



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas  
Carlos García B.  
Macarena Villalobos M.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl  
macarena.villalobos@humphreys.cl

## **Australis Seafoods S.A.**

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones (AUSTRALIS) Tendencia	Segunda Clase Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2016 <sup>1</sup>

Estado de Resultados Consolidado, IFRS					
M US\$	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos de actividades ordinarias	121.749	141.799	159.759	191.249	347.560
Costo de ventas	-156.908	-157.439	-177.751	-214.668	-304.858
Costos de distribución	-4.889	-6.089	-6.116	-9.988	-11.090
Gasto de administración	-7.745	-10.040	-10.879	-9.998	-8.725
Resultado operacional	-57.615	-43.340	-44.695	-51.959	7.823
Ajuste Fair Value	-26.410	12.961	-7.624	-11.810	58.448
Costos financieros	-3.428	-4.379	-6.247	-8.664	-7.490
Ganancia (pérdida)	-66.096	-28.074	-43.695	-67.208	40.285
EBITDA <sup>2</sup>	-70.478	-13.324	-36.227	-69.223	96.456

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS					
M US\$	2012	2013	2014	2015	2016
Activos corrientes	128.873	152.837	193.008	226.561	221.670
Activos no corrientes	137.507	144.009	207.845	225.520	249.579
<b>Total de activos</b>	<b>266.380</b>	<b>296.846</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>
Pasivos corrientes	94.575	114.546	181.333	325.127	246.018
Pasivos no corrientes	92.677	74.449	109.100	58.950	60.863
Total pasivos	187.252	188.995	290.433	384.077	306.881
Patrimonio total	79.128	107.851	110.420	68.004	164.368
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>266.380</b>	<b>296.846</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>
Deuda financiera	120.752	120.473	176.056	209.436	175.046

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de diciembre de 2016. Cabe destacar, que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<sup>2</sup> El cálculo del EBITDA se obtiene al considerar la ganancia bruta con ajuste de FV + gastos de distribución y administración + depreciación y amortización.

## Opinión

### Fundamento de clasificación

**Australis Seafoods S.A. (ASF)** es una sociedad chilena dedicada a la reproducción, engorda y comercialización de especies salmónidas, en los principales mercados del mundo. Para ello, divide su operación en tres empresas principales:

- Australis Agua Dulce S.A., la cual se concentra en la producción de *smolts* en agua dulce hasta el momento en que están maduros para ser trasladados a engorda en agua salada.
- Australis Mar S.A., cuya actividad consiste en la engorda de peces en agua salada, la comercialización y la exportación de especies salmonídeas.
- Congelados y conservas Fitz Roy S.A., que se enfoca en el proceso de la materia prima resultante del proceso de engorda, prestando servicios de maquila tanto para empresas del grupo Australis Seafoods como a terceros.

La empresa cuenta con 84 concesiones acuícolas en agua de mar, más otras cuatro en calidad de arriendo. El controlador de **ASF** es Isidoro Quiroga Moreno, a través de Inversiones ASF Limitada (80,13%), Inversiones Arlequín Dos Limitada (4,76%), Inversiones Ruiseñor Dos Limitada (4,76%) y Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. (0,69%).

En 2016, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 347,5 millones, una ganancia de US\$ 40,2 millones y un EBITDA de US\$ 96,5 millones. Al cierre de 2016, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 175,0 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias y arrendamientos financieros, mientras que su patrimonio era de US\$ 164,3 millones.

La categoría de riesgo de las acciones de **ASF** en "*Segunda Clase*", se fundamenta, principalmente, en la excesiva variabilidad que han exhibido los flujos de la empresa, independiente de los hechos que han provocado dicha volatilidad, situación que dificulta establecer la capacidad de generación de flujos de largo plazo del emisor. Así, según los resultados mostrados hasta el año 2015, **ASF** mostraba incapacidad para responder al pago de sus obligaciones; es más, sus operaciones tuvieron que ser financiadas con emisión de acciones, préstamos y enajenación en participaciones. Sin perjuicio de lo anterior, los resultados del año 2016 mostraron una generación de caja totalmente compatible con el nivel de endeudamiento de la compañía; en este contexto, y de mantenerse un rendimiento positivo, la clasificación de riesgo podría ser revisada al alza. Pero esto último, en definitiva, dependerá del flujo efectivo generado y las expectativas que se tenga respecto al sector.

Entre otros elementos que restringen la clasificación de riesgo de **ASF** se consideran los peligros biológicos asociados a la producción de peces (virus, algas y parásitos), lo que sumado a eventuales desastres naturales podría traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la masa de peces en engorda en mar. Esta situación resultaría en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas y una alteración de los planes de producción en tierra, en un sector donde el proceso completo de crianza de un salmón puede

superar el año y medio. Cabe destacar, que en la actualidad los principales activos del grupo, tales como pisciculturas y centros de mar, se encuentran asegurados.

