerdo los principales productos demandados. Adicionalmente, Estados Unidos, sigue siendo país de destino relevante para la compañía, representando un 25,9% 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 la familia Vial Concha, a través de 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 61 países y cinco continentes.

El segmento de carnes, conformado por pollos, cerdos, pavos y procesados se posiciona como el de mayor importancia en términos de participación en los ingresos totales, con un 56,7% del total. Por su parte, el segmento acuícola a marzo de 2024 representa el 41,8% de los ingresos de la compañía. En la Ilustración 1 se muestra la composición y evolución del ingreso de sus segmentos.

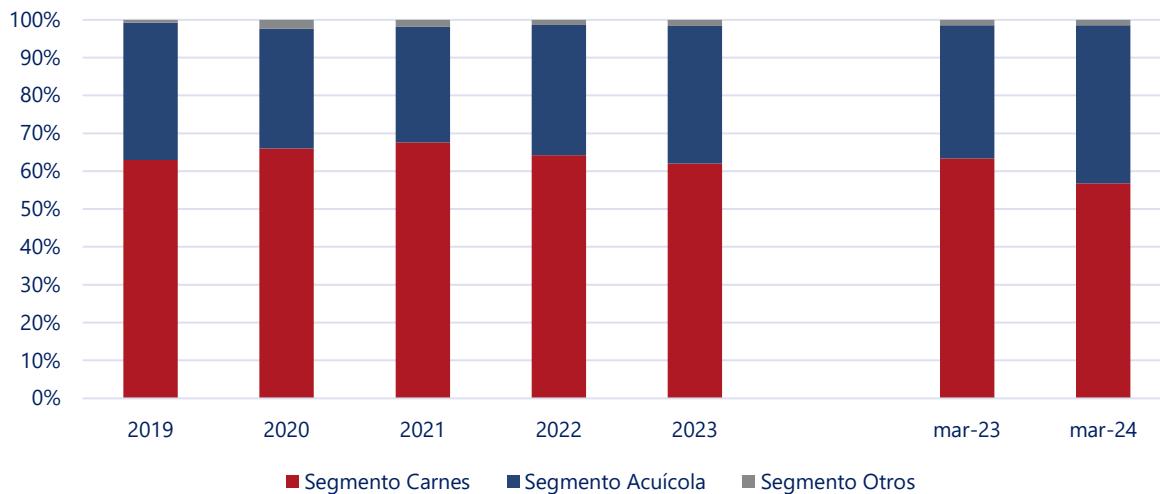


Ilustración 1: Estructura de ventas.

En términos de destino, las ventas nacionales representan un 62,9% de los ingresos, mientras que las exportaciones muestran una concentración del 37,1% del total de ventas. Del total de exportaciones, las ventas se han orientado crecientemente en Asia (Japón, China, Corea del Sur y Tailandia) y Estados Unidos, destinos que representaron un 32,7% y 25,9%, respectivamente, durante 2023. La Ilustración 2 muestra la evolución de las exportaciones entre 2019 y 2023.

