



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de Tendencia  
de Clasificación**

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

## Agrosuper S.A.

Julio 2016

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
Bonos Tendencia	AA- Favorable <sup>1</sup>
EEFF base	31 marzo 2016

#### Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda

Línea de bonos Serie E (BAGRS-E)	Nº 678 de 15.09.2011 Segunda emisión
Línea de bonos Serie D (BAGRS-D)	Nº 679 de 15.09.2011 Primera emisión
Línea de bonos	Nº 807 de 10.04.2015
Línea de bonos	Nº 808 de 10.04.2015

#### Estado de Resultados Consolidados IFRS

MM\$	2011	2012	2013	2014	2015	2015.T1	2016.T1
Ingresos totales	1.119.260	1.167.176	1.299.349	1.484.337	1.503.869	345.272	389.239
Costo de ventas	-800.711	-934.107	-978.255	-1.028.267	-1.055.831	-245.143	-278.779
Gastos de distribución	-125.151	-152.646	-172.176	-190.076	-216.719	-51.250	-55.200
Gastos de administración	-49.317	-46.233	-44.274	-46.783	-30.399	-6.816	-6.684
Resultado operacional	144.082	34.190	104.644	219.211	200.921	42.063	48.577
Costos financieros	-6.575	-16.259	-20.910	-15.777	-9.968	-3.240	-671
Ganancia	110.739	-161.447	62.655	145.412	115.305	28.554	32.406
Ebitda	196.228	100.085	164.474	278.152	258.149	56.832	61.921

#### Balance General Consolidado IFRS

MM \$	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-mar-16
Activos corrientes	629.564	617.578	642.061	770.593	728.656	692.308
Activos no corrientes	916.983	809.122	757.674	775.428	795.385	799.526
<b>Total activos</b>	<b>1.546.547</b>	<b>1.426.700</b>	<b>1.399.735</b>	<b>1.546.020</b>	<b>1.524.040</b>	<b>1.491.834</b>
Pasivos corrientes	362.220	376.059	209.769	298.463	315.586	268.435
Pasivos no corrientes	372.715	407.018	484.291	397.506	296.372	294.703
Total pasivos	734.935	783.077	694.060	695.969	611.958	563.138
Patrimonio	811.612	643.623	705.674	850.052	912.082	928.696
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>1.546.547</b>	<b>1.426.700</b>	<b>1.399.735</b>	<b>1.546.020</b>	<b>1.524.040</b>	<b>1.491.834</b>
Deuda financiera	508.906	503.360	453.740	401.014	292.197	237.034

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

## Fundamento de la clasificación

**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 2015 la empresa obtuvo ventas consolidadas por \$ 1.503.869 millones (aproximadamente US\$ 2.118 millones<sup>2</sup>), y un EBITDA de \$ 258.149 millones (del orden de los US\$ 364 millones). Su flujo de efectivo neto procedente de actividades de operación ascendió a \$ 168.019 millones (US\$ 237 millones) y cerró el ejercicio con una deuda financiera por \$ 292.197 millones (US\$ 411 millones). A marzo de 2016, la empresa presentó un patrimonio de \$ 928.696 millones (US\$ 1.387 millones<sup>3</sup>), con una deuda financiera de \$ 237.034 millones (US\$ 354 millones).

La tendencia de la clasificación de **Agrosuper** cambia desde "Estable" a "Favorable", por la disminución que ha experimentado su deuda financiera en los últimos periodos, 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. Lo anterior redundaría en mejores indicadores de endeudamiento relativo para la empresa, lo que mejora su posición como sujeto de crédito. En efecto, la relación deuda financiera a flujo de caja de largo plazo (FCLP)<sup>4</sup>, a marzo de 2016, se situó en 1,2 veces y el ratio pasivo exigible sobre patrimonio en 0,61 veces, ambos los más bajos desde que la sociedad emitió los títulos de deuda.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **Agrosuper** en "Categoría AA-", se han considerado tanto el liderazgo que la compañía tiene dentro del mercado local en términos de ventas, como la integración de sus procesos productivos, lo que redundaría 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, de manera de aprovechar la

<sup>2</sup> Tipo de cambio utilizado a diciembre de 2015: \$ 710,16/US\$.

<sup>3</sup> Tipo de cambio utilizado a marzo de 2016: \$ 669,8/US\$.

<sup>4</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.

diferente valoración existente en los mercados para las distintas presentaciones de cortes de carne, extrayendo un mayor excedente de los consumidores.

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).

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 marzo de 2016 fluctuó entre 6,6% y 18,7%, mostrando una caída el año 2012 debido a incremento en los costos de producción, para, posteriormente, exhibir una fuerte recuperación desde 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 39,8% de sus ingresos provienen de sus exportaciones, de las cuales parte importante están destinadas a Asia y Estados Unidos.

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

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 menos elaborados.<sup>5</sup>

A futuro la clasificación de riesgo se podría ver favorecida si la empresa mantiene relativamente estable su rentabilidad y capacidad de generación de flujos y, a la vez, va disminuyendo su endeudamiento de acuerdo al actual plan de amortización de sus pasivos financieros.

Para la mantención de la clasificación, se espera que la empresa mantenga su competitividad en el mercado de proteínas, en particular en los mercados externos.

### 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.
- Bajos índices de endeudamiento relativo.

#### Fortalezas de apoyo

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

#### Riesgos considerados

- Exposición a las variaciones en los productos sustitutos (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).

