



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Agrosuper S.A.

Julio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos Tendencia	A+ Favorable ¹
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
EEFF base	31 marzo 2014

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie A Serie B Serie C Serie E Serie F Serie G Serie H Línea de bonos Serie D Serie I	Nº 678 de 15.09.2011 Primera emisión Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Segunda emisión Segunda emisión Nº 679 de 15.09.2011 Primera emisión Segunda emisión

Estado de Resultados Consolidados IFRS							
MM\$	2009	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2013	Ene-Mar 2014
Ingresos totales	901.212	949.847	1.119.260	1.167.176	1.299.349	299.197	332.544
Costo de ventas	-749.283	-682.275	-800.711	-934.107	-989.416	-244.769	-243.600
Gastos de distribución	-77.569	-92.977	-125.151	-152.646	-161.015	-39.000	-41.665
Gastos de administración	-65.170	-61.877	-49.317	-46.233	-44.274	-10.785	-10.683
Resultado operacional	9.189	112.718	144.082	34.190	104.644	4.642	36.596
Costos financieros	-13.398	-7.144	-6.575	-16.259	-20.910	-5.056	-5.013
Ganancia	-20.675	82.471	110.739	-161.447	62.655	-368	22.292
Ebitda	59.410	163.827	196.228	100.085	164.474	19.367	51.305

¹ Tendencia anterior: Estable.

Balance General Consolidado IFRS						
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-mar-14
Activos Corrientes	450.567	402.809	629.564	617.578	642.061	636.630
Activos No Corrientes	921.090	808.568	916.983	809.122	757.674	752.515
Total Activos	1.371.657	1.211.377	1.546.547	1.426.700	1.399.735	1.389.145
Pasivos Corrientes	260.856	241.057	362.220	376.059	209.769	244.819
Pasivos No Corrientes	336.531	234.918	372.715	407.018	484.291	412.863
Total Pasivos	597.388	475.975	734.935	783.077	694.060	657.683
Patrimonio	774.270	735.402	811.612	643.623	705.674	731.462
Total Patrimonio y Pasivos	1.371.657	1.211.377	1.546.547	1.426.700	1.399.735	1.389.145
Deuda Financiera	389.769	276.094	508.906	503.360	453.740	422.668

Opinión

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 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 \$ 422.668 millones (US\$ 806 millones).

Se modifica la tendencia de la calificación de los títulos de deuda de oferta pública emitidos por **Agrosuper**, desde "Estable" a "Favorable", 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.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **Agrosuper** en "Categoría A+", 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 redundará en una mayor eficacia en el control de los costos y en la calidad de los productos.

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

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 fortalecimiento del peso, tanto por la pérdida de competitividad de las exportaciones como por el incentivo al aumento de las importaciones. Si

bien parte importante de los costos de la empresa están indexados al dólar, 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 menos elaborados.³

La clasificación de acciones de la sociedad en *Primera Clase Nivel 4* se fundamenta, por un lado, en la adecuada clasificación de solvencia asignada al emisor, y, por otro, por la falta de presencia bursátil de estos instrumentos.

Por último, respecto al proceso de investigación seguido por la Fiscalía Nacional Económica por la fijación de cuotas de producción en el sector avícola, en opinión de **Humphreys**, aun cuando se dictara una resolución negativa para el emisor no debiera implicar cambios en la categoría de riesgo asignada.

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).

³ Por ejemplo, el consumidor puede sustituir el consumo de pechuga deshuesada por pechuga sin deshuesar.

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2014

En los primeros tres meses de 2014 los ingresos de explotación de la compañía alcanzaron los \$ 332.544 millones (cerca de US\$ 603 millones⁴), con un incremento de 11,1% respecto de igual período de 2013. Este aumento estuvo sustentado principalmente en el alza de los ingresos del negocio acuícola, los que fueron un 113,3% superior a marzo 2013 producto de un aumento del volumen vendido y al alza en los precios del salmón atlántico. Por otro lado, las ventas del negocio de las carnes aumentaron un 4,2% en el mismo período.

Por otra parte, los costos de ventas exhibieron una caída de 0,5%, en tanto, los gastos de distribución se incrementaron en 6,8% lo que se explica por el aumento en los ingresos por ventas.

