# ANÁLISIS RAZONADO

Correspondiente al periodo terminado al 30 de septiembre de 2011

# AGROSUPER S.A.

## 1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

### a) Estado de Situación Financiera

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

| | **Sept. 2011** M$ | **Dic. 2010** M$ |
|---|---|---|
| Total activos corrientes | 542.721.244 | 412.585.734 |
| Total activos no corrientes | 870.651.386 | 798.791.272 |
| **Total activos** | **1.413.372.630** | **1.211.377.006** |
| | | |
| Total pasivos corrientes | 388.004.605 | 241.057.157 |
| Total pasivos no corrientes | 258.960.687 | 234.917.557 |
| Participaciones no controladoras | 538.368 | 35.519.641 |
| Total patrimonio | 766.407.338 | 735.402.292 |
| **Total pasivo y patrimonio** | **1.413.372.630** | **1.211.377.006** |

Al 30 de Septiembre de 2011, los activos corrientes se incrementaron en M$ 130.135.510 con respecto a los existentes al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2010, esto equivale a un aumento de 32%. Este aumento proviene principalmente de una variación positiva de M$ 104.103.466 en el valor de los inventarios (incluyendo activos biológicos) y un mayor dinamismo en las ventas que se traduce en una variación positiva de M$ 13.114.668 en las cuentas por cobrar a deudores comerciales.
A su vez, los activos no corrientes aumentaron un 9%. Su principal variación se da en las cuentas de Propiedades, Plantas y Equipos, donde se registra un aumento de M$ 59.104.480 por el desarrollo de proyectos que lleva a cabo la Compañía, en especial el Proyecto de producción de cerdos en Huasco.

Por otra parte, los pasivos totales aumentaron en M$ 170.990.578 desde el 31 de Diciembre de 2010 al cierre de este período motivado por el financiamiento de inversiones realizadas durante el año, tales como la compra de las acciones de Inversiones Sagunto S.A. y de Sopraval S.A. para llegar a controlar la propiedad de Sopraval S.A. y la reanudación del proyecto de producción de cerdos en Huasco. Estos aumentos se distribuyen principalmente en la deuda bancaria de corto y largo plazo por M$ 118.445.736 y M$ 19.940.769, respectivamente.

Principales indicadores financieros y operacionales:

| **Índices de Liquidez** | 30-09-2011 | 31-12-2010 |
|---|---|---|
| Liquidez corriente (a) | 1,40 | 1,71 |
| Razón ácida (b) | 0,58 | 0,82 |

| **Índices de Endeudamiento** | 30-09-2011 | 31-12-2010 |
|---|---|---|
| Razón de endeudamiento (c) | 0,84 | 0,65 |
| Razón de endeudamiento neto (d) | 0,49 | 0,31 |
| Deuda corto plazo sobre deuda total (e) | 0,6 | 0,51 |
| Deuda largo plazo sobre deuda total (f) | 0,4 | 0,49 |

| **Cobertura de gastos financieros (g)** | 30-09-2011 | 30-09-2010 |
|---|---|---|
| | 22,5 | 16,2 |

| **Índices de Actividad** | 30-09-2011 | 31-12-2010 |
|---|---|---|
| Rotación de inventarios – veces (h) | 2,5 | 3,2 |
| Rotación de inventarios – veces (i) (excluye Activos Biológicos) | 5,5 | 8,6 |

(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) Deuda corto plazo sobre deuda total = (Total pasivos corrientes) / (Total pasivos)
(f) Deuda largo plazo sobre deuda total = (Total pasivos no corrientes) / (Total pasivos)
(g) Cobertura de gastos financieros = EBITDA (últimos nueve meses) / Costos financieros (últimos nueve meses)
(h) Rotación de Inventarios = Costo venta (últimos 12 meses) / (Inventarios + Activos biológicos corrientes)
(i) Rotación de Inventarios (excluye activos biológicos corrientes) = Costo venta (últimos 12 meses) / (Inventarios)

Al 30 de Septiembre de 2011 la cobertura de gastos financieros presentó un aumento de 16,2 a 22,5 veces respecto a igual período de 2010, debido fundamentalmente a un menor pago en intereses, mayores intereses capitalizados y una mayor utilidad del período actual.

