

**ANÁLISIS  
RAZONADO**  
Correspondiente al periodo terminado al 30 de septiembre de 2018

**AGROSUPER S.A.**





## ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

Las utilidades acumuladas de Agrosuper S.A., al tercer trimestre del 2018, alcanzaron los MM\$124.976, resultado en línea con los obtenidos a septiembre del año anterior. Durante el 2018 se incrementaron los volúmenes de venta, logrando compensar una disminución de los precios, obteniendo un margen EBITDA de 16,5% sobre las ventas en el segmento carnes y un 27,1% en el segmento acuícola.

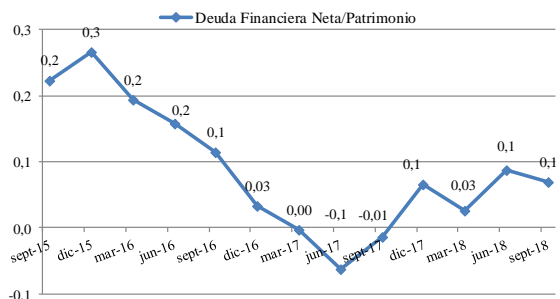
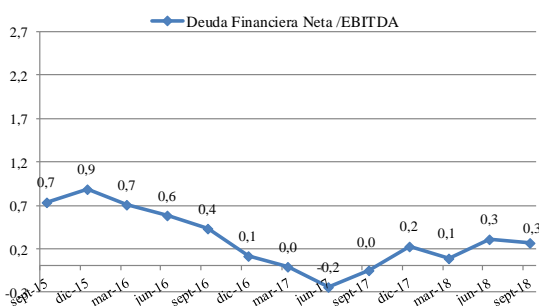
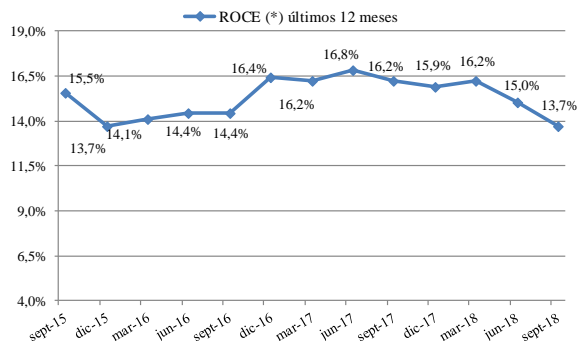
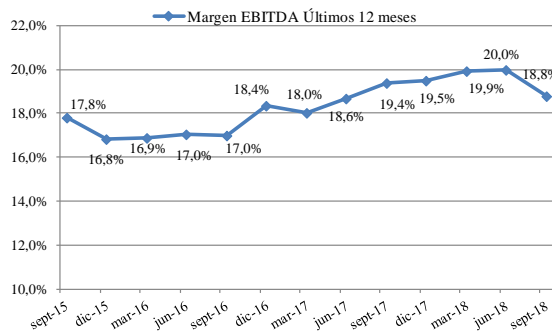
El nivel de endeudamiento neto disminuyó durante este trimestre del año 2018, debido, principalmente, a los buenos márgenes y la sólida generación de flujo operacional (MM\$ 50.008). Por su parte, los importantes niveles de inversión en tecnologías y aumentos de capacidad no afectaron los índices de endeudamiento, alcanzando una deuda financiera neta sobre EBITDA de 0,3 veces.

En este trimestre se destacan los siguientes hechos relevantes:

- La oferta vinculante que presentó Agrosuper el primero de junio de 2018 de US\$ 229 millones por la compra de los activos de Salmones Friosur, fue aprobada por la Fiscalía Nacional Económica el 2 de octubre de 2018.
- Con fecha cuatro de agosto de 2018, se suscribió un Contrato de Promesa de Compraventa por el 67% de AquaChile a sus accionistas mayoritarios y una OPA por el total de las acciones. El monto de la operación asciende a US\$ 850 millones y su aprobación está sujeta a la aprobación de la Fiscalía Nacional Económica.