<sup>5</sup> Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.

## Hechos recientes

### Resultados primer trimestre 2016

En los primeros tres meses de 2016 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 389.239 millones (cerca de US\$ 581 millones<sup>6</sup>), con un incremento de 12,7% respecto de igual período de 2015. Este aumento estuvo sustentado principalmente por el crecimiento de los ingresos del segmento acuícola, producto del alza de los precios internacionales, y, en menor medida, el segmento carnes.

Por otra parte, los costos de ventas exhibieron un aumento de 13,7%, en tanto, los gastos de distribución se incrementaron en 7,7%.

De esta manera, el resultado operacional<sup>7</sup> llegó a \$ 48.577 millones, aumentando 15,5% respecto al mismo período anterior, pasando desde un 12,2% de los ingresos en el primer trimestre de 2015 a 12,5% de los ingresos en 2016. Dado el mayor resultado operacional del período, el EBITDA a marzo 2016 alcanzó a \$ 61.921 millones, expandiéndose 9,0% con respecto a igual período de 2015.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado final del período fue una ganancia de \$ 32.406 millones, lo que representa un incremento de 13,5% respecto de los \$28.554 registrados durante el primer trimestre de 2015.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Oportunidades y fortalezas

**Posicionamiento de la compañía en el mercado local:** Agrosuper lidera las ventas nacionales en carnes de cerdo, pollo y pavo, que en conjunto (más salmones y productos procesados) suman ventas valorizadas en torno a los US\$ 2.118 millones, al cierre del año 2015. El fuerte posicionamiento de mercado va aparejado por el uso de marcas reconocidas entre los consumidores, entre ellas Sopraval, Súper Cerdo, Súper Pollo, La Crianza y Súper Salmón, lo cual, en alguna medida, obliga a los intermediarios a disponer de dichos productos en su gama de oferta y, en parte, desincentiva la importancia directa o el uso de marcas propias.

<sup>6</sup> Tipo de cambio utilizado a marzo de 2016: \$ 669,8/US\$.

<sup>7</sup> Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas– gastos de distribución –gastos de administración.

**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, finalizando 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.

**Extensa red de comercialización:** La compañía cuenta con una gran red de distribución y comercialización de sus productos. Incluye más de 32 centros de distribución y una flota sub-arrendada de 550 camiones, lo que le permite llegar a 300 comunas, cubriendo el 99% de la población del país y atendiendo, en promedio, a más de 40.000 locales mensuales. 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 y exceso de oferta en otros mercados, entre otras).

**Aumento en las exportaciones:** A lo largo de los años, **Agrosuper** ha logrado incrementar de manera importante sus exportaciones; así en 2004, éstas eran alrededor de US\$ 440 millones y durante 2015 sumaron US\$ 916,9 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cuatro continentes y más de 60 países. Complementariamente, la capacidad exportadora de la empresa se presenta como una oportunidad para acceder al importante crecimiento en el consumo de proteínas que se observa en los países en desarrollo, debido al aumento de la población, una mayor urbanización e incremento en el nivel de ingresos de diversas zonas del mundo, lo que se ha traducido en un incremento del consumo de proteínas en 42,9 Kg per cápita entre 2000 y 2015 a nivel mundial. Dentro de este contexto, se destaca la capacidad de administración de los riesgos sanitarios de la sociedad debido a la necesidad de cumplir con las exigencias para los distintos países-destinos y las seis oficinas comerciales en el exterior para potenciar sus ventas (ubicadas en Sud América, Norte América, Europa y Asia).

**Experiencia en rubro y adecuada administración:** Participando en la industria de proteínas, el grupo presenta una existencia superior a los 60 años. En su desarrollo ha mostrado capacidad de crecimiento y de diversificación dentro de las posibilidades del rubro; así de la producción de huevos, derivó a la de pollos, para luego ampliarla a cerdos, pavos y salmones. La administración ha tenido un carácter más bien conservador, lo que queda reflejado en un crecimiento inicialmente impulsado con un bajo apalancamiento financiero o en la suscripción de pólizas de seguros para sus cuentas por cobrar (pese a presentar una cartera de bajo riesgo). También se reconoce un buen manejo de los aspectos sanitarios.

## Factores de riesgo

**Exposición a variaciones en los precios sustitutos:** Existen numerosos eventos que pueden repercutir directa o indirectamente en el precio de la carne de cerdo, pollo y pavo, que afectan la rentabilidad de la empresa. Considerando la elasticidad de la demanda a las variaciones en los precios sustitutos, cualquier aumento de la oferta en la carne de vacuno que presione a la baja el precio de este producto, necesariamente implicará el mismo efecto en el precio de la carne de cerdo, pollo y pavo (en la práctica, la mayor oferta de vacuno podría producirse por aumento en las importaciones debido a caídas en el precio del dólar o por sobreproducción en otros países, por ejemplo, en los supermercados se ofrece carne de Australia y de EEUU). También, como ha ocurrido en el pasado, cualquier disminución de la demanda en las exportaciones de los productos chilenos, ya sea por cierre de mercados o recesiones en los países de destino, implica que parte de la producción que originalmente estaba destinada hacia el exterior debe canalizarse al mercado chileno, con la consecuente presión sobre los precios internos. En términos generales, dadas las características de *commodity* de la carne, 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 de EBITDA como se señala en los Fundamentos de la Opinión.

