



VALORACIÓN DE AGROSUPER S.A

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Gilda Game Ibacache

Profesor: Mauricio Jara Bertín

Marzo, 2019

Contenido

I.	Resumen Ejecutivo	3
II.	Metodología	5
III.	Descripción de la Empresa e Industria	7
	Agrosuper S.A.....	7
	Unidades de Negocio	9
	Estructura Corporativa	11
	Industria	14
	Industria de Alimentos en Chile	14
	Industria Mundial de Proteína Animal	15
	Empresas comparables	17
IV.	Estructura de Capital	20
	Composición de Activos	20
	Composición de Pasivos	20
	Deuda Financiera.....	21
	Patrimonio.....	22
	Capital Pagado y Acciones suscritas	22
	Patrimonio Contable	22
	Estructura de Capital.....	22
V.	Costo de Capital	24
	Costo de la Deuda	24
	Beta de la Deuda	24
	Beta patrimonial.....	25
	Costo Patrimonial.....	25
	Costo de Capital	26
VI.	Valoración por Modelo de Flujo de Caja Descontado.....	27
	Proyección de Flujo de Caja	27
	Crecimiento Histórico de las Ventas	27
	Tasa de Crecimiento de las Ventas	27
	Análisis de Estado de Resultados	30
	Estado de Resultados Proyectado.....	31

Flujo de Caja bruto	31
Flujo de Caja Libre	32
Inversión en Reposición	32
Inversión en Capital Físico	32
Inversión en Capital de Trabajo.....	33
Flujo de Caja Libre	34
Valor Terminal	35
Valor de la Empresa	35
VII. Conclusión	36
VIII. Bibliografía	36
IX. Anexos	37

I. Resumen Ejecutivo

A continuación se presenta la valoración de Agrosuper S.A. cuyo objetivo es determinar el valor económico de la empresa y el precio objetivo para sus acciones, las cuales no se transan en bolsa.

Agrosuper S.A es una empresa chilena dedicada a la industria de alimentos, líder nacional en la producción de proteína animal y sus derivados, participando en los segmentos de cerdo, aves de corral, salmón y alimentos procesados.

Para realizar la valoración se utilizó el método de flujo de caja descontado, tomando la información financiera pública correspondiente a los años 2013 a 2017, además de prospectos de bonos disponibles en la bolsa de comercio de Santiago.

El desarrollo del trabajo presentado está estructurado en cuatro partes:

- I. **Descripción de la empresa y la Industria:** Enfatizando en las unidades de negocios y su composición de las ventas y en las empresas comparables de la industria, información que posteriormente se utilizó para determinar la tasa de crecimiento de las ventas y la estructura de capital económica de Agrosuper S.A. a través de múltiplos comparables.
- II. **Estructura de Capital:** Descripción de los activos, pasivos y patrimonio. Estimación de patrimonio económico y estructura de capital objetivo a través de múltiplos de empresas comparable, resultando en deuda sobre patrimonio económico de 16,9%.
- III. **Costo de Capital:** Estimación del costo de capital a través de modelo de CAPM y Hamada & Rubinstein. Para el costo de la deuda se utilizó el spread a la fecha de emisión del único bono vigente de Agrosuper S.A. ($k_b = 4,05\%$), y para el costo patrimonial, se utilizó la tasa referencial entregada por Damodaran para la industria de "Food Processing" ($k_p = 8,79\%$), se obtuvo un costo de capital de $k_o = 7,95\%$
- IV. **Valoración por medio de Flujo de Caja Descontado:** Se proyectó el Estado de resultado, definiendo los supuestos necesarios para su realización y posterior valoración.

1. Estimación de la tasa de crecimiento de las ventas (1,62%): En base a proyecciones estadísticas del consumo de carne animal (OCDE-FAO, 2017) y de crecimiento de la población (Naciones Unidas, s.f.) por zona geográfica.
2. Proyección de Estado de Resultado: En base comportamiento históricos de sus cuentas sobre ventas.
3. Estimación de Flujo de Caja Bruto y Flujo de caja libre: Realizando los ajustes correspondientes y estimando la Inversión en Reposición, en Capital Físico e inversión en Capital de Trabajo
4. Estimación de Valor terminal de Agrosuper S.A : En base a una perpetuidad constante
5. Estimación del Valor de la Empresa: A través del valor presente de los flujos de caja libre proyectados y del valor terminal estimado.

La valorización realizada determinó que Agrosuper S.A, tiene un valor económico de \$1.928.888MM de pesos, y un precio objetivo de 104 pesos por acción.

II. Metodología

Existen diferentes metodologías para estimar el valor objetivo de una empresa, uno de los más utilizados es el Flujo de caja descontado, el cual se utilizó en este trabajo, la valoración por múltiplos, por valor económico añadido, y por opciones entre otros.

En este trabajo se utilizó la metodología por flujos de caja descontados, que consiste en la valorización de la empresa a través de la suma de los valores presentes de los flujos de caja libre esperados, los cuales deben ser descontados a la tasa de costo de capital o tasa Wacc (Weighted Average Cost of capital), que captura los riesgos asociados a esos flujos.

La metodología de flujo de caja descontado plantea dos principales problemas a resolver:

- 1) Proyección de los Flujos de caja libre
- 2) Estimación de la tasa de Costo de capital

Proyección de los Flujos de caja libre

El Flujo de caja libre es la capacidad que tienen las empresas para pagar deudas y dividendos, una vez ajustados todos los desembolsos asociados a la operación del negocio, y el capital que se utilizará en inversión. Para efectos de una valoración se deben proyectar los flujos por un periodo de tiempo determinado y para los años siguientes se calcula el valor terminal asumiendo perpetuidad de los flujos, la cual puede ser constante o creciente.

Para calcular el Estado de Resultado, se debe realizar la proyección de las distintas cuentas del estado de resultado, considerando crecimiento en las ventas si es que así se considera adecuado.

Posteriormente se deben ajustar aquellas partidas que no implican ingresos o desembolsos de efectivo, como lo son las cuentas de depreciación y amortización, y aquellas cuentas de ingresos o gastos que no derivan de la operación de la empresa, como los gastos/ingresos financieros.

Además se debe ajustar los flujos en base a los planes de inversión en reposición, la inversión en capital físico que respalde el aumento de las ventas (Si es que hubiera) y aumento en capital de trabajo consistente con la operación proyectada.

Estimación de la tasa de Costo de Capital

La tasa de Costo de capital promedio ponderado, como bien indica su nombre, se calcula a través del costo de la deuda de la empresa y el costo patrimonial, promediándolos en base a la estructura objetivo de la empresa, la cual es términos económicos. A continuación se presenta la fórmula para estimar la tasa de costos de capital:

$$K_o = K_p * \frac{P}{P + B} + K_b * \frac{B}{P + B} * (1 - T_c)$$

En donde:

- Kp: Es el costo patrimonial.
- Kb: Es el costo de financiamiento a través de deuda.
- Tc: Es la tasa impositiva de largo plazo, la cual ajusta la tasa en base al descuento tributario que genera el financiamiento a través de deuda.

Las metodologías a utilizar para proyectar el estado de resultado, estimar la tasa de costo patrimonial y la tasa de costo de la deuda, van a depender del criterio de quien realice la valoración, por lo que cada decisión debe estar fundamentada en el análisis de la empresa, que incluye los planes de inversión y financiamiento y la industria entre otros.

Obtenida la proyección de los flujos de caja libre y la tasa de costo de capital se puede calcular el valor terminal de la empresa (perpetuidad constante), que corresponde al valor de la empresa en el último año proyectado (t=n)

$$Valor\ Terminal_{t=n} = \frac{FCL_{n+1}}{K_o}$$

De esta forma el Valor presente de los flujos será:

$$Valor\ Presente\ de\ los\ Flujos\ de\ Caja\ Libre = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1 + K_o)^i} + \frac{Valor\ Terminal_n}{(1 + K_o)^n}$$

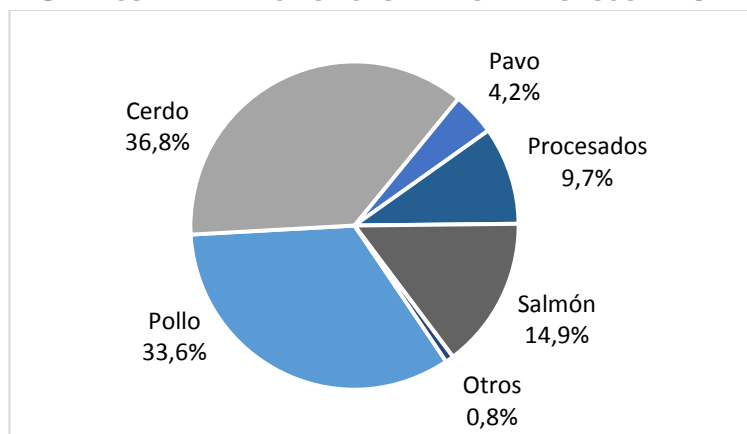
El valor de la empresa será el valor presente de los flujos ajustado por el déficit de capital de trabajo y los activos prescindibles.

III. Descripción de la Empresa e Industria.

Agrosuper S.A

Agrosuper S.A es una sociedad anónima cerrada, principal productor de proteína animal en Chile, con una importante participación dentro de la industria mundial. A través de sus diferentes filiales AGROSUPER S.A lograr integrar los procesos faenación, producción y distribución de los bienes finales, lo que se traduce en una trazabilidad completa, desde la gestación de los animales al distribuidor minorista. Agrosuper posee cinco líneas de negocio SALMON, CERDO, POLLO, PAVO y ALIMENTOS PROCESADOS, las cuales son distribuidas en su gran mayoría a través de sus marcas Sopraval, Súper Cerdo, Súper Pollo, Pollos King, Pan, Súper Salmon, Súper Beef y La Crianza.

