



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

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

Mayo 2019

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
Solvencia	BBB-
Tendencia	Favorable <sup>1</sup>
Acciones (AUSTRALIS)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2018 <sup>2</sup>

Estado de Resultados Consolidado, IFRS							
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	2018.T1	2019.T1
Ingresos de actividades ordinarias	159.759	191.249	347.560	399.441	360.878	78.235	99.565
Costo de ventas	-177.751	-241.668	-306.055	-258.352	-270.312	-63.727	-76.896
Costos de distribución	-6.116	-9.988	-9.893	-9.381	-10.266	-2.595	-2.290
Gasto de administración	-10.879	-9.998	-8.725	-9.824	-11.872	-3.203	-3.053
Resultado operacional	-52.319	-90.769	66.271	109.315	63.175	6.659	16.719
Ajuste Fair Value	-7.624	-11.810	58.448	-13.352	-5.644	-1.113	6.435
Costos financieros	-6.247	-8.664	-7.490	-5.066	-6.341	-1.227	-1.674
Ganancia (pérdida)	-43.695	-67.208	40.285	73.376	42.186	3.212	15.411
EBITDA	-28.487	-57.405	38.008	136.566	81.911	12.165	20.272

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS					
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018
Activos corrientes	193.008	226.561	221.670	216.212	268.852
Activos no corrientes	207.845	225.520	249.579	241.276	273.496
<b>Total de activos</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>	<b>457.488</b>	<b>542.348</b>
Pasivos corrientes	181.333	325.127	246.018	89.146	136.234
Pasivos no corrientes	109.100	58.950	60.863	130.525	126.112
Total pasivos	290.433	384.077	306.881	219.671	262.346
Patrimonio total	110.420	68.004	164.368	237.817	280.003
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>	<b>457.488</b>	<b>542.348</b>
Deuda financiera	176.056	209.436	175.046	106.469	123.581

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>2</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. 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.

## 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, canaliza su operación por medio de tres filiales :Australis Agua Dulce S.A; Australis Mar S.A. y Congelados y conservas Fitz Roy S.A. La empresa cuenta con 89 concesiones acuícolas en agua de mar, más otras cinco en calidad de arriendo. Al cierre del presente informe, la Fiscalía Nacional Económica ha aprobado la adquisición de la emisora por parte de Joyvio Group Co., por lo cual esta compañía deberá implementar un proceso de OPA para la adquisición del 100% de la propiedad de la compañía.

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.

El cambio de tendencia de clasificación de la 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 de la oferta y demanda mundiales de salmón acordes con sus trayectorias de mediano plazo, 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 (FCLP<sup>3</sup>) 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.

<sup>3</sup> 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.

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 salmónes). 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.

También se ha considerado la fortaleza del grupo Joyvio, el cual, a diciembre de 2017, registra 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 salmónes, 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%<sup>4</sup>, 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 morigerada 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 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.

---

<sup>4</sup> Fuente: SalmonChile.

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 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.

Además, la clasificación incorpora la elevada concentración de las ventas (alrededor de un 57,5%) en dos mercados de destino de las exportaciones con el consiguiente riesgo de perder ingresos relevantes ante cualquier eventualidad.

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 mayor información al mercado respecto del precio de estos títulos.

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si se consolida la capacidad de generación de flujos, en un contexto de precios relativamente estables, de manera de disminuir la relación de deuda financiera sobre FCLP que actualmente exhibe el emisor.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

### Fortalezas complementarias

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

### 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).
- 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).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja)

## Hechos recientes

### Resultados 2018

En 2018, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 360,9 millones, cifra que representa una caída de 9,7% respecto de 2017, explicada por una disminución del precio de venta y a una disminución de 0,3% en la cantidad vendida. El margen de explotación cae desde US\$127,7 millones a US\$84,9 millones. De esta manera, el resultado operacional cae desde US\$109,3 millones a fines de 2017 a US\$63,1 millones en diciembre de 2018.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2018 correspondió a una ganancia de US\$ 42,2 millones, inferior en 42,5% a lo registrado en 2017, en tanto que el EBITDA pre *Fair Value* alcanzó los US\$81,9 millones, lo que representa una caída de 40% respecto de los valores de 2017.