**Aumentos en las tarifas navieras:** Aproximadamente el 39,8% de los ingresos de **Agrosuper** provienen de las exportaciones; por lo tanto, un aumento en el costo de los fletes necesariamente implicará un incremento en los precios de las ventas al exterior, lo cual afectaría su competitividad en el mercado asiático, que representa casi el 38% de sus exportaciones, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que en los últimos años se ha observado un exceso de oferta en el sector naviero que han presionado los precios a la baja. Sin embargo, las características propias de esta industria, tal como la experiencia ha demostrado, lleva también a presentar ciclos diametralmente opuestos en términos de tarifas (al margen que en el corto plazo no se visualicen aun reducciones en el actual exceso en la oferta).

**Exposición a pestes y enfermedades:** Existe una alta vulnerabilidad de los cerdos, pollos, pavos y salmón a pestes y enfermedades que puedan afectar la capacidad de producción de la empresa. El impacto de este factor quedó de manifiesto en 2008 y 2009, período en el cual la empresa mostró débiles resultados, producto del virus ISA que afectó la producción de salmones, y porque debido a errores y/o malas prácticas de otros agentes del sector (específicamente al exportar carne de cerdo contaminada) se cerró el mercado asiático por alrededor de siete meses para todas las exportaciones chilenas. Anteriormente, aunque sin afectar a **Agrosuper**, la producción de pollos había sido afectada por la gripe aviar.

**Concentración en el mercado asiático:** Dentro de los mercados a los cuales la compañía exporta, destaca China, el cual representó aproximadamente el 15% de sus ingresos en 2015, en tanto que Japón y Corea del Sur representaron un 12% y un 11% respectivamente cada uno, siendo el cerdo y el salmón los principales productos demandados. Cabe señalar que en esos mercados la empresa no cuenta con el respaldo de sus marcas y con los canales de distribución con los que cuenta en Chile.

**Exposición al tipo de cambio:** La volatilidad del tipo de cambio genera efectos en los resultados de la compañía. No obstante, se reconoce que un 70% de los costos están indexados a las fluctuaciones del dólar. El eventual fortalecimiento del peso afecta la competitividad exportadora de la compañía y, producto del abaratamiento de las importaciones, se genera un aumento en la oferta de carnes en el país, con la natural presión a la baja en los márgenes del negocio.

## Antecedentes generales

### Descripción del *holding*

**Agrosuper** es una empresa productora de proteína animal, líder en el mercado local y con una creciente presencia a nivel mundial. Participa en el negocio de la producción, faenación, distribución y comercialización de carne de pollo, cerdo, pavo, salmón y alimentos procesados. Opera bajo las marcas Agrosuper, Súper Pollo, Súper Cerdo, Sopraval, La Crianza, Súper Salmón y King.

La compañía fue fundada en 1955 por Gonzalo Vial, y comenzó con la producción de huevos en la localidad de Doñihue, VI Región. Posteriormente se inició la producción de pollos, y ya en el año 1974 comenzó a procesar y comercializar este tipo de carne, actividad que hoy desarrolla a través de la marca Súper Pollo. En 2002, se adquirió Pollos King lo que le permite tener una mayor participación en el mercado avícola.

En 1983 se dio inicio a la producción de cerdos, ampliándose posteriormente al negocio a la faenación, procesamiento y comercialización de estos, bajo la marca Súper Cerdo.. En 2014 se reconstruyó la planta de procesamiento de pollos Lo Miranda.

Con el fin de dar un valor agregado a sus productos y aprovechar las sinergias en distribución y comercialización, el *holding* ingresó al negocio de la elaboración de cecinas. Además, se creó la filial Los Firdos Ltda. con el fin de producir y comercializar truchas y salmones. También se adquirió el 99,8% de la propiedad de Sopraval para ingresar al negocio de los pavos.

En 1990 la compañía inició su proceso de expansión internacional, comercializando de manera directa sus productos en el mercado de exportación. Actualmente posee oficinas en países como Italia, Estados Unidos, Brasil, Japón, México y China.

A partir de 2001 se han implementado diferentes proyectos, tales como la planta faenadora de Quellón, las pisciculturas de reproductores y de salmones, y la planta de alimentos de Pargua.

### Propiedad

A diciembre de 2015 el capital de la sociedad ascendía a \$ 683.412 millones, distribuido entre 16.826.294.857 acciones. El controlador es Gonzalo Vial Vial y sus hijos a través de dos sociedades.

Sociedad	Número de acciones suscritas y pagadas	% de la propiedad
Promotora Doñihue Ltda.	16.570.535.175	98,5%
Agrocomercial El Paso SA	255.759.682	1,5%

## Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por seis miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Gonzalo Vial Vial	Presidente
Fernando Barros Tocornal	Vicepresidente
Canio Corbo Lioi	Director
Antonio Tuset Jorratt	Director
Juan Claro González	Director
Verónica Edwards Guzmán	Director

La administración de la compañía está conformada, entre otros, por los siguientes ejecutivos:

Nombre	Cargo
José Guzmán Vial	Gerente General
Felipe Ortiz García	Gerente Producción
Guillermo Díaz del Río Riesco	Gerente Comercial
Sady Delgado Barrientos	Gerente Los Fiordos
Luis Felipe Fuenzalida Bascuñán	Gerente de Administración y Finanzas
Fernando Morelli Bravo	Gerente de Personas
Rafael Prieto Castillo	Gerente de Asuntos Corporativos
Jorge Enríquez Fuentes	Gerente Sopraval

## Descripción líneas de negocios

Los negocios de la compañía se agrupan en cinco líneas de productos: cerdos, pollos, pavos, salmones y productos procesados. 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.