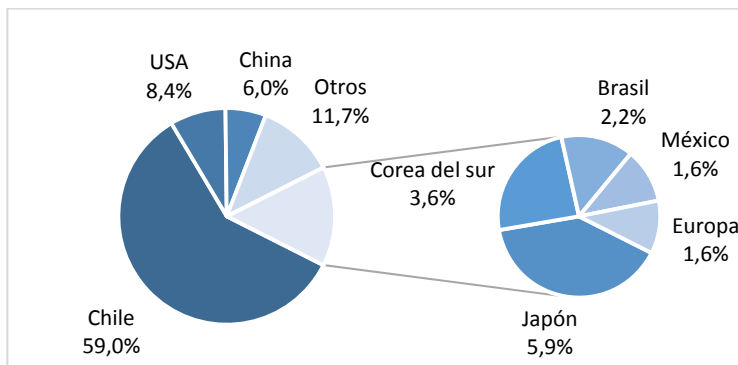
GRÁFICO 1: VENTAS POR SEGMENTO DE AGROSUPER SA



Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

Los ingresos por venta de Agrosuper derivan en gran proporción del negocio de Cerdos (36,8%) y Pollos (33,6%) y seguido de Salmón (14,9%), Alimentos procesados (9,7%) y Pavos (4,2%).

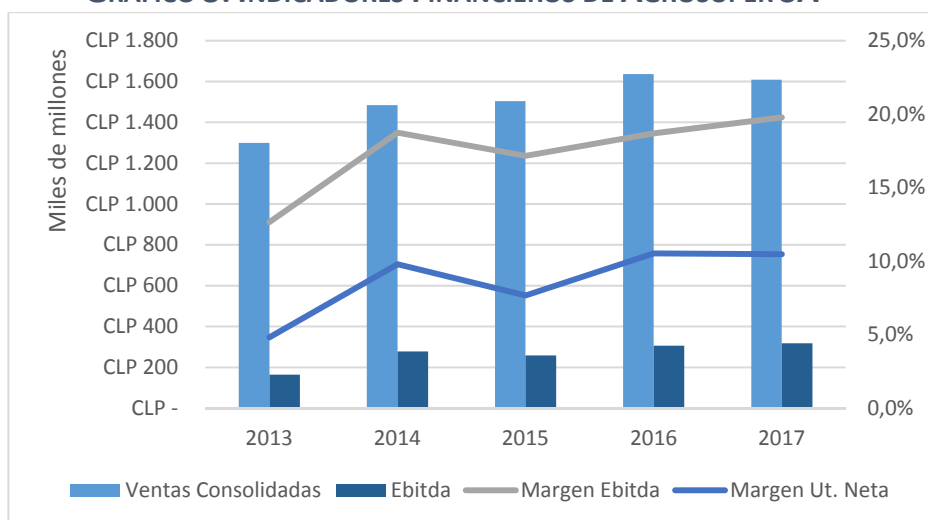
GRÁFICO 2: VENTAS POR PAÍS DE DESTINO DE AGROSUPER SA



Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

El 59% de las ventas se producen dentro del país, y un 41% corresponde a exportaciones, teniendo alcance en 64 países, de los cuales los principales países de destino son Estados Unidos, China, Japón, Corea del sur, Brasil y México.

GRÁFICO 3: INDICADORES FINANCIEROS DE AGROSUPER SA



Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

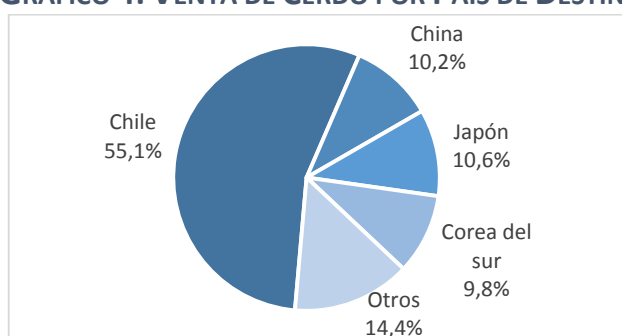
Las ventas de la compañía han tenido una tendencia al alza, sin embargo, en 2017 las ventas disminuyeron en 1,7% con respecto al 2016, explicado por menores ingresos en el negocio de pavos, debido a un brote de gripe aviar. El Ebitda y las Utilidades netas, han tenido una tendencia al alza desde 2015, debido principalmente a la eficiencia de costos que maneja la compañía.

Unidades de Negocio

Cerdo

Es la principal unidad de negocio de Agrosuper en términos de ventas (CLP \$592.150 MM en 2017). Es líder a nivel nacional con un 52% de la participación de mercado a través de la marca Súper Cerdo y posee una participación de mercado de 0,33% a nivel mundial. El segmento Cerdo representa 40,3% de las exportaciones de la empresa, siendo su principal destino el mercado asiático con un 68% de las exportaciones del segmento. (Agrosuper SA, 2017)

GRÁFICO 4: VENTA DE CERDO POR PAÍS DE DESTINO

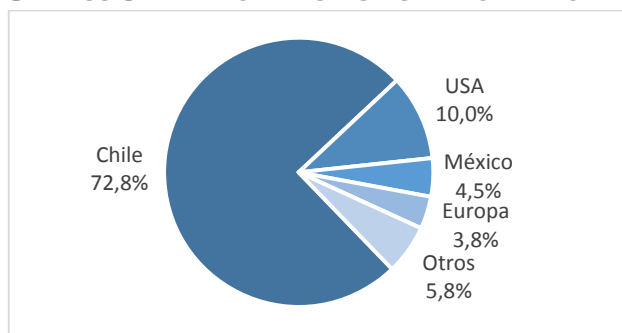


Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

Pollo

Es el segundo segmento con mayores ventas (CLP \$539.970 MM en 2017) Es líder a nivel nacional con un 53% de la participación de mercado a través de las marcas "Súper Pollo" y "Pollo King". Posee una participación de 0,4% a en el mercado de aves (Incluye pollo, pavo y otros) a nivel mundial. El segmento Pollo, se comercializa principalmente a nivel nacional (72,8% de las ventas) y representa el 22,2% de las exportaciones de la empresa, siendo su principal destino de exportación Estados Unidos y México. (Agrosuper SA, 2017)

GRÁFICO 5: VENTAS DE POLLO POR PAÍS DE DESTINO

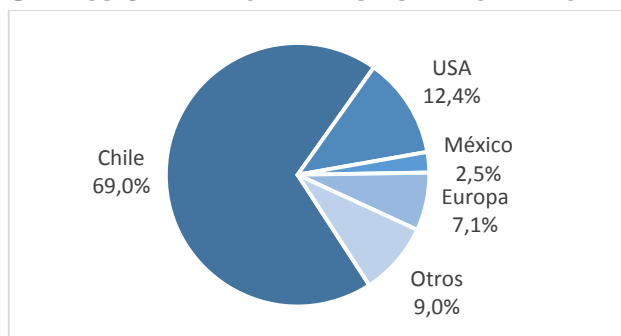


Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

Pavo

El segmento Pavo representa el 4,2% de las ventas (\$68.243 MM en 2017) Es líder a nivel nacional con un 72% de la participación de mercado a través de la marca “Sopraval” y posee una participación de 0,4% a en el mercado de aves (Incluye pollo, pavo y otros) a nivel mundial. El segmento Pavo, se comercializa principalmente a nivel nacional (69% de las ventas) y representa el 3,2% de las exportaciones de la empresa, siendo su principal destino de exportación Estados Unidos y Europa. (Agrosuper SA, 2017)

GRÁFICO 6: VENTAS DE PAVO POR PAÍS DE DESTINO

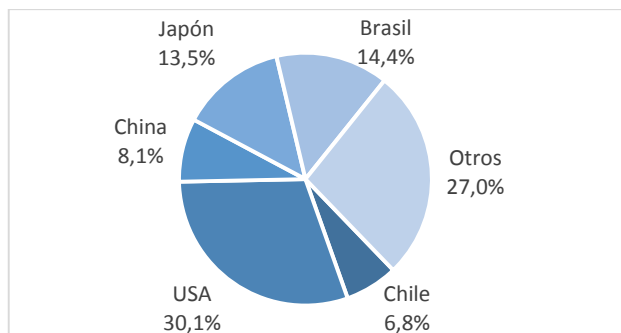


Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

Salmón Atlántico

El segmento de Salmón Atlántico representa el 14,9% de las ventas (\$240.276 MM en 2017). En Chile se comercializa a través de la marca “Súper Salmon”. Las ventas del segmento provienen principalmente de exportaciones (93,2%), con una participación de mercado de 2,44% a nivel mundial. El segmento de Salmon representa el 34% de las exportaciones de la empresa, siendo su principal destino de exportación Estados Unidos. (Agrosuper SA, 2017)