También restringe la clasificación de **ASF** su exposición tanto al precio internacional de los salmónidos como al tipo de cambio, variables que se encuentran fuera de su control. En el caso de los precios de los productos vendidos, por corresponder en su totalidad a bienes *commodities*, son comparativamente variables y, por ende, los resultados de la empresa se ven fuertemente expuestos a los cambios que ellos experimentan.

Respecto del tipo de cambio, si bien gran parte de las ventas de la empresa se realizan al exterior, existe un riesgo implícito en la valoración de esta moneda respecto del peso chileno. De esta forma, tanto las apreciaciones como depreciaciones de la moneda local afectan directamente los resultados **ASF** cada vez que parte de sus egresos son en moneda nacional.

Asimismo, por las características intrínsecas de una industria que trabaja con activos biológicos sujetos a eventualidades abruptas negativas, se estima que la deuda financiera debiera tener una estructura suavizada en el tiempo, que evite el riesgo de refinanciamiento para un año en particular. En 2017, la empresa tiene vencimientos de deuda bancaria por aproximadamente US\$ 141,9 millones, un 81,1% del total de su deuda financiera.

Además, la clasificación incorpora una elevada concentración de las ventas (alrededor de un 42%) en dos mercados de destino de las exportaciones con el consiguiente riesgo de perder ingresos relevantes ante cualquier eventualidad.

Adicionalmente, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones del sector, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que el modelo productivo establecido por la empresa y los acuerdos alcanzados por la industria, implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

Por otro lado, dentro de las fortalezas de **ASF**, se consideran su modelo de reproducción y crianza de salmones del Atlántico en agua dulce desde la etapa de *smolts*, realizado a través de su filial, Australis Agua Dulce S.A., hasta el momento del traspaso a agua salada, puesto que este esquema le permite suprimir parte importante de la compra de materia prima, tener mayor control sobre la producción y la calidad de los insumos, y entregar la posibilidad de venta del producto intermedio a otros actores dentro de la industria nacional.

Otra fortaleza relevante de **ASF** en el desempeño de la compañía es el control de costos logrado durante el 2015 y 2016, principalmente en el caso de Salar, en donde los costos de ventas del Salmón Atlántico cayeron un 9,1% respecto del año anterior.

Por otra parte, la presencia bursátil ha mostrado un alza sostenible desde abril de 2016 a la fecha, alcanzando en abril de 2017 un 33.3%.

También se ha considerado como fortaleza la experiencia y apoyo del grupo controlador de la empresa, tanto para la matriz **ASF** como para las filiales.

Otros atributos considerados favorables son las características climático-geográficas de Chile para la crianza de salmónidos y el posicionamiento logrado por la empresa en el mercado de salmónes de América Latina, de importante crecimiento en los últimos años.

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si aumenta la rentabilidad de la empresa, de manera de disminuir la relación de deuda financiera sobre EBITDA que actualmente exhibe el emisor.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Modelo de negocio que, dada las restricciones propias de la actividad, reduce los riesgos sanitarios y favorece la selección de especímenes de mejor rendimiento.

#### Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.
- Apoyo de controladores.

#### Fortalezas de apoyo

- Crecimiento de la demanda mundial sustentado en los beneficios del salmón para la salud.

#### Riesgos considerados

- Exposición a factores biológicos adversos, enfermedades y virus (riesgo persistente y con probabilidad de impacto severo).
- Exposición a variaciones en los precios de mercado (riesgo de alto impacto, en particular si se tienen elevados niveles de apalancamiento financiero).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).
- Exposición al tipo de cambio (riesgo alto por su recurrencia, pero con factibilidad de controlar su impacto).
- Concentración de mercados (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).

## Hechos recientes

### Resultados 2016

En 2016, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 347,5 millones, cifra que representa un alza de 81,7% respecto de 2015, debido principalmente al incremento en el volumen de ventas exportadas que pasaron de 51.385 toneladas en 2015 a 66.376 toneladas en 2016. A esto se sumó que el margen de explotación mejoró desde US\$ -23,4 millones a US\$ 42,7 millones y que el resultado operacional pasó de US\$ -51,9 millones a US\$ -44,7 millones (explicado principalmente por un aumento en el precio de venta de 3,59 US\$/Kg en 2015 a 5,24 US\$/kg en 2016 tras la disminución en la oferta mundial de salmónidos que generó la "Floración de Algas Nocivas (FAN)").