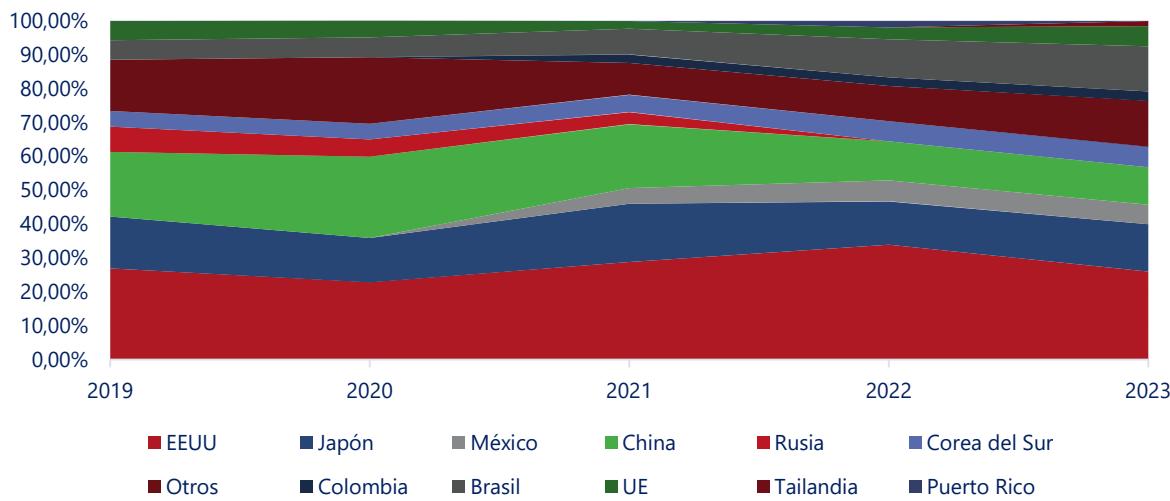


Ilustración 2: Composición exportaciones.

## 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 2024 los ingresos provenientes del salmón representaron aproximadamente el 41,8% 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 de salmón atlántico y HG de coho. En Chile opera con la marca AquaChile y Verlasso.

#### Exportaciones

Durante 2023, las exportaciones de salmón representaron el 93,6% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos Estados Unidos, Brasil y Japón, que en conjunto explican el 69,4% de las ventas destinadas al extranjero.

#### Evolución de los ingresos

Durante el primer trimestre de 2024, las ventas totales del negocio de salmones mostraron un aumento de 14,0% respecto con igual período de 2023 alcanzando los US \$ 452 millones, debido a una disminución en la oferta de salmón que ha presionado a los precios al alza.

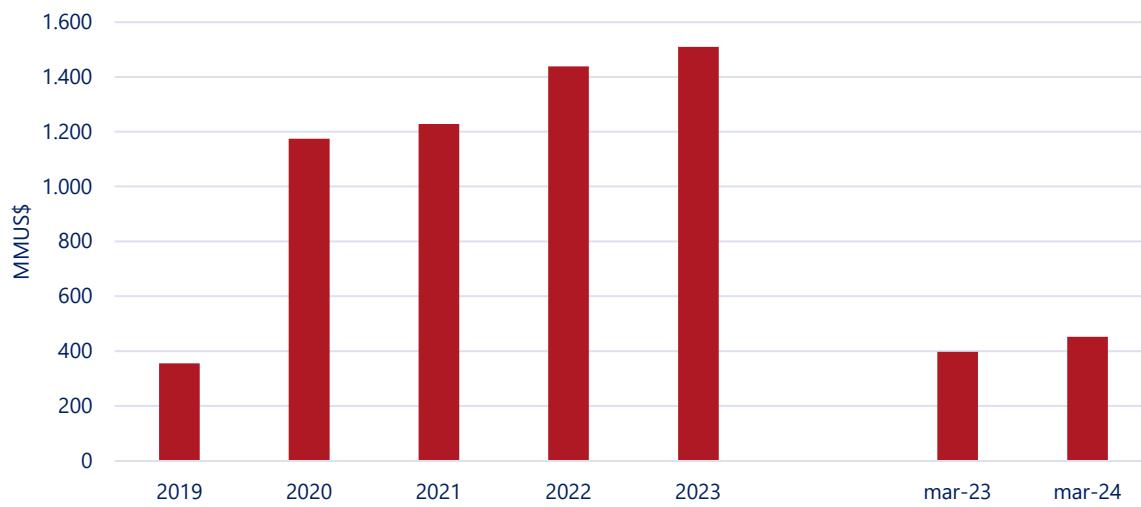


Ilustración 3: Evolución ingresos segmento acuícola.