GRÁFICO 7: VENTAS DE SALMÓN POR PAÍS DE DESTINO

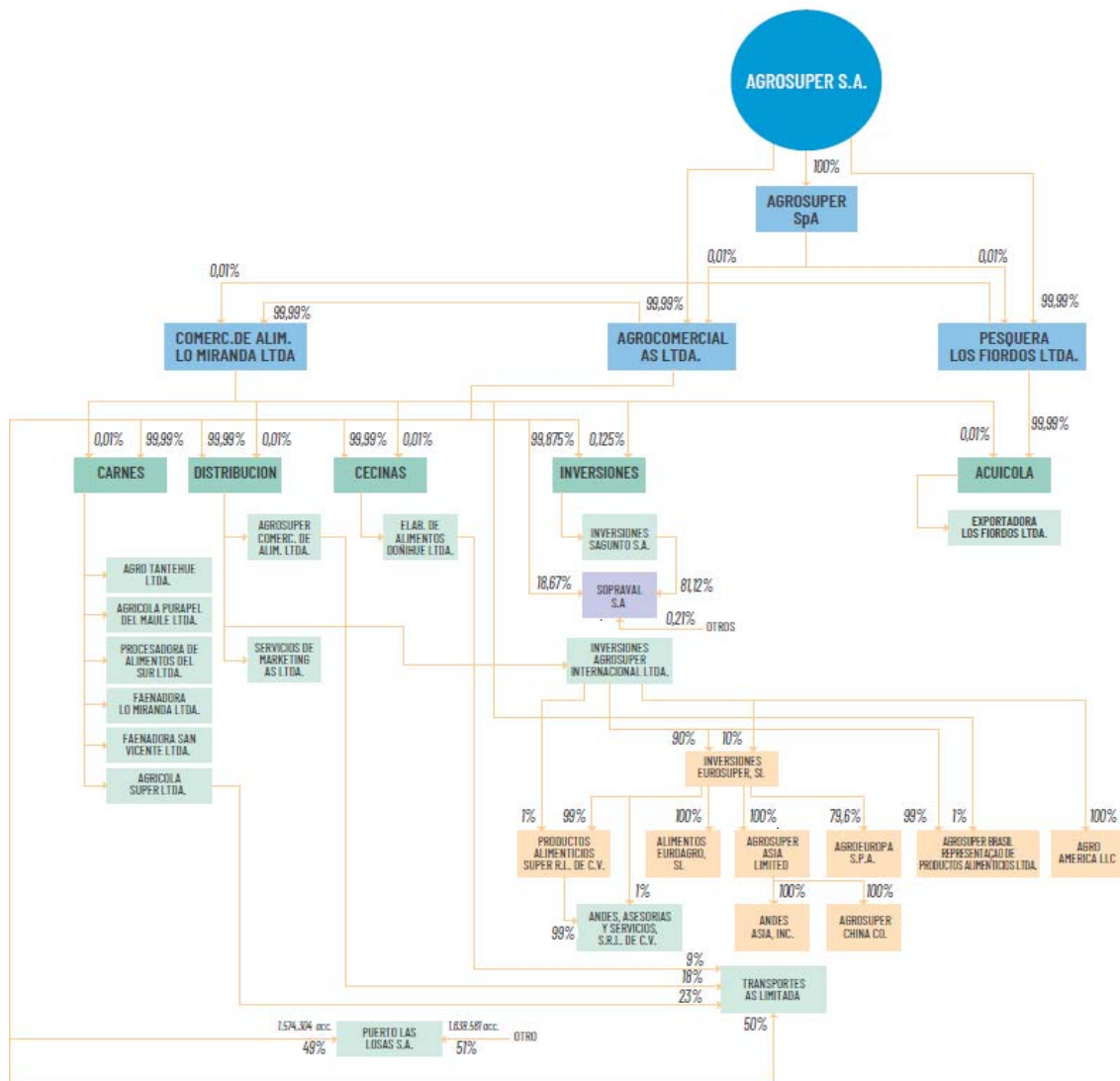


Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

Procesados

El segmento de Procesados representa el 9,7% de las ventas (\$155.399 MM en 2017). En Chile se comercializa a través de las marcas “La Crianza” y “SuperBeef”. Las ventas del segmento provienen casi en su totalidad de la venta nacional (98,7%). (Agrosuper SA, 2017)

Estructura Corporativa



Subsidiarias

Subsidiarias Directas

- **Agrocomercial AS Limitada:** Sociedad que forma parte del proyecto Agroindustrial Valle del Huasco, el cual se encuentra en estado de paralización indefinida.
- **Agrosuper SpA:** Sociedad de inversión, que no posee relación comercial en el negocio actual con las demás sociedades
- **Pesquera los Fiordos Limitada:** Sociedad Matriz del negocio de Salmones.

Subsidiarias Indirectas

- **Agrícola Súper Limitada.:** Es la subsidiara encargada de la compra de materia prima, insumos y producción animal de los negocios de pollos, cerdos, pavos y gran parte del negocio de salmones.
- **Agrosuper comercializadora de alimento Ltda.:** Subsidiaria que se encarga de la comercialización y distribución a nivel nacional de los productos finales del negocio de pollos, cerdos, pavos, salmones y procesados. Además, en conjunto con Sopraval S.A provee materias primas al negocio de Procesados.
- **Exportadora los Fiordos Ltda.:** Su principal función es la compra de materia prima, insumos, producción y elaboración de productos terminados del negocio de salmones.
- **Sopraval S.A:** Su función es la compra de materia prima, insumos, producción y elaboración de productos terminados del negocio de pavos y de procesados. Además, en conjunto con Agrosuper comercializados de Alimentos Limitada provee materias primas al negocio de Procesados.
- **Faenadora lo Miranda Ltda:** Subsidiaria de la cual se obtienen productos terminados del negocio de Pollo y Cerdo.
- **Faenadora San Vicente Ltda:** Subsidiaria de la cual se obtienen productos terminados del negocio de Pollo, Cerdo y Procesados
- **Procesadora de Alimentos del Sur Ltda.:** Subsidiaria de la cual se obtienen productos terminados del negocio de Pollo y Cerdo.
- **Inversiones Sagunto S.A:** Sociedad Matriz del negocio de pavos.

- **Elabora de alimentos Doñihue Ltda.:** Es una de las sociedades que se encarga de la compra de materia prima, insumos de producción y elaboración de productos terminados del negocio de alimentos procesados.
- **Agro Tantehue Limitada:** Subsidiaria que presta servicios de administración a Agrícola Súper Limitada
- **Agrícola Purapel del Maule Limitada:** Sociedad que no posee relación comercial en el negocio actual con las demás sociedades
- **Servicios de Marketing Limitada** Sociedad que no posee relación comercial en el negocio actual con las demás sociedades, entrega servicios de promoción y marketing a todas las unidades de negocio
- **Transportes AS Limitada:** Sociedad que no posee relación comercial en el negocio actual con las demás sociedades
- **Comercializadora de Alimentos Lo Miranda Limitada:** Sociedad que no posee relación comercial en el negocio actual con las demás sociedades.

Subsidiarias relacionadas a las oficinas internacionales:

Sociedades que tienen como objeto la comercialización y distribución a nivel internacional de los productos terminados de las distintas unidades de negocio.

- Alimentos Euroagro SL (España)
- Inversiones Eurosuper SL (España)
- Agrosuper Asia Limited (Hong Kong)
- Agro América LLC (Estados Unidos)
- Andes Asia Inc. (Japón)
- Agro Europa SpA (Italia)
- Productos Alimenticios Súper RL DE CV (México)
- Andes Asesorías y Servicios SRL DE CV (México)
- Agrosuper Shanghai Limited Company (China)
- Agrosuper Brasil Representação de Produtos Alimenticios LTDA (Brasil)
- **Puerto las losas S.A: Subsidiaria no consolidada** que forma parte del proyecto Agroindustrial Valle del Huasco, el cual se encuentra en estado de paralización indefinida.

Propiedad

TABLA 1: PRINCIPALES ACCIONISTAS

Nombre	N° de Acciones	% De Propiedad
Promotora Doñihue Limitada	16.570.535.175	98,48%
Agrocomercial El Paso SA	255.759.682	1,52%
Total Acciones suscritas	16.826.294.857	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Memoria anual (Agrosuper SA, 2017)

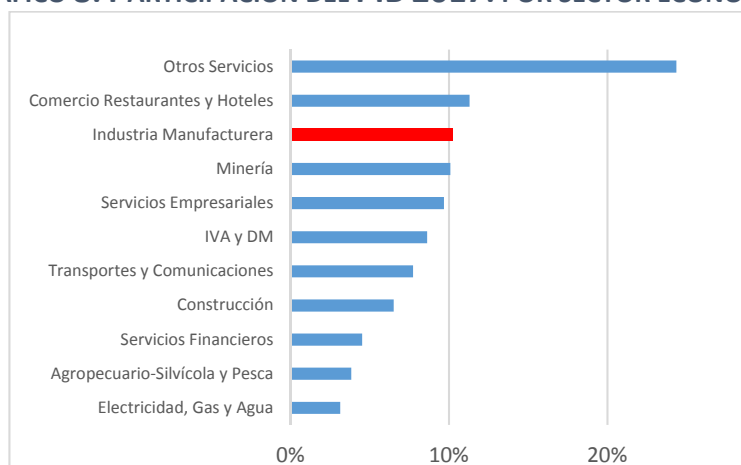
Industria

La industria de los alimentos, específicamente de la proteína animal está altamente expuesta a riesgos sanitarios, pestes o enfermedades que pudieran contraer los animales, afectando su capacidad de producción. La industria se enfrenta a una demanda altamente elástica, en donde cualquier reducción en el precio de un tipo de producto cárnico se traducirá en la reducción de precios de otro. (OCDE-FAO, 2017)

Industria de Alimentos en Chile

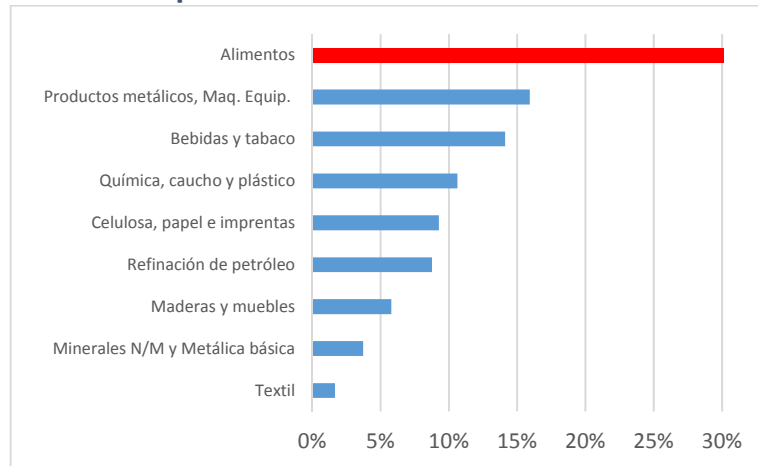
El aporte de la industria alimenticia al PIB del país es de un 3%, siendo el 30% del PIB del segmento manufacturero del País.

