

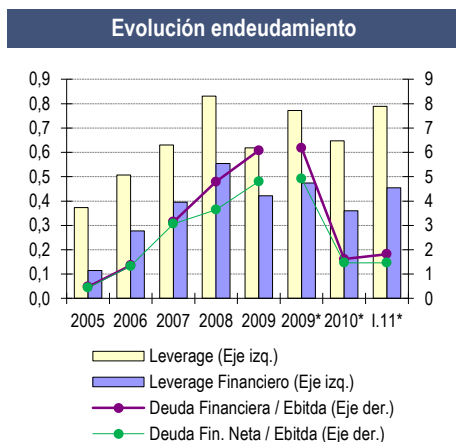
Solvencia	Ago. 2011
Perspectivas	AA- Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes	IFRS	IFRS	IFRS
	2010	Mar.10	Mar.11
Margen operacional	11,9%	8,1%	13,5%
Margen Ebitda	17,2%	14,1%	18,3%
Rentabilidad patrimonial (1)	11,8%	-	13,8%
Endeudamiento total	0,6	-	0,8
Endeudamiento financiero	0,4	-	0,5
Ebitda / Gastos financieros	22,9	10,9	25,9
Ebitda / Gastos financieros Netos	26,2	12,7	27,4
Deuda financiera / Ebitda (1)	1,6	-	1,8
Deuda fin. neta / Ebitda (1)	1,5	-	1,5
Liquidez corriente	1,8	-	1,6
FCNO (2) / Deuda fin. Neta (1)	56%	-	50%

(1) Indicadores a marzo de 2011 se presentan anualizados.

(2) FCNO: Flujos de efectivo netos procedentes de actividades de la operación.



(*) Cifras bajo norma contable IFRS.

Fundamentos

Las clasificaciones asignadas a Agrosuper S.A. obedecen al elevado conocimiento alcanzado en la producción de proteínas, su favorable posición competitiva en la industria local con una completa integración vertical de su producción, el alto grado de diversificación que presentan sus ingresos por tipo de proteína y sector geográfico, en conjunto con un perfil financiero con un relativamente bajo nivel de endeudamiento. En contraposición, la rentabilidad obtenida se encuentra altamente expuesta a la variabilidad en los precios de sus principales insumos así como al riesgo de contagio de enfermedades y epidemias. Adicionalmente, posee altos requerimientos de capital de trabajo.

Agrosuper es la empresa de carnes y alimentos frescos más grande del país, participando en todo el proceso productivo de cerdos, pollos, pavos, salmones y alimentos procesados. Su modelo de negocios se basa en una completa integración vertical en la producción, lo que le ha permitido el alcance de altos márgenes así como una importante reducción del riesgo de contagio de enfermedades.

El estricto control de calidad y sanitario en todos sus procesos productivos, le han permitido exportar sus productos a los mercados más exigentes, siendo Japón, Corea, EE.UU., Inglaterra y México sus principales mercados de exportación. No obstante, Chile continúa concentrando la mayor parte de sus ingresos (65% en 2010). Para la comercialización de sus productos cuenta con una extensa red de distribución en Chile, además de seis oficinas comerciales en América, Europa y Asia.

La evolución operacional de Agrosuper se vio fuertemente afectada en el período 2007-2009 por una combinación de factores tales como el cierre del mercado asiático de cerdos en 2007 y principios de 2008 (debido a problemas sanitarios en una empresa chilena del sector), altos precios de los granos y de flete en 2008, efectos del virus ISA en su negocio de salmones que afectó mayormente en 2009 y, finalmente, el impacto de la crisis financiera en la demanda mundial de proteínas, ante la sustitución por otros alimentos de menor costo.

No obstante, en 2010, Agrosuper evidenció una exitosa recuperación del Ebitda (176% anual) y de los márgenes operacionales, gracias al restablecimiento de la demanda y de las condiciones productivas. Esta situación se ha mantenido a marzo de 2011, periodo en el cual el margen Ebitda de los últimos 12 meses alcanzó a 18,1%, en relación a un promedio de 9,6% en el período 2007-2009.

El alto nivel de inversiones que la compañía se encontraba realizando hasta el año 2007 y el consecuente incremento en las necesidades de capital de trabajo asociado a los altos precios de insumos, ocasionaron un fuerte deterioro en los principales indicadores financieros hasta el año 2009, en el cual el stock de deuda financiera neta sobre Ebitda llegó a un máximo de 4,9x y la cobertura de gastos financieros netos a 5,9x. Al cierre de 2010 y marzo de 2011, éstos han retomado una clara tendencia de recuperación y estabilización en niveles de más largo plazo.

Agrosuper ha retomado su plan de inversiones, principalmente a través del proyecto Huasco, el cual incrementará gradualmente la producción de cerdos.

Adicionalmente, se encuentran en proceso de inscripción dos líneas de bonos por un monto máximo conjunto de UF 8,5 mill., con plazos de hasta 10 y 30 años cada una, además de la inscripción de las acciones de la compañía. La eventual colocación de bonos y apertura a bolsa hasta por el 15% de su propiedad, le permitirían lograr los objetivos planteados logrando una mayor diversificación de sus fuentes de financiamiento.

Perspectivas: Estables

Las perspectivas asignadas consideran el gran potencial con que cuenta la compañía para incrementar sus volúmenes de venta, dada su aún acotada participación en el mercado global y las buenas perspectivas de crecimiento en el consumo de proteínas. Feller Rate estima que la eventual colocación de Bonos no debiera crear presiones significativas sobre los indicadores financieros por cuanto se espera que se mantenga la tendencia alcista en sus resultados operacionales.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Amplia experiencia en el negocio de proteínas, alcanzando un alto grado de diversificación por tipo de producto y cobertura geográfica.
- Completa integración vertical en todos sus procesos productivos le permite el alcance de atractivos márgenes y el mayor control de variables productivas clave.
- Gran potencial de crecimiento, dado por las favorables expectativas económicas y baja participación en el mercado mundial.

Riesgos

- Consumo de proteínas puede verse afectado por variaciones en las condiciones económicas.
- Alta importancia en estructura de costos y variabilidad en el precio de insumos estratégicos (principalmente granos).
- Exposición al contagio de enfermedades.
- Altos requerimientos de capital de trabajo para el financiamiento de sus distintos ciclos productivos.