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2016 correspondió a una ganancia de US\$ 40,2 millones y un EBITDA de US\$ 96,5 millones, revirtiendo de este modo los resultados negativos obtenidos en años anteriores.

## Eventos recientes

Durante el año 2016, **ASF** alcanzó una producción de 53.754 toneladas cosechadas entre sus tres especies, lo cual significó una disminución de un 10,5% respecto del año anterior. El resultado obedece a que la "Floración de Algas Nocivas" afectó dos centros que serían cosechados a fines de 2016, por lo que no se pudo obtener niveles similares a los registrados en 2015, cuando se alcanzó un volumen record de 60.082 toneladas cosechadas.

Otras de las variables relevantes en el desempeño de la compañía durante el 2016, fueron la reducción 9,1% en el costo de venta unitario del salmón atlántico.

En febrero de 2016, se inauguró la oficina comercial de **ASF** con sede en Miami (Florida), destinada a vender directamente los productos en el mercado norteamericano, principal destino de sus exportaciones y competir de manera más eficiente con el salmón proveniente de Noruega.

Finalmente, el 2016 estuvo marcado por las consecuencias sufridas a raíz del *bloom* de algas, lo cual marcó un antes y un después para la industria salmonera nacional. El *shock* negativo en la oferta significó un alza del precio del salmón hacia niveles records, impactando positivamente los resultados de las compañías chilenas a partir del segundo semestre del 2016.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría Segunda Clase

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Modelo sanitario de producción en agua dulce:** Como política sanitaria, la empresa se enfoca en el proceso de incubación, crianza y engorda de *alevines* para lograr su desarrollo en *smolts*, minimizando con ello el riesgo de que los peces en crianza adquieran enfermedades. Asimismo, la utilización únicamente de agua dulce hasta el momento del traslado del pez al agua salada impide su contaminación con enfermedades en este último medio, mejorando su resistencia. Se entiende que estas medidas no eliminan los riesgos sanitarios, pero comparativamente los reducen dentro de las alternativas económicamente viables.

**Programa de selección productiva:** **ASF** mantiene un acuerdo de largo plazo para el suministro de *ovas de Salmón Atlántico* mejoradas genéticamente por la empresa Aqua Gen Chile S.A., dicha entidad cuenta con tecnología para la selección de ovas y los adecuados estándares en bioseguridad, aportando efectividad y calidad. De esta manera, se logran obtener los ejemplares que reúnen las distintas particularidades deseadas

en los salmónidos: peso por ejemplar, tiempo de maduración, resistencia a enfermedades, etc. Al mismo tiempo, le permite no depender del extranjero en el suministro necesario para llevar a cabo su cultivo, ya que el 90% de las ovas son provistas por este pacto.

**Experiencia del grupo controlador:** Los controladores de la empresa cuentan con experiencia no sólo en el rubro, sino que también en varias industrias de manera exitosa, contando con la solvencia necesaria para apoyar a los distintos proyectos embarcados por **ASF**, así como generar la confianza de que pueden cumplir con sus compromisos.

**Fortaleza de Chile en producción de salmónidos:** Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmónes y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, claridad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo (desde la Región de los Lagos a la de Magallanes), cercanía a la producción de insumos (especialmente harina de pescado), entre otras. Con ello, las empresas chilenas adquieren una ventaja frente a competidores del resto del mundo (Noruega, Islas Faroe, Escocia, principalmente), en particular, en términos del tiempo empleado de engorda y el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes, representando aproximadamente el 25%<sup>3</sup> de la producción mundial estimada para diciembre 2016 (24,5% a igual fecha de 2015).

**Potencial de la demanda mundial:** El crecimiento de la población mundial, sumado al aumento de los ingresos en los países emergentes, ha provocado un crecimiento en la demanda de alimentos saludables como el Salmón. Es por este motivo, que a los mercados tradicionales del salmón como Europa, Estados Unidos o Japón se han ido incorporando nuevos mercados como Brasil y Rusia.

En el caso de Chile, las exportaciones de Salar tienen como destino principal los mercados de Estados Unidos y Brasil, los cuales en conjunto representan un 39% de las ventas totales. Por otra parte, tanto el Coho como la Trucha tienen como destino principal el mercado japonés, aunque se ha observado un importante crecimiento en el mercado ruso.

## Factores de riesgo

**Exposición a factores biológicos adversos:** Al trabajar con activos biológicos como son la masa de peces para reproducción y crecimiento en agua dulce, que se encuentra en engorda en agua salada, la empresa está expuesta a enfermedades tales como el virus ISA (que atacó a la producción nacional de salmón Atlántico en años recientes) y el florecimiento de algas que enturbian las aguas. Estas últimas se han visto en Chile en los últimos años y no ha podido descartarse la aparición de nuevos patógenos o factores negativos a futuro.