GRÁFICO 8: PARTICIPACIÓN DEL PIB 2017: POR SECTOR ECONÓMICO



Fuente: Elaboración propia en base a información de Banco Central (Banco Central de Chile, s.f.)

GRÁFICO 9: Participación del PIB 2017: Industria Manufacturera



Fuente: Elaboración propia en base a información de Banco Central (Banco Central de Chile, s.f.)

Industria Mundial de Proteína Animal

Los precios mundiales de productos cárnicos presentan una tendencia a la baja debido a la disminución de costos de producción y aumento en la eficiencia productiva, que se ha traducido en aumentos en la oferta mundial. Por otra parte, se estima que el crecimiento de la demanda a nivel mundial se verá reducida con respecto a la década anterior, principalmente por estabilización de la demanda por parte de China, el bajo potencial de crecimiento de consumo en países desarrollados y cambios en las preferencias alimenticias de la población. (OCDE-FAO, 2017)

GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE PRECIOS DE LA CARNE (OCDE-FAO, 2017)

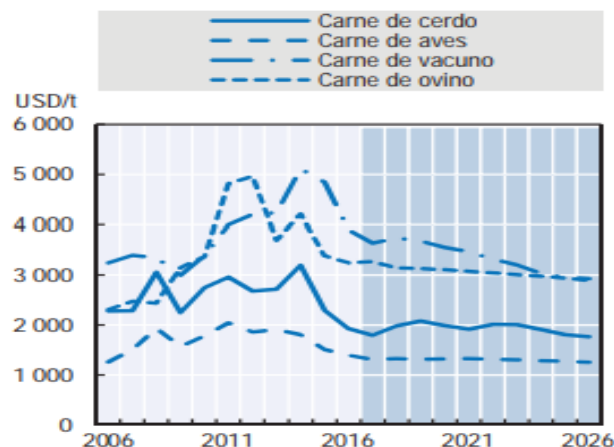
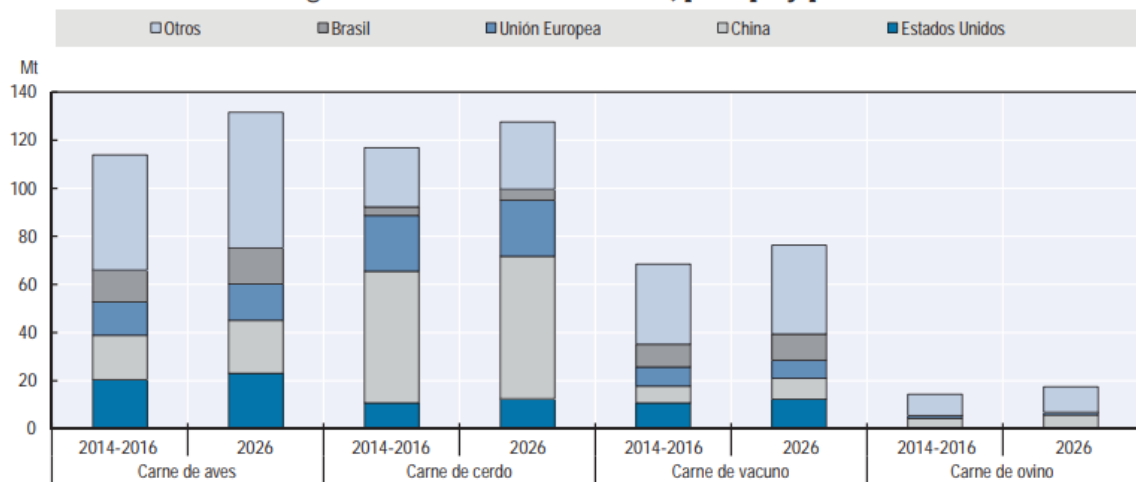


GRÁFICO 11: EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE CARNE POR PAÍS
(OCDE-FAO, 2017)

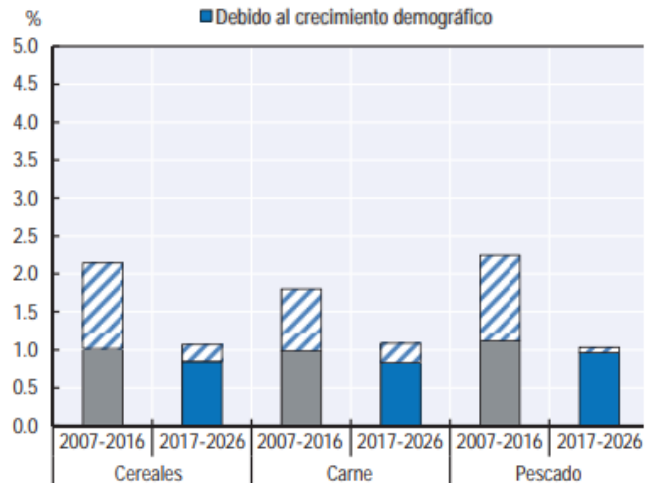


Fuente: OCDE/FAO (2017), "OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas", Estadísticas de la OCDE sobre agricultura (base de datos), <http://dx.doi.org/10.1787/agr-data-en>.

StatLinks <http://dx.doi.org/10.1787/888933576071>

GRÁFICO 12: EVOLUCIÓN Y PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO DE CARNE
(OCDE-FAO, 2017)

■ Debido al crecimiento del consumo per cápita o al crecimiento del consumo no alimenticio
■ Debido al crecimiento demográfico



Empresas comparables

BRF SA

Es una empresa dedicada a la producción y comercialización de productos cárnicos, alimentos procesados derivados de la carne y congelados. BRF SA transa sus acciones en la bolsa de Sao Paulo y a diciembre de 2017 tenía una capitalización bursátil de USD 8.963 MM. Tiene más de 54 plantas en el mundo con más de 105.000 empleados. Es líder en la industria brasileña en cortes de carne, comidas preparadas, margarinas y embutidos y es la mayor exportadora de aves de corral del mundo. Con más de 80 años en la industria, sus productos están presentes en casi 150 países y posee una cartera de más de 4000 productos. (BRF, 2017)

BRF SA se encuentra envuelta en el escándalo de corrupción “Carne Débil” (2017) que involucra a las principales empresas productoras de carne de Brasil. Para BRF SA la situación se ha traducido en pérdidas operacionales de USD 95 MM, gran parte destinada a gastos de comunicación, gastos legales y pérdidas de inventario derivadas de cierre de algunos mercados extranjeros, mientras se realiza la investigación. A diciembre de 2018 La capitalización bursátil de la compañía era de USD 4.584 MM (-49% con respecto a diciembre 2017)¹ .

Marfrig Global Foods S.A

Empresa brasileña dedicada a la producción y procesamiento de productos cárnicos (vacuno, cerdo, cordero, pollo y pescado), además de la producción de otros productos congelados. Posee dos divisiones, la primera distribuye al sector minorista (48% del EBITDA) y la segunda al sector industrial (52% del EBITDA). Transa sus acciones en la bolsa de Sao Paulo y a diciembre de 2017 tenía una capitalización bursátil de USD 1.372 MM. Es el segundo mayor productor de carne de res del mundo, está presente en Chile a través de la marca “Patagonia” y en otros 11 países, con más de 30.000 empleados. (Marfrig Global Foods, 2017)

¹ Para efecto de esta valorización se consideró información a diciembre de 2017, la información posterior a esto es para efectos informativos.

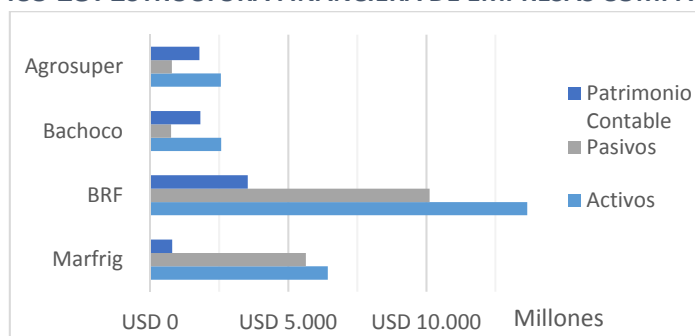
Industrias Bachoco SAB de CV

Empresa mexicana dedicada a la producción de pollo (85% de sus ventas), producción de huevos (5%), alimentos para animales (5%) y alimentos procesados derivados de la carne (5%). Sus productos se comercializan mayormente a nivel nacional representando un 71% de las ventas, siendo líder en la industria mexicana (35% de la producción del país), mientras que el 29% de sus ventas son realizadas en Estados Unidos. Sus acciones se transan en la bolsa mexicana de valores, a diciembre de 2017 tenía una capitalización bursátil de USD 2.853MM. (Industrias Bachoco S.A.V de C.V, 2017)

Análisis de Empresas Comparables

Agrosuper S.A es la empresa de menor tamaño, dentro del grupo de empresas comparables presentado. Industrias Bachoco es la con mayor similitud, por estructura de capital contable y volumen de activos.

