



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Agrosuper S.A.

Enero 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A+ Favorable
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Tendencia Acciones Tendencia	A+ Favorable Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	Septiembre 2014

Características de las líneas de bonos en proceso de inscripción	
Plazo "línea repertorio 559" "línea repertorio 560"	10 años 30 años
Monto máximo de la "línea rep 559" Monto máximo de la "línea rep 560"	UF 8.500.000 UF 8.500.000
Moneda de emisión	UF, dólares o pesos
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander Chile
Uso de fondos	Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la Línea, se destinarán a financiar futuros proyectos y capital de trabajo de la Sociedad, la adquisición de activos, como también para refinanciar pasivos actuales de la misma, pagar dividendos y disminuciones de capital y a pagar costos asociados a la colocación.
Covenants financieros	Relación Obligaciones Financieras Netas sobre Patrimonio no superior a una vez
Prepago	Contempla
Garantías	Contempla

Estado de Resultados Consolidados IFRS							
MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Sept 2013	Ene-Sept 2014
Ingresos totales	901.212	949.847	1.119.260	1.167.176	1.299.349	941.744	1.071.117
Costo de ventas	-749.283	-682.275	-800.711	-934.107	-989.416	-731.464	-744.698
Gastos de distribución	-77.569	-92.977	-125.151	-152.646	-161.015	-121.288	-133.286
Gastos de administración	-65.170	-61.877	-49.317	-46.233	-44.274	-32.175	-34.158
Resultado operacional	9.189	112.718	144.082	34.190	104.644	56.816	158.975
Costos financieros	-13.398	-7.144	-6.575	-16.259	-20.910	-15.291	-12.292
Ganancia	-20.675	82.471	110.739	-161.447	62.655	30.064	106.612
Ebitda	59.410	163.827	196.228	100.085	164.474	101.564	202.925

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	30-sept-14
Activos corrientes	450.567	402.809	629.564	617.578	642.061	682.591
Activos no corrientes	921.090	808.568	916.983	809.122	757.674	777.777
Total activos	1.371.657	1.211.377	1.546.547	1.426.700	1.399.735	1.460.369
Pasivos corrientes	260.856	241.057	362.220	376.059	209.769	246.094
Pasivos no corrientes	336.531	234.918	372.715	407.018	484.291	403.238
Total pasivos	597.388	475.975	734.935	783.077	694.060	649.332
Patrimonio	774.270	735.402	811.612	643.623	705.674	811.036
Total patrimonio y pasivos	1.371.657	1.211.377	1.546.547	1.426.700	1.399.735	1.460.369
Deuda financiera	389.769	276.094	508.906	503.360	453.740	368.670

Opinión

Fundamento de la clasificación¹

Agrosuper S.A. (Agrosuper), cuyo origen se remonta al año 1955, actualmente es una sociedad productora de proteína animal que en forma integrada participa en el negocio de producción, faenación, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados, con ventas tanto en Chile como en el exterior.

Durante 2013 la empresa obtuvo ventas consolidadas por cerca de \$ 1.299.349 millones (aproximadamente US\$ 2.477 millones²), y un EBITDA de \$ 164.474 millones (del orden de los US\$ 314 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 117.743 millones (US\$ 224 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 453.740 millones (US\$ 806 millones).

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de dos líneas de bonos por parte de **Agrosuper**, a 10 y 30 años por un monto máximo de colocación de UF 8,5 millones. El uso de los fondos será el financiar futuros proyectos y capital de trabajo de la sociedad, la adquisición de activos, como también para refinanciar pasivos actuales de la misma, pagar dividendos y disminuciones de capital y a pagar costos asociados a la colocación; no obstante, a la fecha no se están inscribiendo títulos de deuda con cargo a las respectivas líneas.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los títulos de deuda de **Agrosuper** en "Categoría A+" se han considerado tanto el liderazgo que la compañía tiene dentro del mercado local en

¹ En www.humphreys.cl se encuentra informe anual de clasificación, de fecha 31 de julio de 2014.

² Tipo de cambio utilizado: \$ 524,61/US\$.

términos de ventas, como la integración de sus procesos productivos, lo que redundará en una mayor eficacia en el control de los costos y en 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, dice relación con su extensa, experimentada y probada red de comercialización, cubriendo casi la totalidad de la población del país. En la misma línea, se destaca el fuerte posicionamiento de marca que ostentan los productos de la compañía en el ámbito nacional. También se reconoce como atributo positivo la capacidad exportadora que ha mostrado la empresa en los últimos años, con un crecimiento relevante de sus ventas al exterior.

Además, no es ajeno al proceso de clasificación el hecho de que, considerando las limitantes propias de la definición del negocio, la empresa presenta una oferta de carne variada (pollo, cerdo, pavo y salmón) y productos con diferentes cortes que permiten un mayor valor agregado.