### Resultados marzo 2019

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.

Los costos de venta se incrementan en 21%, totalizando US\$76.896 miles. De esta manera la ganancia bruta se incrementó en 56,3%, alcanzando US\$22.669 miles en el trimestre.

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.

### Eventos recientes

Con fecha 18 de noviembre de 2018 la Compañía informó como hecho esencial que los accionistas habían celebrado un contrato de promesa de compraventa de acciones de la Compañía con Joyvio Group Co., Ltd. en virtud del cual, sujeto a los términos y condiciones indicados en el mismo, Joyvio podría adquirir a través de un proceso de oferta pública de adquisición de acciones, hasta el 100% de las acciones emitidas por la Compañía.

Con fecha 30 de abril la Fiscalía Nacional Económica aprobó la operación señalada, lo que posibilitaría que Joyvio implemente la oferta pública de acciones por la totalidad de la propiedad de **ASF**.

## Definición categorías de riesgo

### Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

Signo (-): El signo “-” corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría

### Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

### Primera Clase Nivel 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de 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 adquieran enfermedades en período de crianza. Asimismo, la utilización 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 y control de costos:** **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. A ello se añade, la política de control de costos, que ha significado que el costo unitario de producción haya caído desde aproximadamente US\$5,9/kg durante el cuarto trimestre de 2014 a US\$4,2/kg durante el último trimestre de 2017.

**Experiencia del grupo controlador:** Joyvio es un conglomerado especialista en la producción de alimentos y agronegocios, que cuenta con líneas de negocios en los segmentos de fruta, proteína animal, comida envasada y licores

Se estima que la incorporación de **ASF** en su portfolio de productos permitirá a la emisora contar con sinergias en la distribución y en el acceso a los principales mercados del salmón.

**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),<sup>5</sup> 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. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 27,9%<sup>6</sup> de la producción mundial, según datos al 2018 (25,4% al 2017).

**Potencial de la demanda mundial:** De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna presentó un nivel de producción bastante plano entre 1967 y 2007, no así la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza

<sup>5</sup> La compañía está potenciando la producción en esta última región, la cual, dadas sus características ambientales, significará, entre otros, un menor uso de antibióticos y mayores retornos.

<sup>6</sup> Fuente: Kontali.



importante en su demanda, con las perspectivas futuras también confirmando esa tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana.

En efecto, a pesar que en 2016 el volumen de las exportaciones de salmón y trucha cayó en 13%, durante 2017 la producción se recuperó, mostrando durante ese año un incremento anual de 14%, seguido por una expansión de 7% en 2018. De esta manera, si se compara la producción en 2017 respecto de lo registrado a inicio de la década, se registra una expansión de más de 113%.

## Factores de riesgo

**Exposición a riesgos de la naturaleza:** La industria salmonera, al igual que algunas agroindustrias, se encuentra constantemente expuesta a los riesgos de este tipo. Dentro de ellos no sólo se encuentra la posibilidad de nuevos brotes de ISA o mutaciones de éste, sino otros tales como el *bloom* de algas, sin poder descartarse la aparición de nuevas enfermedades. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas, para lo cual se reconoce la relevancia de las medidas que tanto la industria como la empresa misma han tomado en los últimos años con el objeto de mitigar este riesgo, detalladas más adelante en este informe cuando se analiza la industria.

**Volatilidad del precio de salmónidos:** Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, productor relevante a nivel mundial, debido al ataque del ISA en 2008-2009, hasta alcanzar, de acuerdo al FMI, un valor de US\$7,92/kg. Posteriormente, durante el mismo año, el precio cayó a US\$4,13/kg. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que, por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015, llegando a US\$5.02/kg. Durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, alcanzando a US\$8,99/kg en mayo de 2018.

**Concentración de exportaciones por países:** Actualmente las ventas de **ASF** se concentran en los mercados norteamericano (que representa 26,5% de los ingresos de 2018) y Europa (31,1% de los ingresos). Ante este escenario, cualquier evento que afecte las ventas a estos destinos podría impactar en una importante magnitud a las ventas totales y por ende, al flujo de caja.