Analista: Catalina Pieber Celis
cpieber@feller-rate.cl
(562) 757-0454

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS FUERTE

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

Sus principales áreas de negocios están conformadas por la producción de cerdos y pollos, las que alcanzaron, en conjunto, un 70% de los ingresos y un 82% del Ebitda consolidado en el año 2010. Agrosuper participa, además, desde 1989, en toda la cadena de producción de salmones, a través de Exportadora Los Fiordos. Participa también en la producción de pavos desde 1996, año en que ingresó a la propiedad de Sopraval; y por último, en la producción de alimentos procesados, tales como cecinas y hamburguesas. Una parte minoritaria de sus ingresos proviene de subproductos como harinas y aceites obtenidos en los procesos productivos de cerdos, pollos y pavos.

Reciente reordenamiento de su estructura societaria

A partir del año 2010, con la creación de Agrosuper S.A., la compañía decidió aislar su negocio frutícola y vitivinícola, agrupando el *holding* únicamente las actividades relacionadas a la producción de proteínas animales.

Además, a inicios de 2011, Agrosuper adquirió el 50% adicional de la propiedad de Inversiones Sagunto S.A. (controladora de Sopraval S.A.) con lo que quedó en posesión del 100% de la propiedad de ésta y 81% de Sopraval. Luego, mediante una OPA y otras compras posteriores, la compañía logró el control del 99,8% de Sopraval S.A. Dicha transacción se enmarca en la estrategia de consolidar su posición competitiva logrando mayores sinergias en los procesos de producción y comercialización.

También fortaleció su gobierno corporativo a través de la creación de un Directorio compuesto por seis miembros, los que permanecen por tres años en sus cargos pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

La actual estructura corporativa del grupo se compone de la matriz Agrosuper S.A. de la cual se desprenden dos filiales principales, las que agrupan la producción de carnes, a través de Agrícola Agrosuper S.A. y; la producción acuícola, a través de Pesquera Los Fiordos Ltda.

Crecimiento en el consumo de proteínas asociado a aumento de la población y de su poder adquisitivo

Tanto el consumo como la producción mundial de proteínas están fuertemente concentrados en los países asiáticos, no obstante, son los países desarrollados los que muestran los mayores consumos per-cápita, dada la positiva correlación entre el estándar de vida y el consumo de proteínas. En el año 2007, EE.UU. alcanzó un consumo per-cápita de 123 kg/año, seguido de la Unión Europea con 86 kg/año. En el mismo período, Chile alcanzó a 75 kg/año, muy superior al promedio de países menos desarrollados (11 kg/año) y al promedio mundial (40 kg/año).

Entre los factores que inciden en un mayor consumo de proteínas, se pueden mencionar el incremento de la población, el mayor nivel de urbanización y el desarrollo económico. Los países en vías de desarrollo, especialmente ubicados en Asia y África, son el motor de crecimiento futuro, sin embargo, cuentan con una producción interna altamente atomizada y muy poco industrializada, lo que impulsaría la importación de proteínas de mantenerse su creciente demanda interna. Asimismo, el pollo es la proteína de menor costo, mientras que el cerdo es la proteína más consumida a nivel mundial. Estos tres factores constituyen un importante potencial de crecimiento para Agrosuper.

En los últimos años, se ha observado un cambio en los hábitos de consumo hacia alimentos más saludables (pollo, cortes magros de cerdo, pavo y salmón) y de mayor nivel de elaboración y facilidad de uso. Éstos, dado su valor agregado, presentan mejores márgenes operacionales además de contribuir al posicionamiento de las marcas.

Propiedad

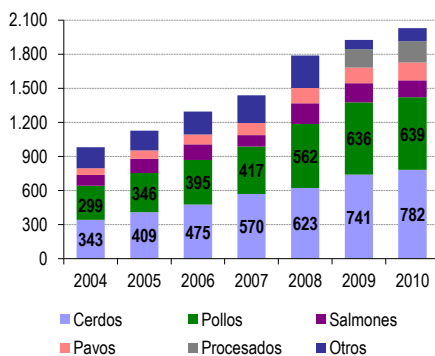
Agrosuper S.A. es controlado en un 100% por su socio fundador, Gonzalo Vial V., a través de las sociedades Promotora Doñihue Ltda. (98,48% de la propiedad) y Agrocomercial El Paso S.A. (1,52% de la propiedad).

Directorio

Nombre	Cargo
Gonzalo Vial	Presidente
Fernando Barros	Vicepresidente
Antonio Tuset	Director
Canio Corbo	Director
Verónica Edwards	Director
Juan Claro	Director

Evolución de ingresos

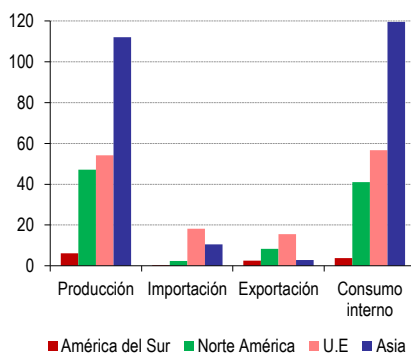
Cifras en US\$ millones



Fuente: Agrosuper S.A.

Producción y comercio mundial de proteínas en principales zonas geográficas

Millones de toneladas - 2008



Fuente: Agrosuper S.A.

Solvencia AA-
Perspectivas Estables

CAGR 2005-2010

Industria Chilena

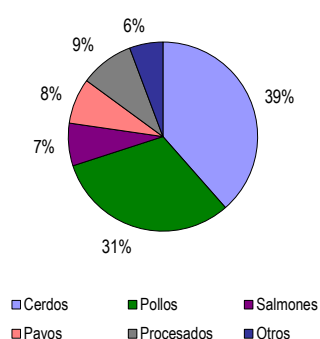
	Pollos	Cerdos	Pavos	Salmones
Producción	1,8%	3,9%	0,7%	-
Consumo	3,3%	5,7%	0,9%	-
Exportaciones	10,4%	1,3%	1,6%	-1,7%
Importaciones	85,6%	67,0%	-	-

Fuente pollos, cerdos y pavos: Agrosuper S.A.

Fuente salmones: Aqua.

Distribución de ingresos

2010



Fuente: Agrosuper S.A.

Ventajas competitivas de la industria chilena de alimentos

Chile cuenta con importantes ventajas competitivas en la industria de alimentos, entre las que destacan sus favorables condiciones climáticas y geográficas –las cuales permiten la producción de alimentos más sanos y protección natural contra pestes y enfermedades–; bajos costos de mano de obra; estabilidad económica y política y; la apertura económica que ha alcanzado a través de variados acuerdos comerciales y tratados de libre comercio con cerca del 90% del PIB mundial. Los factores anteriores explican la importancia que tiene esta industria dentro de las exportaciones totales del país, siendo la segunda área de importancia después del cobre, representando cerca de un 10% promedio sobre las exportaciones totales de bienes, en los últimos cinco años¹.

