

	Dic. 2015	Jun. 2016
Solvencia	AA-	AA-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes

2015 Mar. 2015 Mar. 2016

Ingresos	1.503.869	345.272	389.239
Ebitda	252.640	54.932	58.442
Deuda financiera	292.197	285.227	237.034
Margen operacional	13,4%	12,2%	11,9%
Margen Ebitda	16,8%	15,9%	15,0%
Endeudamiento total	0,7	0,7	0,6
Endeudamiento financiero	0,3	0,3	0,3
Ebitda / Gastos financieros	25,3	17,0	87,1
Ebitda / Gastos financieros netos	25,3	17,0	87,1
Deuda financiera / Ebitda	1,2	1,0	0,9
Deuda financiera neta / Ebitda	0,9	0,8	0,7
FCNO / Deuda Financiera (%)	55%	85%	59%

* Cifras e indicadores anualizados donde corresponda

Perfil de Negocios: Satisfactorio

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición de mercado					
Diversificación de productos y mercados					
Integración vertical					
Exposición a ciclos económicos					
Exposición a riesgo sanitario y a presiones ambientales					

Posición Financiera: Sólida

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Robusta posición de liquidez					
Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el largo plazo					
Exposición a variabilidad de precio de insumos					
Altos requerimientos de capital de trabajo					

Fundamentos

La clasificación en "AA-" para la solvencia y los bonos de Agrosuper S.A. responde a un perfil de negocio "Satisfactorio" y una posición financiera "Sólida".

La clasificación considera la amplia experiencia de la compañía en el negocio de proteínas, con un alto grado de diversificación por tipo de producto y mercado. Asimismo, refleja la fuerte posición competitiva de la entidad en el mercado local, con liderazgo en sus principales líneas de negocios y una completa integración vertical en todos sus procesos productivos, lo que le permite el mayor control de las variables productivas clave.

A la vez, la clasificación considera el fortalecimiento de los indicadores de solvencia. En contrapartida, incorpora la exposición al riesgo sanitario; la posibilidad de nuevas exigencias regulatorias (que podrían implicar nuevas inversiones); la inherente volatilidad de los márgenes de la industria; y el hecho de que el consumo de proteínas está relacionado a las condiciones económicas. No obstante, este último efecto se ve mitigado, en parte, por la mezcla de productos que mantiene la entidad.

Agrosuper es la empresa de carnes y alimentos frescos más grande del país, con cinco unidades de negocios: Cerdos, Pollos, Salmones, Pavos y Productos Procesados. En 2015, los ingresos aumentaron un 1,3% respecto de 2014, cifra menor a la observado en años anteriores. No obstante, a marzo de 2016 se registró un incremento del 12,7% respecto a igual periodo del 2015, debido al alza experimentada en los precios de venta en el segmento acuícola.

A diciembre de 2015, en el mercado del cerdo se registró un aumento en la producción y de stock a nivel internacional, generando una disminución en el precio de venta. Esto disminuyó los resultados de dicho producto, lo

que fue compensado, en parte, por mayores márgenes registrados en los segmentos de pollos y pavo. Consecuentemente, el margen ebitda alcanzó el 16,8%, si bien inferior a lo registrado en 2014 (18,2%), acorde a lo esperado. Adicionalmente, cabe señalar que el segmento de carnes registró un margen del 22,3%, lo que compensó, en parte, los resultados del segmento acuícola.

La mayor capacidad de generación operacional registrada en los últimos años, producto de la recuperación de los márgenes, en conjunto con una constante disminución en los niveles de endeudamiento de Agrosuper, ha derivado en una mayor holgura en los indicadores crediticios.

Así, el indicador de deuda financiera sobre ebitda disminuyó desde 2,9 veces en 2013 hasta 0,9 veces en marzo de 2016. Por otro lado, en igual periodo, la cobertura de gastos financieros aumentó desde 7,5 veces hasta 87,1 veces.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Considera que la compañía mantendrá un bajo nivel de deuda financiera y una robusta posición de liquidez, con un escenario de requerimientos moderados de inversiones. ello se reflejará en índices de cobertura de deuda financiera neta sobre ebitda inferiores a 1,0 veces y de flujo de caja neto operacional sobre deuda financiera superiores a 50%, para el mediano plazo.

ESCENARIO DE BAJA: Se considera poco probable en el corto plazo; no obstante, podría ocurrir una baja en la clasificación de riesgo frente a inversiones que generen una presión sobre la estructura actual de endeudamiento financiero y liquidez.

ESCENARIO DE ALZA: Feller Rate estima poco probable un alza en las clasificaciones de la compañía en el mediano plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

Factores Clave

- Amplia experiencia en el negocio de proteínas, alcanzando un alto grado de diversificación por tipo de producto y mercado.
- Fuerte posición competitiva en el mercado local, con liderazgo en sus principales líneas de negocios.
- Completa integración vertical en todos sus procesos productivos le permite el mayor control de variables productivas clave.
- El consumo de proteínas está asociado a las variaciones en las condiciones económicas.
- Exposición al riesgo sanitario y la posibilidad de nuevas exigencias regulatorias, que podrían implicar nuevas inversiones.