### Pollos

La producción y comercialización de la carne de pollo representa aproximadamente el 32% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2015). Participa en el mercado nacional a través de la marca Súper Pollo y Pollos King. Para el caso de las exportaciones, este negocio posee cinco certificaciones: calidad de sus productos (ISO 9001), gestión ambiental (ISO 14001), higiene (APL), buenas prácticas agrícolas (BPA) y planteles de animales aptos para el consumo humano con trazabilidad de la cadena

alimentaria (PABCO). Estas certificaciones le permiten llegar con sus productos a los mercados más exigentes del mundo, como es el caso del norteamericano y el asiático.

## **Industria mundial y mercado local**

El consumo de pollo a nivel mundial ha aumentado a tasas crecientes durante los últimos años, siendo la proteína de mayor consumo principalmente en Estados Unidos, China, Unión Europea y Brasil. El dinamismo del aumento en el consumo se debe en parte a que tiene un menor costo respecto de otras carnes, por lo que generalmente es la primera en ser incorporada a la dieta de países en vía de desarrollo. En 2015 la demanda mundial de pollo en los principales mercados, incluyendo Chile (Unión Europea, Brasil, China, EEUU y Chile) fue de 47,9 millones de toneladas. En relación a la producción mundial, ésta también ha tendido al alza, y se encuentra sustentado principalmente por la demanda interna de los países antes mencionados. En 2015 la producción de los principales mercado, incluyendo Chile (Unión Europea, Brasil, China, EEUU y Chile) alcanzó 55,3 millones de toneladas.

## **Producción**

El proceso productivo comienza con la importación de las "abuelas", que son pollos especialmente seleccionados de acuerdo a estándares previamente definidos, éstas se encargan de procrear a las "reproductoras" que producen los pollos que finalmente se comercializan, llamados "broiler". Cabe destacar que cada grupo de animales se encuentran separados como medida de seguridad sanitaria. Posteriormente los huevos de las reproductoras son enviados para incubación donde se replican las condiciones naturales previas al nacimiento. Luego de 21 días nacen y comienza la etapa de crianza, proceso que dura alrededor de 45 días y donde se asegura el aporte nutricional que necesitan y las condiciones sanitarias adecuadas. Luego de este período, los pollos son trasladados a las plantas faenadoras donde son sacrificados para posteriormente procesarlos y llegar al producto final, listo para empaquetar y/o congelar y comercializar.

## **Exportaciones**

A diciembre 2015 las exportaciones de pollo representaron el 26,5% de la venta de pollo de la compañía, siendo sus principales destinos Estados Unidos, China, México, Reino Unido y Puerto Rico.

## **Evolución de los ingresos y volúmenes**

En 2015 las ventas totales del negocio de pollos mostraron un incremento de 4,5% respecto de 2014, llegando aproximadamente a US\$ 736 millones, con un volumen de 356 mil toneladas, 6,3% superior al volumen de 2014. Cabe señalar que las ventas de esta proteína están mayormente concentradas en el mercado local y las exportaciones sólo representan el 26,5% de las ventas totales de pollo.

## **Cerdos**

Los ingresos provenientes de la carne de cerdo representan aproximadamente el 38,1% de las ventas totales de la compañía (según datos a diciembre 2015). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Cerdo. Para el caso de las exportaciones, este negocio posee cinco certificaciones: calidad de sus

productos (ISO 9001 y GMP), gestión ambiental (ISO 14001), higiene (APL), y planteles de animales aptos para el consumo humano con trazabilidad de la cadena alimentaria (PABCO). Estas certificaciones le permiten exportar a todos los mercados del mundo.

## Industria mundial y mercado local

El consumo de cerdo a nivel mundial ha crecido en los últimos años, siendo la proteína de mayor consumo principalmente en China, Estados Unidos y Unión Europea. En 2015 la demanda de cerdo en los principales mercados incluyendo Chile (Unión Europea, Brasil, China, EEUU y Chile) fue de 90,5 millones de toneladas. La producción mundial de cerdo en esos mismos mercados, alcanzó un total de 94,5 millones de toneladas.

## Producción

El proceso comienza con la importación de machos seleccionados de distintos proveedores y razas de acuerdo a requerimientos previamente definidos. Son las "bisabuelas" las encargadas de procrear a las "abuelas", éstas a las "madres" y por último, ellas procrean a los lechones que posteriormente se comercializarán ("gordos"). Al igual que en el caso de los pollos, cada grupo está ubicado en sectores diferentes por seguridad sanitaria. Posteriormente y luego de 141 días, entre gestación y lactancia, comienza la etapa de engorda que se extiende hasta alcanzar los 120 kilos aproximadamente, donde son alimentados de acuerdo a las dietas requeridas para cada etapa de su vida. Luego de esto, son enviados a las plantas faenadoras para procesarlos y posteriormente comercializarlos.

## Exportaciones

A diciembre 2015 las exportaciones de cerdo representaron el 43,3% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos Corea del Sur, Japón, China y Federación Rusia, los cuales en conjunto explican el 75,5% de los ingresos por este concepto.

## Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2015 las ventas totales del negocio de cerdos mostraron un aumento de 3,1% respecto de 2014, llegando aproximadamente a US\$ 876 millones con un volumen de 360 mil toneladas, un 2,8% superior al volumen de venta de 2014. Cabe señalar que las ventas de esta proteína son las que representan una mayor parte de los ingresos proveniente de exportaciones, y que en el mercado local sus ventas corresponden al 56,7% de las ventas totales de cerdo.

## Pavos

La producción y comercialización de la carne de pavo representa aproximadamente el 10,11% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2015), lo que representa un incremento significativo en la participación de este tipo de carne dentro de los ingresos totales, que fluctuaba en torno al 7%-8%. El aumento se debe a las condiciones particulares que exhibió este mercado durante 2015, con la producción de Estados Unidos afectada por brotes de gripe aviar, que redundó en un incremento de su precio. **Agrosuper** tiene presencia en el mercado nacional a través de la marca Sopraval. Para el caso de las exportaciones, este segmento de negocio posee cuatro certificaciones: calidad de sus productos (ISO 9001 y

HACCP), gestión ambiental (ISO 14001), higiene (APL) y planteles de animales aptos para el consumo humano con trazabilidad de la cadena alimentaria (PABCO). Estas certificaciones le permiten llegar con sus productos a más de 30 países en cuatro continentes.

## Industria mundial y mercado local

El consumo de pavo a nivel mundial se ha mantenido constante los últimos años, principalmente por el incremento en las otras proteínas como el pollo y el cerdo.

## Producción

El proceso productivo comienza con la importación de huevos de las “reproductoras” de donde nacerán los pavos reproductores que procrearán a los utilizados en la elaboración de productos comerciales. El período de incubación dura 25 días y posteriormente pasan a la etapa de crianza donde permanecen 210 días en total, al comienzo en las granjas de pre-engorda y luego en las granjas de engorda, siempre asegurándose de entregarles el aporte nutricional necesario. Pasado este período, los pavos son trasladados a las plantas faenadoras donde se procesan para llegar al producto final, listo para empacar y/o congelar y comercializar.

## Exportaciones

A diciembre 2015 las exportaciones de pavo representaron el 57% de las ventas de este tipo de carne, siendo sus principales destinos EE.UU., México y China, los cuales en conjunto explican el 83,1% de los ingresos por este concepto.

## Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2015 las ventas totales del negocio de pavos mostraron un incremento de 42,1% respecto de 2014, llegando aproximadamente a US\$ 232 millones con un volumen de 75 mil toneladas, lo que representa un incremento de 2,1% respecto a las toneladas vendidas en 2014.

## Salmón

Los ingresos provenientes del salmón representan aproximadamente el 8,81% de las ventas totales de la compañía (según datos a diciembre 2015). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Salmón y 91,9% de sus ventas corresponden a exportaciones. Entre los principales productos que la compañía comercializa para las distintas especies producidas se encuentran filetes, porciones, entero y HG<sup>8</sup> de salmón atlántico y HG de coho. Cuenta con certificaciones en: gestión ambiental (ISO 14001), estándar de seguridad ocupacional OHSAS 18001, IFS (International Food Standard) nivel v5, BRC (British Retail Consortium) v5, calidad de producción de alimentos (HACCP), calidad de sus productos (ISO 9001), y certificación Kosher.

<sup>8</sup> Salmón eviscerado y sin cabeza.

## Industria mundial y mercado local

El consumo de salmón a nivel mundial ha aumentado de manera importante los últimos años. Los principales consumidores son la Unión Europea, Norte América, Japón y Rusia. La producción en Chile, Norte América, Unión Europea, y Noruega/Islandia e Islandia en 2015 fue de 4,3 millones de toneladas.

A nivel local el consumo del salmón ha seguido la tendencia mundial, principalmente por las propiedades nutricionales que se le atribuyen, y por la opción de una alimentación saludable.

## Producción

El proceso productivo del salmón se realiza íntegramente en la planta Los Fiordos. A través de programas genéticos produce la totalidad de sus ovas, las que mantiene en ambientes controlados por uno a dos meses hasta que se fertilizan y se ingresan a las salas de incubación. Son criados en agua dulce hasta que llegan a los 100 o 60 gramos, dependiendo del tipo de pez y son considerados *smolts*, etapa que dura entre seis y doce meses. Posteriormente los *smolts* se transportan a los centros de engorda de agua salada en la XI región, en camiones desinfectados y barcos de uso exclusivo. Allí son alimentados de acuerdo a sus requerimientos nutricionales por un período de entre diez a 20 meses. Una vez que alcanzan el tamaño óptimo (2,8 kg las truchas y coho, y 4,5 kg el salmón atlántico), pasan a la etapa de cosecha. Luego entran en la etapa de faenación donde son procesados de acuerdo a las especificaciones de los distintos mercados donde serán comercializados.

## Exportaciones

A diciembre 2015 las exportaciones de salmón representaron casi el 91,9% de la venta de este producto, siendo sus principales destinos Brasil, EE.UU y Japón, los cuales en conjunto explican el 61,9% de los ingresos por este concepto.

## Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2015 las ventas totales del negocio de salmónes mostraron una caída de 37,8% respecto de 2014, debido a los menores precios internacionales y al aumento de costos unitarios, asociado a la menor producción y, por consiguiente menores economías de escala, en conjunto con desfavorables ambientes sanitarios. De esta manera, las ventas totalizaron aproximadamente a US\$ 213 millones con un volumen de 36 mil toneladas, un 31,5% inferior al registrado en 2014.