Las exportaciones chilenas de proteína de pollo, son las que han exhibido el mayor CAGR entre 2005 y 2010 llegando a 10,4% (medido en miles de toneladas), lo que contrasta con los bajos crecimientos de pavos y cerdos, además del decrecimiento de -1,7% en el caso de salmónes, este último asociado principalmente al Virus ISA. No obstante, en términos de consumo interno, la proteína que más se ha incrementado es el cerdo, seguido del pollo y el pavo (para salmónes no se cuenta con esta información).

Posición de liderazgo de Agrosuper en industria local y positivas perspectivas de crecimiento en el exterior

En la industria local de proteínas, Agrosuper es el líder en cerdos, pollos y pavos, con participaciones en el año 2010 medidas sobre volumen, de 64%, 47% y 74%, respectivamente². Lo mismo ocurre al considerar su participación en las exportaciones totales, las que alcanzaron en el mismo período a 82%, 65% y 86%, respectivamente. En el negocio de salmónidos de cultivo, Los Fiordos ha incrementado progresivamente su participación en la industria local, llegando a ser el 4º actor en el 1º semestre de 2011, con un 8,0% de participación en las exportaciones totales medidas en US\$ FOB.³

La compañía ha contribuido a la consolidación de su posición competitiva a través del posicionamiento de sus distintas marcas y variedad de productos. Según fuentes de la compañía, las marcas como Super Pollo, Super Cerdo, Sopraval y La Crianza cuentan con un alto reconocimiento y preferencia de compra. Además de éstas, Agrosuper comercializa en Chile la marca Pollos King (adquirida en el año 2000), Super Salmón y Super Beef. En el mercado internacional, está presente principalmente a través de las marcas Agrosuper y Los Fiordos.

A diferencia de Chile, la compañía cuenta con bajas participaciones en el comercio internacional, las que en el caso de pollos, cerdos y pavos son menores a un 2% en los principales mercados donde participa. Su acotada posición a nivel mundial, junto al menor consumo per cápita en los países en vías de desarrollo, dan cuenta de las oportunidades que tiene Agrosuper de incrementar su operación en el mediano y largo plazo.

Amplia diversificación de ventas por tipo de productos, mercados geográficos y clientes, contribuye a una mayor estabilidad de sus ingresos

Si bien los principales negocios de Agrosuper son la producción de carne de cerdo y pollo, la compañía ha desarrollado otras líneas de productos como pavos, salmónes y alimentos procesados, las cuales, al contar con múltiples mercados de destino y poseer distintos procesos productivos y características, le han permitido mitigar parcialmente los efectos de períodos de menor demanda así como las adversas situaciones que se han presentado en algunos de sus negocios.

Mientras las proteínas de pollo y cerdo son productos de mayor consumo a nivel mundial, la carne de salmón y de pavo presentan menores tasas de penetración, al ser consideradas proteínas más seleccionadas y de mayores precios.

Agrosuper ha estado constantemente desarrollando nuevos productos de manera de optimizar la cadena de producción y al mismo tiempo afianzar el posicionamiento de sus marcas, a través de las múltiples oportunidades de consumo.

1 Elaboración de Feller Rate con datos del Banco Central.

2 Fuente: Agrosuper, en base a APA y ASPROCER. Las participaciones incluyen importaciones.

3 Fuente: Aqua

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Certificaciones por negocio (*)					
	Pollo	Cerdo	Pavo	Salmón	Proce- sados
ISO 9001	x	x	x	x	x
ISO 14001	x	x	x	x	
PABCO	x	x	x		
HACCP	x	x	x	x	x
APL	x	x			
Otras	BPA	GMP		OHSAS 18001 IFS Nivel 5 BRC Nivel 5	

(*) Las certificaciones tienen mediciones principalmente en cuanto a: ISO 9001, calidad; ISO 14001, gestión ambiental; PABCO, trazabilidad; HACCP, calidad; APL, higiene.
Fuente: Agrosuper S.A.

Distribución de ventas Chile y el extranjero		
2010		
	Chile	Exportaciones
Cerdo	59%	41%
Pollos	77%	23%
Procesados	93%	7%
Pavos	64%	36%
Salmón	4%	96%
Total	65,4%	34,6%

Distribución de las exportaciones y principales mercados de destino por producto					
2010					
	Pollo	Cerdo	Pavo	Salmón	Proce- sados
% de las exportaciones	21%	49%	8%	21%	1%
Japón		1°		1°	1°
Corea		2°			
EEUU	3°		4°	2°	
Reino Unido	2°		1°		
México	1°		2°		2°
Alemania		4°	5°		

Fuente: Agrosuper S.A.

Debido a que los ciclos productivos de las proteínas que produce varían sustancialmente, esto también constituye un factor de mayor diversificación. En el caso de la proteína de pollo, su proceso productivo completo tiene una duración aproximada de 10 semanas, lo que facilita la interrupción de su producción sin incurrir en altos costos, ante situaciones que así lo ameriten. No ocurre lo mismo con el cerdo o el salmón, dado que sus ciclos productivos alcanzan a cerca de un año en el caso del cerdo, y entre dos a tres años en el caso del salmón.

Los altos estándares de calidad y el cumplimiento de estrictas normas sanitarias y medioambientales le han permitido a Agrosuper la obtención de diversas certificaciones en sus distintos procesos productivos, las que a su vez han hecho posible la distribución de sus productos en los países más exigentes del mundo, distribuyendo actualmente a más de 45 países distribuidos en cuatro continentes.

Chile representa el principal mercado de cerdos, pollos, pavos y procesados, siendo el área de salmones la única en que la mayor parte de su producción se vende en el exterior.

Agrosuper se ha enfocado en favorecer una mayor diversificación de sus ingresos a través de una activa gestión comercial internacional, impulsada con el emplazamiento de oficinas comerciales en Italia, EE.UU., Japón, México y China.

Sus principales mercados de exportación varían de acuerdo a los productos que comercializa. En el caso del cerdo, Japón y Corea son sus principales mercados; en el caso de pollos y pavos lo son Reino Unido y México y en el caso del salmón, lo son Japón y EE.UU.

— POLÍTICA DE VENTAS, CLIENTES Y CANALES DE COMERCIALIZACIÓN

Las ventas son en su gran mayoría del tipo *spot*, modalidad que podría estar asociada a las características propias de las proteínas, clasificadas más bien como productos *commodities*, donde a nivel mundial no existe una fuerte lealtad a las marcas. Esta política de venta le permite a la compañía mayor flexibilidad en cuanto a precios, clientes y órdenes de compras, no obstante, requiere de una activa gestión comercial que le permita vender toda la producción captando la mayor rentabilidad posible. Sólo una parte de las ventas destinadas a Japón y Corea se realizan a través de contratos a tres meses, sin embargo, éstas representan un bajo porcentaje dentro de las ventas totales.