**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 salmonero chileno:** Aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces, lo que tendrá como consecuencia, se estima, una reducción de la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a

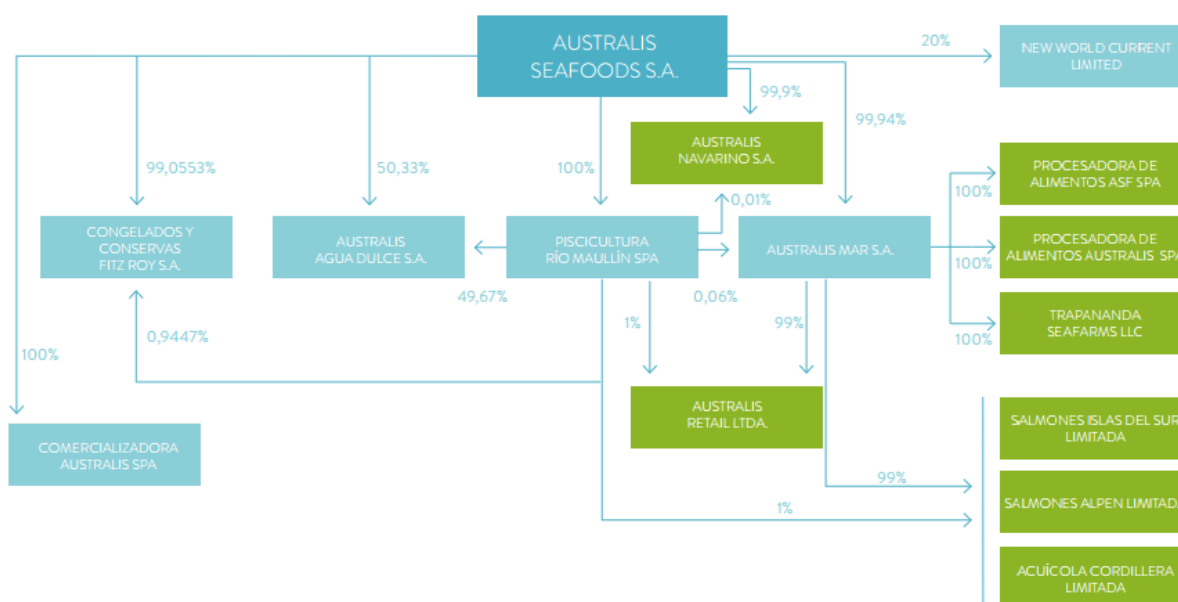
aumentos de precio, no es del todo descartable cambios en el entorno normativo que pudiera afectar la rentabilidad de la industria.

## Antecedentes generales

### Historia

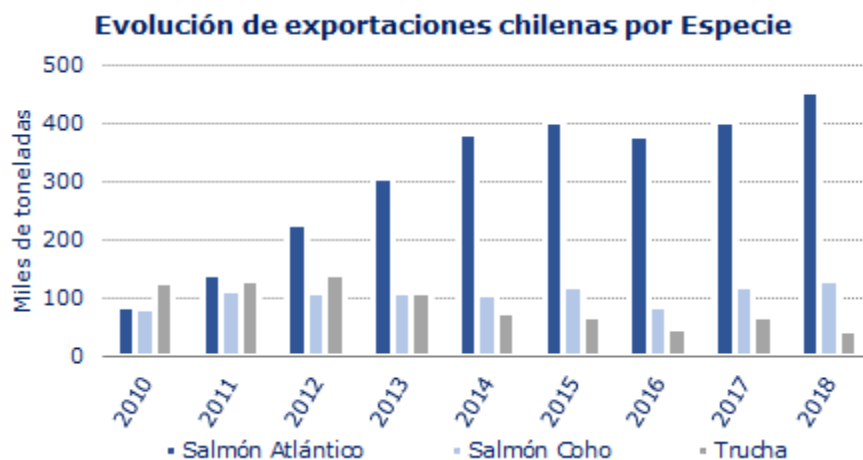
**ASF** es una compañía que, a través de distintas empresas eddicadas a cada uno de los eslabones de la cadena de producción, participa en los mercados de incubación, alevinaje y *smoltificación* de salmónidos en agua dulce, de engorda de *smolts* en agua de mar para la producción de salmónidos y, finalmente, en el procesamiento de salmónidos en Chile.