GRÁFICO 13: ESTRUCTURA FINANCIERA DE EMPRESAS COMPARABLES



Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros de 2017

El nivel de apalancamiento de Agrosuper, es considerablemente menor que el de las empresas BRF y Marfrig.

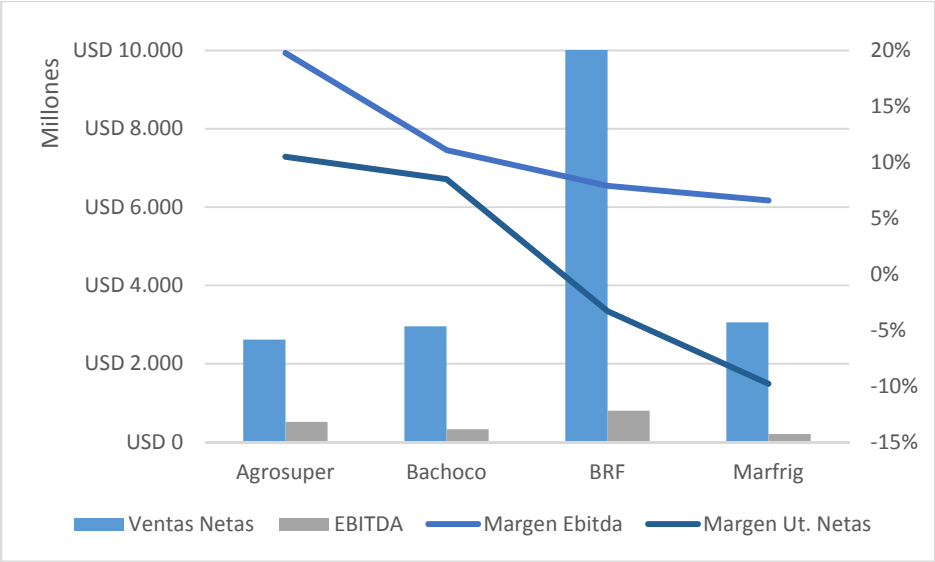
TABLA 2: ESTRUCTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS COMPARABLES

Deuda Financiera / Capital Contable	2017	2016
Agrosuper	0,16x	0,16x
Bachoco	0,15x	0,13x
BRF	1,77x	1,60x
Marfrig	4,73x	11,11x

Fuente: Elaboración propia en base a Estados financieros de 2017

Con respecto al desempeño operacional, en el Gráfico 14, se reflejan los principales indicadores financieros referentes a la operación de las empresas comparables y de Agrosuper.

GRÁFICO 14: INDICADORES FINANCIEROS DE EMPRESAS COMPARABLES



Agrosuper presenta mejores niveles de márgenes Ebitda y de Utilidades netas que las empresas comparables, a pesar de que sus ventas son considerablemente menores que BRF y Marfrig, el volumen de Ebitda se encuentra en niveles similares.

IV. Estructura de Capital

Composición de Activos

TABLA 3: COMPOSICIÓN DE ACTIVOS

Composición de Activos						
Activos corrientes	2017	2016	2015	2014	2013	Promedio
Efectivo	6%	9%	4%	10%	5%	7%
Cuentas por cobrar comerciales	12%	11%	11%	12%	12%	12%
Inventarios corrientes	13%	11%	14%	11%	11%	12%
Activos biológicos corrientes	12%	14%	15%	13%	15%	14%
Otros activos corrientes	2%	3%	3%	3%	2%	3%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	45%	48%	48%	50%	46%	47%
Activos No corrientes						
Propiedades, planta y equipo	45%	42%	41%	40%	44%	42%
Activos por impuestos diferidos	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Otros activos no corrientes	7%	7%	7%	7%	7%	7%
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	55%	52%	52%	50%	54%	53%

Los principales activos de Agrosuper S.A son PPE (45%), Activos biológicos (12%), Inventarios (13%) y cuentas por cobrar de deudores comerciales (12%). La composición de los activos es estable a través del tiempo, promediando un 47% de activos corrientes y un 53% de activos no corrientes.

Composición de Pasivos

TABLA 4: COMPOSICIÓN DE PASIVOS

Composición de Pasivos						
Pasivos corrientes	2017	2016	2015	2014	2013	Promedio
Pasivos financieros	10%	10%	20%	19%	11%	14%
Cuentas por pagar	29%	24%	21%	17%	16%	21%
Otros pasivos corrientes	8%	16%	11%	7%	3%	9%
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	47%	50%	52%	43%	30%	44%
Pasivos no corrientes						
Pasivos financieros	26%	24%	28%	39%	55%	34%
Pasivos por impuestos diferidos	25%	24%	20%	18%	15%	20%
Otros pasivos no corrientes	1%	1%	1%	0%	0%	1%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	53%	50%	48%	57%	70%	56%

Los principales pasivos de Agrosuper S.A son pasivos financieros (36%), cuentas por pagar (29%) y pasivos por impuestos diferidos (25%). El 47% de los pasivos corresponde a obligaciones de corto plazo y el 53% a obligaciones de largo plazo.

Deuda Financiera

TABLA 5: COMPOSICIÓN DE DEUDA FINANCIERA (MUF \$)

DEUDA FINANCIERA (\$M UF)	2017	2016	2015	2014	2013
Bonos	4.709	6.187	6.145	6.104	6.062
Instrumentos de cobertura	117	421	727	337	176
Préstamos bancarios	1.648	0	4.529	9.843	13.227
TOTAL DEUDA FINANCIERA	6.474	6.608	11.401	16.283	19.466

La deuda financiera de Agrosuper S.A ha disminuido un 67% en términos reales desde el 2013, su financiamiento proviene principalmente de bonos. A diciembre de 2017 hay un único bono vigente, con amortizaciones (Bono francés) a partir de marzo 2022.

En 2017 Agrosuper S.A obtuvo financiamiento de corto plazo través de distintas instituciones financieras (Banco de Chile, Scotiabank y Banco Estado) por \$1.648M de UF (\$44.165 MM de pesos), financiamiento fue utilizado principalmente para pagar bono bullet BAGRS-E, que venció en septiembre de 2017.

Obligaciones con el Público

Agrosuper tiene un bono vigente, el cual se describe a continuación (*Tabla de pagos en Anexo 1*):

TABLA 6: DESCRIPCIÓN DE BONO SERIE D

Bono Serie D: "BGRS-D"	
Nemotécnico	BGRS-D
Fecha de Emisión	20-12-2011
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-09-2032
Tipo de Bono	Francés
Tasa Nominal	3,80%
Tasa Colocación	4,78%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	20% Restructuración de pasivos 80% Inversión
Clasificación de Riesgo (Fitch Rating)	AA-Estable
Precio de venta el día de la emisión.	4,51,6563 UF
Valor de Mercado	90,33%

Patrimonio

Capital Pagado y Acciones Suscritas

TABLA 7: ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS

Fecha	Concepto	N° de Acciones	Capital Pagado \$MM CLP
29-10-2010	Constitución Agrosuper S.A	3.372.525.709	134.901
15-12-2010	Aumento de Capital	52.053.605	12.443
27-12-2010	Aumento de Capital	13.401.715.543	553.069
Total Acciones suscritas y Pagadas		16.826.294.857	700.413

Patrimonio Contable

El valor de patrimonio registrado en los Estados de situación financiera consolidados de la empresa Agrosuper S.A en los últimos años 5 es el siguiente:

TABLA 8: PATRIMONIO CONTABLE

CLP \$MM	2017	2016	2015	2014	2013
Participaciones Controladoras	1.092.648	1.063.052	911.349	849.509	705.186
Participaciones no controladoras	750	744	733	543	489
Total Patrimonio	1.093.398	1.063.796	912.082	850.052	705.674

Patrimonio Económico

Agrosuper S.A, no se transa en bolsa, por lo que no se puede obtener el valor económico del patrimonio a través de la capitalización de mercado. Para estimarlo se utilizó un promedio de los ratios financieros de empresas comparables de la industria (BRF, Marfrig y Bachoco), para los años 2013 a 2017, y se aplicó a los valores de Agrosuper.

A continuación, se presenta un resumen del valor patrimonial obtenido por ratio financiero y por año. *(Para más detalles ver anexo 2)*

TABLA 9: PATRIMONIO ECONÓMICO

Estimación Patrimonio Económico (MM CLP)	2013	2014	2015	2016	2017
Capitalización Bursátil/ Utilidades Netas	1.729.855	2.567.799	1.554.261	2.219.245	1.913.030
Capitalización Bursátil/ Ingresos	1.005.306	1.485.277	1.267.060	1.258.640	1.316.603
Capitalización Bursátil/EBITDA	1.046.907	1.941.424	1.578.884	2.180.915	2.997.303
Capitalización Bursátil/ Valor Contable	1.159.752	1.893.434	2.958.642	3.070.647	2.233.265
Promedio	1.235.455	1.971.983	1.839.712	2.182.362	2.115.050

Estructura de Capital

TABLA 10: ESTRUCTURA DE CAPITAL CONTABLE

Estructura de Capital Contable (MM CLP)	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Deuda Financiera	453.740	401.014	292.197	174.095	173.494	
Patrimonio Contable	705.674	850.052	912.082	1.063.796	1.093.398	
B/P	64,3%	47,2%	32,0%	16,4%	15,9%	32,7%
B/V	39,1%	32,1%	24,3%	14,1%	13,7%	24,6%
P/V	60,9%	67,9%	75,7%	85,9%	86,3%	75,4%

TABLA 11: ESTRUCTURA DE CAPITAL ECONÓMICA

Estructura de Capital Económica (MM CLP)	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio
Deuda Financiera	453.740	401.014	292.197	174.095	173.494	
Patrimonio Económico	1.235.455	1.971.983	1.839.712	2.182.362	2.115.050	
B/P	36,7%	20,3%	15,9%	8,0%	8,2%	16,9%
B/V	26,9%	16,9%	13,7%	7,4%	7,6%	14,5%
P/V	73,1%	83,1%	86,3%	92,6%	92,4%	85,5%

Agrosuper S.A ha disminuido progresivamente su nivel de apalancamiento. La estructura de capital es similar en términos contables y económicos. Si bien el nivel de deuda es decreciente en el tiempo, acorde con el calendario de amortización de la deuda, la empresa tenía planes de renovarla, volviendo a la estructura de financiamiento inicial.² Se consideró que la estructura de capital objetivo es 14,5% deuda y 85,5% patrimonio, que es el promedio de la estructura de capital Económica.