Respecto a los clientes que atiende Agrosuper, éstos se encuentran altamente atomizados, estando sólo el 27% de las ventas concentradas en los 4 principales, los que corresponden a cadenas de supermercados en Chile y un cliente en Japón.

Siguiendo con lo anterior, su principal canal de comercialización lo constituyen los supermercados, los que han concentrado, en promedio, el 45,3% de las ventas nacionales de los últimos 4 años, reflejo de la alta penetración de este formato de venta en el país. Más atrás se encuentra el canal tradicional, con un promedio de 33,4% de las ventas en el mismo período. Este es un canal de venta altamente estratégico para la compañía puesto que concentra más del 80% de los locales que Agrosuper abastece. El tercer canal en importancia lo constituye la venta industrial, con el 13,3%, siendo importante en la comercialización de cerdos y pavos. Por último, los locales clasificados como *food service*, han concentrado el 7,7% restante de las ventas en el mismo período.

En Chile, dado que la participación de los distribuidores o intermediarios es más bien baja, la llegada más expedita al consumidor final, le permite a Agrosuper obtener márgenes más altos y un mayor conocimiento del consumidor

Integración vertical en el proceso productivo junto a la utilización de avanzadas tecnologías favorecen una mayor eficiencia

Agrosuper participa en el proceso productivo completo de las proteínas avícolas, porcinas y de salmones, incluyendo además la fabricación del alimento.

— PROCESOS PRODUCTIVOS E INSTALACIONES

En el caso de cerdos y pollos, el proceso comienza con la importación de ejemplares seleccionados (“Abuelas” en el caso de pollos y “Bisabuelas” en el caso de cerdos), los cuales, tras un proceso genético que incluye a tres generaciones en el caso de pollos y cuatro generaciones en el caso de cerdos, se obtienen los productos comercializables: Pollos Broiler y Gordos (en el caso de cerdos). En relación a los pavos, se realiza la importación de huevos de reproductoras, los que a su vez procrean los productos comercializables (solo dos generaciones). Por su parte, en el caso de los salmones, Los Fiordos se abastece en un 100% de ovas provenientes de reproductores propios.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Duración de los procesos productivos y capacidades de engorda

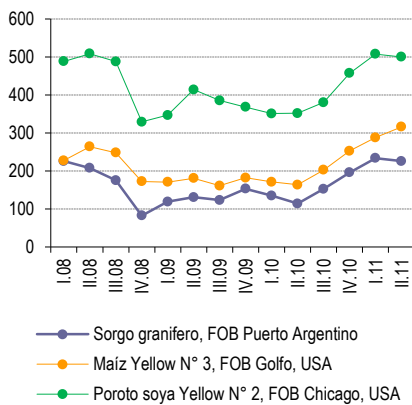
	Pollo	Cerdo	Pavo	Salmón
Duración proceso productivo* (meses)	2,2	12	4 - 5	23 - 38
Capacidad anual de procesamiento (Mil ton.)	336	309	62	70
Venta en 2010 (Mil ton.)	283	301	56	19
Utilización en 2010	84,2%	97,4%	90,3%	27,1%

(*). Considera las etapas de gestación / incubación y engorda / crianza.

Fuente: Agrosuper S.A.

Evolución precio granos

(US\$ / Ton)



Fuente: ODEPA

Una segunda etapa es la crianza o engorda, la que se realiza en distintos pabellones situados en la zona centro-sur del país en el caso de pollos y cerdos y en granjas de engorda y pre-engorda en el caso de pavos. En relación a los salmones, éstos se crían inicialmente en pisciculturas en tierra de agua dulce para luego pasar al proceso de engorda en agua de mar. Estas instalaciones se encuentran en el sur del país.

Para la obtención de los productos finales, la compañía cuenta con cuatro plantas de procesamiento para cerdos y pollos (una de ellas que procesa ambas proteínas), una planta para pavos y una planta para salmones. Éstas se encuentran ubicadas en sectores aledaños a las instalaciones de crianza y engorda.

Para la elaboración de productos procesados, Agrosuper cuenta con tres plantas (dos para cecinas y una para elaborados). Asimismo, posee una planta procesadora de subproductos de pollos, pavos y cerdos, de la cual se obtienen aceites y harinas para consumo animal.

Agrosuper cuenta además con tres plantas de alimento para abastecer a pollos y cerdos, una para pavos y otra para salmones. Aquí se reciben las materias primas (principalmente granos) los que son procesados obteniéndose alimentos de distintas características que permiten abastecer el 100% de los requerimientos.

La compañía se ha orientado con especial énfasis en la eficiencia de su cadena de producción, impulsada también por su gran escala (en relación a productores locales), lo que le ha permitido reducir los grados de incertidumbre en la cadena productiva, logrando mayor dominio sobre las variables clave y disminuyendo significativamente el riesgo de contagio de enfermedades y epidemias.

La incorporación de avanzadas tecnologías, tanto en sus instalaciones productivas como en su extensa red de distribución, también contribuye al alcance de mayores y más estables márgenes.

Dado que esta es una industria muy intensiva en mano de obra, la compañía se ha preocupado de mantener un buen clima laboral, disminuir los accidentes y dar beneficios a sus empleados con el fin de disminuir la rotación e incrementar la productividad.

Altos requerimientos de capital para el financiamiento de sus distintos procesos productivos

La duración de cada ciclo productivo varía de acuerdo al tipo de proteína. Mientras los pollos y pavos tienen una más corta duración, los cerdos y salmones presentan procesos más largos.

Producto de lo anterior, Agrosuper debe financiar el capital de trabajo durante los distintos períodos de tiempo hasta la comercialización de los productos finales, lo que afecta su flexibilidad financiera, ante cambios bruscos en el entorno económico.

Variaciones en los precios internacionales de los granos y otras materias primas, inciden en la rentabilidad obtenida, dada su alta importancia en la estructura de costos

Considerando los insumos estratégicos que utiliza Agrosuper en su producción, cerca del 55% del costo de producción lo constituyen los granos (maíz, soya y sorgo) para la fabricación de alimento. Dado que la mayor parte de su abastecimiento es a través de importaciones, la compañía está fuertemente expuesta a la variabilidad en los precios de éstos dada su condición de *commodities*, lo que aporta volatilidad adicional a los márgenes operativos. Lo mismo ocurre con insumos como los subproductos de pescado (harina y aceite) utilizados en la fabricación de alimentos para salmones.

Al igual que sus competidores, las necesidades de capital de trabajo se incrementan ante escenarios de altos precios de materia prima, debiendo la compañía asumir estos mayores costos ya sea con una mayor utilización de sus líneas de crédito o bien con recursos internos.

