



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Revisión Anual

Analista

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 433 5200

[veronica.vargas@humphreys.cl](mailto:veronica.vargas@humphreys.cl)

## Australis Seafoods S.A.

Mayo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

| Categoría de Riesgo   |                                    |
|-----------------------|------------------------------------|
| Tipo de Instrumento   | Categoría                          |
| Acciones<br>Tendencia | Primera Clase Nivel 4<br>Favorable |
| Otros Instrumentos    | No hay                             |
| EEFF base             | 31 de diciembre de 2011            |

| Estado de Resultados Consolidado, IFRS |         |          |
|--|---------|----------|
| M US\$                                 | 2010    | 2011     |
| Ingresos de actividades ordinarias     | 84.401  | 163.664  |
| Costo de ventas                        | -58.307 | -113.315 |
| Costos de distribución                 | -1.257  | -2.025   |
| Gasto de administración                | -5.217  | -8.317   |
| Resultado operacional                  | 19.084  | 38.757   |
| Costos financieros                     | -1.241  | -1.901   |
| Ganancia (pérdida)                     | 17.377  | 27.429   |
| EBITDA                                 | 20.384  | 41.528   |

| Balance General Consolidado, IFRS    |               |                |                |
|--------------------------------------|---------------|----------------|----------------|
| M US\$                               | 2009          | 2010           | 2011           |
| Activos corrientes                   | 50.589        | 97.798         | 172.769        |
| Activos no corrientes                | 43.944        | 67.951         | 122.836        |
| <b>Total de activos</b>              | <b>94.533</b> | <b>165.749</b> | <b>295.605</b> |
| Pasivos corrientes                   | 58.103        | 50.331         | 74.272         |
| Pasivos no corrientes                | 20.834        | 58.857         | 76.109         |
| Total pasivos                        | 78.937        | 109.188        | 150.381        |
| Patrimonio total                     | 15.596        | 56.561         | 145.224        |
| <b>Total de patrimonio y pasivos</b> | <b>94.533</b> | <b>165.749</b> | <b>295.605</b> |
| Deuda financiera                     | 40.744        | 64.882         | 82.170         |

## Fundamento de la clasificación

**Australis Seafoods S.A. (ASF)** es una sociedad chilena dedicada a la reproducción, crianza, engorda y comercialización de especies salmónidas. Para ello, cuenta con la filial Landcatch Chile S.A. (LACSA), dedicada a la reproducción y crianza de peces en agua dulce hasta el momento en que están maduros para ser trasladados a engorda en agua salada, y que además comercializa ovas a terceros. La segunda filial es Australis Mar S.A. (AMSA), empresa cuya actividad consiste en la engorda de peces en agua salada y la comercialización de los productos derivados, tanto en Chile como en el exterior.

La empresa cuenta con nueve pisciculturas en tierra, ubicadas en la Región Metropolitana, la Región de Bío Bío, la Región de la Araucanía, la Región de Los Lagos y la Región de los Ríos, con una capacidad de producción de 100 millones de ovas. Además, posee 48 concesiones en agua salada. El controlador de **ASF** es don Isidoro Quiroga Moreno, a través de Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. (7,62%) y del Fondo de Inversión Privado Australis (78,48%).

En 2011 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 163,7 millones, una utilidad de US\$ 27,4 millones y un EBITDA de US\$ 41,5 millones. Al cierre de 2011, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 82,2 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 145,2 millones.

La tendencia de la clasificación se modifica desde "*En Observación*" a "*Favorable*", atendiendo al nivel de presencia bursátil alcanzado por los títulos accionarios y al hecho de que las proyecciones de la empresa se han cumplido dentro de márgenes razonables.

Dentro de las fortalezas que dan sustento a la clasificación de los títulos accionarios de **ASF** en "*Primera Clase Nivel 4*" se ha considerado su modelo de reproducción y crianza de salmones del Atlántico en agua dulce (principal especie comercializada), realizado a través de su filial LACSA hasta el momento del traspaso a agua salada, puesto que este esquema le permite suprimir completamente la importación de ovas desde el extranjero, atenuando la posibilidad de introducción a sus cultivos de nuevas enfermedades. Este sistema es complementado con un programa de seguimiento del rendimiento obtenido por las distintas familias de salmones en agua salada, lo que le permite conservar las mejores características de los especímenes, obteniendo así ejemplares de mayor rendimiento, mejorando el retorno monetario de la cosecha y disminuyendo los costos asociados a pérdidas de masa biológica.