## Productos procesados

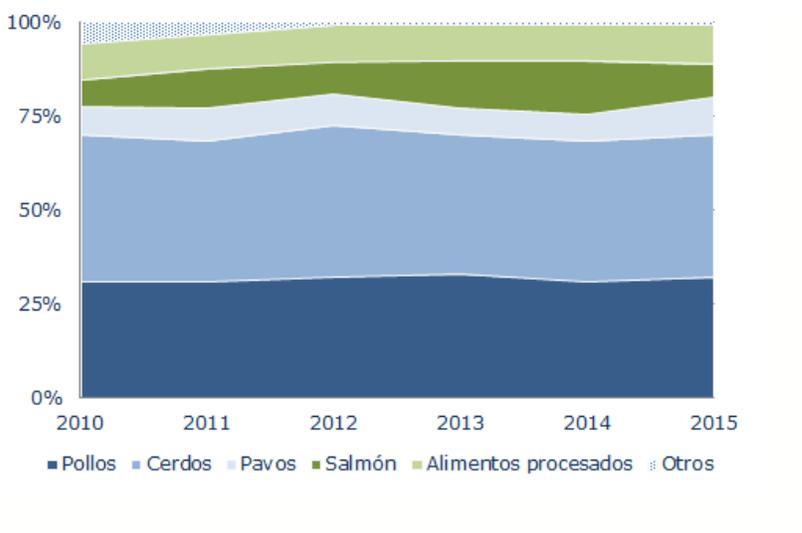
La producción y comercialización de productos procesados representa aproximadamente el 10,1% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2015), divididos en cecinas y elaborados, con las marcas SuperBeef y La Crianza que ingresaron en 2005 al mercado. Con respecto al negocio tiene una alta participación de mercado. Cuenta con dos certificaciones: calidad de producción de alimentos (HACCP) y calidad de sus productos (ISO 9001).

## Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2015 las ventas totales de este negocio mostraron un incremento de 10,5% respecto de 2014, llegando aproximadamente a US\$ 231 millones con un volumen de 51 mil toneladas, aumentando un 2,6% respecto de 2014. Dado el tipo de producto que comercializa, que necesita una cadena de frío, sus ventas son principalmente en el mercado local y se hacen directamente a supermercados, canal que concentra un 57,3% de las ventas totales de este tipo de productos.

La Ilustración 1 muestra la estructura de las ventas de **Agrosuper** para el período 2010-2015

Ilustración 1  
**Estructura Ventas Agrosuper**  
(porcentaje)



## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y marzo de 2016<sup>9</sup>.

## Evolución de los ingresos y EBITDA

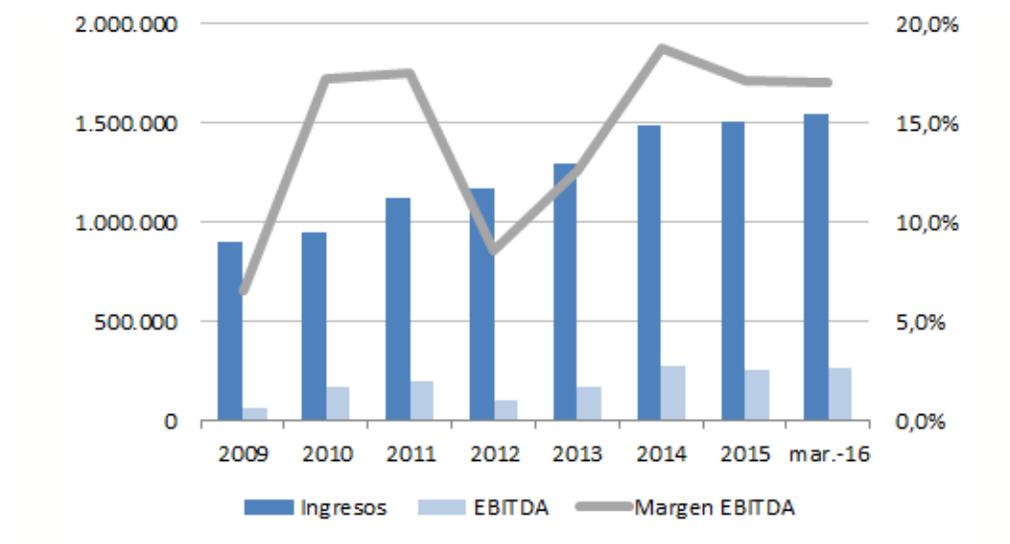
Los ingresos consolidados de **Agrosuper**, han tenido una tendencia al alza, siendo en 2015 un 1,3% nominal superior a los del año anterior (y 67% superior respecto a 2009). El aumento en el último período estuvo sustentado principalmente en el incremento de las ventas al mercado interno, las cuales alcanzaron a \$ 905.329 millones, 2,9% superiores al año anterior. Por otro lado, las ventas al mercado de exportación cayeron en 0,9% respecto a 2014, totalizando a \$ 598.539 millones. Mientras las ventas en el mercado nacional se concentran principalmente en pollo, que representan cerca del 38,8% de las ventas en el

<sup>9</sup> Los datos a marzo de 2016 se consideran como año móvil, desde abril de 2015 a marzo de 2016.

mercado doméstico, en el caso de las ventas al mercado externo, la carne de cerdo constituye el principal tipo de carne comercializada, con aproximadamente un 42% de las ventas totales al exterior.