El principal problema de las situaciones descritas es que pueden llegar a afectar la producción completa de la empresa, impidiéndole obtener retornos monetarios por la inversión realizada anteriormente, lo cual puede extenderse por varios períodos, por cuanto el ciclo completo de crianza del salmón puede tomar alrededor de

<sup>3</sup> Fuente:ABG Sundal Collier

dos años hasta su cosecha. Con todo, se reconoce que el modelo de producción de la empresa, sumado a las medidas tomadas por la industria salmonera a nivel agregado y las nuevas normativas que rigen al sector, debiera disminuir a futuro la probabilidad de ocurrencia de este tipo de eventos. Con todo, aun cuando se reduzca la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo, persiste su carácter de elevada magnitud.

En el año 2016, el alza de precios estuvo marcada por la floración de algas nocivas (FAN), lo que afectó las costas de Chile, específicamente en la Región de Los Lagos a fines de febrero e inicios de marzo. Las pérdidas representan 39 mil toneladas de biomasa, generando un shock en la oferta equivalente al 12% de la producción nacional anual. Esto repercutió de manera inmediata en casi todos los mercados donde se comercializa el salmón, independiente de la especie y/o producto en particular. En el caso de **ASF**, el impacto de las pérdidas que se registraron en dos centros de cultivos ubicado en la Región de los Lagos, alcanzaron los US\$ 7,6 millones y en el caso de la Región de Aysén las pérdidas ascendieron a US\$ 3,1 millones producto de las fuertes corrientes marinas.

**Baja diversificación productiva y exposición a precios de commodities:** El salmón del Atlántico constituye la principal especie de cultivo de **ASF**, lo que es complementado con la crianza de salmones del Pacífico y de truchas. Asimismo, los productos actualmente comercializados corresponden más bien a *commodities* (congelados y frescos) y, por lo tanto, se encuentran expuestos a las variaciones que experimentan sus precios en los mercados internacionales.

**Regulación del sector:** La industria chilena productora de especies salmonídeas enfrentó la mayor crisis de su historia a raíz de la aparición del virus ISA en el salmón del Atlántico, lo que le significó perder producción y cuota de mercado a nivel internacional. Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, el Congreso chileno promulgó una nueva Ley de Pesca, que entre otros aspectos estableció áreas y barrios de producción, descansos obligatorios, desinfecciones, vacunaciones, formas de transporte, circulación entre concesiones y forma de actuar ante la detección de ISA en un cultivo, entre otros puntos. Lo anterior, limita la extensión de sectores en mar disponibles para cultivo, restando aún la dictación de una serie de reglamentos por parte de la Subsecretaría de Pesca.

Las nuevas exigencias elevan los costos de producción por ejemplar, no descartándose que puedan existir futuras normativas que encarezcan de mayor forma la producción, restando competitividad a la industria y a **ASF**, en particular. Con todo, se reconoce que el nuevo modelo de producción significará disminuir la probabilidad de adquisición de enfermedades y que la empresa ya se encuentra operando bajo las nuevas reglas legales, con lo cual el impacto futuro no debiera variar significativamente.

**Exposición al tipo de cambio:** La empresa realiza el 90% de sus ventas en dólares de Estados Unidos. Por otra parte, por el lado de las cuentas por pagar, regularmente el 72% está indexada a dólares, por lo que una buena parte (gastos por remuneraciones por poner un ejemplo) genera algún grado de descalce de moneda. Concretamente, a fines de 2016, el 100% de su deuda bancaria estaba en dólares, mientras que las cuentas por pagar al cierre de 2016 de la compañía estaba un 72% en dólares y un 28% en pesos, produciéndose, de este modo, un descalce.

**Concentración de mercados:** Estados Unidos y Brasil, históricamente, han representado cerca del 39% de las ventas, por lo que cualquier suceso particular en estos países, puede mermar significativamente los

ingresos que ambos mercados generan para la empresa. De hecho, la depreciación de las monedas en Brasil y Rusia (este último otro mercado importante) incidió en las ventas en estos países. En todo caso, se reconoce que el riesgo es atenuado por la atomización de las ventas en Brasil.

## Antecedentes generales

### Historia

En 2003, Isidoro Quiroga, actual controlador de **ASF**, adquirió un porcentaje de la propiedad de Australis S.A. (ASA), dedicada por diez años a la producción de *Smolts* de agua dulce.

En 2007 se creó AMSA, filial de engorda de peces en agua salada, la que inició sus actividades en diciembre de 2007, incrementando rápidamente su producción hasta la fecha.