² En Septiembre de 2018, Agrosuper S.A emitió dos bonos corporativos (Serie "L" y "M", por aproximadamente CLP 160.000 MM,

V. Costo de Capital

Costo de la Deuda

Agrosuper a Diciembre de 2017, tenía un único bono vigente (BGRS-D), con tasa de colocación de 4,78%, el cual fue emitido en Diciembre de 2011. Dado la antigüedad de la emisión, se calculó el Spread del bono, para posteriormente aplicarlo a la tasa libre de riesgo de Diciembre 2017.

$$k_{b\ 2011} = rf_{2011} + Spread$$
$$4,78\% = 2,99\% + 1,79\%$$

En donde:

$k_{b\ 2011} = 4,78\%$, tasa de colocación del bono BGRS-D, descrito anteriormente.

$rf_{2011} = 2,99\%$, tasa libre de riesgo, BCU-30 años el 20 de diciembre de 2011.

$$k_b = rf + Spread$$
$$4,05\% = 2,26\% + 1,79\%$$
$$k_b = 4,05\%$$

En donde:

$rf = 2,26\%$, tasa libre de riesgo, BCU-30 años el 29 de diciembre de 2017.

Beta de la Deuda

Para calcular el Beta de la deuda se utilizó el modelo de CAPM.

$$k_b = rf + \beta_d * PRM$$

En donde:

$k_b = 4,05\%$, tasa de colocación del bono BGRS-D, descrito anteriormente.

$rf = 2,26\%$, tasa libre de riesgo, BCU-30 años el 29 de diciembre de 2017.

$PRM = 6,94\%$, premio por riesgo de mercado para Chile, provisto por Damodaran (Damodaran, s.f.).

$$\beta_d = 0,26$$

Beta patrimonial

Debido a que la empresa no se transa en bolsa, para estimar el Beta patrimonial con deuda se utilizó el Beta patrimonial sin deuda provisto por Damodaran (Damodaran, s.f.) Y se apalancó según la estructura de capital objetivo de la empresa (definida anteriormente). Se decidió no estimar el Beta patrimonial sin deuda a través de las empresas comparables debido a que han presentado alta volatilidad en el mercado bursátil, además de márgenes negativos, siendo una de las razones el escándalo de corrupción “Carne Débil”, por lo que la estimación atraparía este efecto que no se relaciona con Agrosuper S.A

$$\beta_p^{c/d} = \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) * \beta_p^{s/d} - (1 - tc) * \frac{B}{P} * \beta_d$$

Dado que estructura objetivo de la empresa debe ser en términos económicos, se consideró el promedio de los últimos 5 años, de la estructura de capital económica, (Tabla 11) $\frac{B}{P} = 16,9\%$. La tasa impositiva de largo plazo es $tc = 27\%$ y Beta para la industria de “Food Processing” el $\beta_p^{s/d} = 0,61$

$$\begin{aligned}\beta_p^{c/d} &= (1 + (1 - 0,27) * 0,169) * 0,61 - (1 - 0,27) * 0,169 * 0,26 \\ \beta_p^{c/d} &= 0,65\end{aligned}$$

Costo Patrimonial

A través del Beta patrimonial con deuda calculado en el punto anterior, se calculó el costo patrimonial incluyendo un premio por iliquidez de 2% por no ser acciones transadas en la bolsa.

$$k_p = rf + PRM * \beta_p^{c/d} + PI$$

$$k_p = 2,26\% + 6,94\% * 0,65 + 2\%$$

$$k_p = 8,79\%$$

Costo de Capital

Utilizando la fórmula del Wacc:

$$k_o = k_P * \frac{P}{P + B} + k_B * (1 - tc) * \frac{B}{P + B}$$

$$k_o = 8,79\% * 0,855 + 4,05\% * (1 - 0,27) * 0,145$$

$$k_o = 7,95\%$$

VI. Valoración por Modelo de Flujo de Caja Descontado

Proyección de Flujo de Caja

Crecimiento Histórico de las Ventas

A continuación, se presenta el crecimiento de las ventas de cada año, por cada una de las unidades de negocio de la Agrosuper S.A

TABLA 12: CRECIMIENTO HISTÓRICO DE VENTAS POR UNIDAD DE NEGOCIO

UNE	2017	2016	2015	2014	2013	Promedio	Desv. Estándar
Pollos	5,6%	1,5%	0,4%	2,8%	6,4%	3,4%	2,6%
Cerdos	2,1%	-3,2%	-1,0%	11,5%	-3,3%	1,2%	6,2%
Pavos	-53,2%	-8,3%	36,5%	8,7%	3,6%	-2,5%	32,7%
Procesados	-1,0%	-0,8%	6,1%	8,0%	6,9%	3,8%	4,4%
Salmón	-7,2%	86,8%	-39,7%	12,1%	101,5%	30,7%	61,0%
Otros	10,4%	-17,1%	8,4%	-2,6%	-16,0%	-3,4%	13,0%

Se puede observar que las unidades de negocio los Pavos y Salmón presentan ventas altamente volátiles, debido principalmente a enfermedades que han afectado a los animales. Las otras UNE también presentan crecimiento inestable de las ventas, pero en menor medida. En el caso de los pavos, la importante disminución de ventas en 2017 se debió a un brote de gripe aviar ocurrido a principio del mismo año. Las 5 unidades de negocio (Pollos, Cerdos, Pavos, Procesados, Acuícola) tienen un comportamiento indistinto entre ellas. Debido a las características mencionadas se consideró que el crecimiento de las ventas debía proyectarse de manera independiente para cada unidad de negocio.

Tasa de Crecimiento de las Ventas

Debido a la alta volatilidad que presentan las ventas históricas. Se analizó el potencial crecimiento de las unidades de negocio más importantes (Pollo, Cerdo, Pavo y Salmón que suman el 89,5% de las ventas) de manera independiente. Además, se consideró los distintos mercados internacionales a los que vende Agrosuper, ya que, un alto porcentaje de las ventas (41%) derivan de las exportaciones, teniendo estos mercados distintos comportamientos, requerimientos y niveles de maduración. De esta forma para realizar la proyección de ventas, se utilizó la proyección sobre el consumo de proteína animal per cápita proveniente de las aves de corral (pollo y pavo), cerdo y Pescado, de 2018 a 2026

por país (OCDE-FAO, 2017), una vez obtenidas las tasas de crecimiento se ponderaron en base al peso relativo de cada sector geográfico y de cada producto.

Se calculó el promedio de crecimiento en las proyecciones de 2018 a 2026 (OCDE-FAO, 2017), sobre el consumo de proteína animal per cápita proveniente de las aves de corral (pollo y pavo), cerdo y Pescado, de los países de interés. Además del promedio de crecimiento en las estimaciones de población (Naciones Unidas, s.f.). A continuación, un resumen de los datos obtenidos:

TABLA 13: ESTIMACIÓN DE CRECIMIENTO DE CONSUMO DE CARNES Y POBLACIÓN

Datos de 2018-2026 ³	Crecimiento promedio			
Países	Cerdo	Aves de Corral	Pescado	Población
Chile	1,30%	1,25%	0,78%	1,24%
USA	0,55%	0,12%	0,10%	0,29%
China	0,76%	1,70%	1,36%	0,24%
Japón	-0,07%	2,91%	-0,10%	0,66%
Corea del Sur	-0,15%	1,16%	0,61%	1,48%
Brasil	S/I	S/I	2,47%	0,41%
México	0,85%	0,39%	0,99%	-0,33%
Unión Europea ⁴	-0,14%	0,35%	0,68%	0,21%

³ Datos obtenidos: World population prospect (Naciones Unidas, s.f.)

⁴ Las expectativas de población corresponden a todo el territorio europeo

Para realizar la proyección de las ventas, se analizó la composición de las ventas por país y por unidad de negocio:

TABLA 14: COMPOSICIÓN DE LAS VENTAS POR UNIDAD DE NEGOCIO Y PAÍS

Países	Pollo	Cerdo	Pavo	Salmon	Procesados	Otros	Total Ventas
Chile	72,8%	55,1%	69,0%	6,8%	98,7%	100,0%	59,0%
USA	10,0%	0,0%	12,4%	30,1%	0,0%	0,0%	8,4%
China	3,2%	10,2%	0,0%	8,1%	0,0%	0,0%	6,0%
Japón	0,0%	10,6%	0,0%	13,5%	0,3%	0,0%	5,9%
Corea del sur	0,0%	9,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%
Brasil	0,0%	0,0%	0,0%	14,4%	0,0%	0,0%	2,2%
México	4,5%	0,0%	2,5%	0,0%	0,2%	0,0%	1,6%
Union europea	3,8%	0,0%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
Otros	5,8%	14,4%	9,0%	27,0%	0,7%	0,0%	11,7%
% Sobre ventas Consolidadas	33,6%	36,8%	4,2%	14,9%	9,7%	0,8%	100%

El 41% de las ventas son exportaciones, destacando Estados Unidos con un 8,4% de las ventas, y países asiáticos que concentran un 15,5% de las ventas.