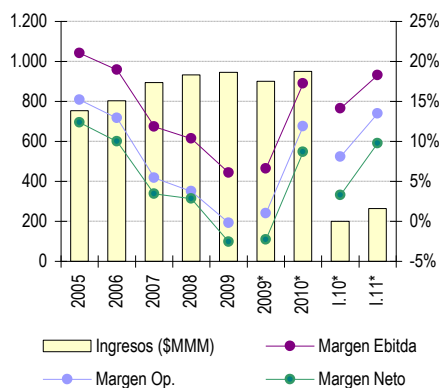
En 2008, los precios del maíz evidenciaron una fuerte alza, lo que fue impulsado, entre otros factores, por un mayor uso de este cereal en la producción de etanol además del fuerte dinamismo de la demanda de países emergentes como China e India.

En los últimos períodos, los precios del maíz han mostrado una tendencia alcista lo que responde a una combinación de factores tales como los bajos inventarios a nivel global –gatillado por la menor producción en EE.UU. y Argentina–; la incertidumbre sobre las importaciones de China en 2011 y los altos precios del petróleo que incrementan la producción de biocombustibles a base de maíz (etanol).

Dentro de la estructura de costos, aunque con una menor importancia relativa que los insumos alimenticios, se encuentran la energía, el transporte y los embalajes.

Solvencia AA-
Perspectivas Estables

Ingresos y márgenes consolidados



(*) Cifras bajo norma contable IFRS.

Exposición a variables exógenas que pueden afectar la producción

La producción de proteínas se encuentra expuesta a variables exógenas como enfermedades y epidemias, las cuales pueden provocar alteraciones en los rendimientos y resultados. Tal es el caso del virus ISA, cáligus, SRS y otras enfermedades en los salmones, y la gripe aviar en las aves.

Si bien Agrosuper ha orientado sus esfuerzos a reducir significativamente este riesgo a través de un mayor control de las variables claves de producción, no está exento a la aparición de nuevas enfermedades que afecten su producción o la de otros productores locales. Tal fue el caso a fines del 2007, con la aparición de dioxina –compuesto químico derivado del cloro– en un envío de cerdos de otro proveedor chileno hacia Corea. Lo anterior provocó el cierre total de las exportaciones chilenas hacia ese país, que en el caso de Agrosuper fue de aproximadamente 6 meses. Esta situación también provocó el cierre del mercado japonés, debiendo Agrosuper orientar su producción hacia otros mercados con la consecuente caída en los márgenes.

Exposición a riesgos cambiarios

La mayor parte de las ventas de la compañía está denominada en dólares, puesto que además de sus mercados de exportación, una parte mayoritaria de las ventas en Chile se encuentra indizada a esta moneda.

En contraposición, sólo cerca del 60% de sus costos están en dólares, lo que crea un descalce cambiario entre ingresos y costos, afectando sus resultados finales. Para mitigar este riesgo, Agrosuper cuenta con una política de cobertura de hasta un 50% del descalce utilizando forwards de venta de dólares con un plazo no mayor a 12 meses.

POSICION FINANCIERA SÓLIDA

Resultados y márgenes

Exitosa recuperación de resultados en 2010, después de haberse visto afectados por una multiplicidad de factores a partir de 2007

La rentabilidad de la operación de Agrosuper está relacionada principalmente con una combinación de factores tales como los volúmenes de producción y demanda, el costo de sus insumos principales y las condiciones sanitarias de la industria.

La estabilidad de los márgenes a largo plazo está asociada no sólo a la eficiencia que alcance en su producción, sino también al nivel de diversificación logrado, puesto que éste le permite estar mejor cubierto ante situaciones de mercado adversas. Los problemas específicos que pueda enfrentar en uno de sus negocios, pueden ser compensados por la positiva evolución de los otros. No obstante, sus resultados consolidados dependen en gran medida de la *performance* que experimenten sus dos negocios principales (cerdos y pollos) al concentrar éstos la mayor parte de sus ingresos y márgenes.

Entre los años 2007 y 2009, Agrosuper debió enfrentar una serie de desfavorables situaciones que si bien no afectaron a la baja sus ingresos –manteniéndose éstos en rangos más bien estables–, le provocaron un fuerte retroceso en su rentabilidad operacional.

A mediados de 2007, la aparición de dioxina en un envío de carne de cerdo de un productor local hacia Corea, provocó el cierre total del mercado chileno exportador hacia ese país por un período que, en el caso de Agrosuper, se extendió por cerca de seis meses. Además se produjo un contagio hacia Japón, país que también resolvió cerrar el mercado chileno. Esta situación afectó gravemente a la compañía, puesto que Corea y Japón representan los mercados internacionales más relevantes para la comercialización de este producto. Agrosuper debió reorientar su producción hacia otros mercados, con la consecuente caída en sus márgenes, tal como se observa en el cuadro a la izquierda.

Durante el año 2008, el fuerte incremento en el costo del flete, la energía y, principalmente, los precios del maíz, elevaron con fuerza las necesidades de capital de trabajo sin que la compañía pudiera traspasar los mayores costos a precios. Esto se debió, en parte, al comienzo de la recesión económica mundial, la cual afectó la demanda de proteínas, al ser parte de éstas sustituidas por alimentos de menores precios. En 2009, si bien los precios de los granos y de la energía cayeron, esto no se tradujo en una recuperación de los márgenes consolidados puesto que los productos vendidos ya tenían incorporado un alto costo, sin embargo, al liberarse una parte importante de capital de trabajo, Agrosuper logró rebajar la deuda.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

En último término y a pesar de que Los Fiordos había desembolsado altos recursos para la mantención de óptimas condiciones sanitarias, la llegada del Virus ISA también los afectó, debiendo, al igual que el resto de la industria, realizar cosechas anticipadas de salmónidos a pesos sub-óptimos y eliminación de biomasa. Esta situación se reflejó en los resultados consolidados de Agrosuper en 2008, sin embargo, los mayores efectos se observaron en los resultados del año 2009.

La combinación y simultaneidad de estos factores se tradujo en pérdidas contables en 2009, situación que la compañía no había registrado desde sus orígenes.

Sin embargo, en 2010, debido al aislamiento de los aspectos antes descritos y el mejor escenario económico, Agrosuper logró una exitosa recuperación, alcanzando márgenes similares a los registrados previo a 2007, en todos sus negocios. El margen Ebitda y margen neto consolidado llegaron, al cierre de diciembre de 2010, a 17,2% y 8,7%, respectivamente, desde un promedio de 9,4% y 1,2% registrados entre 2007 y 2009.