Los principales parámetros financieros de la compañía han mantenido una trayectoria estable, tal como se presenta en los siguientes gráficos:



(\*) **ROCE**: Retorno sobre el capital empleado: Resultado operacional últimos 12 meses \* (1 – Tasa de Impuestos) / (Activos Fijos + Cuentas por Cobrar + Existencias – Cuentas por Pagar) Último Trimestre

Estos resultados son producto de la consistente ejecución de la estrategia de posicionamiento de marca y el continuo fortalecimiento de la eficiencia operacional enfocada en mejorar los índices de productividad (reingeniería en los procesos y tecnología aplicada a ellos). Sin embargo, el retorno sobre el capital empleado bajó al 13,7%, medido en base a los últimos 12 meses, lo que se explica por una contracción en los márgenes y las fuertes inversiones que se están realizando que aún no expresan su total potencial.



#### a) Estado de Situación Financiera

La distribución de activos y pasivos al cierre de cada período son los siguientes:

	30-09-2018	31-12-2017
	M\$	M\$
Total activos corrientes	872.947.441	705.513.327
Total activos no corrientes	936.807.450	867.859.647
<b>Total activos</b>	<b>1.809.754.891</b>	<b>1.573.372.974</b>
Total pasivos corrientes	218.224.249	226.376.551
Total pasivos no corrientes	413.517.473	253.598.796
Participaciones no controladoras	998.584	750.113
Total patrimonio	1.178.013.169	1.093.397.627
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>1.809.754.891</b>	<b>1.573.372.974</b>

Los positivos resultados del negocio permitieron fortalecer el balance y mejorar los niveles de liquidez.

Los activos totales aumentan en MM\$ 236.382, lo que se explica principalmente por efectos compensados de los siguientes conceptos:

1. Mayor nivel de caja por MM\$ 115.611 debido principalmente a la recaudación de la emisión de bonos realizada el 10 de septiembre (UF 5.5 millones).
2. Disminución de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar por MM\$ 13.331, explicada por una caída en el segmento acuícola obedeciendo a una disminución en los ingresos por ventas.
3. Aumento de activos biológicos corrientes en MM\$ 62.848, debido principalmente a un mayor *fair value* y un aumento en la biomasa (mayor peso promedio y número de unidades)
4. Un aumento en los niveles de activo fijo por MM\$ 60.527, dado los importantes niveles de inversión realizados durante el tercer trimestre. Para el segmento acuícola la inversión se focalizó en centros de mar, mientras que para el segmento carnes en mejoras tecnológicas y aumentos de capacidad.



Los pasivos totales aumentaron en MM\$ 151.766, lo que se explica principalmente por:

1. Disminución en Otros pasivos financieros corrientes por MM\$ 25.153 debido al pago de obligaciones bancarias de corto plazo.
2. Aumento en la cuenta Otros pasivos financieros no corrientes de MM\$ 153.609 debido a la emisión de bonos.

En el período revisado, la estructura de pasivos cambia respecto del mismo periodo del año anterior, pasando de un 43,1%, correspondiente a pasivos de corto plazo a un 34,5% y desde un 56,9%, correspondiente a pasivos de largo plazo, a un 65,5%.

#### **b) Principales indicadores financieros y operacionales**

Los principales indicadores financieros y operacionales de la compañía han venido mostrando resultados positivos durante el año y al cierre del trimestre estos han mejorado, en general, respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

Los ratios de liquidez (capacidad de cumplir con las obligaciones de corto plazo), continúan sólidos, alcanzando las 4,0 y 1,9 veces en el caso de la liquidez corriente y la razón ácida, respectivamente. Dichos niveles hacen observable una situación de alta solvencia para Agrosuper, lo que permite hacer frente a todas sus obligaciones de corto y mediano plazo.