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Factores Clave

- Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el largo plazo.
- Mantención de una robusta posición de liquidez.
- Alta sensibilidad de su estructura de costos a la variabilidad en el precio de insumos estratégicos (principalmente granos).
- Altos requerimientos de capital de trabajo para el financiamiento de sus distintos ciclos productivos.

Analista: Felipe Pantoja
felipe.pantoja@feller-rate.cl
(562) 2757-0470
Nicolás Martorell
Nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 2757-0496

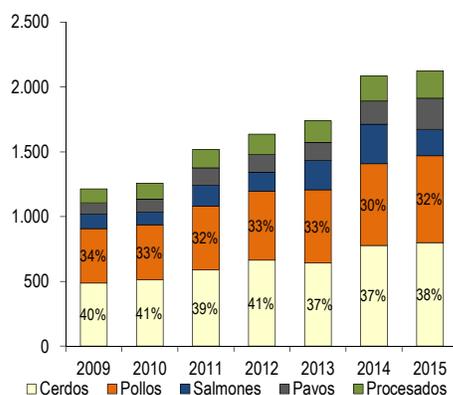
Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Estructura de propiedad

Agrosuper S.A. es controlada por su socio fundador, Gonzalo Vial V., a través de las sociedades Promotora Doñihue Ltda. (98,48% de la propiedad) y Agrocomercial El Paso S.A. (1,52% de la propiedad).

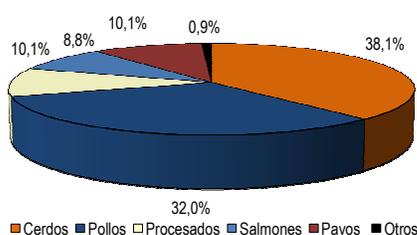
Evolución de Ingresos por producto

En millones de dólares



Diversificación de ingresos por producto

Al cierre de 2015



PERFIL DE NEGOCIOS SATISFACTORIO

- Agrosuper es la empresa líder en Chile en la producción de proteínas animales, las que incluyen cerdos, pollos, pavos, salmones y alimentos procesados.
- Los inicios de la compañía se remontan hacia 1955, cuando comenzó con la producción de huevos, continuando años más tarde con el procesamiento y comercialización de carne de pollo. A partir de entonces, fue incorporando y desarrollando la producción de distintas proteínas y hoy cuenta con un modelo de negocios basado en una completa integración vertical de cada proceso productivo, desde la genética y reproducción hasta la comercialización de los productos en Chile y el mundo.

Fuerte posición competitiva en el mercado local, con liderazgo en sus principales líneas de negocios

- Agrosuper centra sus operaciones en dos grandes segmentos: Carnes, con las líneas de productos Cerdos, Pollos, Pavos y Alimentos Procesados; y Acuícola, con la línea de productos Salmones.
- El posicionamiento de mercado, nacional e internacional, de estas líneas de productos ha sido realizado mediante una estrategia que, privilegia la comercialización bajo sus propias marcas: Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, Pollos King, Súper Salmón, entre otras marcas orientadas a mercados específicos como Japón y Corea.

— CERDOS

- Durante todo el período de análisis, la producción y comercialización de carne de cerdo ha sido la principal fuente de ingresos y una de las mayores fuentes de ebitda de Agrosuper.
- Al 31 de diciembre de 2015, los cerdos registraron una participación del 38,1% de los ingresos totales de la compañía, presentando un leve crecimiento con respecto a 2014. Por otro lado, a igual fecha, los volúmenes de venta de cerdo alcanzaron las 360 mil toneladas, exhibiendo un aumento del 2,8% respecto al año anterior.
- La distribución de las ventas se concentró en el mercado local, con un 56,7%, mientras que el mercado internacional, Japón, Corea del Sur, China, Federación Rusa y Colombia, fueron los principales destinos de las exportaciones.
- A nivel nacional, la posición de la marca Súper Cerdo es fuerte, lo que se refleja en una posición de liderazgo en el mercado.
- El desempeño comercial de la carne de cerdo es cíclico, altamente sensible a la evolución de los precios internacionales y de los costos de insumos, en particular de alimentación que representa más del 50% de los costos de producción.

— POLLOS

- La producción y comercialización de carne de pollo es una de las operaciones más tradicionales de Agrosuper, con una participación relevante en los ingresos y ebitda de la compañía.
- Al 31 de diciembre de 2015, la carne de pollo alcanzó una participación del 32,0% de los ingresos totales de la compañía, registrando un aumento del 6,7% en los ingresos provenientes del segmento respecto de 2014.
- Por su parte, durante el 2015, el volumen de venta de carne de pollo fue superior a 355 mil toneladas, lo que implica un aumento del 6,3% respecto del año anterior.
- La distribución de las ventas se concentró en el mercado local con un 73,5%, mientras que en el mercado internacional, Estados Unidos, Reino Unido, México, China y Puerto Rico fueron los principales destinos de exportación.
- A nivel local, la empresa mantiene una posición de liderazgo de mercado. Sus principales marcas son Súper Pollo y King.