De esta manera, el resultado operacional⁵ llegó a \$ 36.596 millones, aumentando 688,3% respecto al mismo período anterior, pasando desde un 1,6% de los ingresos en el primer trimestre de 2013 a 11% de los ingresos en 2014. Producto del mayor resultado operacional del período, el EBITDA a marzo 2014 alcanzó a \$ 51.305 millones, expandiéndose casi un 165% con respecto a igual período de 2013.

Como consecuencia de lo anterior, el resultado final del período fue una ganancia de \$ 22.292 millones, lo cual se compara favorablemente con la pérdida de \$368 millones registrada en igual período de 2013.

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.

⁴ Tipo de cambio utilizado: \$ 551,18.

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

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de la compañía en el mercado local: **Agrosuper** lidera las ventas nacionales en carnes de cerdo, pollo y pavo, con participaciones de mercado del orden de 57%, 51% y 77%, respectivamente, que en conjunto (más salmones y productos procesados) suman ventas valorizadas en torno a los US\$ 2.477 millones. 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

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 33 centros de distribución y una flota sub-arrendada de 564 camiones, lo que le permite llegar a 300 comunas, cubriendo el 98% 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 2013 sumaron US\$ 904 millones, situación que le ha permitido diversificar sus ventas, llegando a cuatro continentes y 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, especialmente en los países en vías de desarrollo, que se ha traducido en un incremento del precio de las proteínas en un 5% anual, en el período 2004-2013. 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 siete 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 55 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 37% 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 aproximadamente el 31% de sus ventas, y en el europeo, que tiene una importancia relativa menor. En este sentido, se debe tener en cuenta que en los últimos cuatro a cinco 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 Japón, el cual representó aproximadamente el 17% de sus ingresos en 2013, en tanto que China y Corea del Sur representaron un 7% 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, toda vez que, mientras los ingresos están expresados en precios internacionales, un 40% de los costos están denominados en moneda nacional. 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, King, SuperBeef y Pancho Pollo.

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 2005 se inició el desarrollo del proyecto Huasco, con el fin de duplicar la producción de cerdos, pero a fines de 2012 se decidió la paralización indefinida del proyecto.

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 Fiordos Ltda. con el fin de producir y comercializar truchas y salmones. Y 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 2013 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 33,1% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2013). Participa en el mercado nacional a través de la marca Súper Pollo y Pollos King, con una participación del orden de 51%. 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 cinco años, siendo la proteína de mayor consumo principalmente en Estados Unidos, China, Brasil, Unión Europea y México. 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 2013 la demanda mundial de pollo fue de 82,5 millones de toneladas y se espera que en 2014 ésta aumente un 1,1%. Con relación a la producción mundial, también ha tendido al alza, y se encuentra sustentado principalmente por la demanda interna de los países antes mencionados. En 2013 la producción llegó a 84,1 millones de toneladas y se espera que en 2014 alcance las 85,3 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 empacar y/o congelar y comercializar.

Exportaciones

A diciembre 2013 las exportaciones de pollo representaron el 22,2% de los envíos totales de la compañía, siendo sus principales destinos Estados Unidos, México, Reino Unido y China.

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2013 las ventas totales del negocio de pollos mostraron un incremento de 8,6% respecto de 2012, llegando aproximadamente a \$ 424.000 millones, con un volumen de 344 mil toneladas, 0,6% superiores a las de 2012. Cabe señalar que las ventas de esta proteína están mayormente concentradas en el mercado local y las exportaciones sólo representan el 22,2% de las ventas totales de pollo.

Cerdos

Los ingresos provenientes de la carne de cerdo representan aproximadamente el 37,5% de las ventas totales de la compañía (según datos a diciembre 2013). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Cerdo y tiene una participación de mercado cercana al 57%. 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 sostenidamente los últimos años, siendo la proteína de mayor consumo principalmente en China, Estados Unidos y Unión Europea. Si bien su crecimiento ha sido inferior al de pollo, es la proteína más consumida a nivel mundial. En 2013 la demanda mundial de cerdo fue de 109,1 millones de toneladas y se espera que en 2014 ésta aumente un 1,2%. Con relación a la producción mundial, también se ha incrementado, mostrando un crecimiento anual de 1,1%, con lo que se estima que en 2014 se produzcan 110,7 millones de toneladas.