### Segmento Carnes

En el primer trimestre de 2024 los ingresos provenientes del segmento carnes representaron aproximadamente el 56,7% 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 que le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

### Exportaciones

Durante 2023, las exportaciones del segmento carnes representaron el 38,0% de las ventas de este segmento, siendo sus principales destinos EE. UU, China y Corea del Sur.

### Evolución de los ingresos

Durante los tres primeros meses de 2024, las ventas totales del segmento carnes mostraron un decrecimiento de 14,4% respecto con igual período de 2023, llegando aproximadamente a los US \$ 613 millones debido a los menores precios promedio de este segmento. Además, se explica por la gran disminución de ingresos de pavo de alrededor de un 50,0%.

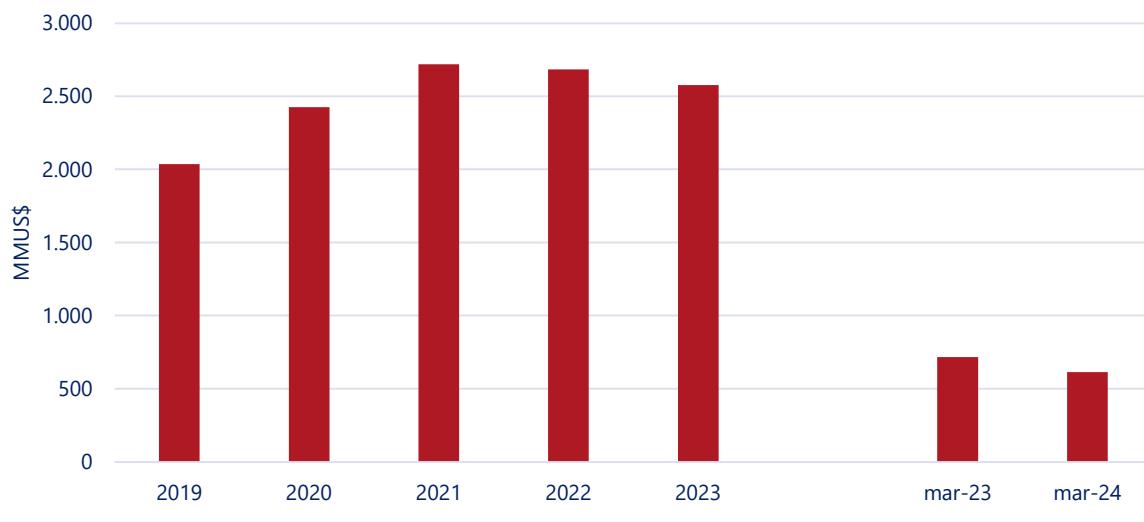


Ilustración 4: Evolución ingresos segmento carnes.

### Segmento Otros

Este segmento presta servicios de distribución a terceros utilizando la capacidad logística de la compañía. En el período enero marzo 2024, los ingresos de este segmento representaron aproximadamente el 1,4% del total, participando únicamente en el mercado nacional.

### Evolución de los ingresos

Durante los tres primeros meses de 2024, las ventas totales del segmento otros mostraron un decrecimiento de 7,1% respecto con igual período de 2023, llegando aproximadamente a los US \$ 16 millones.

