

Por recuperación en su capacidad de generación de flujos y precios menos volátiles

Humphreys asigna tendencia "Favorable" a la clasificación de solvencia de Australis Seafoods

Santiago, 25 de junio de 2019. **Humphreys** mantiene en "Categoría BBB-" la solvencia de **Australis Seafoods S.A. (ASF)**, asignándole tendencia "Favorable". La clasificación de riesgo otorgada a los títulos accionarios se ratifica en "Primera Clase Nivel 3" con tendencia "Estable".

El cambio de tendencia de clasificación de solvencia, desde "Estable" a "Favorable", responde a la constatación de la recuperación de la capacidad de generación de flujos de la compañía, lo cual debería significar, en un contexto de crecimiento mundial de la oferta y demanda de salmón acordes con sus trayectorias de mediano plazo y un precio relativamente menos volátil, lo que se traduciría en una disminución del riesgo asociado a caídas abruptas del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP¹) de la emisora.

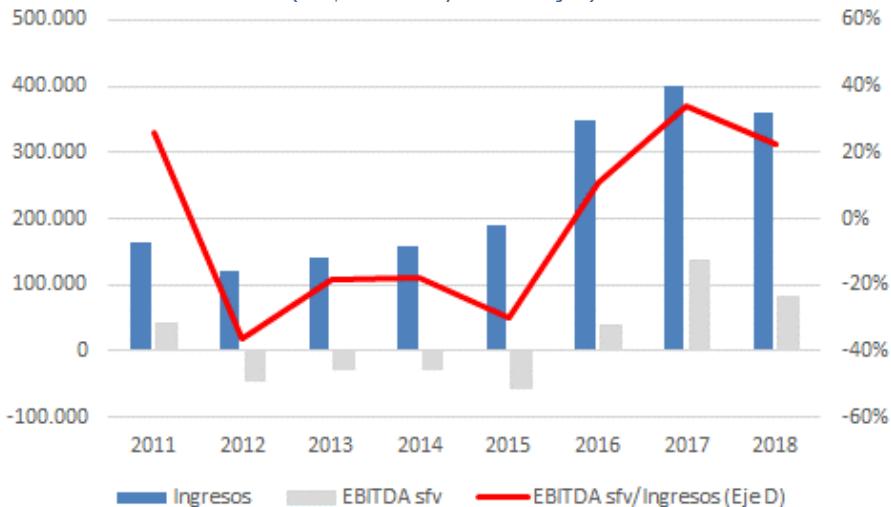
La clasificación de riesgo en "Categoría BBB-" se fundamenta en la estructuración de un negocio enfocado en la contención de costos que permita reducir el punto de equilibrio de la compañía y, en consecuencia, disminuir su exposición a las bajas recurrentes en el precio del salmón. En este aspecto, cabe destacar los logros 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; durante el año 2017 fue la Trucha Arcoiris la que presentó una mayor eficiencia, con una baja de costo de 5,9% durante el último trimestre del año.

Complementando lo anterior, dentro de las fortalezas de **ASF**, se considera 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, 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.

La categoría de riesgo asignada toma en consideración, además, el hecho que los cambios regulatorios en Chile dificultan un crecimiento explosivo de la oferta nacional y, por ende, disminuye la presión a la baja en el precio internacional del salmón (dado lo relevante del país como oferente de salmones). Este cambio en la normativa posibilitaría la consolidación de la generación de flujos de la compañía, comentada más arriba. También, como elemento de juicio, se incorpora la existencia de una deuda más compatible con el proceso de consolidación del negocio y el carácter cíclico de los ingresos; en efecto, la deuda financiera se ha reducido en un 41% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2018, unido a un perfil de amortizaciones menos restrictivo para los próximos cuatro años (en torno a los US\$ 20 millones anuales), con un Flujo de Caja de Largo Plazo de US\$ 25,1 millones anuales y un EBITDA de casi US\$82 millones anuales.

¹ El 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 resultado operacional, deducida aquellas partidas que no representan flujos de caja, más la depreciación y menos gastos financieros e impuestos). En este caso particular, dada la volatilidad del precio del salmón, el FCLP, que es un promedio, puede diferir fuertemente de los resultados de un año en particular.