Respecto a los índices de actividad, se observa al 30 de Septiembre de 2011 una baja en el ratio de rotación de inventarios respecto al cierre del año 2010. Esto se debe principalmente a una variación en los inventarios que aumentan de M$ 79.389.893 al 31 de Diciembre de 2010 a M$ 141.581.324 al 30 de Septiembre de 2011 producto de un cambio en la modalidad de compra de granos, pasando de compras CIF a FOB a partir de este año. Este cambio implica que la contabilización de las existencias y cuentas por pagar se realizan al momento del embarque y no al momento de la descarga, aumentando así el stock de inventario y cuentas por pagar. La variación anterior también está explicada por una mayor operación generada por el incremento en ventas en los negocios de pollo, cerdo, pavo y salmón.

## b) Estado de Resultados

### Resultado antes de impuestos

El resultado antes de impuestos registra una utilidad neta de M$ 80.387.900 en comparación a M$ 62.523.511 a Septiembre de 2010, mostrando una variación positiva de M$ 17.864.389, que se explica por el efecto de las siguientes variaciones:

| **Rubros** | M$ |
|---|---|
| Ganancia bruta | 39.311.513 |
| Otras ganancias (gastos) | 6.280.535 |
| Gastos de administración y distribución | (19.985.339) |
| Diferencia de cambio | (8.915.738) |
| Otros rubros | 1.173.418 |
| **Variación neta de Resultado antes de impuesto** | 17.864.389 |

La ganancia bruta presenta una variación positiva de M$ 39.311.513 respecto a los M$ 180.634.019 a Septiembre de 2010, alcanzando los M$ 219.945.532 Esto es explicado principalmente por un aumento en los ingresos de actividades ordinarias, dada la baja base de comparación debido al terremoto de fecha 27 de febrero de 2010 y a favorables condiciones de mercado en los precios de las carnes que produce Agrosuper, especialmente salmón y pavos.

Las otras ganancias (gastos) presentan una variación positiva de M$ 6.280.535 respecto al período anterior, explicado principalmente a pérdidas por deterioro de las propiedades, plantas y equipos, registradas el 2010 producto de los daños causados por el terremoto de fecha 27 de febrero.

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

| **Ingresos de actividades ordinarias** | 30-09-2011<br>M$ | 30-09-2010<br>M$ |
|---|---|---|
| Carnes | 700.841.777 | 619.698.232 |
| Acuícola | 96.633.989 | 38.479.791 |
| Otros | 4.226.813 | 3.918.831 |
| **Total Ingresos de actividades ordinarias** | 801.702.579 | 662.096.854 |

| | 30-09-2011<br>M$ | 30-09-2010<br>M$ |
|---|---|---|
| Utilidad por acción | 3,9 | 1,93 |
| EBITDA | 130.819.682 | 112.535.946 |
| Utilidad después de impuesto (1) | 65.844.202 | 51.762.710 |
| Ganancia Bruta | 219.945.532 | 180.634.019 |
| Gastos financieros | (5.820.914) | (6.967.419) |

(1) Incluye participación no controladora.

| **Índices de rentabilidad** | 30-09-2011 | 31-12-2010 |
|---|---|---|
| Rentabilidad del patrimonio (a) | 12,6% | 11,2% |
| Rentabilidad del activo (b) | 6,8% | 6,8% |

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

## 2. 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).

En el caso de los Bienes Raíces y en la fecha de transición a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Agrosuper S.A. y subsidiarias optó por la alternativa de mantener los activos valorizados a su costo de adquisición corregido, descontado por la depreciación acumulada cuando corresponda bajo normativa Chilena al 31 de diciembre de 2008, a excepción de los terrenos, los que fueron valorizados a su valor de

mercado, acogiéndose como costo atribuido el establecido en el párrafo 16 de NIIF 1. El Grupo ha considerado como costo de terrenos su valor justo obtenido a través de la revalorización a valor de mercado a la fecha de transición.