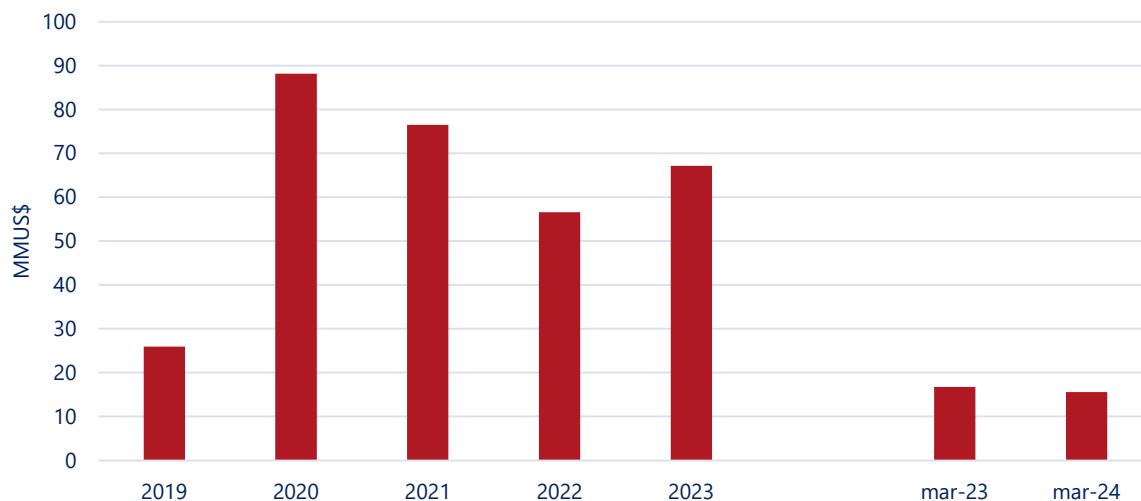


Ilustración 5: Evolución ingresos segmento otros.

## Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera<sup>5</sup> de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2019 y marzo de 2024<sup>6</sup>.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Desde el año 2019 hasta 2022 la compañía exhibió un importante crecimiento en los volúmenes de venta, influenciado por la incorporación de Empresas AquaChile y de Fríosur. Durante 2023 los ingresos se vieron disminuidos producto de los menores ingresos percibidos en el segmento carnes, dado los menores precios promedio y la caída de volúmenes de venta. Esto último, debido a brotes de influenza aviar que afectaron a la compañía.

Dado lo anterior y un aumento de los costos operacionales, el EBITDA de la compañía a diciembre de 2023 fue un 47,6% menor al exhibido en el mismo período de 2022, generando un margen EBITDA de un 8,6%.

Durante marzo de 2024 (últimos doce meses) se observa una leve baja en cuanto a ingresos. No obstante, se presenta una recuperación del EBITDA de un orden de un 4,3%, conduciendo a una mejora en el margen EBITDA de la compañía, el cual, a marzo de 2024 alcanza el 9,1%. Lo anterior, se debe a que se observa una recuperación en los resultados del segmento acuícola producto de mayores ventas respecto a diciembre de 2023. Con respecto al segmento carnes, su resultado fue levemente peor debido al menor volumen vendido, mitigado pormenores costos de distribución.

<sup>5</sup> Durante el periodo de evaluación, el EBITDA no considera ajustes *fair value*.

<sup>6</sup> Los datos de marzo de 2024 se consideran como año móvil (últimos doce meses).