Dentro de lo anterior también cabe destacar la diversificación geográfica de los nueve centros de cultivo en tierra, lo que atenúa el riesgo de pérdidas de producción global de la compañía en caso de siniestros en un cultivo en particular. Por otra parte, si bien la empresa tiene cinco centros propios, el resto ha sido arrendado en contratos de largo plazo, de alrededor de quince años, lo que le faculta para realizar una planificación adecuada y a largo plazo de su producción, con un 65% de su capacidad instalada de producción de ovas ubicada en centros de su propiedad. Además se reconoce la posibilidad de venta de ovas de LACSA a otros actores dentro de la industria nacional, mercado en el que esta filial es líder en producción.

También se ha considerado como respaldo para la clasificación la experiencia de la plana gerencial de la empresa, tanto para la matriz **ASF** como para las filiales LACSA y AMSA, lo cual se traduce en que si bien la compañía es de reciente creación (2005), los profesionales encargados de planificar y llevar a cabo la

estrategia de producción y comercialización del grupo poseen la experiencia y conocimiento necesarios para ello. A este respecto, cabe mencionar que en la filial LACSA, adquirida en 2009, existe continuidad en sus profesionales y trabajadores con respecto al anterior controlador, Landcatch Natural Selection, teniendo además la asistencia técnica de ésta a través de un contrato de largo plazo.

La operación en agua salada se sustenta en un fuerte plan de adquisición de concesiones, lo que incluye la compra de concesiones ya existentes, lo que es valorado positivamente dada la mayor dificultad, en términos de los tiempos involucrados, de la tramitación de nuevas concesiones. Complementariamente, el crecimiento de la engorda de peces en agua salada de AMSA se ve apoyado por la capacidad de producción de ovas de LACSA, por lo que el modelo completo de producción de **ASF** se autosustenta respecto de la especie salmón del Atlántico (la excepción es el salmón coho, cuyas ovas son adquiridas a terceros en Chile que utilizan modelos de producción similares al de LACSA).

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

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **ASF** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces (virus, algas y parásitos), lo que sumado a eventuales desastres naturales, pueden traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la masa de peces en engorda en mar, resultando en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas y en una alteración de los planes de producción en tierra, recordando que el proceso completo de crianza de un salmón puede superar los dos años. Cabe destacar que en la actualidad los principales activos de grupo, tales como pisciculturas y centros de mar, se encuentran asegurados.

También restringe la clasificación de **ASF** la exposición de ésta 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*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan.

Respecto del tipo de cambio, la clasificación toma en cuenta que el 95% de las ventas de la empresa se realizan al exterior, por lo que se encuentra fundamentalmente expuesta a los vaivenes de este precio, aunque se reconoce que la mayor parte de su deuda financiera actual fue contraída en esa moneda.

Asimismo, por las características intrínsecas de una industria que trabaja con activos biológicos sujetos a eventualidades negativas, la deuda financiera debiera tener una estructura suavizada en el tiempo, que evite el riesgo de refinanciamiento para un año en particular. En 2015 la empresa tiene vencimientos de deuda bancaria por aproximadamente US\$ 40 millones, un 49% del total de su deuda financiera, monto muy similar al EBITDA de diciembre 2011. Lo anterior también debe tomar en consideración los altos requerimientos de capital para su plan de inversión del período 2011-2015 (US\$ 110 millones, aproximadamente, en activos fijos) y que probablemente necesite de un mayor nivel de endeudamiento, total y financiero. En este mismo aspecto debe considerarse que, como todo plan de inversión y en particular por el alto nivel de crecimiento en capacidad de producción proyectado, la empresa no está exenta de factores que la alejen de las cifras proyectadas.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de las ventas a través de distribuidores en los países de destino de las exportaciones de la empresa, con más de un 60% de las ventas de la empresa concentrado en dos vendedores, con el consiguiente riesgo de perder ventas en el mercado final en caso de problemas con el intermediario. Se considera como atenuante que el principal distribuidor y que representa el 40% de las ventas totales, es la empresa "True Pacific Holding Company, Inc.", distribuidor en Estados Unidos, del cual recientemente se adquirió el 50% de la propiedad.

Adicionalmente, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son posibles nuevas regulaciones al 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 implica ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si su presencia bursátil promedio se mantiene relativamente estable, y se cumplen razonablemente los niveles de generación de caja esperados a futuro, de manera de disminuir la relación deuda financiera sobre EBITDA que actualmente exhibe el emisor.

Por otra parte, para que la clasificación de los títulos accionarios se mantenga se espera que no se produzca una caída en su presencia bursátil ni se generen hechos que afecten en forma significativa su capacidad productiva y de generación de caja.