Los principales criterios contables utilizados se pueden ver en Nota 4 de los Estados Financieros. En dicha nota, se indican algunos otros activos cuyos valores de libros 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.

## 3. SITUACIÓN DE MERCADO

### Industria mundial de Pollo

A. Consumo

La demanda mundial de pollo está fuertemente influenciada por los consumos de Estados Unidos, China, Brasil, la Unión Europea y México, quienes representan en conjunto un 62,8% del consumo mundial de este producto. El pollo ha sido en los últimos cinco años la proteína con mayor tasa de crecimiento en su demanda, debido a que es la proteína con menor costo, con un crecimiento anual compuesto de 3,9%. Este crecimiento ha sido especialmente liderado por China, que en el período ha presentado un crecimiento de 4,8% llegando a más de 12,2 millones de toneladas en 2009. Otros mercados que han tenido un significativo aumento en su demanda de pollo son Brasil (4,2%) y la Unión Europea (3,4%), mientras que el consumo en Estados Unidos se ha estabilizado en los últimos años en torno a las 13,5 millones de toneladas.

El pollo es consumido en el mundo en distintos formatos que incluyen productos frescos, congelados y procesados. Además, existen múltiples cortes dentro de los productos frescos y congelados, como por ejemplo trutro, pechuga, alas y menudencias. Por el lado de los procesados existen distintos tipos de productos como jamones, cecinas, salchichas, empanizados y hamburguesas.

Se espera que para 2011 la demanda mundial de pollo llegue a 77,4 millones de toneladas, lo que representa un crecimiento de 3% respecto del consumo del año anterior.

B. Producción

La producción mundial de pollo ha tenido un importante crecimiento (4,2% compuesto anual), siendo junto al salmón, una de las proteínas que más ha crecido en los últimos cinco años. Para 2011 se espera un crecimiento superior al 3,0%, superando los 78,2 millones de toneladas. El sostenido crecimiento de la producción de pollo se encuentra sustentado principalmente por la demanda interna de China, Estados Unidos y la Unión Europea y por el aumento en las exportaciones. Adicionalmente, las favorables expectativas productivas se basan en un mejor manejo sanitario de la producción, aunque el aumento en los precios de los granos podría tener un impacto negativo en la producción de 2011.

Estados Unidos es el principal productor de pollo con cerca de 16,3 millones de toneladas en 2010 (22% de la producción mundial). Según proyecciones del USDA, este país debería tener un crecimiento de su producción de 1,8% sustentado en el aumento del consumo per cápita (0,7%) y los mercados de exportación. En el caso de Brasil (16,9% de la producción mundial) se espera un crecimiento sobre el 3,5% para 2011, explicado principalmente por un aumento de consumo interno y exportaciones, mientras que para la Unión Europea (12% de producción mundial) se espera un crecimiento moderado (0,9%) impulsado por la demanda interna.

**Industria mundial de Cerdo**

A. Consumo

El consumo de cerdo en el mundo ha crecido sostenidamente en los últimos años pasando de un consumo de 74,4 millones de toneladas en 1995 a 102,9 millones de toneladas el 2010, lo que equivale a un crecimiento anual compuesto de 2,0%. Este consumo en el mundo es liderado por China que el año 2010 consumió un 49,6% del total mundial, seguido por la Unión Europea con un 20,7% y Estados Unidos con un 8,4%. A pesar de tener un crecimiento menor que el pollo, el cerdo se ha consolidado como la principal proteína a nivel mundial representando cerca del 42% del consumo mundial de proteínas.