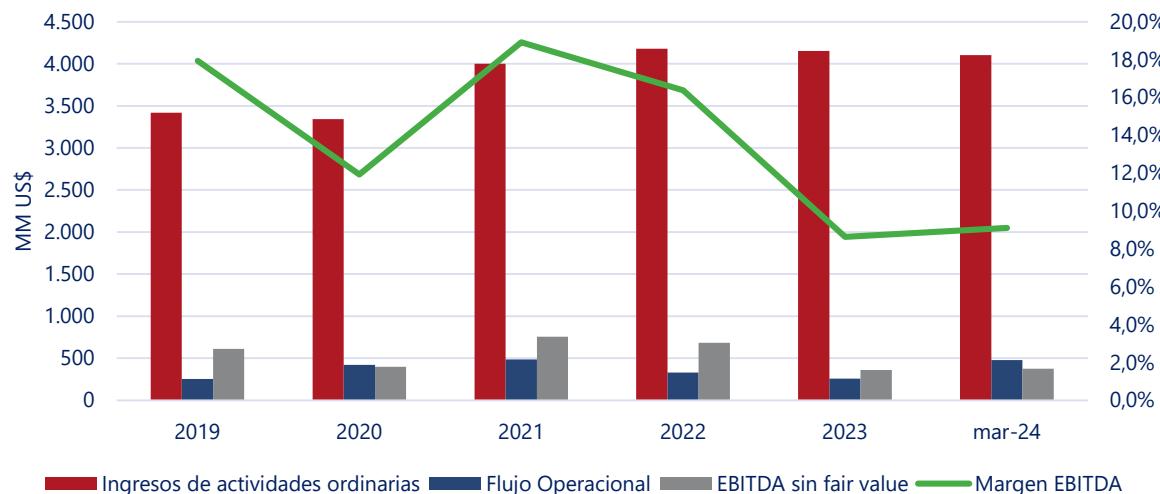


Ilustración 6: Ingresos, EBITDA, Flujo operacional y Margen EBITDA.

### Evolución del endeudamiento

A marzo de 2024, el nivel de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio disminuyó pasando desde 0,99 a diciembre de 2023 a 0,94. Esto último, producto de una disminución de los pasivos totales.

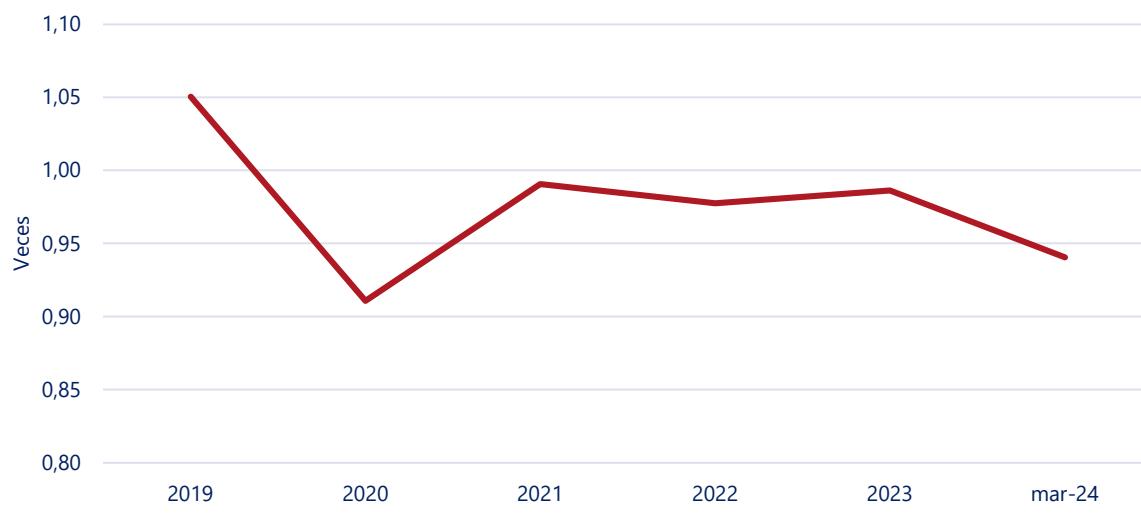


Ilustración 7: Pasivo exigible sobre patrimonio.

Al primer trimestre de 2024, en términos absolutos la deuda financiera fue de US \$ 1.495 millones, disminuyendo en un 3,5% respecto a diciembre de 2023. Lo anterior, debido a la disminución de la deuda de corto y largo plazo por menores instrumentos derivados de cobertura.

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 (FCLP<sup>7</sup>) alcanzaron valores de 4,0 veces y 3,95 veces, respectivamente, superior a lo exhibido en periodos anteriores, no obstante, se mantiene en niveles controlados, y debiesen comenzar a revertirse en los próximos periodos, una vez se recuperen los flujos.