## Hechos recientes

### Resultados 2011

En 2011, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 163,7 millones, un incremento de 93,9% respecto de 2010, producto de los mayores volúmenes en la producción, pasando de 15.593 a 28.456 toneladas, y por primera vez, por la venta de ovas de verano para la filial de LACSA. El margen de explotación, en tanto, llegó a US\$ 50,3 millones, aumentando en 93,0% respecto de 2010, y manteniéndose en torno al 31% de los ingresos. El resultado operacional de 2011 fue de US\$ 38,8 millones (23,7% de los ingresos contra 22,6% en 2010), creciendo en 103,1% interanual.

El resultado del ejercicio de 2011 correspondió a una ganancia de US\$ 27,4 millones, incrementándose en un 57,8% respecto de 2010, producto de los mayores niveles de actividad, el alza en los precios en el primer semestre y el aumento en los volúmenes exportados. El EBITDA de 2011 alcanzó a US\$ 41,5 millones, expandiéndose en 103,7% en relación al de 2010 y representando un 25,4% de los ingresos (24,2% en 2010).

### Eventos recientes

El 24 de mayo de 2011 la filial LACSA celebró un contrato de arrendamiento con la sociedad Piscicultura Los Navegantes S.A., este contrato recae sobre los inmuebles, derechos de agua, permisos, equipos e instalaciones de dicha sociedad. El pago anual del arriendo es US\$ 28 mil más IVA.

El 03 de junio de 2011 el emisor, a través de sus filiales AMSA y Piscicultura Río Maullín SpA, adquirió el 100% de los derechos sociales de Salmones Galway Ltda y de Salmones Mitahues Ltda.

El 09 de junio de 2011 **ASF** se abrió a la bolsa, colocando 180.000.000 acciones, las que representan el 12,77% del capital accionario de la sociedad. El precio de adjudicación se fijó en \$185 por cada título. Con esto, el total de acciones suscritas por la sociedad asciende a 1.403.002.444.

El 21 de noviembre de 2011, la filial LACSA adquirió la totalidad de los activos de la piscicultura Ketrún Rayén, ubicada en la comuna de Los Ángeles, Región del Bío Bío, por un precio de US\$ 5,8 millones, a un plazo de ocho años, con seis meses de gracia.

El 9 de diciembre de 2011, la filial Comercializadora Australis SpA adquirió el 50% de la propiedad de True Salmon Pacific Holding Co., titular del 100% de los derechos sociales o acciones de True Nature Seafoods Inc. y South Pacific Specialties LLC, sociedades a través de las cuales desarrolla su giro de comercialización de peces y productos del mar en Estados Unidos de América y Canadá a terceros no relacionados. El precio ascendió a la suma total de US\$7,5 millones.

## Definición Categorías de Riesgo

### Categoría Primera Clase Nivel 4

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

### Tendencia *Favorable*

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Oportunidades y Fortalezas

**Modelo sanitario de producción en agua dulce:** Como política sanitaria la empresa ha definido no importar ovas, para de esa manera minimizar el riesgo de que los peces en crianza adquieran enfermedades traídas desde el exterior, produciendo en cambio sus propias ovas y juveniles de salmón del Atlántico. Asimismo, los reproductores utilizados en este proceso sólo viven en agua dulce, lo que impide su contaminación con males de agua salada y el eventual traspaso de éstos a sus descendientes. Finalmente, la utilización únicamente de agua dulce hasta el momento del traslado del pez al agua salada impide la contaminación de los peces con enfermedades en este último medio, mejorando su resistencia a enfermedades.

**Programa de selección genética:** Complementariamente, **ASF** realiza un seguimiento a los rendimientos obtenidos por los peces en engorda en agua salada, lo que le permite efectuar una mejor selección de las distintas familias de peces (animales con características similares), para así destinar a reproducción aquellas que reúnen las características óptimas, mejorando así las distintas características deseadas en los salmónidos: peso por ejemplar, tiempo de maduración, resistencia a enfermedades, etc., todo ello realizado a través de métodos de selección de ejemplares, es decir, con métodos naturales y no con modificaciones

genéticas. Finalmente, cabe mencionar que las distintas familias de peces se encuentran respaldadas en los diferentes centros de propiedad de cultivo en agua dulce de LACSA, lo que le permite conservar sus características en caso de imprevistos en alguno de ellos.