En octubre de 2009, **ASF** compró Australis Agua Dulce S.A. (en ese entonces Landcatch Chile S.A.), sociedad dedicada a la crianza de ovas, alevines y *smolts* en agua dulce, a la empresa de origen escocés Landcatch Limited y Landcatch Natural Selection Limited, formando con ello un *holding* que abarca el proceso completo de la vida de las especies salmonídeas.

En 2010, se realizó una reestructuración del *holding* **ASF** y se separaron completamente las actividades de agua dulce, concentradas en Landcatch, de las de agua salada. Éstas últimas son llevadas a cabo por Australis Mar S.A., que además realiza la comercialización de los productos en Chile y el exterior.

En junio de 2011, **ASF** se abrió a la Bolsa de Comercio de Santiago recaudando aproximadamente US\$ 71 millones.

En 2012, con el fin de expandir las actividades de **ASF**, la filial Australis Mar S.A. incorporó cuatro sociedades como filial: i) Acuícola Cordillera Ltda., ii) Salmones Alpen Ltda., iii) Salmones Wellington Ltda. y iv) Salmones Islas del Sur Ltda.

En 2013 y 2014, se ha avanzado en aumentos de capital, así como la enajenación de algunos activos relacionados con la producción ovas y genética, por lo que ya no se cuenta con producción propia de éstas.

En 2015, Australis Mar S.A. logra su máxima producción histórica con 60 mil toneladas de materia prima, lo que significó un aumento de un 58% respecto de la producción obtenida el año anterior.

Finalmente, en febrero de 2016, se inauguró la oficina comercial de **ASF** con sede en Miami, Estados Unidos, destinada a vender directamente los productos en el mercado norteamericano y competir de manera más eficiente. Por su parte, se realizaron mejoras en la planta de proceso "Ritz Roy", tanto en capacidad productiva como en la tecnología utilizada para el procesamiento de salmones. El edificio fue ampliado en aproximadamente 800 mts<sup>2</sup> y se incorporaron nuevos sistemas de control de rendimiento, túneles de congelamiento y líneas continuas de procesos, aumentando con ello significativamente la producción de la planta.

## Propiedad y administración

### Accionistas y estructura societaria

El controlador final de **ASF** es Isidoro Quiroga Moreno, quién de manera indirecta posee el 94,47% de la propiedad. Su principal accionista directo es Inversiones ASF Limitada, con una participación del 80,13%, la cual también está relacionada al controlador. La estructura de propiedad de la empresa es la que se muestra en el siguiente esquema:

Accionista	Participación
Inversiones ASF Limitada	80,13%
Inversiones Arlequín Dos Limitada	4,76%
Inversiones Ruiseñor Dos Limitada	4,76%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3,91%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,14%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	2,01%
Aseesorías e Inversiones Benjamín S.A.	0,69%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	0,30%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	0,24%
Negocios y Valores S.A. Corredores de Bolsa	0,19%
Euroamérica Corredores de Bolsa S.A.	0,16%
Santander Corredora de Bolsa Ltda.	0,11%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,10%

### Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía, actualmente, está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Martín Guiloff Salvador	Presidente
Isidoro Quiroga Moreno	Director
María Victoria Quiroga Moreno	Director
Isidoro Quiroga Cortés	Director
María Dolores Quiroga Moreno	Director
Adrián Fernández Rosemberg	Director
Rafael Fernández Morandé	Director Independiente

## Antecedentes de la industria de salmicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene mayoritariamente de Noruega y Chile, ambos compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos que se comercializan en Chile son la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

En 2007, la industria salmonera chilena se vio afectada por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona central de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones. Entre sus consecuencias se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, las capturas de salmones silvestres y la situación económica internacional. Hacia fines de 2009, el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta, tras la crisis del ISA, provocó que el precio internacional descendiera a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas hacia 2012 en toda la industria nacional, para posteriormente recuperarse con fuerza en los años 2013 y 2014.

Sin embargo, a diciembre del 2015, el valor de las exportaciones acumuladas para el Salmón Atlántico, Salmón Coho y Trucha Arcoíris para toda la industria chilena ascendió a US\$ 3.527 millones aproximadamente, lo cual representó una caída de un 19% respecto del 2014 para el mismo periodo. Esto obedeció, en gran parte, a la caída de un 22% del precio de venta de los salmonídeos, pese a ello el volumen de ventas para las tres especies se incrementó en un 4,2% respecto de la misma fecha para el año anterior.

Finalmente, cabe agregar, que en 2016 el Salmón Atlántico representó un 59% del valor de las exportaciones de salmones de Chile, seguido por el Salmón Coho y la trucha Arcoíris con un 28 y 13 por ciento, respectivamente.