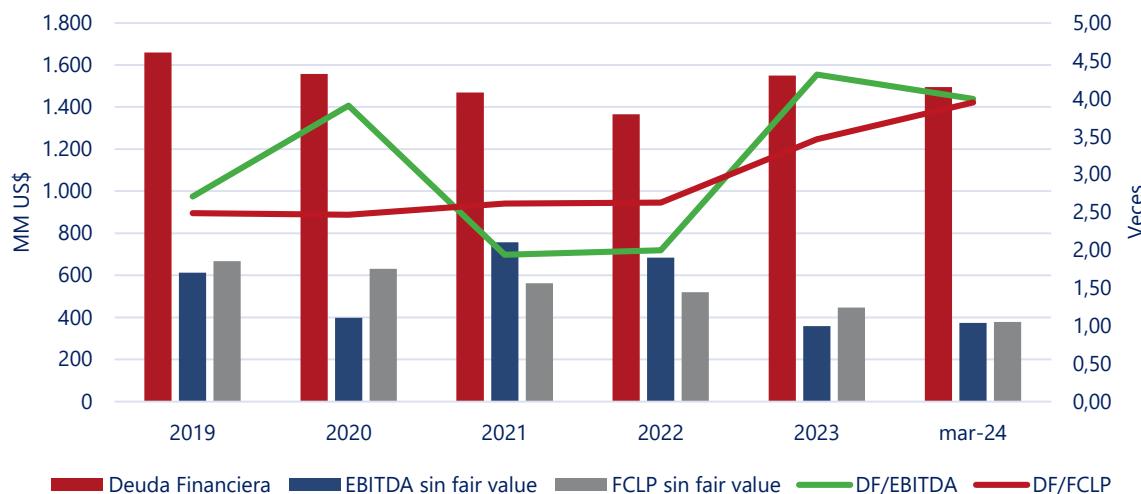


Ilustración 8: Endeudamiento relativo.

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 hasta 2032, año donde se tiene un vencimiento elevado. Cabe señalar que, en 2032 se debe hacer el pago de un bono internacional *bullet*, el cual, de acuerdo con lo estimado por esta clasificadora, sería susceptible de refinanciar.

<sup>7</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

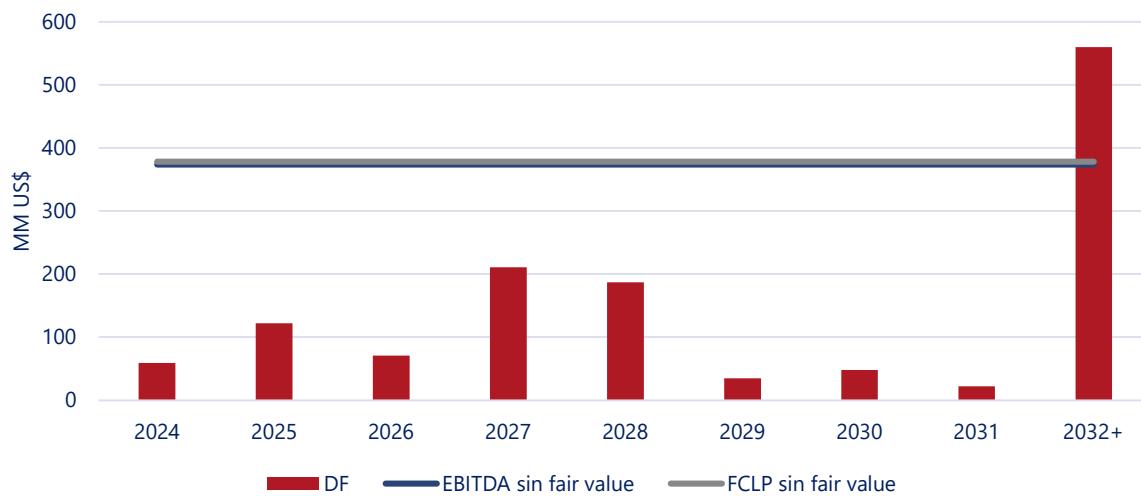


Ilustración 9: Calendario de vencimientos.

