

Con tendencia "*En Observación*"

## Por el fuerte posicionamiento de la compañía, *Humphreys* clasifica bonos de **Agrosuper S.A.** en *Categoría A+*

---

Santiago, 23 de julio de 2012. **Humphreys**, clasificó en "*Categoría A+*", con tendencia "*En Observación*", las líneas de bonos de **Agrosuper S.A. (Agrosuper)** N° 678 y N° 679 y los distintos títulos de deuda emitidos con cargo a dichas líneas.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la categoría asignada se ha considerado tanto el fuerte posicionamiento, en términos de ventas, que la compañía tiene dentro del mercado local como la integración de sus procesos productivos, lo que redundará en una mayor eficacia para el control de los costos y de la calidad de los productos.

En efecto, la empresa lidera las ventas nacionales en carnes de cerdo, pollo y pavo con participaciones de mercado del orden de 70%, 45% y 70%, respectivamente. Con la suma de salmones y productos procesados que también destacan en el portafolio de **Agrosuper**, se llega a ventas valorizadas en torno a los US\$ 1.400 millones.

La integración del proceso productivo de la compañía comienza, según corresponda, desde la importación de huevos o pollos y cerdos reproductores, de cada raza y provenientes desde diferentes países y proveedores o, en el caso de los salmones, produciendo sus propias ovas; y finaliza con la venta a intermediarios, pasando por todos los procesos de incubación, crianza, engorda (con plantas propias de abastecimiento de alimento) y faenamiento, sin excluir tratamientos de afluentes e investigación y desarrollo.

La integración productiva también favorece la mejor administración, control y mitigación de los riesgos fitosanitarios, 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).

Otro elemento que favorece la clasificación de riesgo y que está fuertemente asociado con la elevada participación de mercado de **Agrosuper** dice relación con su extensa y probada red de comercialización, que le permite cubrir el 98% de la población del país; en paralelo, se incluye el buen posicionamiento de sus marcas, entre ellas Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval y La Crianza. Todo ello la protege, en parte, de la competencia de importaciones derivadas de oportunidades coyunturales (baja del dólar y exceso de oferta en otros mercados, entre otras).

Además, se reconoce como atributo la capacidad exportadora que ha mostrado la empresa, con un crecimiento relevante de sus ventas al exterior (desde aproximadamente US\$ 440 millones en 2004 a US\$ 823 millones en 2011), llegando a cuatro continentes y 45 países. Cabe destacar que los países en desarrollo presentan una fuerte alza en el consumo de proteínas (tasas entre el 20% y 70%, dependiendo de la zona). Dentro de este contexto, se destaca la capacidad de administración de los riesgos fitosanitarios 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).

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida por la existencia de diversos factores que afectan los márgenes del negocio y, en definitiva, su capacidad para generar

flujos. Así, el margen de EBITDA entre los años 2004 y 2010 fluctuó entre 6,6% y 21%, observándose cambios interanuales de 19,0% a 11,8% (2006/2007) y de 6,6% a 17,2% (2009/2010). Un elemento importante tiene relación con la variación del precio de los sustitutos como lo es la carne de vacuno, dado que una baja necesariamente afectará la oferta y demanda de la carne de pollo, pavo, cerdo, disminuyendo así sus precios y mermando los ingresos.

Otro elemento incorporado dentro del proceso de evaluación se refiere al efecto negativo de eventuales aumentos en las tarifas navieras sobre la rentabilidad de **Agrosuper**, considerando que aproximadamente el 40% de sus ingresos provienen de exportaciones, principalmente a Asia y Europa.

Por otro lado, 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. Si bien parte importante de los costos de la empresa están indexados al dólar, los gastos en personal (\$ 124.391 millones en 2011) y otros ítem menores son en pesos.

Por último, dentro de la evaluación se han considerado factores como la vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que puedan mermar la capacidad de producción de la empresa, junto con la importante concentración de las ventas en el mercado japonés y 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. También se considera que en periodos recesivos, en los cuales se reduce el gasto en consumo, la venta de proteínas se puede ver negativamente más afectada que el promedio de los productos alimenticios.