A continuación, se presenta la estructura de la compañía:



### Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile, los cuales compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos producidas 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.



La industria salmonera chilena se vio fuertemente afectada desde 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones y afectando en el largo plazo a la industria (cambio de regulaciones). Entre sus consecuencias se tuvo 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. El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas<sup>7</sup> que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la acuicultura chilena haya sufrido en los últimos 30 años, produciendo una pérdida de aproximadamente 28 millones de peces y que redujo el volumen de producción final del país en aproximadamente 100 mil toneladas de salmones y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada. El año 2018 se registró un incremento de las toneladas exportadas, alcanzando más de 631 toneladas.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a 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 bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, para volver a caer el 2015. El 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "Sea Lice" en el caso de Noruega), el precio presentó una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una leve caída en 2018.

## 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 Congreso y la Subsecretaría de Pesca,

<sup>7</sup> Los Florecimientos de Algas Nocivas (FAN) son fenómenos que ocurren con cierta frecuencia en todos los mares y océanos del mundo, normalmente con efectos leves a moderados en las actividades de acuicultura. El evento del 2016 ha sido considerado, por su magnitud, un hecho extraordinario.

Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o 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 N° 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.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua de mar asignadas ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual plazo 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 concesionable 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 coordinadamente 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 barrio.

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 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.

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.

Se han ido instaurando nuevas normativas, una que regula las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que 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.

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el *bloom* de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que

las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al periodo anterior, denominado “Programa de Reducción de Siembras” (PRS), que comenzó a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados “lomos de toro”, que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

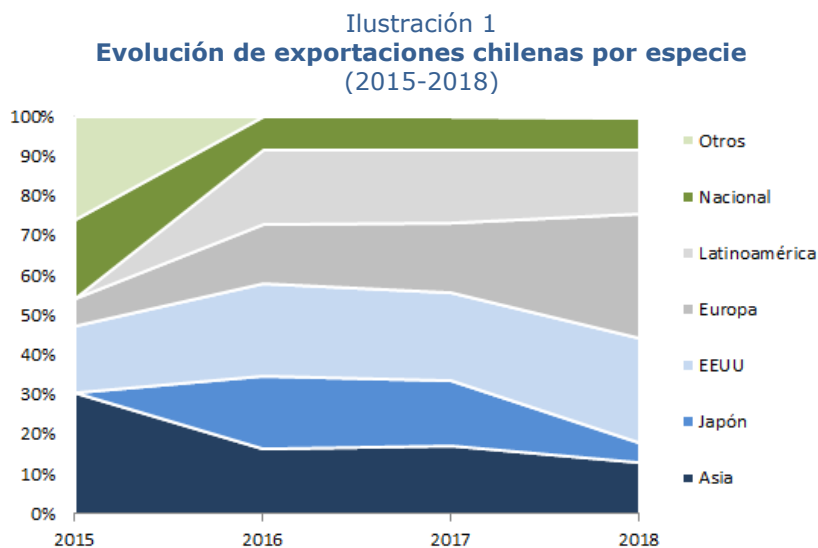
## Antecedentes de producción y ventas

### 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 el período 2015-2018 por mercado:



Se aprecia que los ingresos provienen principalmente del mercado europeo (principalmente Rusia), seguido por aquellas ventas al mercado estadounidense. Este mercado privilegia productos de mayor valor agregado,