La rotación de inventarios (índices de actividad) se mantiene en los niveles observados en períodos anteriores, reflejo de la preocupación por mejorar los niveles de eficiencia en el uso de capital de trabajo.



<b>Índices de Liquidez</b>	30-09-2018	31-12-2017
	veces	veces
Liquidez corriente (a)	4,0	3,1
Razón ácida (b)	1,9	1,4

<b>Índices de Endeudamiento</b>	30-09-2018	31-12-2017
	veces	veces
Razón de Endeudamiento (c )	0,5	0,4
Razón de Endeudamiento Neto (d)	0,1	0,1
Endeudamiento neto / EBITDA (e )	0,3	0,2
Deuda corto plazo sobre deuda total (f)	0,3	0,5
Deuda largo plazo sobre deuda total (g)	0,7	0,5

<b>Índices de Actividad</b>	30-09-2018	31-12-2017
	veces	veces
Rotación de inventarios - veces (i)	2,5	2,8
Rotación de inventarios - veces (j) (excluye activos biológicos)	5,6	5,4

(a) Liquidez corriente = (Total activos corrientes) / (Total pasivos corrientes)

(b) Razón ácida = (Total activos corrientes - Inventarios - Activos biológicos corrientes) / (Total pasivos corrientes)

(c) Razón de endeudamiento = (Total pasivos) / (Total patrimonio)

(d) Razón de endeudamiento neto = (Otros pasivos corrientes y no corrientes - Efectivo y equivalentes - Parte activa de instrumentos derivados de cobertura corriente y no corriente) / Patrimonio

(e) Endeudamiento neto = (Otros pasivos corrientes y no corrientes - Efectivo y equivalentes - Parte activa de instrumentos derivados de cobertura corriente y no corriente) / Patrimonio

(f) Deuda corto plazo sobre deuda total = (Total pasivos corrientes / Total pasivos)

(g) Deuda largo plazo sobre deuda total = (Total pasivos no corrientes / Total pasivos)

(h) Cobertura de gastos financieros = EBITDA (últimos doce meses) / Costos financieros (últimos doce meses)

(i) Rotación de inventarios = Costo de venta (últimos doce meses) / (Inventarios + Activos biológicos corrientes)

(j) Rotación de inventarios (excluye activos biológicos) = Costo de venta (últimos doce meses) / (Inventarios + Activos biológicos corrientes)

Al 30 de septiembre de 2018, la Sociedad se encuentra en pleno cumplimiento de los *covenants* financieros indicados en los convenios con tenedores de bonos.

## c) Estado de Resultados

### Resultado antes de impuestos

Para el tercer trimestre del 2018 Agrosuper registró una utilidad – antes de impuesto - de MM\$ 163.253, lo que representa un nivel similar al mismo periodo del ejercicio anterior. Dicho nivel se explica en parte por un debilitamiento del margen operativo del segmento carnes, compensado por un aumento del margen del segmento acuícola.



En el segmento carnes, los resultados fueron menos favorables que los trimestres anteriores y que igual periodo del año 2017. Lo anterior se explica por menores precios de venta en pollos producto de un aumento de oferta mundial, un aumento en el costo de los principales insumos (expresado en el último análisis razonado) y por la lenta normalización del negocio de pavos debido al evento de gripe aviar del año 2017. Lo anterior resultó en una caída del EBITDA al 14,5%.

	2014	2015	2016	3T17	2017	1T18	2T18	3T18
Margen EBITDA Segmento Carnes	20,4%	21,5%	18,9%	19,0%	17,9%	17,9%	17,3%	14,5%

En el segmento acuícola, los resultados disminuyeron respecto al periodo anterior. Esto se explica por la baja en el precio de venta producto de la mayor oferta coyuntural de salmón noruego (cosecha temprana) y un aumento en los costos unitarios dado la reducción estacional de la cosecha (menor volumen faenado). Las condiciones sanitarias siguen mostrando un comportamiento favorable para el negocio.