A nivel local el consumo del cerdo ha seguido la tendencia mundial, incrementándose a una tasa de 3,9% los últimos años, si bien el crecimiento en el consumo es menor al de la producción total, que ha aumentado a una tasa de 5,5%, esto se compensa con el importante aumento de las exportaciones de esta proteína.

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 2013 las exportaciones de cerdo representaron el 38,5% de los envíos totales de la compañía, siendo sus principales destinos Japón, Corea del Sur y China, los cuales en conjunto explican el 61,3% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2013 las ventas totales del negocio de cerdos mostraron una caída de 1,3% respecto de 2012, llegando aproximadamente a \$ 472.000 millones con un volumen de 344 mil toneladas, un 5,0% inferiores a las de 2012. 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 61,5% de las ventas totales de cerdo.

Pavos

La producción y comercialización de la carne de pavo representa aproximadamente el 7,4% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2013). Tiene presencia en el mercado nacional a través de la marca Sopraval, con una participación del orden del 73%. Para el caso de las exportaciones, este 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, aun así, se estima que en 2014 el consumo alcanzará los 5,2 millones de toneladas, donde destaca Estados Unidos y la Unión Europea, que juntos concentran el 82% del consumo mundial de pavo. Con respecto a la producción, se espera que esté en torno a las 5,5 millones de toneladas.

A nivel local el consumo de pavo ha tendido al alza, pero cabe señalar que las exportaciones han crecido de manera importante los últimos diez años, a una tasa compuesta anual de 2,8%. Sin embargo, la producción de pavo en el mercado nacional ha ido disminuyendo levemente desde 2009, aunque a 2012 se mostró un alza importante.

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 28 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 2013 las exportaciones de pavo representaron el 34,0% de los envíos totales de la compañía, siendo sus principales destinos Reino Unido, Alemania y EEUU, los cuales en conjunto explican el 48,2% de los ingresos por este concepto.

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2013 las ventas totales del negocio de pavos mostraron un incremento de 5,9% respecto de 2012, llegando aproximadamente a \$ 112.158 millones con un volumen de 76 mil toneladas, 4,1% superiores a las de 2012. Cabe señalar que las ventas de esta proteína a mercados extranjeros ha aumentado los últimos años, llegando a representar el 34% de las ventas totales de pavo.

Salmón

Los ingresos provenientes del salmón representan aproximadamente el 11,8% de las ventas totales de la compañía (según datos a diciembre 2013). Se comercializa en el mercado nacional a través de la marca Súper Salmón y 93,1% 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 HG⁶ 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.

Industria mundial y mercado local

El consumo de salmón a nivel mundial ha aumentado de manera importante los últimos años con un crecimiento anual compuesto de 4,7% entre 2001 y 2013, pasando de 1,4 millones de toneladas a 2,4 millones de toneladas. Los principales consumidores son la Unión Europea, Estados Unidos, Japón y Rusia. La producción se concentra principalmente en Chile y Noruega, con aproximadamente el 63% de la producción mundial. Entre 2004 y 2005 los niveles de producción de ambos países eran similares, pero debido al deterioro de las condiciones sanitarias y a la aparición del virus ISA, Chile disminuyó los volúmenes y desde 2009 la producción de Noruega es casi el doble de la producción de Chile, lo que se espera cambie a futuro.

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 gramos y son considerados *smolts*, etapa que dura entre doce y dieciséis 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 2013 las exportaciones de salmón representaron casi el 93,1% de los envíos totales de la compañía, siendo sus principales destinos EE.UU, Brasil y Japón, los cuales en conjunto explican el 60,7% de los ingresos por este concepto.

⁶ Salmón eviscerado y sin cabeza.

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2013 las ventas totales del negocio de salmones mostraron una expansión de 53,8% respecto de 2012, llegando aproximadamente a \$ 149.000 millones con un volumen de 48 mil toneladas, un 33,3% superior a las de 2012. Cabe señalar que las ventas del salmón son, después del cerdo, las que representan una mayor parte de los ingresos proveniente de exportaciones, y en el mercado local se genera el 6,9% de las ventas totales de esta especie.