## **Freirina y la acusación de la Fiscalía Nacional Económica**

Como es de conocimiento público, el emisor ha sido afectado por dos eventos de alto impacto mediático que se mantienen vigentes y cuya resolución escapa al control de la compañía:

- a) La empresa, junto con su competencia local, ha sido acusada por la Fiscalía Nacional Económica (FNE) de estar coludida en la producción de pollos. Si bien **Humphreys** no se pronuncia respecto a la validez de la acusación, no puede desconocer que de tener asidero la imputación podría implicar que existen distorsiones en la rentabilidad de la compañía. Con todo, considerando que existen importaciones de pollos y que el precio de otras carnes también influyen en el precio de dicho producto, en opinión de la clasificadora el accionar que tienen los agentes para influir en los márgenes del negocio es limitado (se estima muy difícil que hubiesen distorsiones en los márgenes que implicaran una generación de flujos de largo plazo llevando a un cambio significativo en la categoría de riesgo asignada).
- b) Dado los problemas que ha tenido la planta de cerdos de Huasco ubicada en Freirina, necesariamente, se retrasará la generación de flujos de dicha inversión y, por ende, atrasará la reducción del indicador de deuda financiera sobre flujos de largo plazo. Además, la solución podría implicar aumentos en los costos (considerando que muchas medidas no pueden dejar de lado ciertos elementos menos técnicos). Sin perjuicio de ello, considerando lo moderno de la planta de Huasco, se estima que la contrariedad debiera ser superada. Con todo, la evaluación de **Humphreys** incluye la posibilidad que dicha planta no genere a futuro flujos para la compañía.

Tomando en cuenta ambos hechos, los análisis de **Humphreys** reflejan que aun suponiendo una postergación indefinida para el funcionamiento del Complejo Agroindustrial Huasco y una baja razonable en la rentabilidad de largo plazo del negocio del pollo (no se debe olvidar que el precio está condicionado por las importaciones y el precio de otras carnes), la categoría de riesgo asignada tendería a mantenerse a futuro.

Sin perjuicio de lo anterior, dado que siempre está entre las alternativas que este tipo de situaciones escale en su complejidad y, en definitiva, implique que la compañía tenga que

realizar nuevas inversiones no programadas y/o a incrementar su estructura de costo, el criterio conservador de la clasificadora lleva a calificar la tendencia "*En Observación*", más allá de que **Humphreys** le asigne una baja probabilidad de ocurrencia a dichos eventos, al menos en forma significativa.

Durante 2011 la empresa obtuvo ventas consolidadas por cerca de \$ 1.119.260 millones (aproximadamente US\$ 2.156 millones) y un EBITDA de \$ 194.686 millones (en torno a US\$ 375 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 109.063 millones (US\$ 210 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 508.906 millones (US\$ 980 millones). En los primeros tres meses de 2012 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 286.022 millones (cerca de US\$ 587 millones), con un incremento de 8,6% respecto de igual período a 2011. Este aumento estuvo sustentado principalmente en el alza de los ingresos del negocio de las carnes, los que fueron 9,9% superiores a marzo 2011. Por otro lado, las ventas del negocio acuícola disminuyeron 3,9% en el mismo período, a causa de la caída en los precios, puesto que el volumen de toneladas vendidas aumentó. A marzo de 2012, el EBITDA de la compañía ascendía a \$ 27.370 millones, un 43,1% menor con respecto a igual período de 2011.

**Agrosuper** es una sociedad productora de proteína animal que en forma integrada participa en el negocio de producción, faenación, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados, con ventas tanto en Chile como en el exterior.

Contacto en **Humphreys**:

Verónica Vargas M.

Teléfono: 562 – 433 5200

E-mail: [veronica.vargas@humphreys.cl](mailto:veronica.vargas@humphreys.cl)



<http://twitter.com/HumphreysChile>

*Clasificadora de Riesgo Humphreys*

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

Fono (562) 433 5200

E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".