El cerdo es consumido en el mundo en distintos formatos que incluyen productos frescos, congelados y procesados. Además, existen múltiples cortes dentro de los productos frescos y congelados, como por ejemplo lomo, filete, costillar, pierna y chuleta. Por el lado de las cecinas y procesados existen distintos tipos de productos como jamones, cecinas, paté y hamburguesas.

Para el 2011, el USDA estima que el consumo total de cerdo llegaría a los 104,4 millones de toneladas, lo que representa un crecimiento del 1,4% respecto del año 2010. Las proyecciones de aumento del consumo de cerdo estarán lideradas por un aumento del consumo de cerdo en China (3,3%) y Brasil (2,9%).

B. Producción

El año 2000 se produjeron 81,0 millones de toneladas de cerdo a nivel mundial y para el 2011, según las proyecciones de USDA, se esperan más de 104,5 millones de toneladas, esto refleja un crecimiento anual compuesto de 2,0%, esperándose que China produzca el 80,0% del incremento de la producción mundial en el 2011, secundado por Estados Unidos y Brasil, dado que los mayores costos de alimento moderarían el crecimiento en el resto del mundo.

**Industria mundial de Salmón**

A. Consumo

El consumo mundial de salmón atlántico, trucha y coho (especies cultivadas, no silvestres) ha tenido un importante crecimiento en los últimos años, pasando de cerca de

1,36 millones de toneladas en 2001 a más de 1,88 millones de toneladas en 2010, lo que representa un crecimiento anual compuesto de 3,7%. Los principales consumidores de salmón del atlántico, trucha y salmón del pacifico (o coho) son la Unión Europea, que concentra el 41,7% del total de la demanda, Estados Unidos (15,2%), Japón (13,2%) y Rusia (8,3%). Adicionalmente, Rusia ha sido el país que más ha aumentado su consumo, con un crecimiento anual compuesto de 23,1% entre 2001 y 2010. En los últimos años se han incorporado nuevos países que han comenzado a ser relevantes en el consumo de salmón, destacando principalmente el caso de Brasil.

B. Producción

La producción mundial de salmón ha experimentado un cambio significativo en cuanto a su mix de cultivo versus captura. Previo al año 1996, la captura de salmón salvaje era significativamente superior a la del salmón cultivado, mientras en el año 2000 casi el 50% del total de salmón producido provenía de captura de salmón salvaje. En la actualidad este número ha disminuido a cerca de un 36%, dado que las toneladas producidas provenientes de la captura de salmón se han mantenido relativamente estables en los últimos diez años, mientras que el crecimiento en la producción ha provenido principalmente del salmón cultivado.

La producción de salmón cultivado se realiza principalmente en Chile y Noruega, los cuales concentran cerca de un 76,2% de la producción mundial. Las favorables condiciones oceanográficas y climáticas que presentan Chile y Noruega para la producción de salmón, representa una ventaja competitiva importante respecto de sus principales competidores. Otros países relevantes en la producción de salmón son el Reino Unido y Canadá, que cuentan con el 7,7% y el 6,4% de la producción mundial, respectivamente.

**Industria mundial de Pavo**

A. Consumo

Las proyecciones realizadas por el USDA indican que el consumo mundial sería de 4,8 millones de toneladas en 2011. Los principales mercados para el consumo de pavo son Estados Unidos (46,7%) y la Unión Europea (37,5%) los que concentran un 84,2% del consumo mundial de la especie. Brasil ha adquirido importancia a nivel mundial en los últimos años con un crecimiento del 13% anual compuesto desde 2006.

El pavo es consumido en el mundo en distintos formatos que incluyen productos frescos, congelados y procesados. Además, existen múltiples cortes dentro de los productos frescos y congelados, como por ejemplo pechuga entera y deshuesada, alitas, trutro de ala y osobuco. El área de procesados es especialmente importante en pavo, donde existe un fuerte desarrollo diferentes tipos de productos como jamones, cecinas, salchichas, empanizados y hamburguesas.