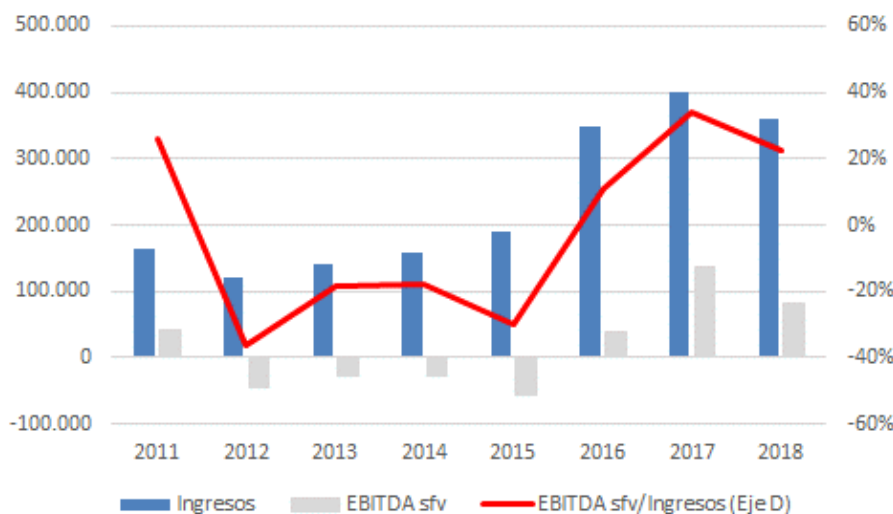
mayormente filete fresco de Salmón del Atlántico. Al cierre del 2018, Europa representó el 31,1% de los ingresos, en tanto que EEUU concentró 26,5% de las ventas del período.

## Análisis financiero

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **ASF** han sido variables debido a las fluctuaciones que ha registrado el precio internacional del salmón. La Ilustración 2 muestra la recuperación de los ingresos a partir de 2016 como resultado del incremento del precio. Ese mismo año el EBITDA (sin *fair value*) muestra un registro positivo, en tanto que el margen EBITDA se incrementó hasta 34,2% en 2017, para caer a 22,7% en la última observación de diciembre de 2018.

Ilustración 2  
Evolución de Ingresos y EBITDA. 2011-2018  
(US\$ Millones y Porcentajes)



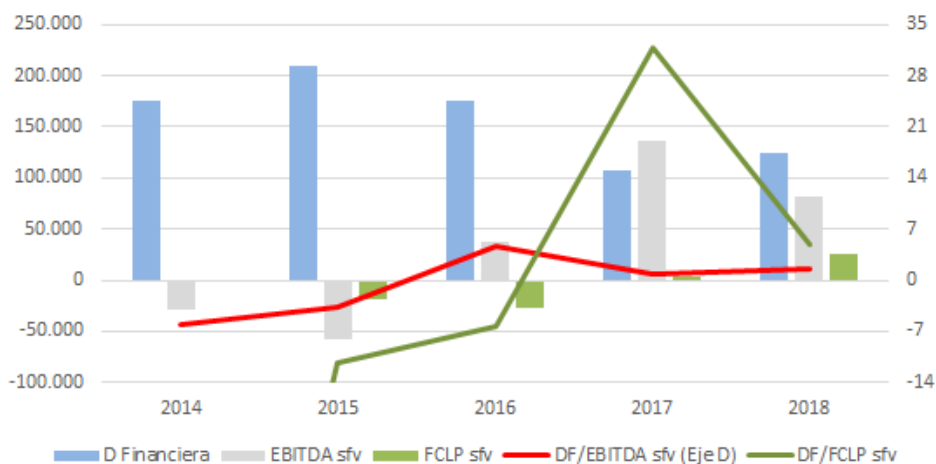
### Endeudamiento y liquidez

A partir de 2015 la deuda financiera ha mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en la Ilustración 3. Lo anterior, en conjunto con el incremento en la capacidad de generación de flujos de la compañía, ha significado una reducción en los indicadores de endeudamiento relativo.

En efecto, la relación Deuda Financiera/EBITDA (sin *fair value*), que durante 2014 alcanzó un valor negativo de 6,18 veces, a 2018 se sitúa en niveles de 1,51 veces. En el caso del indicador Deuda Financiera/Flujo de

Caja de Largo Plazo (excluyendo *fair value*) (FCLP)<sup>8</sup>, registra una caída desde niveles superiores a 32 veces en 2017, a 4,91 veces en 2018. Más aún, para su construcción, este indicador considera las rentabilidades anuales a partir de 2014. De esta manera, cuando estas observaciones negativas se excluyan del cálculo, el FCLP mostrará ulteriores crecimientos, reduciendo aún más el indicador de endeudamiento relativo.