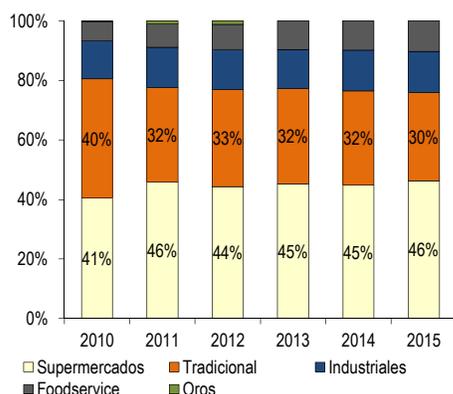
Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Ingresos por destino

Al 31 de diciembre de 2015

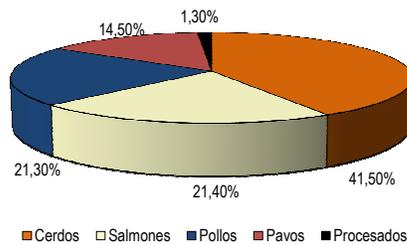


Diversificación de las ventas nacionales por tipo de cliente



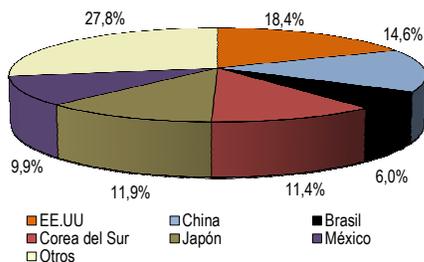
Diversificación de ventas internacionales por tipo de producto

Al cierre de 2015



Principales destinos de las ventas internacionales

Al 31 de diciembre de 2015



— PAVOS

- El negocio de carne de pavo representó, a diciembre de 2015, un 10,1% de las ventas totales, observando un importante crecimiento en los ingresos respecto de 2014, influenciado principalmente por mejores precios.
- En términos de volúmenes de ventas de carne de pavo, este en 2015 fue superior a las 74 mil toneladas, lo que implica un aumento del 2,1% respecto del año anterior.
- Las ventas de la carne de pavo se concentran en el segundo semestre, junto con las fiestas de fin de año, tanto a nivel nacional como internacional.
- La distribución de las ventas en este segmento correspondieron un 43% en el mercado local, y el porcentaje restante en el mercado internacional, en el cual EE.UU., Reino Unido, México y Alemania fueron los principales destinos de exportación.
- En Chile, Agrosuper comercializa carne de pavo a través de la marca Sopraval, líder en su segmento.

— SALMONES

- Al cierre de 2015, los ingresos provenientes de la comercialización de salmón representaron un 8,8% del total de Agrosuper. A su vez, los volúmenes comercializados de salmónes alcanzaron las 36 mil toneladas, registrando una disminución del 31,5% respecto del año anterior.
- El precio del salmón es muy volátil, principalmente dependiente de los cambios en la oferta y demanda, como también de los costos de insumo, de las enfermedades y sobrepoblación de peces.
- El negocio acuícola es fundamentalmente de exportación. La distribución de las ventas se concentró en el mercado internacional donde las exportaciones concentran el 91,9% de las ventas de este negocio.
- Agrosuper llega con sus productos de salmón a más de 40 países en 4 continentes, siendo los principales mercados Estados Unidos, Brasil, Japón y China.
- A nivel local, Agrosuper comercializa este producto mediante la marca Súper Salmón.

— ALIMENTOS PROCESADOS

- Los alimentos procesados han obtenido una creciente importancia dentro de los ingresos y ebitda de Agrosuper, manteniendo importantes potenciales de crecimiento gracias a las sinergias con las otras líneas de productos de la compañía y a una demanda creciente, muy relacionada al crecimiento económico y la urbanización del país.
- Al cierre de 2015, Alimentos Procesados representaban un 10,1% de los ingresos de Agrosuper. Los volúmenes de venta de Alimentos Procesados en 2015 fue de casi 56 mil toneladas, observándose un crecimiento de 8,8% respecto del año anterior.
- Los productos procesados son comercializados principalmente en el mercado nacional y sólo el 5% de la producción se exporta.
- Los principales productos del negocio de procesados en el mercado nacional son las pechugas (28,8%), y jamones (17,8%) y hamburguesas (16,8%).
- La comercialización de productos procesados se realiza a través de las marcas La Crianza, Súper Cerdo, King y Sopraval, que gozan de una sólida imagen y posición de marca a nivel nacional.

Amplia diversificación de ventas por tipo de productos, mercados geográficos y clientes fortalece su posición competitiva

- La extensa cartera de productos, destinos, canales de distribución y de ciclos productivos le permite balancear sus fuentes de ingresos, tanto a nivel nacional como internacional.