## Evolución de la Liquidez

La liquidez, medida como razón circulante, se ha mantenido elevada en todos los períodos, sobre las 2,3 veces. A marzo de 2024, del indicador alcanza las 4,0 veces, tal como se aprecia en la Ilustración 10. Debido principalmente a la disminución de pasivos corrientes.

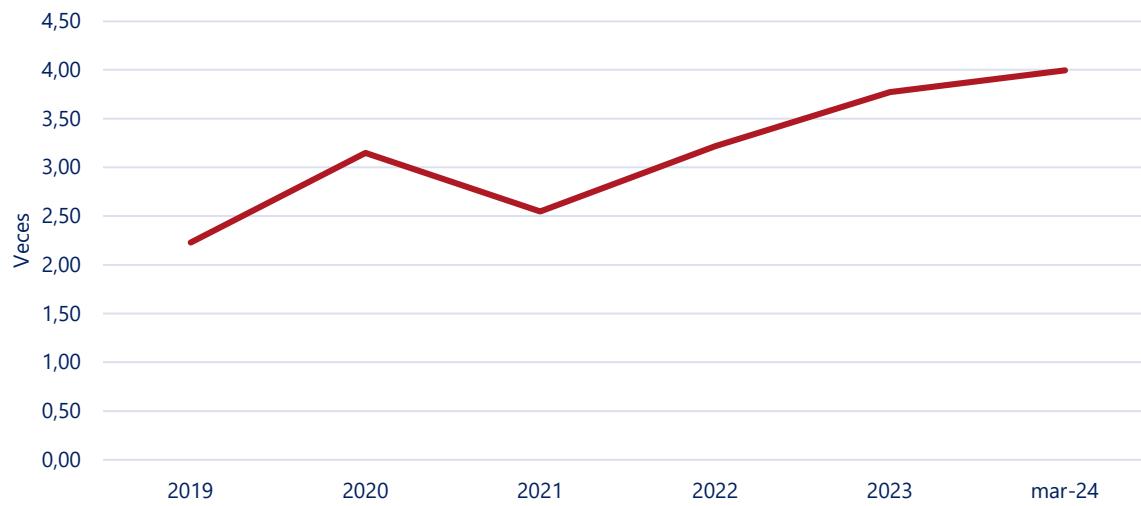


Ilustración 10: Evolución liquidez.

## 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 2024 la rentabilidad operacional es la única que ha mostrado una recuperación, producto del mayor resultado operacional, alcanzando un

4,7%. Como muestra la Ilustración 11 la rentabilidad del activo y del patrimonio es de 0,6% y 1,2%, respectivamente.

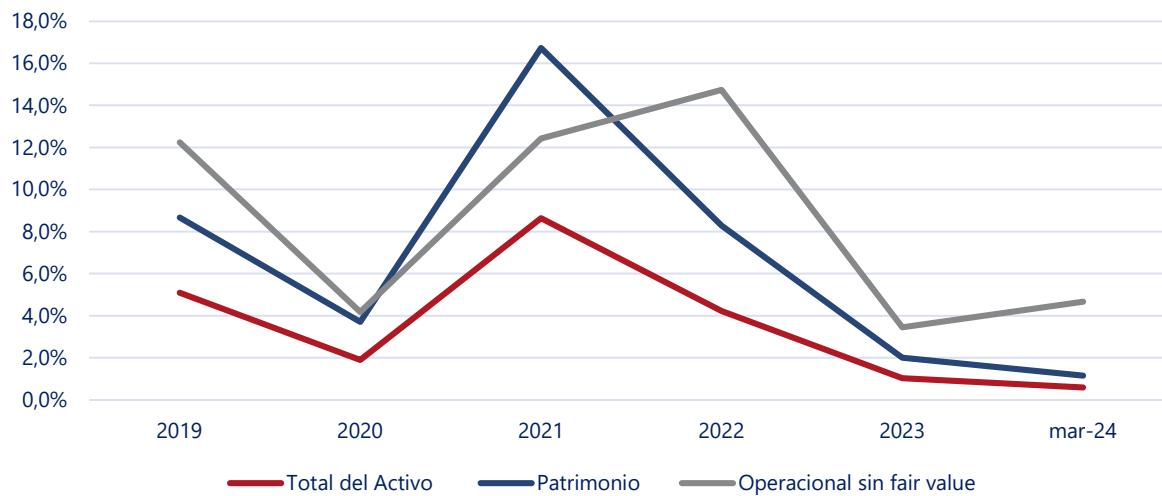


Ilustración 11: Evolución rentabilidades.