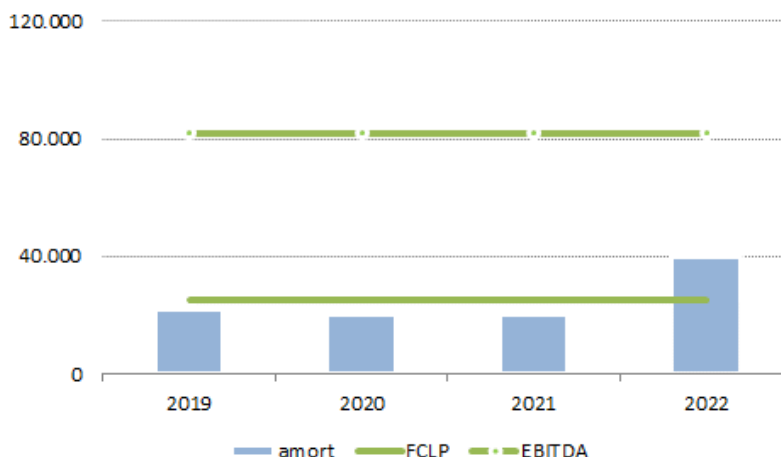
Ilustración 3  
**Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo**  
**DF/EBITDA y DF/FCLP. 2011-2018**  
 (US\$ Millones y Porcentajes)



Al 31 de diciembre de 2018, la deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 123,6 millones, de los cuales US\$101,7 millones corresponden a préstamos bancarios. De este monto, un 99,7% correspondía a la filial Australis Mar S.A. y el 0,3% restante a Australis Agua Dulce S.A.

<sup>8</sup> Como se señaló más arriba, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 4  
**Calendario Amortizaciones, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
(2019-2022)



La porción no corriente de los pasivos financieros representa el 78,6% del total de la deuda financiera, en tanto que la totalidad de ella está expresada en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa. La deuda financiera de Australis Mar S.A. está pactada a una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen variable.

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, aun cuando el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) ha mejorado en los últimos tres años, presentando en 2018 un valor positivo ascendente a US\$25,1 millones, éste es insuficiente en para hacer frente a los pagos de 2022. No obstante, en ese período se requeriría refinanciar parte de los vencimientos, lo cual, se estima, no presentaría dificultades, dada la estabilidad presentada por la oferta nacional de salmones (producto de los cambios normativos) que han posibilitado una estabilidad en los precios e ingresos, y permiten proyectar con mayor certeza los flujos futuros de la compañía.

## Eficiencia y rentabilidad

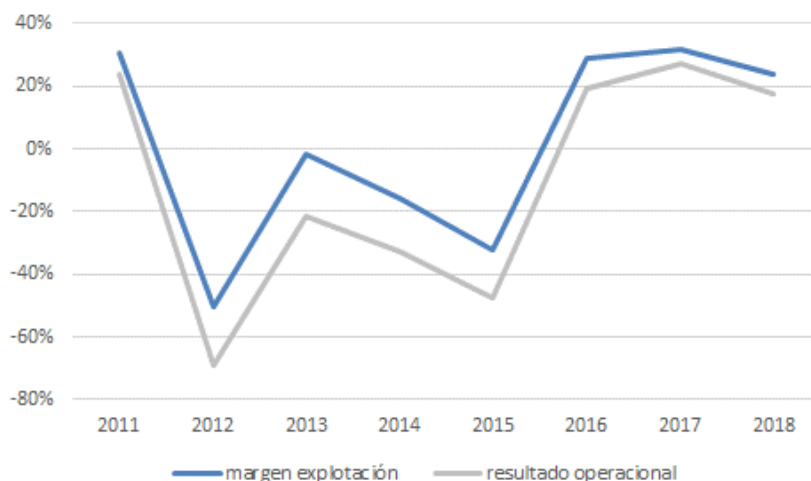
Entre los años 2011 a 2012, los márgenes de la compañía, medidos como porcentaje de los ingresos, específicamente el Margen Operacional y el Resultado Operacional, se vieron fuertemente perjudicados tanto por la disminución del precio de venta como por el incremento de los costos de ventas y de distribución. 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. El año 2017, debido a la mejora en los precios de ventas, los márgenes