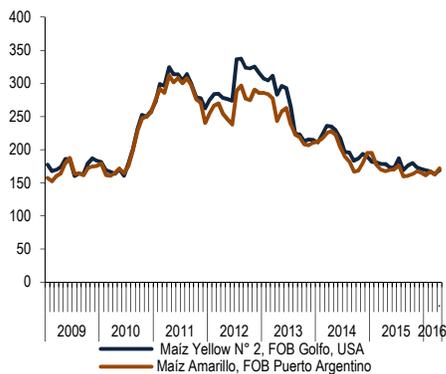
— EXTENSA RED DE DISTRIBUCION NACIONAL

- El mercado chileno representa cerca del 60,2% de las ventas de Agrosuper, en tanto el 39,8% de su producción se destinó a mercados externos, estas cifras se han mantenido relativamente estables en los últimos años.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

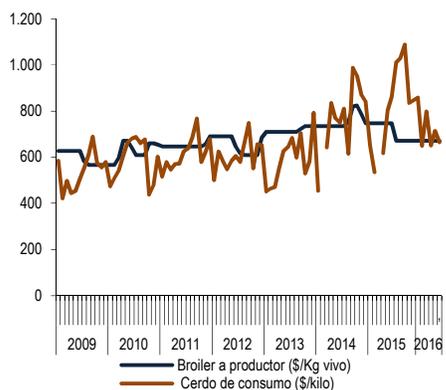
Precios internacionales del maíz

US\$/tonelada



Fuente: Odepa.

Evolución de los precios del Broiler y cerdo de consumo



Fuente: Odepa.

➤ La empresa dispone de una amplia cartera de canales de comercialización, muy atomizada, donde el peso relativo de los canales tradicionales es altamente estratégico, permitiéndole balancear sus fuentes de ingresos a nivel nacional.

— LIDER EN EXPORTACION DE PROTEINA ANIMAL EN CHILE

- Agrosuper se ha enfocado en favorecer una mayor diversificación de sus ingresos a través de una activa gestión comercial internacional, impulsada con el emplazamiento de oficinas comerciales en Italia, EE.UU., Japón, México y China. La empresa consta de múltiples países de destino que le permite mitigar en parte potenciales cambios en la demanda internacional.
- Actualmente, Agrosuper cuenta con cerca de 746 clientes en el extranjero repartidos entre 58 países, de los cuales EE.UU., China, Japón, Corea del Sur, México y Brasil, corresponden al 72% de las exportaciones de la entidad. Por otro lado, Agrosuper mantuvo su posición de líder en exportaciones de carnes de pollo, cerdo y pavo.
- En el negocio de salmónidos de cultivo, si bien la empresa ha incrementado progresivamente su participación en la industria local, las exportaciones concentran más del 90% de sus ventas.
- Los altos estándares de calidad y el cumplimiento de estrictas normas sanitarias y medioambientales le han permitido a Agrosuper la obtención de diversas certificaciones en sus distintos procesos productivos, las que a su vez han hecho posible la distribución de sus productos en los países más exigentes del mundo.

Integración vertical en todos sus procesos productivos le permite el mayor control de variables productivas clave

- La compañía se ha orientado con especial énfasis en la eficiencia de su cadena de producción, impulsada también por su gran escala (en relación a productores locales), lo que le ha permitido reducir los grados de incertidumbre en la cadena productiva, logrando mayor dominio sobre las variables clave y disminuyendo significativamente el riesgo de contagio de enfermedades y epidemias.
- Este modelo de negocio entrega diversas ventajas competitivas, tales como asegurar la trazabilidad y calidad de los productos, disminuir la volatilidad en los resultados ante escenarios inciertos y ser uno de los actores de la industria que participa en toda la cadena de valor, desde la crianza hasta la comercialización de los alimentos.
- A través de la integración vertical del proceso productivo, Agrosuper logra una trazabilidad tal que puede identificar la procedencia de cada uno de sus productos, garantizando la inocuidad y calidad de los alimentos.
- Actualmente, la entidad cuenta con 5 plantas de alimento, 208 centros de crianza, 141 centros de reproducción, 7 plantas de procesos y 32 centros de distribución.

El consumo de proteínas está asociado a las condiciones económicas

- La demanda y el consumo mundial de proteínas se encuentran fuertemente ligados al crecimiento de la población y al ingreso per cápita de los países.
- Actualmente, tanto el consumo como la producción mundial de proteínas están fuertemente concentrados en los países asiáticos. No obstante, son los países desarrollados los que muestran los mayores consumos per-cápita, dada la positiva correlación entre el estándar de vida y el consumo de proteínas.
- Entre los años 2000 y 2014, el mundo aumentó en promedio 4,6 kg. el consumo de carnes per cápita, lo que es consistente con la tendencia esperada, ya que los países en desarrollo o emergentes han mejorado su estándar de vida y su ingreso disponible.
- Por otra parte, en los últimos años, se ha observado un cambio en los hábitos de consumo hacia alimentos más saludables (pollo, cortes magros de cerdo, pavo y salmón), de mayor nivel de elaboración y facilidad de uso.