	2014	2015	2016	3T17	2017	1T18	2T18	3T18
Margen EBITDA Segmento Acuícola (*)	8,2%	-27,9%	3,5%	21,3%	25,9%	26,1%	32,7%	24,2%

(\*) Excluye resultado *fair value*

Los Otros gastos por Función y Otras ganancias (pérdidas) disminuyeron en MM\$ 1.793, debido a la menor mortalidad extraordinaria en el segmento acuícola, la venta de derechos de servidumbre en Huasco y la disminución en los gastos de contingencia producto del brote de gripe aviar en pavos el año 2017.

Los costos financieros de la compañía registraron un aumento de MM\$ 1.479, lo cual se debe a un aumento durante el año de las tasas de interés y la colocación de los bonos emitidos el 10 de septiembre, los cuales incrementarán los gastos financieros para los próximos períodos.



Los principales indicadores relativos a las cuentas de resultado, así como el desglose de los ingresos de la explotación por segmentos son los siguientes:

Estado de resultados segmentado	30-09-2018			
	M\$			
	Carnes	Acuícola	Otros	Total
Ingreso actividades ordinarias	1.032.971.233	175.243.926	7.776.549	1.215.991.708
Costos de ventas	(752.657.966)	(106.054.030)	(1.918.870)	(860.630.866)
Ajuste <i>Fair Value</i> y VNR	0	4.786.497	0	4.786.497
Margen Bruto	280.313.267	73.976.393	5.857.679	360.147.339
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto (*)	115.177.955	47.781.080	293.513	163.252.548

Estado de resultados segmentado	30-09-2017			
	M\$			
	Carnes	Acuícola	Otros	Total
Ingreso actividades ordinarias	972.489.348	183.319.664	5.994.217	1.161.803.229
Costos de ventas	(693.085.030)	(120.608.879)	(460.744)	(814.154.653)
Ajuste <i>Fair Value</i> y VNR	0	6.355.068	0	6.355.068
Margen Bruto	279.404.318	69.065.853	5.533.473	354.003.644
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto (*)	119.623.667	44.533.108	(9.491)	164.147.284

(\*) Incluye ganancias (pérdida) atribuible a los propietarios no controladores.

	30-09-2018	30-09-2017
	M\$	M\$
Utilidad por acción	7,40	7,40
EBITDA	223.391.569	229.759.054
Utilidad después de impuesto (*)	124.975.749	124.674.634
Ganancia Bruta	360.147.339	354.003.644
Costos financieros netos	(4.420.837)	(2.199.012)

(\*) Incluye ganancia (pérdida) trimestral atribuible a los propietarios no controladores.

Índices de rentabilidad (últimos 12 meses)	30-09-2018	30-09-2017
Rentabilidad del patrimonio	14,3%	15,2%
Rentabilidad del activo	9,3%	10,9%

(a) Rentabilidad del patrimonio = Ganancia últimos 12 meses / Total Patrimonio

(b) Rentabilidad del activo = Ganancia últimos 12 meses / Total de Activos





## 1. DIFERENCIA ENTRE VALORES ECONÓMICOS Y DE LIBROS DE LOS ACTIVOS

Los activos y pasivos financieros están valorizados y registrados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Los principales criterios contables utilizados se pueden ver en la Nota 4 de los Estados Financieros, donde se indican algunos otros activos, cuyos valores de libro difieren de sus valores económicos, entre otros, los activos biológicos que no son medidos en la totalidad de sus etapas de crecimiento a valor justo y mantienen su valor de costo.