Cruzando las expectativas consumo de proteína animal por país, de crecimiento de población y la composición de las ventas de Agrosuper, se estimó la tasa de crecimiento de las ventas.

TABLA 15: ESTIMACIÓN DE TASA DE CRECIMIENTO DE LAS VENTAS

Unidades de negocios	Crecimiento estimado de ventas	Participación en las ventas
Pollos y Pavos	1,9%	37,8%
Cerdo	1,7%	36,8%
Salmón	0,9%	14,9%
Procesados	1,2%	9,7%
Otros	1,2%	0,8%
Crecimiento Ventas		1,62%

Análisis de Estado de Resultados

Para proyectar el estado de resultados de Agrosuper S.A, se analizó la recurrencia y la relación con el volumen de ventas de los ingresos y gastos de los últimos 5 años (*Anexo 3*). Los costos de venta presentaron la mayor volatilidad con una desviación estándar de ~3%, fluctuando entre 68-76% sobre las ventas. Los gastos de distribución al igual que los costos de venta son considerablemente estables, con una desviación estándar de ~1%, fluctuando entre un 13-14% sobre las ventas. La estabilidad de los costos y gastos permitió utilizar el promedio histórico para proyectar el Estado de resultado.

TABLA 16: ANÁLISIS HISTÓRICO DE ESTADO DE RESULTADOS

Análisis de Estado de Resultados	Promedio	Desv. Estándar
Costo de ventas	-70,74%	3,32%
Margen Bruto antes de Fair Value		
Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	-0,81%	1,56%
Fair Value de activos biológicos del ejercicio	1,35%	1,99%
Margen Bruto		
Otros gastos por función	-0,36%	0,30%
Gastos de distribución	-13,88%	0,81%
Gastos de administración	-2,49%	0,74%
Otras ganancias (gastos)	-1,27%	0,70%
Ingresos financieros	0,10%	0,05%
Costos financieros	-0,80%	0,56%
Participación en asociadas	-0,04%	0,04%
Diferencia de cambio	-0,14%	0,25%
Ganancia (perdida) antes de impuestos		
Impuestos	27,00%	
Depreciación	4,12%	0,36%

Estado de Resultados Projectado

Utilizando la tasa de crecimiento estimada en el punto anterior (Tabla 15) y el promedio histórico de los ingresos y gastos (Tabla 16), se proyectó el estado de resultado.

TABLA 17: PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Resultado Projectado (MM CLP)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ingresos de actividades ordinarias	1.634.881	1.661.366	1.688.280	1.715.630	1.743.423
Costo de ventas	-1.156.502	-1.175.237	-1.194.276	-1.213.623	-1.233.284
Margen Bruto antes de Fair Value	478.379	486.128	494.004	502.007	510.139
(Cargo) Abono por Fair Value de activos	-13.303	-13.519	-13.738	-13.960	-14.187
(Cargo) Abono por Fair Value de activos	22.016	22.373	22.735	23.104	23.478
Margen Bruto	487.092	494.983	503.001	511.150	519.430
Otros gastos por función	-5.959	-6.055	-6.153	-6.253	-6.354
Gastos de distribución	-226.984	-230.662	-234.398	-238.196	-242.054
Gastos de administración	-40.717	-41.377	-42.047	-42.728	-43.420
Otras ganancias (gastos)	-20.709	-21.044	-21.385	-21.732	-22.084
Ingresos financieros	1.678	1.705	1.733	1.761	1.790
Costos financieros	-13.088	-13.300	-13.515	-13.734	-13.957
Participación en asociadas	-627	-637	-647	-658	-669
Diferencia de cambio	-2.292	-2.329	-2.367	-2.405	-2.444
Ganancia (perdida) antes de impuestos	178.394	181.284	184.221	187.205	190.238
Impuestos	-48.166	-48.947	-49.740	-50.545	-51.364
Ganancia (pérdida) del ejercicio	130.228	132.337	134.481	136.660	138.874
Depreciación	67.389	68.480	69.590	70.717	71.863

Flujo de Caja bruto

Ya obtenida la proyección de flujos de caja, es necesario realizar ciertos ajustes para determinar la capacidad real que tiene la empresa para generar flujos derivados de la operación. Se reversaron las partidas que no implicaron un desembolso (ingreso) de flujos, además de aquellas que no se relacionan directamente con la operación de la empresa.

TABLA 18: PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA BRUTO

MM CLP	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E +
Ganancia (pérdida) del ejercicio	130.228	132.337	134.481	136.660	138.874	141.651
Ajustes						
Depreciación	67.389	68.480	69.590	70.717	71.863	73.300
Ajustes por Fair Value	-8.713	-8.854	-8.997	-9.143	-9.291	-9.477
Otros ganancias (gastos) despues de impuestos	15.118	15.362	15.611	15.864	16.121	16.444
Ingresos financieros despues de impuestos	-1.225	-1.245	-1.265	-1.286	-1.306	-1.333
Costos financieros despues de impuestos	9.554	9.709	9.866	10.026	10.188	10.392
Participación en asociadas	458	465	473	480	488	498
Diferencia de cambio	1.673	1.700	1.728	1.756	1.784	1.820
FLUJO DE CAJA BRUTO	214.481	217.955	221.486	225.074	228.720	233.295

Flujo de Caja Libre

Una vez estimado el flujo de caja bruto, se calculó el flujo de caja libre que mide la capacidad de empresa para generar flujos. Para esto, se debe calcular la inversión en reposición, inversión en capital físico y la inversión en capital de trabajo.

Inversión en Reposición

La inversión en reposición es aquella inversión, que no aumenta la capacidad productiva de la empresa, pero que es necesaria para mantener su capacidad productiva actual. Si bien las empresas no suelen desglosar el detalle de sus inversiones en Propiedad, planta y equipo, se puede obtener la información a través del Estado de Flujo de efectivo, en donde se señala los flujos que se destinaron a la adquisición de nueva PPE. Se asumió que la adquisición de propiedad, planta y equipo, se destinó en primer lugar para reponer la capacidad productiva disminuida por el uso (Depreciación) y el restante se dispuso para inversión en nuevo capital físico. Para estimar la inversión en reposición se analizó la compra y la depreciación histórica de propiedades, planta y equipo.

TABLA 19: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN HISTÓRICA

MM CLP	2017	2016	2015	2014	2013
Compras de Propiedades, Planta y Equipo	115.168	103.205	65.325	54.553	16.770
Depreciación	69.176	64.032	57.228	58.941	59.830
Inversión en Reposición	166%	161%	114%	93%	28%

En los últimos años la inversión en propiedad planta y equipo ha sido mayor que la depreciación, por lo que consideraremos una inversión en reposición de 100%

Inversión en Capital Físico

Dado que la inversión en capital físico tiene un impacto en la capacidad productiva, analizaremos la relación entre los activos netos de propiedad PPE y las ventas de la empresa.

TABLA 20: RELACIÓN ENTRE PPE Y VENTAS

MM CLP	2017	2016	2015	2014	2013
PPE	706.648	661.851	628.362	614.224	611.947
Ventas	1.608.818	1.636.440	1.511.014	1.497.579	1.280.121
	44%	40%	42%	41%	48%
Promedio	43%				

En promedio los activos netos clasificados en propiedad planta y equipo, representan un 43% de las ventas. En base al ratio obtenido y las ventas proyectadas, se estimó la inversión en capital físico.

TABLA 21: ESTIMACIÓN DE INVERSIÓN EN CAPITAL FÍSICO

MM CLP	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ventas	1.608.818	1.634.881	1.661.366	1.688.280	1.715.630	1.743.423
PPE Neto	706.648	702.252	713.629	725.190	736.938	748.876
Inversión en PPE	-	11.376	11.561	11.748	11.938	-

Para el 2018 se estima PPE neto de CLP 702.252 MM, dado que el PPE neto observado al cierre de 2017 es de CLP 706.648 MM, se asumirá que en 2017 no habrá inversión en nuevo capital físico.

Inversión en Capital de Trabajo

El capital de trabajo son los recursos financieros que requiere la empresa para llevar a cabo sus operaciones. Al igual que en las estimaciones anteriores, se analizó el comportamiento histórico del capital de trabajo con respecto a las ventas:

TABLA 22: CAPITAL DE TRABAJO HISTÓRICO

MM CLP	2017	2016	2015	2014	2013
Activo corriente neto	577.955	565.149	621.179	571.228	534.243
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	183.146	177.590	169.574	190.350	165.571
Inventarios	203.249	166.205	218.254	176.345	160.227
Activos biológicos	191.561	221.354	233.351	204.532	208.445
Pasivo corriente neto	157.848	144.973	144.605	142.388	129.398
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	139.114	121.422	126.319	120.320	110.639
Otras provisiones a corto plazo	3.682	7.816	3.781	6.232	5.001
Provisiones por beneficios a los empleados	15.051	15.735	14.505	15.836	13.759
Capital de trabajo (CTON)	420.107	420.177	476.574	428.839	404.845
Ventas	1.608.818	1.636.440	1.511.014	1.497.579	1.280.121
CTON sobre Ventas	26,11%	25,68%	31,54%	28,64%	31,63%
Días de venta	94	92	114	103	114
RCTON sobre Ventas promedio	28,72%				
Días de venta promedio	103				

Para la estimación del Capital de trabajo se consideró los Activos Biológicos como operacionales, ya que por la naturaleza del negocio se comporta como si fuera inventario. El efectivo y equivalente a efectivo se consideró como activo prescindible.