— INDUSTRIA LOCAL DE PROTEINAS

- Chile cuenta con importantes ventajas competitivas en la industria de alimentos, entre las que destacan sus favorables condiciones climáticas y geográficas y su apertura económica,

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

contando con acuerdos comerciales y tratados de libre comercio con cerca del 90% del PIB mundial.

- En los últimos años, la carne de pollo es la que ha registrado el mayor crecimiento en términos de consumo, siendo el cerdo la segunda proteína de importancia.
- En buena medida lo anterior se explica por sus menores precios relativos con respecto a las carnes de vacuno, su moderado nivel de grasa, y su alto contenido proteico.
- Por su parte las carnes de salmón y de pavo presentan menores tasas de penetración, al ser consideradas proteínas más seleccionadas y de mayores precios.
- Respecto de los productos Procesados, el incremento en la población urbana y la mayor penetración de la mujer en el mercado laboral ha impactado en un incremento constante del consumo de este tipo de alimentos, de mayor facilidad de preparación y conservación.

Expuesta a riesgo sanitario

- La producción de proteínas se encuentra expuesta a variables exógenas como enfermedades y epidemias, las cuales pueden provocar alteraciones en los niveles de producción, de rendimientos y de resultados. Tal es el caso del virus ISA, cáligus, SRS y otras enfermedades en los salmones, y la gripe aviar en las aves.
- Si bien Agrosuper ha orientado sus esfuerzos a reducir significativamente este riesgo a través de un mayor control de las variables claves de producción, no está exento a la aparición de nuevas enfermedades que afecten su producción o la de otros productores locales.

Tras el fallo de la Corte Suprema, Conadecsu presentó una demanda colectiva

- En octubre de 2015, la Corte Suprema confirmó el fallo del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) aplicando una multa por 30 mil UTA para la entidad. Dicho monto no generó un impacto significativo en la posición financiera de la compañía.
- Sin embargo, posteriormente al fallo de la Corte Suprema, la chilena Corporación de Defensa de Consumidores y Usuarios (Conadecus) presentó una demanda colectiva por US\$ 1.200 millones contra Agrosuper, Ariztía y Don Pollo. Actualmente, esta demanda se encuentra en la primera instancia judicial.

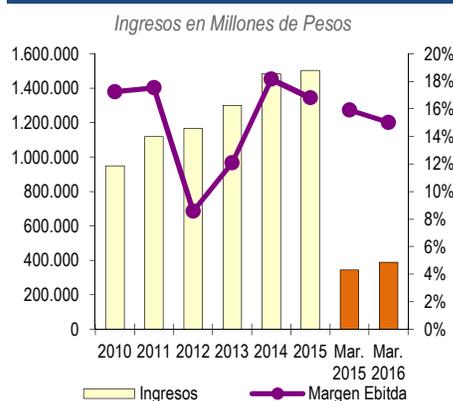
Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA SÓLIDA

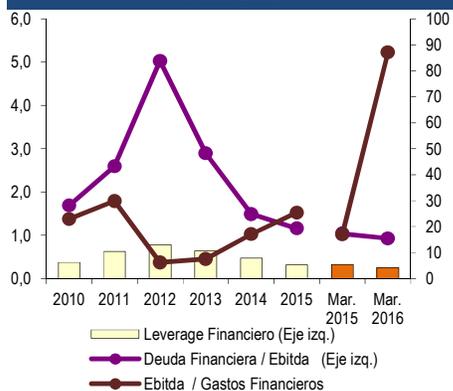
Resultados y márgenes:

Recuperación de los márgenes en los últimos períodos, pero manteniendo la volatilidad inherente al negocio

Evolución de ingresos y Márgenes

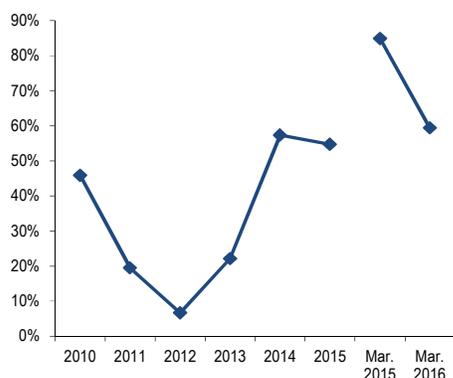


Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



*Cifras a marzo se presentan anualizadas

Indicador de Cobertura: FCNO/ Deuda Fin.