## 2. ANÁLISIS DEL FLUJO EFECTIVO

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado en cada ejercicio consolidado son los siguientes:

	30-09-2018	30-09-2017
	M\$	M\$
Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de operación	156.713.908	188.066.724
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	-110.324.644	-78.136.412
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	69.221.811	-115.882.826
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	115.611.075	-5.952.514
Efectivo y equivalente al efectivo al principio de año	90.822.255	134.202.537
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo</b>	<b>206.433.330</b>	<b>128.250.023</b>

Al tercer trimestre del 2018, los flujos generados por el negocio procedente de actividades propias de la operación, arrojaron un resultado de MM\$ 156.714, un 20% inferior a los obtenidos en igual periodo del año 2017. Lo anterior se explica por menores márgenes (principalmente en el segmento carnes), así como por un mayor pago de impuesto a las ganancias y un aumento en las necesidades de capital de trabajo. Respecto a la inversión (principalmente en activo fijo), esta aumenta en un 29% respecto al año anterior, enfocada en la mejora tecnológica y en el aumento de capacidades.

Durante el tercer trimestre de 2018 los niveles de caja aumentaron respecto al mismo periodo del año anterior, por la mantención de los saldos resultantes de la colocación de bonos.



## **ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO**

Dentro de los efectos adversos que podrían afectar los resultados de Agrosuper S.A. se incluyen:

### ***Riesgo Financiero***

#### **Dividendos**

El nivel de utilidades de Agrosuper S.A. y su capacidad para pagar obligaciones de servicio de deuda y potencialmente dividendos, dependen principalmente de la recepción de dividendos y distribuciones por parte de sus filiales, de sus inversiones patrimoniales y de las empresas relacionadas. Este pago de dividendos por parte de dichas filiales, inversiones patrimoniales y empresas relacionadas podría estar sujeto a restricciones y contingencias.

#### **Crédito y liquidez**

Respecto al riesgo de crédito a clientes, éste es minimizado con la contratación de seguros para más del 99% de las cuentas por cobrar comerciales, tanto nacionales como internacionales. Por el lado de la liquidez, la Compañía mantiene una política adecuada en la contratación de facilidades crediticias a largo plazo e inversiones financieras temporales. Al 30 de septiembre de 2018, la razón de liquidez corriente es de 4,0 veces, la relación deuda neta patrimonio alcanza 0,1 veces y la relación deuda de corto plazo respecto de la deuda total es de 0,35 veces.

### ***Riesgo de Mercado***

#### **Condiciones económicas globales o locales**

El deterioro de las condiciones económicas globales o locales puede impactar la demanda de proteínas o la demanda específica por alguno de los productos que produce y/o comercializa la Compañía, impactando el poder de compra o los hábitos de alimentación de los consumidores, los que podrían preferir otros alimentos y sustituir parcialmente el consumo de proteínas.

Para mitigar este efecto, la Compañía cuenta con una significativa inversión en creación de marcas fuertes y alta calidad de sus productos, de forma de generar lealtad en sus consumidores y minimizar posibles problemas de demanda. Adicionalmente, la Compañía posee un amplio porfolio de productos que permite compensaciones entre ellos ante cambios en el ingreso y los hábitos de consumo, y específicamente, productos que son contra cíclicos, como, por ejemplo, el pollo en sus presentaciones y cortes de menor valor. Sumado a lo



anterior, sus productos están habilitados o en proceso de habilitación para ingresar a los principales mercados del mundo. Esto representa la posibilidad de llegar con productos a 4.200 millones de personas, que representan el 86% del PGB global. Con esto, la Compañía tiene una alta flexibilidad para cambiar de mercados frente a situaciones de shock en alguno de ellos.

Otros efectos adversos que podrían tener las condiciones económicas sobre el resultado de la Compañía incluyen los efectos derivados de altas tasas de inflación, la dificultad de acceso al crédito y el aumento en las tasas de interés. Estos últimos son minimizados a través de una política de cobertura de tasas, la que al 30 de septiembre de 2018 mantenía una deuda en tasa fija de 100% sobre la deuda total.