## Regulaciones

A consecuencia de la crisis que experimentó la industria salmonera chilena entre 2007 y 2010, derivada de la aparición de la variable patógena del virus ISA (existe una variante completamente inocua), las empresas que conforman este mercado y en particular la autoridad (a través del Parlamento y la Subsecretaría de Pesca, Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria, minimizar la probabilidad de aparición de nuevas enfermedades y disminuir los efectos sobre los activos biológicos de la industria.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley Nº 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios. El otorgamiento de nuevas concesiones en la Región de Los Lagos y la de Aysén, se encuentra suspendido hasta cinco años desde la dictación de la ley (hasta el año en curso). La normativa apuntó a regular la forma

en que los barcos de transporte se mueven entre zonas y macro-zonas para evitar que se propaguen enfermedades entre áreas afectadas y aquellas libres de brotes infecciosos, estableciendo para ello desinfecciones. Las concesiones deben mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada asignadas ya no son indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual caso a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigencia de la ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona puede tener más de un 20% de superficie concesionada de una región.

Una de las principales innovaciones correspondió al proceso de producción simultáneo que debe existir en cada barrio o grupo de concesiones. En efecto, todas las empresas con concesiones en un determinado barrio deben iniciar, al mismo tiempo, el cultivo en dicha zona y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de tres meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deben ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en aquel. La autoridad también define la densidad de peces por cultivo.

En términos sanitarios, las nuevas disposiciones establecen procesos de desinfección de elementos productivos y vacunación de peces. Asimismo, en caso de detectarse una concesión con detección de virus ISA, los peces deben ser cosechados de manera inmediata. Si un 30% o más de las jaulas de una concesión resultan positivas de ISA patógeno, entonces la totalidad de los peces en engorda en la concesión tienen que ser eliminados.

También, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros y cuya función era asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se había alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. En 2012, este panel fue reemplazado por ocho Comités Científicos Técnicos encargados de tomar las principales decisiones de administración pesquera con un claro énfasis en la preservación de los recursos por sobre los resultados económicos. Los expertos en estos Comités duran cuatro años en el cargo, con renovaciones parciales cada dos.

Si bien la dictación de este conjunto de normas eleva los costos de producción de las empresas del sector, se busca como contrapartida una disminución de los riesgos de adquisición de enfermedades, lo que en el mediano plazo podría significar un aumento de los rendimientos por menor mortalidad de los peces (pero con el agravante de un uso intensivo de antibióticos).

En el año 2014, se instauraron nuevas normativas. Una, regula las siembras de acuerdo con la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses. Otra regulación, delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios.

Durante el año 2015, destaca la publicación y entrada en vigencia de un conjunto de disposiciones vinculadas con la fiscalización y sanciones en materia ambiental. Además, en materia sanitaria, se publicó la resolución

Nº 8228 del Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura que aprueba el programa sanitario general para uso de antimicrobianos en la salmonicultura y otros peces de cultivo.

Finalmente, en 2016, se modificó el reglamento de medidas de protección, control y erradicación de enfermedades de alto riesgo para especies hidrobiológicas, Nº 319, del Ministerio de Economía, que incorpora nuevas condiciones para número de peces a sembrar en los centros de cultivo.

## Antecedentes de producción y ventas

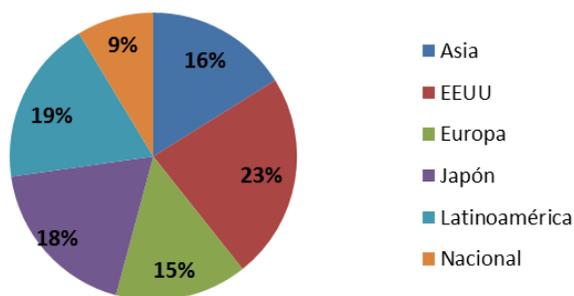
### Proveedores

Las principales empresas proveedoras de **ASF** corresponden a empresas que le venden alimentos para peces, vacunas, activos en agua salada y confección y mantención de redes. Desde el punto de vista de servicios, los más relevantes son los servicios de transporte de peces hacia y desde los centros de cultivo en mar, y de procesamiento de peces. El 90% de las ovas son provistas por Aqua Gen Chile S.A., el resto son provistas por terceros.