- En los últimos años, especialmente desde 2011 hasta 2014, la compañía ha presentado un fuerte incremento en sus ingresos operacionales, con un promedio del 11,9% de crecimiento en los últimos 5 años, producto de la recuperación de la demanda de proteína a nivel mundial.
- En 2015, los ingresos alcanzaron los \$1,5 billones, registrando un incremento del 1,3% respecto de diciembre de 2014, crecimiento por debajo de lo exhibido en los últimos años. No obstante, a marzo de 2016 se observó un incremento del 12,7% respecto a igual periodo del 2015, debido, mayoritariamente, al alza experimentada en los precios de venta en el segmento acuícola.
- La rentabilidad de las operaciones de Agrosuper depende principalmente de los precios internacionales y del costo de sus insumos, ambos factores que han tenido una favorable evolución en los últimos periodos, pero mostrando una fuerte volatilidad, que es inherente al negocio de la compañía.
- Considerando los insumos estratégicos que utiliza Agrosuper en su producción, más del 50% del costo de producción lo constituyen los granos (maíz, soya y sorgo) para la fabricación de alimento. Dado que la mayor parte de su abastecimiento es a través de importaciones, la compañía está fuertemente expuesta a la variabilidad en los precios de éstos dada su condición de *commodities*, lo que aporta volatilidad adicional a los márgenes operativos.
- Lo mismo ocurre con insumos como los subproductos de pescado (harina y aceite) utilizados en la fabricación de alimentos para salmones.
- De esta manera, tras un 2012 con bajos precios internacionales de venta para los productos de cerdos y salmones, unido con elevados costos de insumos afectaron las ventas y presionaron los resultados, los últimos períodos se han caracterizado por un fuerte crecimiento de los resultados operacionales de la compañía.
- En 2015, en el mercado del cerdo se registró un aumento en la producción y de stock a nivel internacional, generando una disminución en el precio de venta. Esto, disminuyó los resultados de dicho producto que fue compensado, en parte, por mayores márgenes registrados en los segmentos de pollos y pavo. Lo anterior, debido a una mayor exportación de estos asociados a la disminución de oferta registrada en EE. UU. producto de la influencia aviar.
- Consecuentemente, el margen ebitda alcanzó el 16,8% si bien inferior a lo registrado en 2014 (18,2%), acorde a lo esperado. Adicionalmente, cabe señalar que el segmento de carnes registró un margen del 22,3% compensando, en parte, los resultados del segmento acuícola. A marzo de 2016, el margen ebitda disminuyó hasta alcanzar el 15% en comparación a los 15,9% observados igual periodo de 2015.

Endeudamiento y coberturas:

Bajo nivel de endeudamiento, estructurado en el largo plazo

- La evolución histórica de los niveles de endeudamiento total y financiero ha sido coherente con la volatilidad del segmento donde opera Agrosuper, de sus necesidades de capital de trabajo así como del nivel de inversiones que realiza.
- Sin embargo, a partir de 2013, la compañía inició una política de reducción de deuda financiera, que se reflejó en una disminución en el indicador de endeudamiento financiero hasta las 0,5 veces a diciembre de 2014, y que posteriormente se ha mantenido entorno a las 0,3 veces, cifra inferior a los promedios históricos de Agrosuper.
- A marzo de 2016, la deuda financiera de la compañía alcanzó los \$237.034 millones, registrando una disminución del 18,9% respecto de diciembre de 2015, coherente con la estrategia de la entidad.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a marzo de 2016, por \$46.367 millones.
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.
- Dividendos asociados a la política de reparto y lo anunciado por la compañía.

- Al respecto, esta deuda se encuentra estructurada principalmente en el largo plazo, representando el 71,1% del total, la cual está concentrada en bonos emitidos en el mercado local (93,1%).
- Consecuentemente, ante la mayor capacidad de generación operacional observada en los últimos años, producto de la recuperación de los márgenes, en conjunto con una constante disminución en los niveles de endeudamientos de Agrosuper, han derivado en una mayor holgura en los indicadores crediticios.
- Así, el indicador de deuda financiera sobre ebitda disminuyó desde las 2,9 veces en 2013 hasta registrar las 0,9 veces en marzo de 2016. Por otro lado, en igual periodo, la cobertura de gastos financieros aumentó desde las 7,5 veces hasta alcanzar las 87,1 veces.
- Adicionalmente, el indicador de Flujo de Caja Neto Operacional sobre Deuda Financiera de ha tenido una evolución similar, alcanzando a marzo de 2016 un 59,3%.
- Feller Rate espera que la compañía mantenga el bajo nivel de deuda financiera, frente a un escenario de requerimientos moderados de inversiones, lo que se reflejaría en índices de cobertura de deuda financiera neta sobre ebitda inferiores a 1,0 veces y de flujo de caja neto operacional sobre deuda financiera superiores a 50%, para el mediano plazo.

Liquidez: Robusta

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Robusta". Esto considera, a marzo de 2016, un nivel de caja de \$46.367 millones y una generación de fondos (FCNOA), que alcanzaba en términos anuales los \$149.103 millones, en comparación con vencimientos de deuda financiera en el corto plazo por \$68.593 millones, los cuales corresponde mayoritariamente a deuda bancaria asociada a capital de trabajo.
- Adicionalmente, cabe señalar la amplia capacidad para acceder a mercados financieros con que cuenta la entidad. A su vez, si bien en 2015 Agrosuper repartió dividendos por \$43.310 millones, la compañía anuncio que durante 2016 no repartirá dividendos -disminuyendo las presiones en la liquidez de la entidad-, y para los periodos posteriores el monto será definido cada año.