### **La industria de las proteínas presenta una tendencia cíclica**

La industria de las proteínas y los resultados de la Compañía pueden presentar una tendencia cíclica, determinada mayoritariamente por los precios internacionales de *commodities*.

Dado lo anterior, los resultados de la Compañía pueden verse afectados por la volatilidad de los precios de los *commodities*, especialmente los precios internacionales de los granos, que representan un alto porcentaje dentro de sus costos operacionales.

Otros insumos relevantes para la Compañía, que pueden estar sujetos a importantes fluctuaciones de precio, es la energía, el transporte y los combustibles. El precio de la energía en Chile se ve influenciado por factores climáticos e hidrológicos más los precios de los combustibles usados en la generación eléctrica.

### **Fluctuación del tipo de cambio**

Una parte significativa de los ingresos de la Compañía se encuentra en dólares americanos y monedas extranjeras, debido a que sus productos están presentes en más de sesenta países. Por otra parte, la mayor cantidad de los productos que se comercializan en Chile se venden a precios internacionales y, además, cerca de un 60% de los costos también se encuentran en dólares.

Por lo tanto, el riesgo asociado a la volatilidad del tipo de cambio se administra a través de la suscripción de instrumentos de cobertura que minimizan la exposición. Con el objetivo de minimizar la volatilidad (producto de fluctuación en el tipo de cambio) en los resultados futuros, se utilizan políticas de cobertura de hasta el 50% de esta exposición con un horizonte máximo de 12 meses.



## ***Riesgos Operacionales***

### **Presencia de plagas y epidemias**

La Compañía no se encuentra exenta del riesgo de contagio de enfermedades animales tales como la influenza aviar y el virus AH1N1 o en el caso de los salmones, el virus ISA, *bloom* de algas, SRS e IPN, entre otros. Asimismo, existe un riesgo de que la infección y/o contaminación de otros actores chilenos de la industria tengan efectos negativos sobre la Compañía, cerrando temporalmente algún mercado de exportación para todos los actores de la industria chilena, incluyendo a la Compañía.

La Compañía se encuentra integrada verticalmente, lo que le permite implementar los más estrictos controles sanitarios en cada una de las etapas productivas, disminuyendo el impacto de situaciones como las descritas anteriormente y asegurando la inocuidad y calidad de sus productos.

### **Cambios en el marco regulatorio medioambiental o sanitario**

Los cambios regulatorios en materias sanitarias, medioambientales o de concesiones pueden afectar significativamente en la operación, desarrollo y resultado de uno o más negocios. Por este motivo, la compañía ha realizado un trabajo constante para contar con las mejores prácticas y tecnologías en todas sus instalaciones, cumpliendo no sólo con la legislación vigente sino también con los más altos estándares de auto exigencia ambiental.

### **Riesgo de contaminación, responsabilidad civil y retiro de productos**

La Compañía se encuentra integrada verticalmente, lo que comprende el control de los procesos desde la fabricación del alimento para los animales y su crianza hasta la faena y distribución, permitiendo reducir la incidencia de enfermedades o patógenos tales como la *Listeria Monocytogenes*, *Salmonella* y *E. Coli*.

Estos patógenos, que se encuentran generalmente en el medio ambiente, se pueden controlar, pero no eliminar por completo, pudiendo contaminar sus productos. Bajo este escenario, la Compañía realiza estrictos controles de calidad internos los que se basan en las mejores prácticas productivas y certificaciones de calidad de organismos internacionales.

Además, y ante productos defectuosos (contaminados, alterados o mal etiquetados), se le puede solicitar a la Compañía el retiro del mercado de dichos productos. Un retiro generalizado de productos podría ocasionar pérdidas significativas debido a los costos asociados al retiro, la destrucción del inventario del producto y pérdidas en las ventas debido a la falta de disponibilidad del producto por un período de tiempo.



Las situaciones antes descritas podrían resultar en publicidad adversa, daño a la reputación y pérdida de confianza del consumidor, lo que podría tener un efecto material adverso en los resultados financieros de la Compañía y el valor de sus marcas.