### Ventas por mercado

A continuación, se muestra la distribución de las ventas monetarias para 2016 por continente:

#### Distribución de los Ingresos por continente

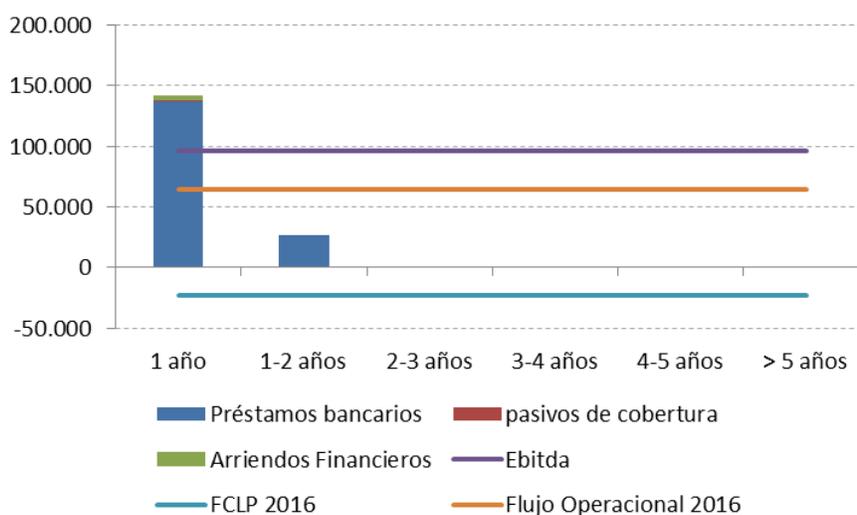


La distribución de los ingresos por continente, al considerar las tres especies de salmónidos, provienen mayoritariamente del mercado estadounidense. Este mercado privilegia productos de mayor valor agregado, mayormente filete fresco, y gracias a su filial "Trapananda Seafarms", ubicada en Miami, ha logrado incrementar el volumen de productos comercializados. Al cierre del 2016, Estados Unidos representaba el 23% de los ingresos de la compañía, seguido por el mercado latinoamericano, donde destaca la participación de Brasil con exportaciones de salmón atlántico entero fresco (Hon), el cual en conjunto con países latinoamericanos representan el 19% de las ventas.

## Análisis financiero

### Endeudamiento y liquidez

Al 31 de diciembre de 2016, la deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 175 millones. Al descontarse los arrendamientos financieros y pasivos de cobertura, se tiene la cifra de US\$ 137,2 millones en préstamos bancarios. De este monto, un 99,5% correspondía a la filial Australis Mar S.A. y el 0,5% restante a Australis Agua Dulce S.A.



La porción no corriente representa el 16,1% de la deuda financiera, mientras que un 100% del total está expresado en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa. La deuda financiera está pactada a una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen.

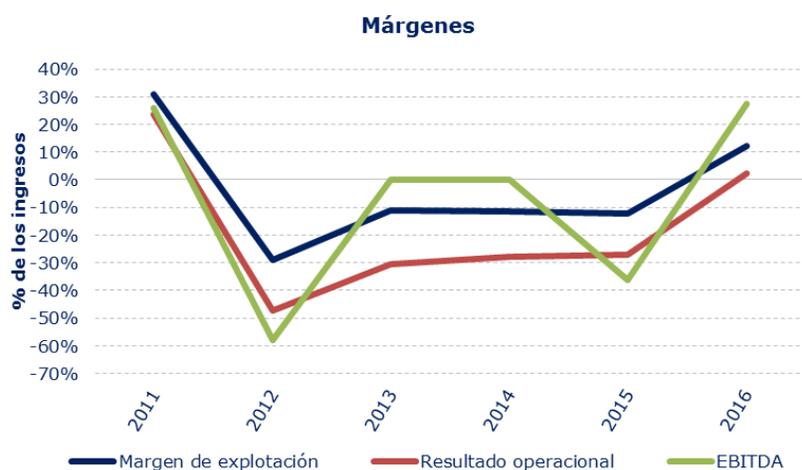
De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, aun cuando el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>4</sup>) ha mejorado, éste continúa siendo negativo en US\$ 22,8 millones. No obstante, por su metodología de construcción, este indicador considera las rentabilidades históricas que, en este caso, pierden representatividad, dados los cambios que exhibe la compañía, lo cual refleja la dificultad para proyectar los flujos futuros de compañías. Es por ello, que el FCLP estimado no alcanzaría el nivel requerido para hacer frente a los vencimientos de deuda de la **ASF**.

<sup>4</sup> Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que busca tener una aproximación de la generación de caja de la empresa tomando en consideración su comportamiento histórico y su actual capacidad productiva (en la práctica se puede asimilar al resultados operacional, deducida aquellas partidas que no representan flujos de caja, más la depreciación y menos gastos financieros e impuesto). En este caso particular, dada la volatilidad del precio del salmón, el FCLP, que es un promedio, puede diferir fuertemente de un año en particular.