B. Producción

Las proyecciones de producción mundial de pavo indican que se produciría un total de 5,0 millones de toneladas en 2011. En términos de producción por países, se espera para

el 2011 que la producción en Estados Unidos se mantenga en niveles similares respecto al 2010, mientras que la Unión Europea podría tener una leve disminución en su producción debido principalmente a potenciales mayores costos de alimentos. La menor producción europea sería compensada por una mayor producción en Brasil, con lo que la proyección total para 2011 implica un crecimiento de un 0,5%, por sobre el observado en el período 2006 – 2010.

## 4. ANÁLISIS DEL FLUJO EFECTIVO

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

| | **Sept.11**<br>M$ | **Sept.10**<br>M$ |
|---|---|---|
| Flujos de efectivos netos procedentes de actividades de operación | 63.823.737 | 95.110.130 |
| Flujos de efectivos netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión | (139.050.529) | (23.706.173) |
| Flujos de efectivos netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación | 71.791.806 | (115.370.292) |
| Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo | 142.385 | 678.807 |
| **Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo** | **(3.292.601)** | **(43.287.528)** |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al principio de año | 24.463.030 | 75.359.223 |
| **Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período** | **21.170.429** | **32.071.695** |

El flujo operacional presenta un saldo positivo de M$ 63.823.737 al 30 de Septiembre de 2011, presentando una disminución respecto a los M$ 95.110.130 de igual periodo 2010. Esto se debe en parte al aumento de necesidades de capital de trabajo producto del mayor precio de los granos y del financiamiento del alimento balanceado de los primeros cerdos del Proyecto de Huasco, junto con el desarrollo de los nuevos proyectos.

En relación al flujo de inversión y al flujo por actividades de financiamiento al cierre del período actual, se presenta un saldo negativo de M$ 139.050.529 y un saldo positivo de M$ 71.791.806 respectivamente. Esto se debe principalmente a las inversiones realizadas durante el año, tales como la compra de las acciones de Inversiones Sagunto S.A. y de Sopraval S.A. para llegar a controlar indirectamente cerca del 99,8% de la propiedad de Sopraval S.A., a la reanudación del proyecto de producción de cerdos en Huasco y el pago de préstamos a empresas relacionadas.

## 5. ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO

Dentro de los efectos adversos que podrían tener las condiciones económicas sobre el resultado de Agrosuper S.A. se incluyen:

- Volatilidad de los precios de los *commodities*, especialmente los precios de los granos, que representan un alto porcentaje dentro de sus costos operacionales. Un ejemplo de esto fue el año 2008, donde los precios de los granos estuvieron históricamente altos, impulsados por la demanda de alimentos y bio-combustibles. Para disminuir la volatilidad y los costos asociados a estas materias primas, la compañía tiene una política de cobertura de sus compras e inventarios a través de derivados en la Bolsa de Chicago. (Para mayor detalle ver nota 6.3 del Balance de Agrosuper S.A.)

- Aumento en las tasas de interés que son minimizadas a través de la política de cobertura de tasa de interés, la cual al 30 de Septiembre de 2011 tenía una deuda a tasa fija y/o protegida de 66,6 % sobre la deuda total.

- Fluctuación del tipo de cambio y depreciación de monedas en los mercados en que Agrosuper S.A. participa. Una parte significativa de los ingresos de Agrosuper se encuentra denominada en dólares americanos y otras monedas extranjeras. Esto dado que la compañía exporta sus productos a más de sesenta países y además, la mayor parte de los productos que se comercializan en Chile se venden a precios internacionales. Por otro lado, los costos están en cerca de un 60% denominados en dólares. Por lo tanto, el riesgo asociado a la volatilidad del tipo de cambio es significativo dado que la diferencia entre los ingresos y costos en dólares es relevante. Para minimizar este descalce, se utilizan políticas de cobertura de hasta el 50% de esta exposición con un horizonte máximo de 12 meses (para mayor detalle ver nota 6.6 del Balance Agrosuper S.A.).