El CTON sobre ventas promedio es 28,72%. El capital de trabajo es necesario para aumentar las ventas proyectadas a 2018, por lo que es necesario calcular el déficit de capital de trabajo, el cual debe considerarse al valorizar la empresa.

$$\text{Deficit Capital de Trabajo}_{2017} = \text{RCTON} * \text{Ventas}_{2018} - \text{Capital de Trabajo Observado}$$

$$\text{Deficit Capital de Trabajo}_{2017} = 28,7\% * 1.634.881 \text{ MM} - 420.107 \text{ MM}$$

$$\text{Deficit Capital de Trabajo}_{2017} = 49.430 \text{ MM}$$

Existe un **déficit de \$49.430 MM** en capital de trabajo para el periodo de 2017, necesario para el aumento de las ventas proyectado al 2018. La inversión en capital de trabajo de los años siguientes se calcula multiplicando el RCTON, por la variación de las ventas.

$$\text{Inversión en Capital de trabajo}_t = \text{RCTON} (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

TABLA 23: ESTIMACIÓN DE INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO

MM CLP	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ventas	1.634.881	1.661.366	1.688.280	1.715.630	1.743.423
Variación ventas	26.063	26.485	26.914	27.350	27.793
Inversión en Capital de Trabajo	7.606	7.729	7.854	7.982	0

Flujo de Caja Libre

TABLA 24: ESTIMACIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE

MM CLP	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FLUJO DE CAJA BRUTO	214.481	217.955	221.486	225.074	228.720
Inversión en Reposición	-67.389	-68.480	-69.590	-70.717	-71.863
Inversión en Capital Físico	-11.376	-11.561	-11.748	-11.938	-
Inversión en Capital de Trabajo	-7.607	-7.730	-7.855	-7.982	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	128.109	130.184	132.293	134.437	156.858

Valor Terminal

Para estimar el valor terminal se utilizó la fórmula de perpetuidad constante. El flujo de caja libre estimado para 2023 es CLP 156.858 MM. La tasa de costo de capital calculada anteriormente es 7,95%.

$$\text{Valor Terminal}(T) = \frac{FCL (T + 1)}{K_o}$$

$$\text{Valor Terminal}(2022) = \frac{156.858}{7,95\%} = 1.973.054$$

Valor de la Empresa

TABLA 25: VALOR DE EMPRESA

MM CLP	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Flujo de Caja Libre	128.109	130.184	132.293	134.437	156.858
Valor Terminal					1.973.054
Total	128.109	130.184	132.293	134.437	2.129.912

Valor Presente de los flujos (MM CLP)	1.887.495
Deficit de Capital de Trabajo (MM CLP)	-49.430
Activos Prescindibles (MM CLP)	90.822
Valor de la Empresa (MM CLP)	1.928.888
Deuda Financiera (MM CLP)	-173.494
Patrimonio Economico (MM CLP)	1.755.393
N° Acciones (MM)	16.826
Precio Objetivo de la acción CLP	104

VII. Conclusión

El trabajo de valorización realizado considera información publicada al cierre del año 2017, sin incluir cambios, planes de inversión o nuevas fuentes de financiamiento que podrían haber ocurrido posterior a esa fecha. A través de la valorización realizada a Agrosuper S.A, se estimó un valor económico para la empresa de \$1.928.888 MM de pesos.

VIII. Bibliografía

Agrosuper S.A. (2013-2017). *Memoria Anual*.

Agrosuper S.A Prospecto de Bonos

Banco Central de Chile. (s.f.). *www.bcentral.cl*. Obtenido de https://si3.bcentral.cl/Siete/secure/cuadros/arboles.aspx?idCuadro=CCNN2013_P2

BRF. (2017). *Annual Report*.

Industrias Bachoco S.A.V de C.V. (2017). *Informe Anual*.

Marfrig Global Foods. (2017). *Annual Report*.

Naciones Unidas. (s.f.). *World Population Prospect*.

OCDE-FAO. (2017). *Perspectivas Agrícolas 2017-2026*.

IX. Anexos

Anexo 1: Tabla de pagos bono "Serie D" ⁵

Cupón	Fecha de Vencimiento	Interés	Amortización	Valor Cuota	Saldo Insoluto
1 al 20	1 de marzo de 2012 hasta el 1 de septiembre de 2021 (semestralmente)	9,4115	0,0000	9,4115	500,0000
21	1 de marzo de 2022	9,4115	22,7273	32,1388	477,2727
22	1 de septiembre de 2022	8,9837	22,7273	31,7110	454,5454
23	1 de marzo de 2023	8,5559	22,7273	31,2832	431,8181
24	1 de septiembre de 2023	8,1281	22,7273	30,8554	409,0908
25	1 de marzo de 2024	7,7003	22,7273	30,4276	386,3635
26	1 de septiembre de 2024	7,2725	22,7273	29,9998	363,6362
27	1 de marzo de 2025	6,8447	22,7273	29,5720	340,9089
28	1 de septiembre de 2025	6,4169	22,7273	29,1442	318,1816
29	1 de marzo de 2026	5,9891	22,7273	28,7164	295,4543
30	1 de septiembre de 2026	5,5613	22,7273	28,2886	272,7270
31	1 de marzo de 2027	5,1335	22,7273	27,8608	249,9997
32	1 de septiembre de 2027	4,7057	22,7273	27,4330	227,2724
33	1 de marzo de 2028	4,2779	22,7273	27,0052	204,5451
34	1 de septiembre de 2028	3,8502	22,7273	26,5775	181,8178
35	1 de marzo de 2029	3,4224	22,7273	26,1497	159,0905
36	1 de septiembre de 2029	2,9946	22,7273	25,7219	136,3632
37	1 de marzo de 2030	2,5668	22,7273	25,2941	113,6359
38	1 de septiembre de 2030	2,139	22,7273	24,8663	90,9086
39	1 de marzo de 2031	1,7112	22,7273	24,4385	68,1813
40	1 de septiembre de 2031	1,2834	22,7273	24,0107	45,4540
41	1 de marzo de 2032	0,8556	22,7273	23,5829	22,7267
42	1 de septiembre de 2032	0,4278	22,7267	23,1545	0,0000

⁵ Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de prospecto del bono.

Anexo 2: Ratios Empresas Comparables

Capitalización Bursátil/ Utilidades Netas	2013	2014	2015	2016	2017
BRF	42,23	25,86	15,93	—	—
Marfrig	—	—	—	—	—
Bachoco	12,99	9,46	11,03	12,88	11,35
Promedio	27,61	17,66	13,48	12,88	11,35
Utilidades Netas de Agrosuper (MM CLP)	62.655	145.412	115.305	172.303	168.580
Patrimonio Economico (MM CLP)	1.729.855	2.567.799	1.554.261	2.219.245	1.913.030

Capitalización Bursátil/ Ingresos	2013	2014	2015	2016	2017
BRF	1,54	1,90	1,45	1,15	1,04
Marfrig	0,11	0,21	0,17	0,18	0,45
Bachoco	0,67	0,89	0,91	0,98	0,97
Promedio	0,77	1,00	0,84	0,77	0,82
Ingresos de Agrosuper (MM CLP)	1.299.349	1.484.337	1.503.869	1.636.440	1.608.818
Patrimonio Economico (MM CLP)	1.005.306	1.485.277	1.267.060	1.258.640	1.316.603

Capitalización Bursátil/EBITDA	2013	2014	2015	2016	2017
BRF	13,35	11,00	7,98	11,58	13,11
Marfrig	1,80	2,94	2,65	2,73	6,82
Bachoco	6,48	6,05	7,23	8,88	8,82
Promedio	7,21	6,66	5,95	7,73	9,58
EBITDA de Agrosuper (MM CLP)	145.246	291.393	265.294	282.063	312.819
Patrimonio Economico (MM CLP)	1.046.907	1.941.424	1.578.884	2.180.915	2.997.303

Capitalización Bursátil/ Valor Contable	2013	2014	2015	2016	2017
BRF	2,93	3,53	3,07	3,26	2,65
Marfrig	0,69	1,62	5,14	3,80	1,90
Bachoco	1,32	1,53	1,52	1,61	1,58
Promedio	1,64	2,23	3,24	2,89	2,04
Patrimonio Contable de Agrosuper (MM CLP)	705.674	850.052	912.082	1.063.796	1.093.398
Patrimonio Economico (MM CLP)	1.159.752	1.893.434	2.958.642	3.070.647	2.233.265

Anexo 3: Análisis de Estado de Resultados

Análisis de Estado de Resultados	2017	2016	2015	2014	2013	Promedio	Desv. Estándar
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%		
Costo de ventas	-68%	-71%	-70%	-69%	-76%	-71%	3%
Margen Bruto antes de Fair Value							
(Cargo) Abono por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	-4%	-1%	0%	0%	0%	-1%	2%
(Cargo) Abono por Fair Value de activos biológicos del ejercicio	4%	3%	0%	-1%	1%	1%	2%
Margen Bruto							
Otros gastos por función	0%	-1%				0%	0%
Gastos de distribución	-15%	-14%	-14%	-13%	-13%	-14%	1%
Gastos de administración	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-2%	1%
Otras ganancias (gastos)	-1%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	1%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Costos financieros	0%	0%	-1%	-1%	-2%	-1%	1%
Participación en asociadas contabilizadas por el método de la participación	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (perdida) antes de impuestos							
Gastos por impuesto sobre Ganancia (pérdida) antes de impuestos	25%	27%	27%	27%	27%	27%	1%
Depreciación	4%	4%	4%	4%	5%	4%	0%