La tendencia de mejora en resultados se ha mantenido durante 2011, alcanzando la compañía un margen Ebitda de 18,1% a marzo, considerando los últimos 12 meses móviles. En margen neto por su parte, alcanzó a 10,0%, bajo el mismo criterio.

Feller Rate estima que la mantención de una creciente demanda mundial, junto a la sólida posición competitiva y de negocios con que cuenta la compañía para absorberla, le permitirían continuar con una tendencia alcista en sus resultados.

Cabe señalar que, si bien Agrosuper está altamente expuesto a situaciones exógenas que pueden afectar sus resultados, resulta poco probable que en el mediano plazo vuelva a enfrentar los factores antes descritos, u otros, en forma simultánea.

Retorno a acotados niveles de endeudamiento y buena flexibilidad financiera

Políticas financieras conservadoras privilegiando la mantención de moderados niveles de endeudamiento

El stock de deuda financiera está muy ligado a las necesidades de capital de trabajo que Agrosuper enfrenta así como al nivel de inversiones que realiza.

A pesar de haberse visto fuertemente afectada por las situaciones mencionadas, la empresa ha mantenido indicadores de *leverage* y *leverage* financiero bajo 0,8x y 0,6x, respectivamente.

A partir de 2005 y, en respuesta al fuerte plan de inversiones que venía desarrollando para incrementar su capacidad de producción y aprovechar el favorable escenario de demanda, el stock de deuda financiera se elevó sustancialmente, pasando de \$76 mil millones en 2005 a \$334 mil millones en 2007, equivalente a un incremento anual promedio en ese período de 116%.

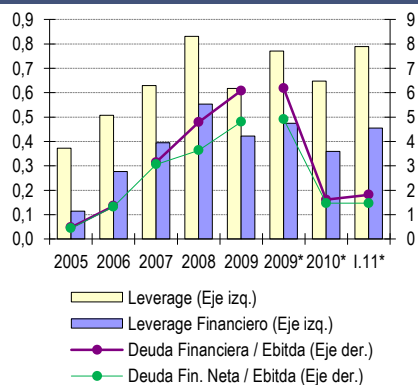
Más tarde, si bien el flujo de recursos destinados a inversiones se redujo considerablemente ajustándose al nuevo escenario económico, los altos precios de los granos elevaron en forma importante las necesidades de capital de trabajo, provocando un aumento de 39% en el stock de deuda financiera consolidada en 2008, situación que se revirtió en 2009, ante la liberación de capital de trabajo gracias a la reducción de los precios de sus principales insumos y la mantención de bajos recursos destinados a inversiones.

El indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó un máximo de 4,9x en diciembre de 2009, lo que respondió a la fuerte caída en la generación de flujos de caja operacionales, pese a la disminución de 23% que registró el stock de deuda. Sin embargo, el restablecimiento de las condiciones productivas y la mayor demanda, en conjunto con el ajuste en su plan de inversiones, se tradujeron en una importante recuperación de sus indicadores financieros en 2010. La relación deuda financiera neta sobre Ebitda se redujo a 1,5x en diciembre de 2010, desde un promedio de 3,8x alcanzado entre 2007 y 2009. No obstante, se mantiene por sobre el promedio de 0,9x registrado entre 2005 y 2006.

El aumento en el flujo de inversiones en 2011 ha derivado en un incremento de los niveles de deuda, parcialmente compensado por la mayor generación de Ebitda. Lo anterior, se reflejó en un leve aumento a 1,8x del ratio de deuda financiera bruta sobre Ebitda (desde 1,6x en diciembre de 2010). No obstante, en términos netos (de recursos disponibles en caja), el indicador ha permanecido constante.

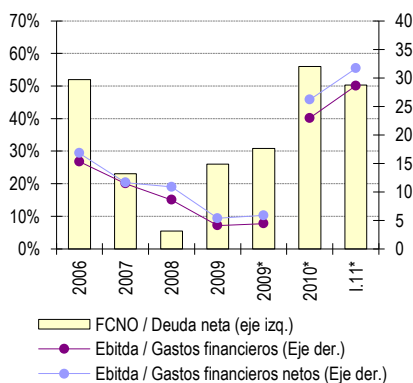
En tanto, las coberturas de gastos financieros netos se mantuvieron en rangos adecuados, pese a la caída en los niveles de Ebitda. El indicador registró un mínimo en 2009 de 5,9x (medido en IFRS), sin embargo, a marzo de 2011, evidenció un significativo fortalecimiento, llegando a 31,7x, medido sobre los últimos 12 meses móviles.

Principales índices de endeudamiento



(*) Cifras bajo norma contable IFRS.

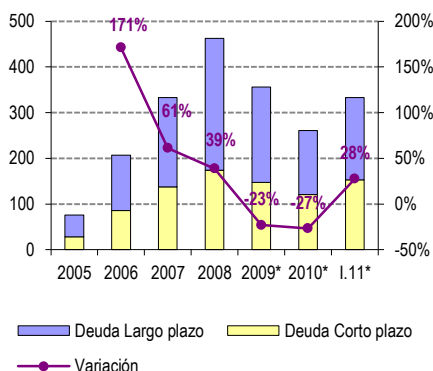
Principales índices de cobertura



(*) Cifras bajo norma contable IFRS. A marzo de 2011 se presentan anualizadas.

Evolución deuda financiera

Cifras en mil millones de pesos

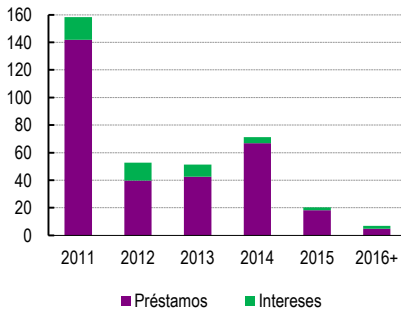


(*) Cifras bajo norma contable IFRS.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimiento deuda financiera

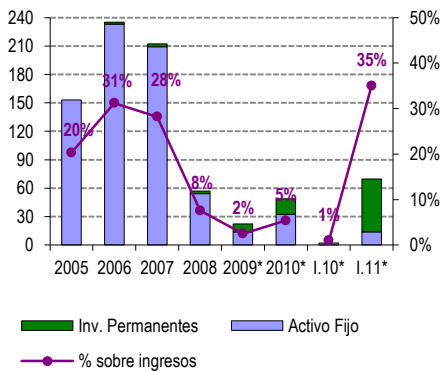
A marzo de 2011, en mil de millones de pesos



Fuente: Notas a Estados Financieros Agrosuper S.A.

Evolución Inversiones realizadas

Cifras en mil millones de pesos



(*) Cifras bajo norma contable IFRS.