Hasta 2011 el EBITDA exhibió una tendencia similar a la de los ingresos. No obstante, durante 2012, a pesar del incremento de estos últimos, el EBITDA se contrajo 49%, alcanzando \$100.085 millones. Dicha disminución correspondió principalmente al incremento en los costos de producción, específicamente al maíz. Por otro lado, en el mismo período, los bajos precios del salmón -que en el período alcanzaron mínimos históricos- también influyeron en la contracción del EBITDA ya que los ingresos crecieron en menor medida que los costos. Lo anterior se revirtió en 2013 y 2014, así el desarrollo de nuevos productos, nuevos mercados y mayor tecnología ayudaron a la mejora en el incremento del EBITDA y margen EBITDA, el cual, no obstante, exhibió una caída en 2015, manteniéndose, con todo, en los niveles exhibidos durante 2010-2011 (ver Ilustración 2).

Ilustración 2  
Ingresos Totales, Ebitda y Margen Ebitda  
(Millones de pesos y porcentaje)



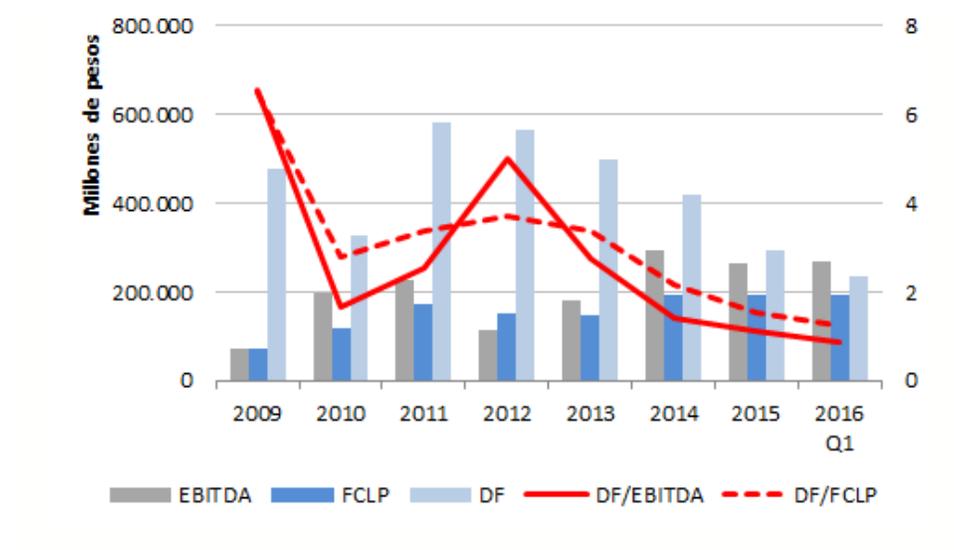
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

A diciembre 2015 la deuda financiera ascendió a \$ 292.197 millones disminuyendo 27,1% nominal respecto de 2014, lo cual confirma la tendencia decreciente exhibida a partir del máximo registrado en 2011, y que se confirma en el trimestre terminado en marzo de 2016, período en que alcanza a \$ 237.034 millones. De esta manera, como se aprecia en la

Ilustración 3, los indicadores de endeudamiento relativo, tales como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo muestran una clara tendencia decreciente debido a la reducción de la deuda comentada más arriba.<sup>10</sup>

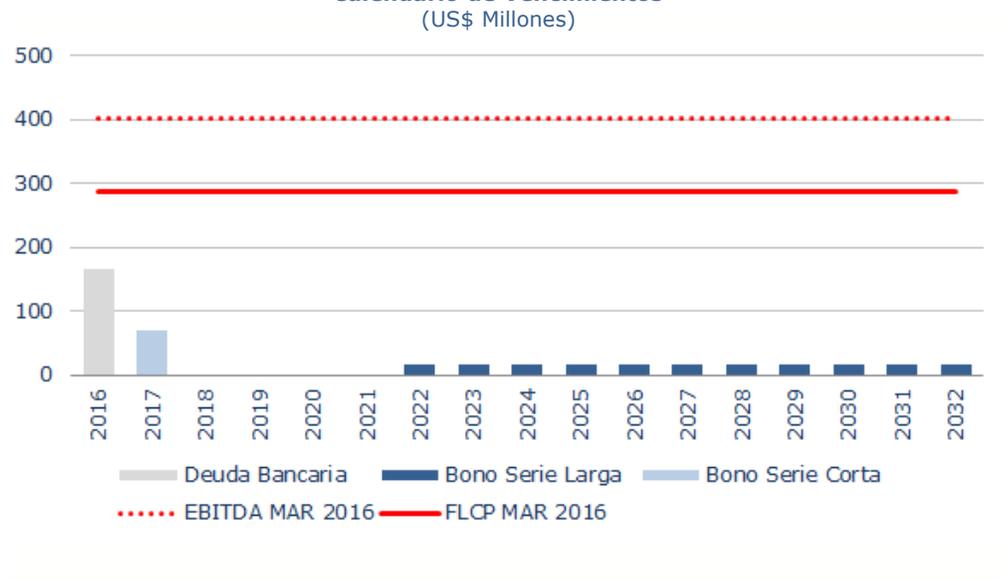
<sup>10</sup> Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2016.