## Covenants financieros

	Líneas de bonos	dic-23	mar-24
Nivel de Endeudamiento	No superior a 1,0 veces	0,53	0,48
Garantías Reales	No superior a 10%	0,01%	0,01%

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Liquidez (veces)	1,48	1,37	1,48	1,45	1,30	1,30
Razón Circulante (Veces)	2,29	3,15	2,55	3,22	3,77	4,00
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,29	3,15	2,55	3,22	3,77	4,00
Razón Ácida (veces)	1,81	2,46	1,96	2,15	2,75	2,97
Rotación de Inventarios (veces)	5,92	5,18	5,45	4,60	4,65	4,57
Promedio Días de Inventarios (días)	61,60	70,42	66,99	79,35	78,50	79,85
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,00	9,42	10,23	10,66	11,15	11,19
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	40,57	38,75	35,66	34,24	32,75	32,62
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,44	6,88	7,35	6,48	7,99	8,80
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	56,67	53,02	49,66	56,33	45,66	41,49
Diferencia de Días (días)	16,09	14,27	14,00	22,09	12,91	8,88
Ciclo Económico (días)	-45,51	-56,16	-53,00	-57,26	-65,58	-70,98

Ratios de Endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Endeudamiento (veces)	0,51	0,48	0,50	0,49	0,50	0,48
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,06	0,91	0,99	0,98	0,99	0,94
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,63	0,44	0,60	0,43	0,36	0,34
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,71	3,91	1,94	2,00	4,32	4,00
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,37	0,26	0,51	0,50	0,23	0,25
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	67,17%	67,25%	63,69%	59,28%	66,04%	66,83%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	3,17%	1,54%	1,71%	3,98%	0,95%	1,60%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,50	2,49	8,68	7,22	1,23	1,48

Ratios de Rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Margen Bruto (%)	27,59%	22,35%	28,14%	27,14%	18,79%	18,88%
Margen Neto (%)	7,33%	3,04%	7,56%	8,27%	1,97%	2,70%
Rotación del Activo (%)	71,20%	68,81%	86,27%	89,65%	87,89%	88,93%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	6,75%	2,14%	6,41%	7,51%	1,77%	2,38%
Rentabilidad Total del Activo (%)	6,57%	2,11%	6,37%	7,43%	1,74%	2,34%
Inversión de Capital (%)	61,51%	54,21%	53,30%	51,65%	50,48%	49,87%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,78	2,22	2,99	2,70	2,43	2,43
Rentabilidad Operacional (%)	14,70%	6,92%	16,65%	15,06%	5,22%	5,65%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	12,25%	4,18%	12,42%	14,74%	3,45%	4,66%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	67,54%	73,19%	67,57%	68,92%	76,97%	76,91%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	72,41%	77,65%	71,86%	72,86%	81,21%	81,12%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,02%	1,88%	1,78%	1,73%	1,86%	1,82%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	21,84%	10,23%	24,02%	22,18%	7,71%	8,46%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	17,94%	11,92%	18,92%	16,38%	8,64%	9,11%

Otros Indicadores	2019	2020	2021	2022	2023	mar-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,82%	1,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	7,34%	8,12%	7,67%	7,67%	7,53%	7,94%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,51%	0,52%	0,52%	0,52%	0,48%	0,48%
Capital sobre Patrimonio (%)	54,72%	52,80%	57,63%	56,95%	56,42%	56,44%

"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."