Composición de deuda y posición de liquidez

Al cierre de marzo de 2011, la compañía alcanzó una deuda de \$333.894 millones, distribuida en 15 bancos, principalmente nacionales (86%), representando los cuatro mayores (Rabobank, Chile, Estado y BBVA) cerca del 70% de la deuda total.

Las características propias de su negocio, explican que una porción importante de la deuda posea vencimientos en el corto plazo. A marzo de 2011, el 46% de ésta cumple con lo anterior. En tanto, el 54% adicional de capital adeudado posee vencimientos concentrados mayoritariamente en 2012, 2013 y 2014, con porciones anuales equivalentes a aproximadamente 13%, 14% y 21%, respectivamente.

Considerando que a marzo de 2011, Agrosuper contaba con recursos en caja por \$64 mil millones más un Ebitda anualizado por \$184 mil millones, la compañía posee una holgada posición de liquidez para hacer frente a vencimientos que, en 2011 alcanzan a cerca de \$153 mil millones.

Diversificación de su fuente de financiamiento a través de la emisión de bonos y una eventual apertura a bolsa

En proceso de inscripción en la SVS, se encuentran, por una parte, dos líneas de bonos por un monto máximo conjunto a colocar de UF 8,5 millones, con plazos de hasta 10 y 30 años cada una y, por otra, las acciones de Agrosuper, luego de que en la última Junta de Accionistas realizada el pasado 3 de agosto, se aprobara la apertura a bolsa de hasta el 15% de su propiedad.

El monto finalmente colocado con cargo a las líneas de bonos, así como la eventual recaudación de fondos en el proceso de apertura a bolsa, aún se encuentran en estudio y dependerán de las condiciones de los mercados además de las decisiones que se tomen al interior de la compañía.

Plan de expansión supone desafíos, pero representa una buena oportunidad para aprovechar escenario de creciente demanda internacional

En el año 2005, Agrosuper comenzó a desarrollar el proyecto *Valle del Huasco*, el que contemplaba más que doblar la capacidad de producción instalada de cerdos, beneficiándose de ventajas competitivas basadas en la conectividad (proximidad a puerto), clima, disponibilidad de terreno y diversificación geográfica. Esta última muy relevante al permitir la descentralización de sus actuales instalaciones y la disminución de contagio a enfermedades.

No obstante, ante la explosión de la crisis financiera y alta volatilidad de los mercados, Agrosuper decidió paralizar el proyecto a mediados de 2007, y retomarlo hasta que la situación económica así lo permitiera, lo que finalmente ocurrió hacia fines de 2010 e inicios de 2011.

El proyecto incluye la construcción de completas y modernas instalaciones productivas, que incluyen una planta de alimentos, sectores de producción, un puerto granelero en Huasco y varios pabellones de reproductoras, entre otros. En junio de 2011, nacieron los primeros cerdos para faenación.

Hoy Agrosuper cuenta con una capacidad de crianza de 3,3 millones de cerdos al año, a la que se agregarán gradualmente 3,8 millones de cerdos en un período de ocho años, con lo que la capacidad total hacia el año 2018 (término del proyecto) será de 7,1 millones de cerdos, es decir 2,2 veces superior a la actual capacidad.

Una porción menor de las inversiones estimadas para 2011 irían destinadas a incrementar la capacidad de engorda de pavos, con el fin de igualarla a la capacidad nominal de procesamiento que actualmente se posee (10 millones de pavos al año).

En el negocio de salmones, Los Fiordos realizó un importante aumento de su capacidad previo al año 2008, por lo cual no necesita de inversiones importantes en el mediano plazo. Actualmente su capacidad anual alcanza a cerca de 90 mil toneladas de salmones a cosecha y, durante el año 2010, sus ventas alcanzaron a sólo 19 mil toneladas.

Se espera que Agrosuper destine la mayor parte de sus inversiones en el mediano a largo plazo al negocio de cerdos y pollos, dado que éstos son sus negocios principales y cuentan con amplias oportunidades de crecimiento futuro.

El foco de crecimiento de la compañía está puesto en mercados internacionales que poseen consumos per cápita menores a Chile y no cuentan con capacidades de producción suficientes para abastecer la creciente demanda interna. Adicionalmente, en Chile, Agrosuper ha logrado posiciones líderes en casi todos sus negocios, por lo que su potencial de crecimiento es menor al que presentan sus mercados de exportación.

Solvencia
 Perspectivas

AA-
 Estables

Para el financiamiento de su plan de inversiones, el que en 2011 podría alcanzar en torno a \$US 380 millones, Agrosuper aprobó recientemente la inscripción de sus acciones por un 15% de la propiedad y líneas de bonos por un monto cercano a US\$ 400 millones, fondos que se complementarían con la disponibilidad de mayores flujos de caja provenientes de las operaciones y la mantención de una política de reparto de dividendos muy acotada.

Se estima que el stock de deuda financiera se elevará durante 2011, en respuesta a la necesidad de financiar el plan de inversiones proyectado. No obstante, se considera que este mayor nivel de deuda podría ir acompañado de aportes de capital y de una importante mejora en la generación operacional de la compañía, producto del mejor escenario económico y sus efectos en la demanda de proteínas.

Con todo, se espera que la relación de deuda financiera sobre patrimonio se mantenga bajo 0,5x, el índice de pasivos financieros netos totales sobre Ebitda sea menor a 2,0x y la cobertura del Ebitda sobre gastos financieros se encuentre por sobre 12,0x. A marzo de 2011, estos indicadores fueron de 0,45x, 1,47x y 28,6x, respectivamente.

Las clasificaciones actuales consideran que, en caso de que el aumento de capital no se llevara a cabo o bien no se colocaran bonos en el mercado local, Agrosuper cuenta con un amplio acceso al mercado bancario que le permitiría financiar sin problemas sus necesidades de inversiones y sin que esto provoque mayores deterioros en su perfil financiero en relación a los actualmente considerados.

Además, cabe señalar que, ante situaciones de mercado adversas, la compañía podría eventualmente frenar su plan de inversiones, tal como lo hizo en 2007 con el proyecto Huasco, hecho que denota su estrategia a adoptar políticas más bien conservadoras en escenarios de incertidumbre.