La clasificación de riesgo también incorpora como elementos favorables la extensa y exitosa experiencia del grupo controlador dentro del 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: líder indiscutido en producción en un sector con elevada concentración); el elevado estándar del manejo sanitario (entre otros, certificaciones en calidad de sus productos, higiene y planteles de animales aptos para consumo humano con trazabilidad en la cadena productiva); y una estructura productiva, tanto por diversificación de animales como por plantas o centros productivos, que atenúa los efectos de pestes y virus que puedan afectar a pollos, cerdos, pavos o salmones (cuenta con seis plantas faenadoras: Lo Miranda, San Vicente, Rosario, El Milagro, La Calera y Quellón). Cabe señalar que la primera de ellas sufrió un incendio que comprometió su capacidad de operación, debiendo ser suplida a través de incrementos en la producción del resto de sus plantas faenadoras.

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

Desde otra perspectiva, la clasificación de riesgo se ve restringida, entre otros elementos, por la existencia de diversos factores que afectan los márgenes en el negocio de **Agrosuper** y, en definitiva, su capacidad para generar flujos. En efecto, el margen EBITDA entre los años 2009 y 2013 fluctuó entre 6,6% y 17,5% y el año 2012 mostró una caída debido a incremento en los costos de producción, para, posteriormente, exhibir una fuerte recuperación en 2013, dada la normalización en los precios de los granos.

Un elemento importante tiene relación con la variación del precio de los sustitutos como la carne de vacuno, dado que una baja, podría afectar la oferta y demanda de la carne de pollo, pavo, cerdo, disminuyendo así los precios de estos 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 37% de sus ingresos provienen de sus exportaciones, de las cuales parte importante están destinadas a Asia y Europa.

El modelo de negocios de la sociedad también presenta exposición al debilitamiento del tipo de cambio real, 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, un 40% de los costos están expresados en pesos.

Adicionalmente, la categoría de riesgo recoge la vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que puedan mermar en forma significativa la capacidad de producción de la empresa, reconociendo que la diversidad de animales y de criaderos, así como las políticas propias de la empresa y de la autoridad sanitaria, atenúan los efectos de este tipo de siniestros. En contraposición, se debe considerar que este aspecto puede verse afectado por errores y/o malas prácticas de otros agentes del sector.

Adicionalmente, dentro de la evaluación se ha considerado la importante concentración de las ventas en el mercado asiático, en donde no presenta las ventajas de marcas y canales de distribución que exhibe en Chile.

La clasificación asignada igualmente 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. También se considera que en períodos recesivos, en los cuales se reduce el gasto en consumo, la venta de proteínas se contrae en mayor proporción que el volumen comercializado, puesto que el consumidor sustituye productos de mayor valor por productos que generan menor retorno.³

Se asigna una tendencia "*Favorable*" a la clasificación de **Agrosuper**, atendiendo a la disminución que ha experimentado la deuda financiera del emisor, situación que debiera mantenerse a futuro considerando el plan de amortización de los pasivos y al hecho que la empresa no tiene programada inversiones que le impliquen un elevado nivel de desembolsos.

Finalmente, cabe señalar, que la categoría de riesgo otorgada ha sido considerando el actual nivel de deuda **Agrosuper**. Actualmente la compañía está inscribiendo dos líneas de bonos por UF 17 millones (no obstante, la suma de las colocaciones con cargo a ambas líneas no puede superar los UF 8,5 millones); por lo tanto, en la medida que se vayan utilizando dicha línea, la clasificación deberá ser revisada, considerando tanto el monto de la nueva deuda como el uso de la misma.

³ 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 (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 (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).

Hechos recientes

Resultados al tercer trimestre 2014

En los primeros nueve meses de 2014 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 1.071 millones (cerca de US\$ 1.790 millones⁴), con un incremento de 13,7% respecto de igual período de 2013. Este aumento estuvo sustentado principalmente en el alza de los ingresos del segmento cerdos, que experimentaron una expansión de 16%. En segundo término, los ingresos se incrementaron por el crecimiento de más de 34% en los ingresos provenientes del segmento acuícola.

Por otra parte, los costos de ventas se incrementaron en 1,8%, en tanto, los gastos de distribución se expandieron en 9,9%.

De esta manera, el resultado operacional⁵ llegó a \$ 158.975 millones, aumentando 179,8% respecto al mismo período anterior, pasando desde un 6% de los ingresos en los primeros nueve meses de 2013, a 14,8% de los ingresos en el mismo período de 2014. Producto del mayor resultado operacional del período, el EBITDA a septiembre de 2014 alcanzó a \$ 202.925 millones, expandiéndose casi un 100% con respecto a igual período de 2013.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado final del período fue una ganancia de \$ 106.612 millones, lo cual se compara favorablemente con el resultado levemente superior a \$30.000 millones registrado en los nueve primeros meses de 2013.

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$ 599,22/US\$.

⁵ Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– gastos de distribución –gastos de administración.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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.”