Ilustración 1
Evolución de Ingresos y EBITDA. 2011-2018
(US\$ Millones y Porcentajes)



También se ha considerado la fortaleza del grupo Joyvio, el cual, al cierre del presente informe, fue autorizado por la Fiscalía Nacional Económica, para efectuar la adquisición de **ASF**. A diciembre de 2017 ese conglomerado registró ventas por más de US\$48.200 millones a nivel mundial, activos totales por casi US\$46.275 millones, en tanto que a esa misma fecha su patrimonio superaba los US\$12.128 millones.

Complementariamente se han incluido las ventajas de Chile como país productor de salmones, con condiciones climáticas y geográficas que han hecho de nuestro país el segundo mayor productor a nivel mundial, concentrando junto a Noruega cerca del 78% del total de la producción mundial de salmón atlántico.

La clasificación también considera el explosivo aumento del volumen de exportaciones chilenas por sus productos (salmón atlántico y trucha arcoíris) que entre 2012 y 2015 tuvo un crecimiento promedio anual de 11,2%², siendo Japón y EEUU los principales destinos. Con posterioridad, no obstante, la oferta chilena ha mostrado un importante grado de estabilidad, la cual se estima se mantenga en el futuro, como resultado del nuevo marco normativo que rige a la industria, y que desincentiva incrementos abruptos de producción.

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve contraída por 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, a partir de 2016 esta volatilidad se reduce, de manera que los resultados del período 2016 a 2018 muestran una generación de caja totalmente compatible con el nivel de endeudamiento de la compañía.

Entre otros elementos que limitan 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 biomasa de peces en engorda en el mar. Esta situación, aunque milderizada por la ampliación de su área de operaciones a la región de Magallanes, 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

²

Fuente: SalmonChile.

donde el proceso completo de crianza de un salmón puede superar los dos años. Cabe destacar, que en la actualidad los principales activos del grupo, tales como pisciculturas y centros de mar, se encuentran asegurados.

Ilustración 2
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
DF/EBITDA y DF/FCLP. 2011-2018
(US\$ Millones y Porcentajes)



También restringe la clasificación de **ASF** su exposición tanto al precio internacional de los salmones 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.

Asimismo, por las características intrínsecas de una industria que trabaja con activos biológicos sujetos a eventualidades caídas abruptas, 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 la actualidad, la compañía sólo tiene una amortización importante en 2022, que supera en forma importante a aquellas amortizaciones previas. Sin embargo, dada la magnitud que actualmente alcanza el EBITDA, así como las holguras que se registrarían en 2019-2021, no existiría problema para hacer frente a este pago.

La clasificación de los títulos accionarios en “*Primera Clase Nivel 3*” responde a la clasificación de solvencia de la sociedad, en grado de inversión, y al hecho que las acciones presentan una presencia bursátil en torno al 41%; además de la existencia de un *market maker* que permite entregar más información al mercado respecto del precio de estos títulos.

En 2018, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 361 millones, una ganancia de US\$ 42,2 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de casi US\$ 82 millones. Al cierre de 2018, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 123,6 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias y arrendamientos financieros, mientras que su patrimonio era de US\$ 280 millones.

En el primer trimestre de 2019 la compañía registró ingresos por ventas por US\$99.565 miles, lo que representa un incremento de 27,3% respecto al mismo período del año anterior, debido principalmente al aumento del volumen cosechado de 86,7%, que más que compensó la caída del precio de 2% registrado en el período. El EBITDA registró un valor de US\$20.272 miles, lo que significa un incremento de más de 66,6% respecto de los US\$12.165 exhibidos por la firma durante el mismo período de 2018. De este modo, las ganancias en el período totalizaron

US\$15.411 miles, registrando un aumento de casi 380% respecto de los US\$3.212 exhibidos por **ASF** durante el primer trimestre del año pasado.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Categoría
Acciones	AUSTRALIS	Primera Clase Nivel 3

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".