Productos procesados

La producción y comercialización de productos procesados representa aproximadamente el 9,5% de los ingresos totales de la compañía (según datos a diciembre 2013), divididos en cecinas y elaborados, con las marcas SuperBeef y La Crianza que ingresaron en 2005 al mercado. Con respecto al negocio de las cecinas, tiene una alta participación de mercado, alcanzando en hamburguesas un 54%, cecinas (11%) y empanizados y apanados (58%), aproximadamente. Cuenta con dos certificaciones: calidad de producción de alimentos (HACCP) y calidad de sus productos (ISO 9001).

Evolución de los ingresos y volúmenes

En 2013 las ventas totales de este negocio mostraron un incremento de 9,1% respecto de 2012, llegando aproximadamente a \$ 120.000 millones con un volumen de 48 mil toneladas, aumentando un 4,3% respecto de 2012. 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 59% de las ventas totales de este tipo de productos.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Agrosuper** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y marzo de 2014⁷.

Evolución de los ingresos y EBITDA

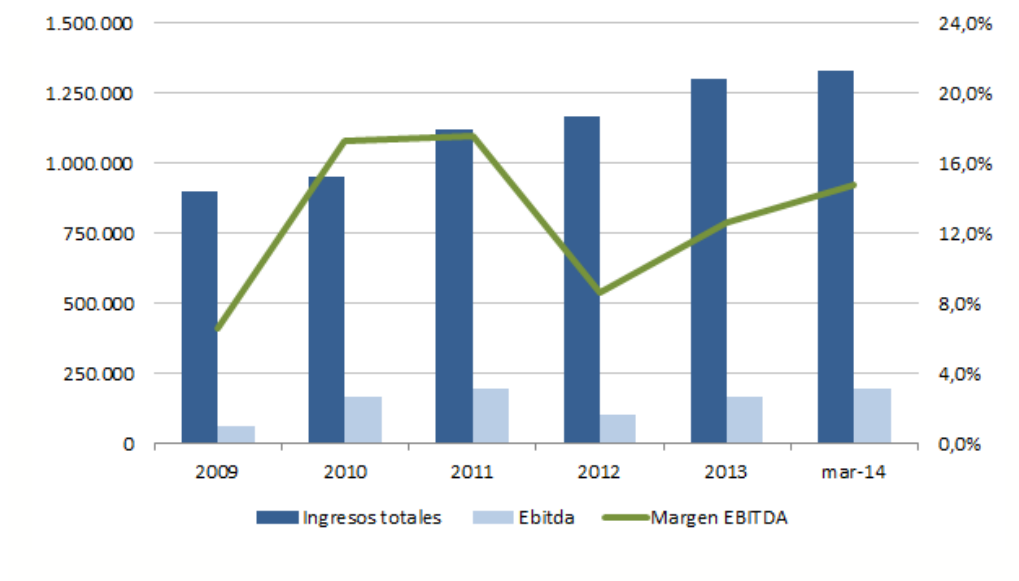
Los ingresos consolidados de **Agrosuper**, han tenido una tendencia al alza, siendo en 2013 un 11,3% superior a los del año anterior. Este aumento estuvo sustentado principalmente en el incremento de las ventas del mercado nacional, las cuales alcanzaron a \$ 825.086 millones, 11,8% superiores al año anterior. Por otro lado, las exportaciones fueron 10,6% mayores a 2012, ascendiendo a \$ 474.262 millones. Mientras las ventas en el mercado nacional se concentran principalmente en pollo, que representan un 42,3% de las ventas en el mercado doméstico, en el caso de las ventas al mercado externo, la carne de cerdo constituye el principal tipo de carne comercializada, con un 39,4% de las ventas totales.

El EBITDA tuvo hasta 2011 la misma tendencia de los ingresos. No obstante, durante 2012, a pesar del incremento de los ingresos, 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

⁷ Los datos a marzo de 2014 se consideran como año móvil, desde abril de 2013 a marzo de 2014.