## Eficiencia y rentabilidad

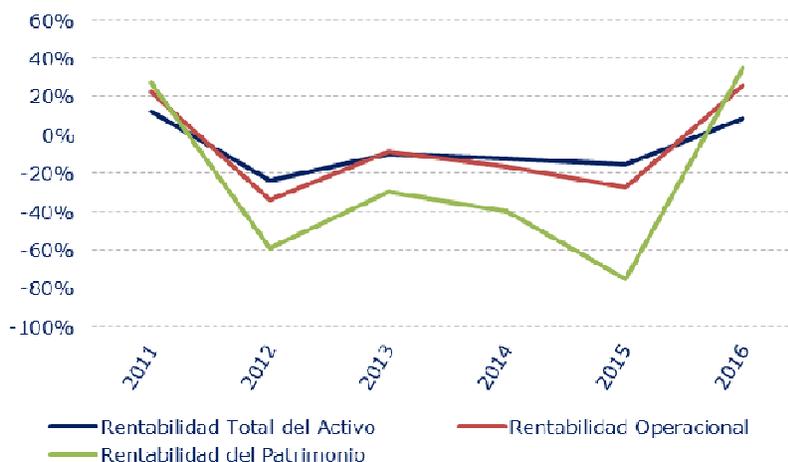
Entre los años 2011 a 2012, los márgenes de la compañía, medidos como porcentaje de los ingresos, específicamente el Margen Operacional, el EBITDA y el Resultado Operacional, se vieron fuertemente perjudicados tanto por la disminución del precio de venta como por el incremento de los costos de ventas y de distribución. Posteriormente, el precio de venta se recuperó, logrando mantenerse estable hasta el año 2014, pero el incremento en los costos y gastos hicieron que los márgenes continuaran siendo negativos.

En 2015, el fuerte impacto en la baja del precio de venta para sus tres especies salmonídeas no alcanza a ser compensado por los buenos resultados obtenidos a nivel de costos, los cuales experimentaron una disminución de un 15,3% respecto del año anterior, originando con ello que los márgenes de la compañía fueran negativos hasta el cierre del ejercicio 2015, situación que logra ser revertida en 2016, producto del incremento en los precios de ventas para las tres especies de salmónidos comercializados, en donde el EBITDA alcanzó los US\$96,5 millones (US\$ - 69.2 en 2015) mientras que el margen de explotación y resultado operacional fueron de 12,3% y 2,3% respectivamente. (En 2015 fueron de -12,2% y -27,7%)



Similar trayectoria a la de los márgenes se puede observar con las rentabilidades de los activos, operacional y del patrimonio, tal como se refleja en el siguiente gráfico:

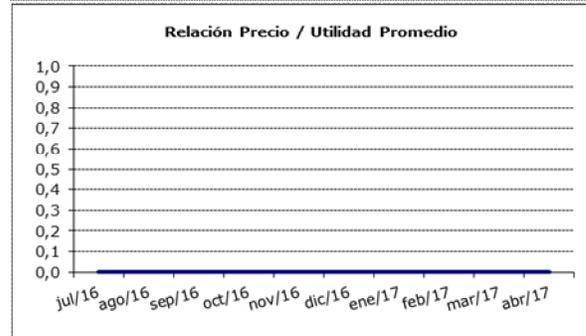
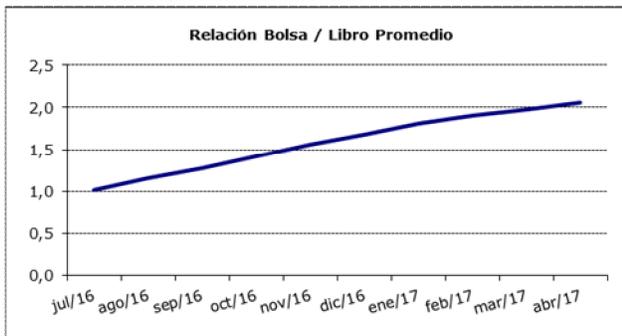
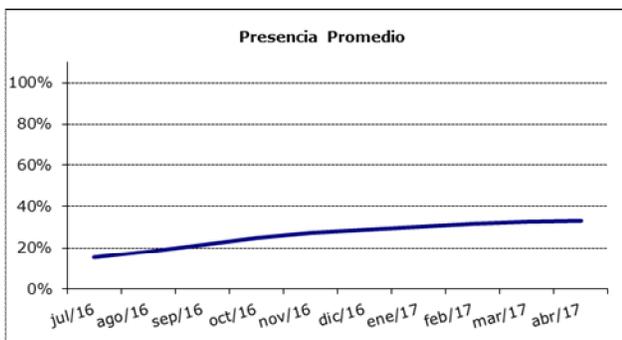
### Rentabilidades



### Desempeño bursátil de la acción

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro.

Es posible apreciar que la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses exhibe una tendencia al alza hasta abril de 2017, llegando a marcar una presencia promedio de 33,3%



*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".*