Solvencia	Ago.2011
Perspectivas	AA-
Líneas de Bonos en proceso	Estables
Acciones	AA-
	1ª Clase Nivel 4

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	PCGA (1)	PCGA (1)	PCGA (1)	PCGA (1)	PCGA (1)	IFRS (2)	IFRS (2)	IFRS (2)	IFRS (2)
	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2010	Mar.10	Mar.11
Ingresos	752.907	803.136	893.969	933.147	945.840	901.212	949.847	199.570	263.485
Ebitda (3)	158.389	152.243	105.871	96.621	57.360	59.410	163.827	28.166	48.118
Resultado Operacional	114.515	103.703	48.791	35.271	-1.974	9.189	112.718	16.093	35.544
Gastos Financieros	-4.455	-9.943	-9.251	-11.245	-14.044	-13.398	-7.144	-2.583	-1.861
Ganancia (pérdida) total de ejercicio	93.092	80.406	30.739	26.352	-24.194	-20.675	82.471	6.563	25.691
Flujo de Caja Neto Op. (FCNO)	148.287	105.052	74.735	19.105	71.666	90.154	134.598	24.238	25.357
Inversión en activos fijos	-153.069	-233.044	-209.411	-54.361	-14.483	-13.923	-32.254	-2.047	-13.872
Inversiones permanentes	0	-1.993	-3.070	-2.618	-8.731	-8.516	-16.441	0	-55.961
Variación de deudas financieras	-18.723	132.826	137.202	136.140	-89.578	-90.345	-90.717	-86.372	60.203
Dividendos pagados	-1.935	-1.264	-1.789	-969	-1.766	-1.725	-37.414	-36	-669
Caja y Equivalentes	5.482	4.670	8.888	110.934	73.324	75.359	24.463	-	64.131
Activos Totales	916.354	1.124.811	1.372.783	1.530.203	1.336.186	1.371.657	1.211.377	-	1.313.477
Pasivos Exigibles	249.014	378.539	530.446	694.729	510.342	597.388	475.975	-	579.342
Patrimonio + In. minoritario	667.340	746.271	842.337	835.474	825.844	774.270	735.402	-	734.135
Deuda financiera corto plazo	27.880	85.332	137.257	174.112	151.943	157.946	123.861	-	152.775
Deuda financiera largo plazo	48.303	121.286	195.874	288.475	196.740	209.437	140.955	-	181.119
Deuda financiera total (4)	76.183	206.617	333.131	462.587	348.683	367.383	264.816	-	333.894
Margen Ebitda	21,0%	19,0%	11,8%	10,4%	6,1%	6,6%	17,2%	14,1%	18,3%
Margen Operacional	15,2%	12,9%	5,5%	3,8%	-0,2%	1,0%	11,9%	8,1%	13,5%
Margen Neto	12,4%	10,0%	3,4%	2,8%	-2,6%	-2,3%	8,7%	3,3%	9,8%
Res. Operacional / Activos (5)	12,5%	9,2%	3,6%	2,3%	-0,1%	0,7%	9,3%	-	10,1%
Rentabilidad Patrimonial (5)	14,5%	11,2%	3,8%	3,3%	-3,0%	-2,8%	11,8%	-	13,8%
Leverage (vc)	0,37	0,51	0,63	0,83	0,62	0,77	0,65	-	0,79
Leverage financiero (vc)	0,11	0,28	0,40	0,55	0,42	0,47	0,36	-	0,45
Leverage financiero neto (vc)	0,11	0,27	0,38	0,42	0,33	0,38	0,33	-	0,37
Ebitda / Gtos. Financieros (vc)	35,5	15,3	11,4	8,6	4,1	4,4	22,9	10,9	25,9
Ebitda / Gtos. Financieros netos (vc)	45,4	16,8	11,6	10,9	5,4	5,9	26,2	12,7	27,4
Deuda Financiera / Ebitda (5) (vc)	0,5	1,4	3,1	4,8	6,1	6,2	1,6	-	1,8
Deuda Fin. Neta / Ebitda (5) (vc)	0,4	1,3	3,1	3,6	4,8	4,9	1,5	-	1,5
Liquidez corriente (vc)	2,2	2,0	1,7	2,0	1,9	1,7	1,8	-	1,6
FCNO / Deuda Fin.Neta (5) (vc)	212%	52%	23%	5%	26%	31%	56%	-	50%

(1) Cifras bajo PCGA, en millones de pesos de diciembre de 2010.

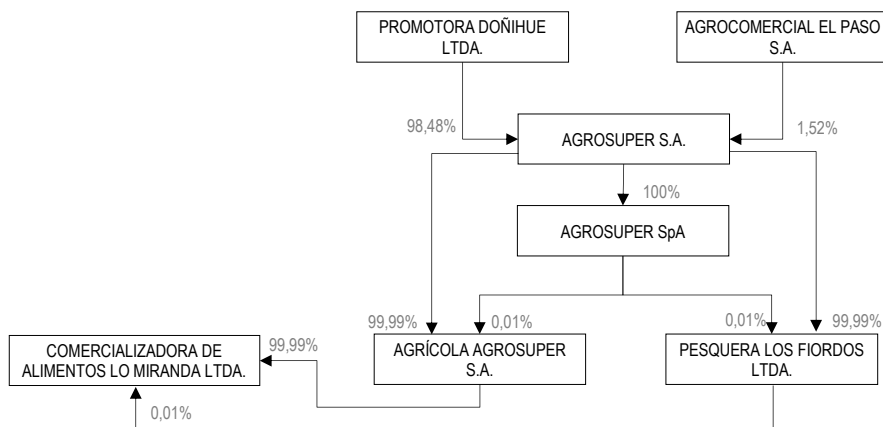
(2) Cifras en IFRS. No incluyen cifras del negocio vitivinícola y frutícola.

(3) Ebitda: Resultado Operacional + depreciación y amortización de activos.

(4) Deuda Financiera incluye únicamente deuda bancaria y obligaciones por leasing, excluyendo pasivos de cobertura.

(5) Indicadores a marzo de 2011 se presentan anualizados.

Resumen Estructura Societaria



Características de los Instrumentos

LINEAS DE BONOS

	En proceso ⁽¹⁾	En proceso ⁽²⁾
Número de Inscripción	-	-
Fecha de inscripción	-	-
Monto de la línea ⁽³⁾	UF 8,5 millones	UF 8,5 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años
Serías inscritas al amparo de la línea	-	-
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	
Covenants	Endeudamiento Financiero Neto < 1,0 vez (a partir del 31.03.2011)	
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	Fianza y codeuda solidaria de Agrosuper Comercializadora de Alimentos Ltda.	

(1) Según escritura pública de fecha 17 de junio de 2011, Repertorio N° 1.172-2011, modificada según escritura pública de fecha 10 de agosto de 2011, Repertorio N° 1.600-2011, ambas de la 8ª Notaría de Santiago.

(2) Según escritura pública de fecha 17 de junio de 2011, Repertorio N° 1.173-2011, modificada según escritura pública de fecha 10 de agosto de 2011, Repertorio N° 1.601-2011, ambas de la 8ª Notaría de Santiago.

(3) El monto máximo colocado vigente entre ambas líneas no puede superar UF 8,5 millones.

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.