Solvencia	22 de enero 2013	28 de junio 2013	30 de junio 2014	29 de septiembre 2014	29 de enero 2015	30 de junio 2015	30 de junio 2016
Perspectivas	A+	A+	A+	A+	A+	AA-	AA-
Líneas de Bonos	Estables	Estables	Positiva	Positiva	Positiva	Estables	Estables
Acciones	A+	A+	A+	A+	A+	AA-	AA-
	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4				

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Marzo 2015	Marzo 2016
Ingresos Ordinarios	949.847	1.119.260	1.167.176	1.299.349	1.484.337	1.503.869	345.272	389.239
Ebitda (1)	163.827	196.228	100.085	156.990	269.490	252.640	54.932	58.442
Resultado Operacional	112.718	144.082	34.190	104.644	219.211	200.921	42.063	46.258
Ingresos Financieros	888	750	1.362	1.047	909	1.606	617	196
Gastos Financieros	-7.144	-6.575	-16.259	-20.910	-15.777	-9.968	-3.240	-671
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	82.471	110.739	-161.447	62.655	145.412	115.305	28.554	32.406
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	134.598	109.063	49.683	119.156	241.978	168.019	78.838	59.923
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) (2)	126.485	98.920	33.427	100.276	229.871	159.762	75.771	56.682
Inversiones en Activos Fijos Netas	-31.601	-125.751	-110.278	-15.458	-54.346	-64.023	-9.903	-24.434
Inversiones en Acciones	-16.441	-56.084						
Flujo de Caja Libre Operacional	78.443	-82.914	-76.851	84.817	175.526	95.739	65.869	32.248
Dividendos Pagados	-618	-2.223		-1.413	-1.472	-44.310		
Flujo de Caja Disponible	77.825	-85.137	-76.851	83.404	174.054	51.429	65.869	32.248
Movimiento en Empresas Relacionadas	26.823	2.070	31	285	563	-19	-285	19
Otros Movimientos de Inversiones	-478	432				-4.066	-31.700	6.790
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	104.171	-82.636	-76.820	83.689	174.617	47.344	33.884	39.057
Variación de capital Patrimonial								
Variación de Deudas Financieras	-90.717	101.850	-14.869	-70.063	-94.228	-142.567	-120.104	-51.604
Otros Movimientos de Financiamiento	-38.630	98.087	31.252					
Financiamiento con EERR	-25.720	-19.017	-204	-20	-1.964		-395	
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-50.896	98.284	-60.642	13.606	78.425	-95.223	-86.615	-12.546
Caja Inicial	75.359	24.463	122.747	62.105	75.711	154.136	154.136	58.913
Caja Final	24.463	122.747	62.105	75.711	154.136	58.913	67.521	46.367
Caja y Equivalentes	24.463	122.747	62.105	75.711	154.136	58.913	67.521	46.367
Cuentas por Cobrar Clientes	120.278	135.226	152.057	165.571	190.350	169.574	162.458	165.171
Inventario	79.390	147.472	165.457	160.227	176.345	218.254	163.985	201.620
Deuda Financiera	276.094	508.906	503.360	453.740	401.014	292.197	285.227	237.034
Activos Totales	1.211.377	1.546.547	1.426.700	1.399.735	1.546.020	1.524.040	1.466.495	1.491.834
Pasivos Totales	475.975	734.935	783.077	694.060	695.969	611.958	583.944	563.138
Patrimonio + Interés Minoritario	735.402	811.612	643.623	705.674	850.052	912.082	882.552	928.696

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.

(2) Flujo de Caja operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

Principales Indicadores Financieros

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Marzo 2015	Marzo 2016
Margen Bruto	28,2%	28,5%	20,0%	24,7%	30,7%	29,8%	29,0%	28,4%
Margen Operacional (%)	11,9%	12,9%	2,9%	8,1%	14,8%	13,4%	12,2%	11,9%
Margen Ebitda (%)	17,2%	17,5%	8,6%	12,1%	18,2%	16,8%	15,9%	15,0%
Rentabilidad Patrimonial (%)	11,2%	13,6%	-25,1%	8,9%	17,1%	12,6%	17,2%	12,8%
Costo/Ventas	71,8%	71,5%	80,0%	75,3%	69,3%	70,2%	71,0%	71,6%
GAV/Ventas	16,3%	15,6%	17,0%	16,7%	16,0%	16,4%	16,8%	16,5%
Días de Cobro	41,6	36,7	39,7	39,3	39,6	34,9	33,7	33,1
Días de Pago	36,9	41,9	46,9	35,2	36,2	36,8	35,5	35,7
Días de inventario	41,9	66,3	63,8	59,0	61,7	74,4	57,3	66,6
Endeudamiento Total	0,6	0,9	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Endeudamiento Financiero	0,4	0,6	0,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,5	0,7	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,7	2,6	5,0	2,9	1,5	1,2	1,0	0,9
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	1,5	2,0	4,4	2,4	0,9	0,9	0,8	0,7
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros (vc)	22,9	29,8	6,2	7,5	17,1	25,3	17,0	87,1
FCNO Aj. ⁽²⁾ / Deuda Financiera (%)	45,8%	19,4%	6,6%	22,1%	57,3%	54,7%	84,9%	59,3%
FCNO Aj. ⁽²⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	50,3%	25,6%	7,6%	26,5%	93,1%	68,5%	111,2%	73,8%
Liquidez Corriente (vc)	1,7	1,7	1,6	3,1	2,6	2,3	3,9	2,6

(1) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.