Ilustración 3  
**Endeudamiento Relativo**  
 (Millones de pesos y número de veces)



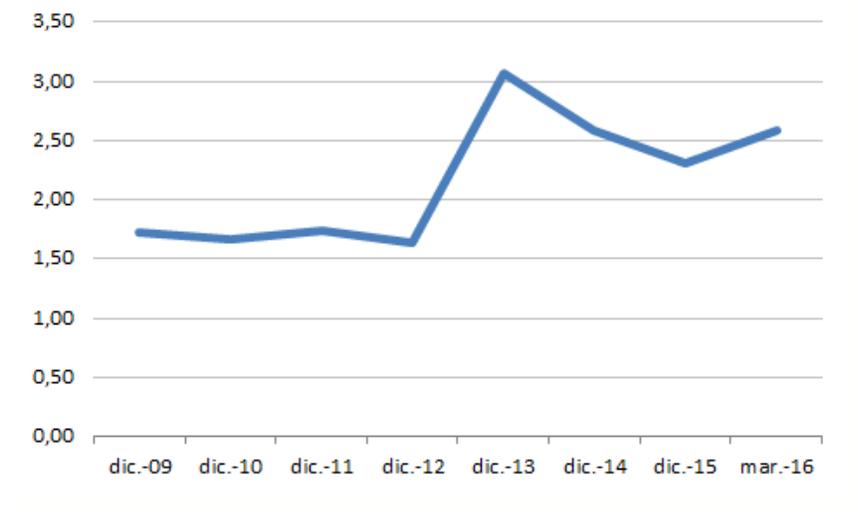
Además, el perfil de la deuda de la compañía, y que se muestra en la Ilustración 4, es adecuado para cumplir con holgura los compromisos.

Ilustración 4  
**Calendario de Vencimientos**  
 (US\$ Millones)



Con relación a la liquidez, medida como razón corriente, se mantuvo en niveles relativamente estables, mostrando un importante incremento en 2013, para luego situarse en niveles en torno a 2,5 veces, como se aprecia en la Ilustración 5.

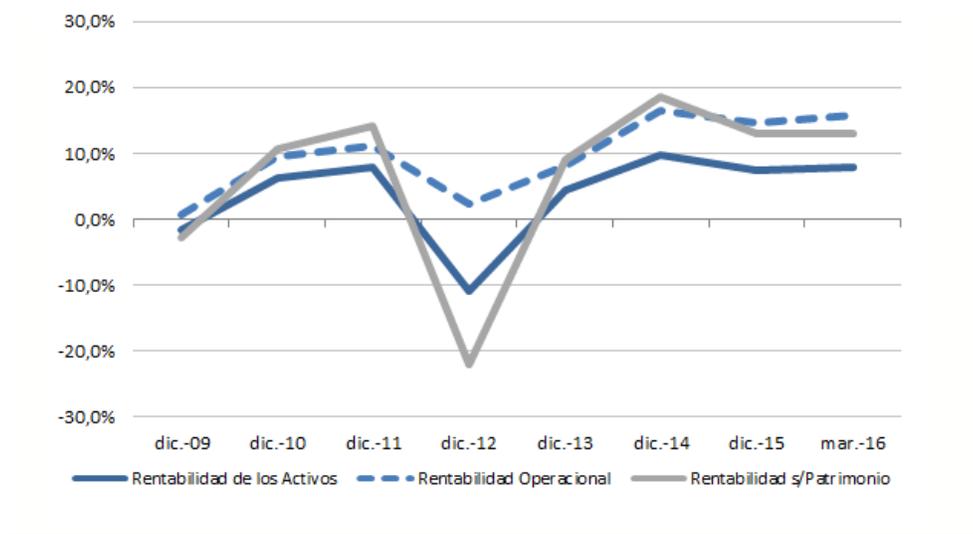
Ilustración 5  
**Evolución Liquidez**



## Evolución de la rentabilidad

Luego de la contracción registrada en 2012, por el reconocimiento de una pérdida de \$161.447 principalmente por el cierre de la planta de Freirina, a partir de 2013 los distintos indicadores de rentabilidad registraron una recuperación, para, posteriormente, exhibir una estabilización, como muestra la Ilustración 6, que se ha mantenido hasta la más reciente observación de marzo de 2016.

Ilustración 6  
**Evolución Rentabilidad**



## Características de los instrumentos colocados

Línea de Bonos N° 678	
Monto máximo a colocar	UF 8.500.000
Fecha de inscripción	15-09-2011
Plazo	10 años
	<b>Serie E</b>
Monto inscrito/colocado/vigente	UF 8.500.000 / UF 1.500.000 / UF 1.500.000
Fecha de inscripción	17-08-2012
Tasa de interés	3,50%
Plazo	5 años

Línea de Bonos N° 679	
Monto máximo a colocar	UF 8.500.000
Fecha de inscripción	15-09-2011
Plazo	30 años
	<b>Serie D</b>
Monto inscrito/colocado/vigente	UF 8.500.000 / UF 5.000.000 / UF 5.000.000
Fecha de inscripción	16-09-2011
Tasa de interés	3,80%
Plazo	21 años

Línea de Bonos N° 807	
Monto máximo a colocar	UF 8.500.000
Fecha de inscripción	10-04-2015
Plazo	10 años

Línea de Bonos N° 808	
Monto máximo a colocar	UF 8.500.000
Fecha de inscripción	10-04-2015
Plazo	30 años

Covenants financieros		
Líneas de bonos		Valor Marzo 2016
Relación "Obligaciones Financiera Netas" / "Patrimonio"	Menor a 1,0 veces	0,19

*"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."*