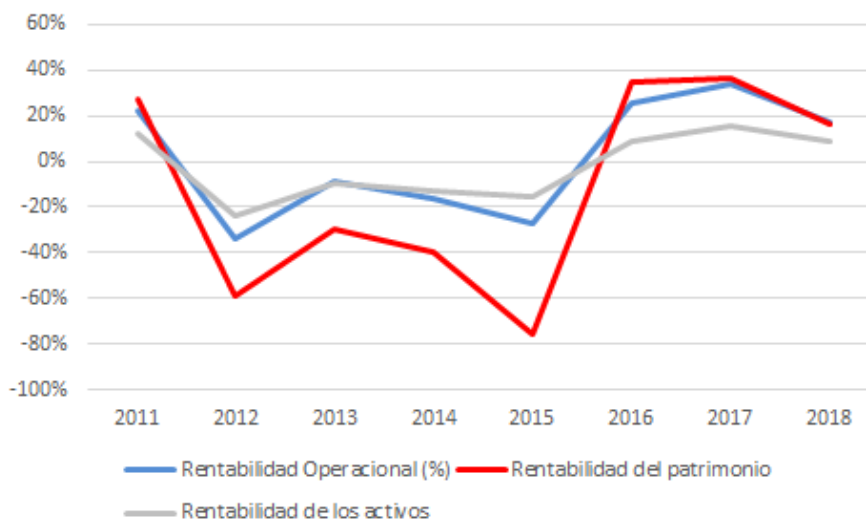
se incrementaron marginalmente, alcanzando el margen de explotación un nivel de 32%, en tanto que el margen operacional aumentó hasta 27,4%. Durante la más reciente observación, la caída en los precios significó un leve retroceso de los márgenes, alcanzando el margen de explotación un registro de 23,5% y un resultado operacional que se situó en 17,5% de los ingresos.

**Ilustración 5**  
**Márgenes**  
(2011-2018)



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:

**Ilustración 6**  
**Rentabilidades**  
(2011-2018)

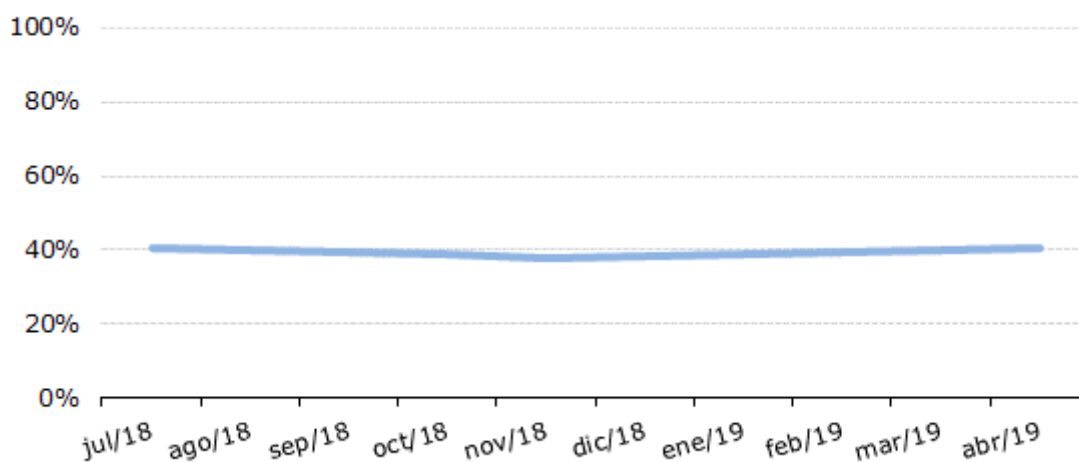


## Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio.

Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una estabilidad en todo el período analizado, alcanzado, en lo más reciente, una presencia de 41%

Ilustración 7  
**Presencia Promedio**



*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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".*