(2) Flujo de Caja operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

Características de los instrumentos

LINEAS DE BONOS

Número de Inscripción	678	679	807	808
Fecha de inscripción	15.09.11	15.09.11	10.04.15	10.04.15
Monto de la línea ⁽¹⁾	UF 8,5 millones	UF 8,5 millones	UF 8,5 millones	UF 8,5 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años	10 años	30 años
Series inscritas al amparo de la línea	A, B, C, E, F, G y H	D e I	-	-
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos		Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	
Covenants	Endeudamiento Financiero Neto < 1,0 vez (a partir del 31.03.2011)		Endeudamiento Financiero Neto < 1,0 vez durante el período de vigencia de los bonos	
Conversión	No contempla		No contempla	
Resguardos	Suficientes		Suficientes	
Garantías	Fianza y codeuda solidaria de Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda. y de Agrícola Súper Ltda.		Fianza y codeuda solidaria de Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda. y de Agrícola Súper Ltda.	

SERIES DE BONOS VIGENTES

	D	E
Al amparo de la Línea de bonos	679	678
Fecha de inscripción	16.09.2011	17.08.2012
Monto máximo inscrito	U.F. 5.000.000	U.F. 1.500.000
Monto colocado	U.F. 5.000.000	U.F. 1.500.000
Plazo (Fecha vencimiento)	21 años (01.09.2032)	5 años
Amortización del capital	22 cuotas semestrales e iguales a partir del 01.03.2022	1 cuota al vencimiento (01.09.2017)
Tasa de interés ⁽¹⁾	3,8% anual	3,5% anual
Amortización Extraordinaria	A partir del 01.09.2016	A partir del 01.09.2014
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Fianza y codeuda solidaria de Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda. y de Agrícola Súper Ltda.	

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.
- 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de 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.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.

- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

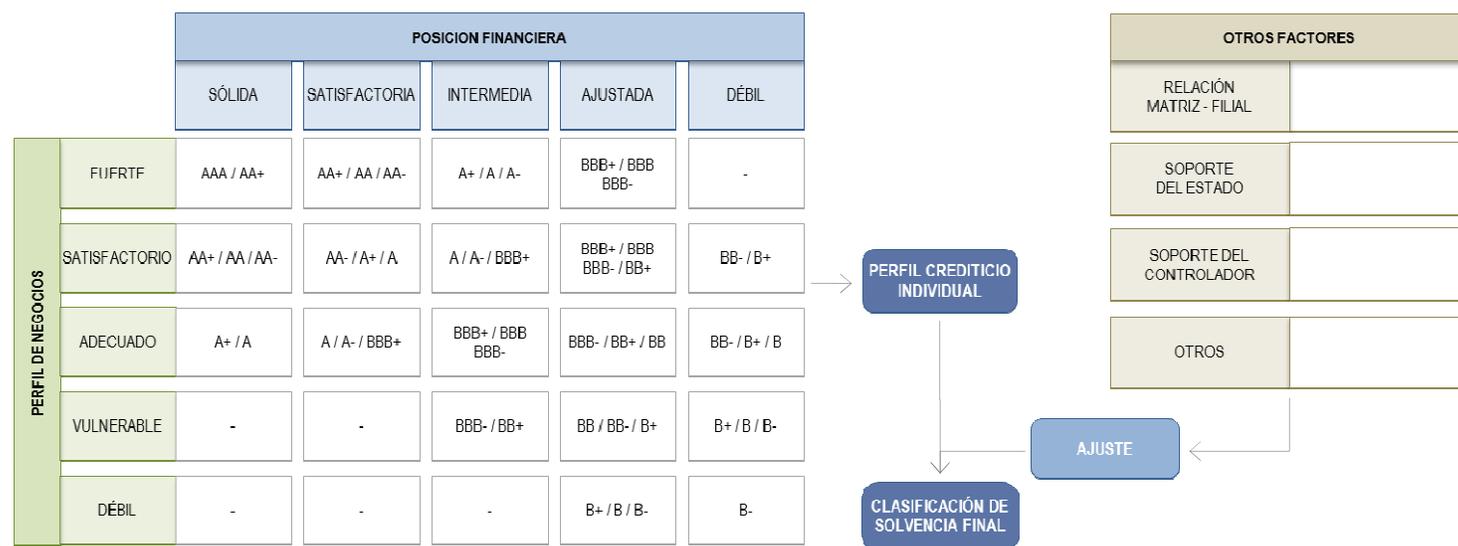
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptor de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.