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. Durante 2013 la caída en los precios de los granos y la recuperación de los precios del salmón, significó una recuperación del EBITDA y margen EBITDA (ver Ilustración 1).

Ilustración 1
Ingresos Totales, Ebitda y Margen Ebitda
 (Millones de pesos y porcentaje)



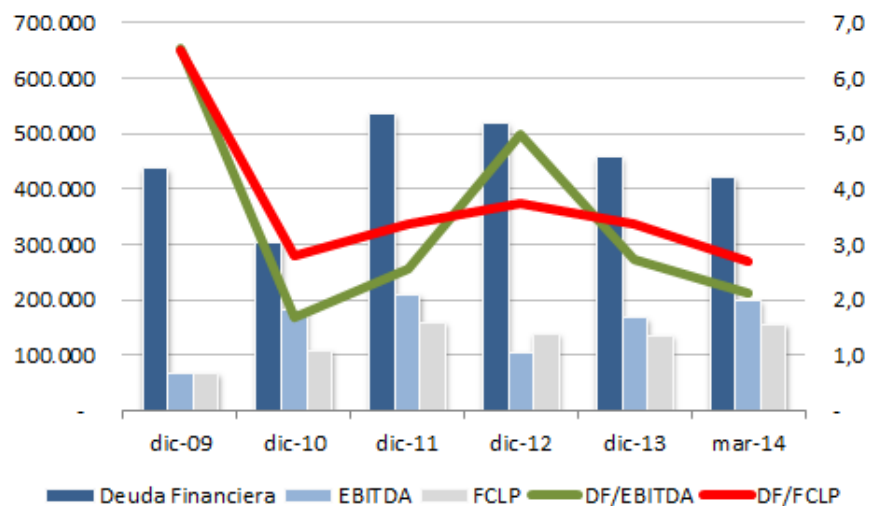
Evolución del endeudamiento y la liquidez

A diciembre 2013 la deuda financiera ascendió a \$ 457.736 millones disminuyendo 11,9% respecto de 2012, 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 2014, período en que alcanza a \$422.668 millones. De esta manera, como se aprecia en la Ilustración 2, los indicadores de endeudamiento relativo, tales como Deuda Financiera/EBITDA o Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo⁸ muestran una clara tendencia decreciente, tanto por la reducción de la deuda como por el incremento en la generación de flujos comentada más arriba.⁹

⁸ 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.

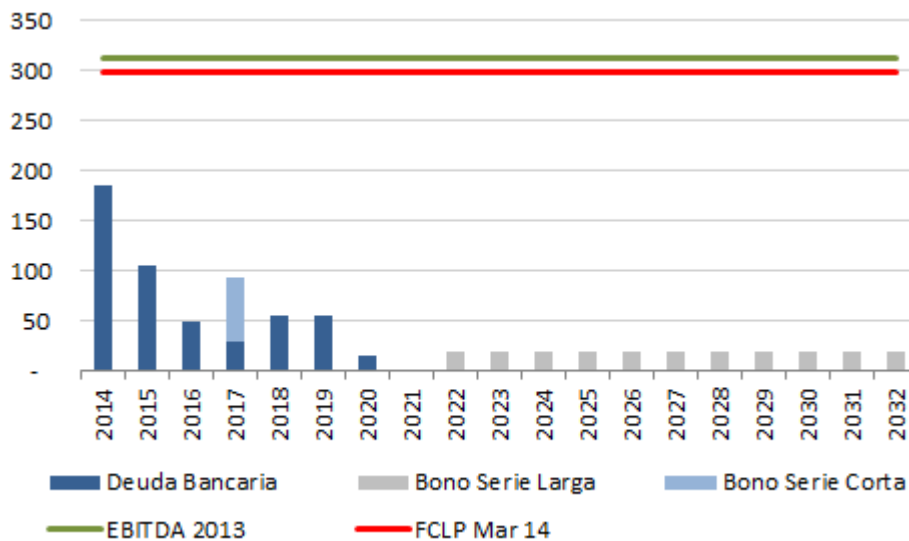
⁹ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a marzo de 2014.