### **Riesgo en el abastecimiento por parte de los Proveedores de la Compañía**

La falla en el abastecimiento de alguno de los proveedores clave de la Compañía puede afectar su producción y traer efectos adversos en sus resultados. Un incumplimiento en el abastecimiento de granos, ya sea por falta del proveedor, paro de puertos de entrada u otros factores, puede comprometer la producción. Adicionalmente, la Compañía depende de las empresas proveedoras de genética para abastecerse de reproductoras en el caso de aves y cerdos, con las que trabaja permanentemente para mejorar los rendimientos de sus líneas genéticas, por lo que un incumplimiento o falta, por parte de este proveedor, podría afectar la producción y los resultados.

### **Desastres naturales**

Los resultados de las operaciones de la Compañía se pueden ver afectados por desastres naturales tales como terremotos, tsunamis o incendios forestales, los que además pueden generar un potencial daño a sus activos fijos. Todos estos riesgos mayores están cubiertos con pólizas de seguro, las cuales sólo excluyen los daños en pisciculturas y engorda en mar de salmones y pabellones de engorda de pollos, cerdos y pavos, dada su gran dispersión.

### **Posibles fallas en el manejo operacional**

La Compañía realiza un esfuerzo constante por contar con tecnología de punta que permita estandarizar los procesos y evitar fallas, capacitando a todos sus empleados con el objeto de minimizar este riesgo. Una posible falla operacional, por parte de la Compañía que afecte a las comunidades que rodean sus operaciones o el medioambiente, podría paralizar las operaciones de la misma y afectar sus resultados.



## **Riesgos laborales**

La Compañía cuenta con 14.453 trabajadores al 30 de septiembre del año 2018. Una paralización de las actividades de grupos de trabajadores podría afectar la producción de la Compañía y consiguientemente los resultados de la misma.

Adicionalmente, la Compañía cuenta en su plana administrativa y gerencial con empleados de gran experiencia y trayectoria. El conocimiento y experiencia acumulados de estas personas no es fácilmente reemplazable, por lo que hasta cierto grado la Compañía depende de sus empleados que ocupan cargos clave. Para mitigar los riesgos de paro y salida de empleados, la Compañía implementa las mejores prácticas de gestión de recursos humanos, donde podemos destacar la gestión del clima laboral, negociaciones colectivas, capacitaciones de sus trabajadores, trabajo con las familias de los empleados y políticas de compensaciones para los mismos.

## **3. PERSPECTIVAS**

El mercado de carne de ave en el mundo ha presentado márgenes más estrechos durante los últimos trimestres, sin embargo, Agrosuper espera continuar con una tendencia estable en los márgenes para los próximos períodos. Esto se explica por una correcta implementación del plan estratégico y de inversiones, cuyo objetivo es generar eficiencia y mayor productividad en todos los procesos, diversificar el portafolio de productos y de proteínas, permitiéndole satisfacer las necesidades de una mayor cantidad de consumidores en el mundo.

Para el segmento carnes, se espera que los resultados se mantengan estables, apoyados por mejores márgenes en el negocio de cerdos y de pavos, este último producto de la normalización productiva tras el brote de gripe aviar que lo afectó a principios del año 2017.

En los últimos trimestres hemos observado algunas oscilaciones en los precios del salmón en los mercados internacionales, sin embargo, los analistas coinciden que los precios se mantendrán en línea con lo observado este último trimestre. Los buenos ambientes sanitarios observados y la aplicación de un ambicioso plan de reducción de costos, nos permite proyectar márgenes estables para los próximos períodos en el segmento acuícola.

En esta línea, la compañía comenzará con el proceso de integración de los activos de Salmones Friosur, luego que la Fiscalía Nacional Económica entregara su aprobación el pasado 2 de octubre, para así capitalizar las sinergias y fortalecer el negocio.