Ilustración 2
Endeudamiento Relativo
 (Millones de pesos y número de veces)



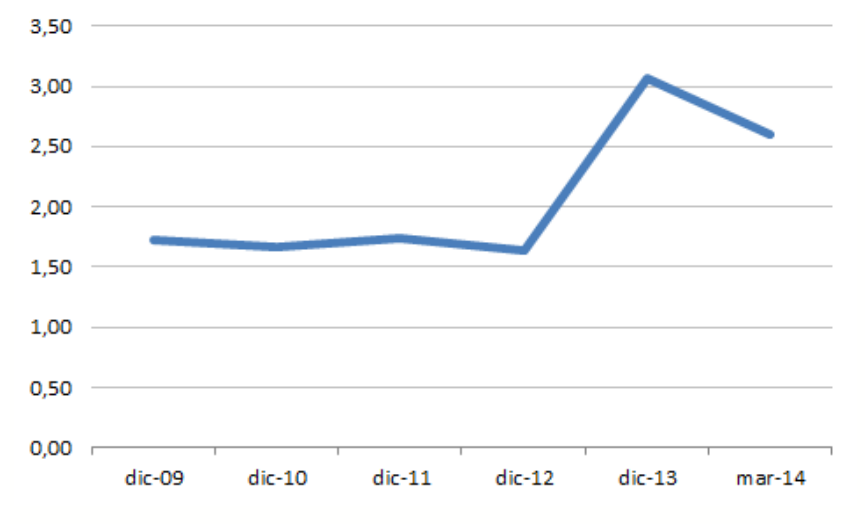
Con todo, el perfil de la deuda de la compañía, y que se muestra en la Ilustración 3, es adecuado para cumplir con holgura los compromisos.

Ilustración 3
Endeudamiento Relativo
 (US\$ Millones)



Con relación a la liquidez, medida como razón circulante, se mantuvo en niveles relativamente estables, mostrando un importante incremento a fines de 2013, como se aprecia en la Ilustración 4.

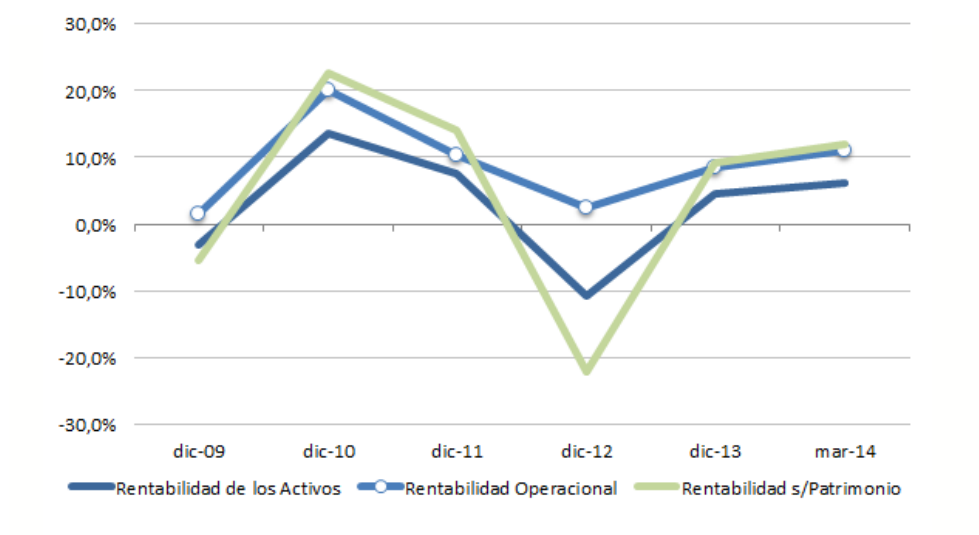
Ilustración 4
Evolución Liquidez



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, la Ilustración 5 muestra que los distintos indicadores de rentabilidad han mostrado una recuperación en el ejercicio finalizado en diciembre de 2013, la cual se confirma con el dato del ejercicio finalizado en marzo de 2014.

Ilustración 5
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
	Serie E
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
	Serie D
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

Covenants financieros		
Líneas de bonos		Valor Marzo 2014
Relación "Obligaciones Financiera Netas" / "Patrimonio".	Menor a 1,0 veces	0,46

"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."