**Liderazgo de LACSA:** Landcatch Chile S.A. es la empresa líder de mercado chileno en la producción de ovas de salmón Atlántico, satisfaciendo completamente las necesidades de AMSA para esta especie y teniendo además la capacidad de vender ovas a terceros. La empresa utiliza diez centros de crianza, lo que le permite tener una capacidad de producción de 100 mil ovas, además de disminuir así el riesgo de pérdida de producción de ovas en caso de siniestro de alguno de los centros. Esta filial ha ido avanzando en adquirir centros de cultivo en tierra que anteriormente arrendaba, lo que disminuye la posibilidad de no renovación de contratos y aumenta la proporción de ovas que son criadas en lugares propios (en la actualidad, más de la mitad), sumando además la característica que los contratos de arriendo de los cultivos fueron suscritos a quince años plazo, lo suficiente para efectuar una adecuada planificación de la producción.

**Experiencia del equipo gerencial y profesional:** Los ejecutivos y profesionales encargados de llevar a cabo la estrategia del emisor cuentan con una amplia experiencia en el rubro, lo que se debe a que por una parte **ASF** mantuvo la estructura de LACSA luego de su adquisición, mientras que para el caso de AMSA sus principales ejecutivos tienen una larga trayectoria en empresas del rubro. Lo anterior, pese a su relativamente reciente creación, permite a **ASF** contar con un grupo de personas con las capacidades necesarias para ejecutar su plan de inversión y sus principales lineamientos, lo que se transforma en un importante activo si se considera que la industria salmonera en general, y la chilena en particular, requiere de habilidades técnicas y profesionales con el objeto de sortear con éxito el momento que vive y futuras eventualidades.

**Potencial de crecimiento:** **ASF** ha definido un plan de crecimiento de su producción hasta 2015, que le permitiría alcanzar 80 mil toneladas en dicho año, convirtiéndose con ello en una de las cinco empresas más relevantes en Chile en producción de salmón Atlántico. Para esto cuenta con la capacidad necesaria de producción de ovas a través de LACSA (reforzado con las recientes adquisiciones de centros de crianza en agua dulce) y con un plan de expansión en agua salada, que entre otros elementos ha priorizado la adquisición de concesiones que ya se encuentran en funcionamiento, evitando con ello la espera que implica la tramitación y obtención de nuevas concesiones (proceso que puede extenderse más allá de los cinco años). Conjuntamente con la adquisición de la mitad de su distribuidor en Estados Unidos, **ASF** ha podido reforzar otras etapas de su proceso productivo y comercial, lo que la transforma en una empresa capaz de controlar en mayor medida la cadena completa de producción y venta.

**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 Región 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 del rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en mejores rendimientos en términos de eficiencia.

**Potencial de crecimiento en Sudamérica:** En los últimos cinco años América Latina se ha transformado en un importante mercado de destino para las exportaciones chilenas de salmónidos, región que ha venido creciendo entre otras razones por el aumento de su ingreso per cápita, lo que lo convierte en un mercado con importantes perspectivas futuras para la industria. **ASF** es uno de los principales proveedores de salmónes para América Latina, llegando a ser el quinto exportador chileno a estos países, lo cual, sumado a su plan de expansión, le faculta para continuar creciendo en la región.

**Potencial de la demanda mundial:** De acuerdo con estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna ha presentado un nivel bastante plano entre 1967 y 2007. No ha sucedido lo mismo con la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también apuntando hacia esta tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana, además de considerarse que las capturas de salmón salvaje tienen un tope natural.

## 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 y la 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, o al florecimiento de algas que enturbian las aguas, entre las que se han visto en Chile en los últimos años, no pudiendo descartarse la aparición de nuevos patógenos o factores negativos a futuro. El principal problema de este tipo de situaciones 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 hasta alrededor de dos años hasta su cosecha. En la actualidad **ASF** cuenta con seguros que la protegen de las pérdidas en su masa biológica de agua dulce, no así en la de agua salada, debido al alto costo que representan este tipo de primas en la actualidad. 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 a las nuevas leyes y reglamentos que rigen al sector, a futuro debiera disminuir 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.

**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 actualmente con la crianza de salmónes del Pacífico y de truchas. Asimismo, los productos actualmente comercializados por AMSA 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: por ejemplo, para el caso de Estados Unidos los precios son negociados semanalmente, lo que implica absorber con rapidez los cambios que se van generando. En la actualidad el precio de salmón del Atlántico se encuentra en niveles bajos respecto del primer semestre de 2011 (en torno a US\$ 4 por kg contra US\$ 7 por kg anteriormente), lo que era esperable, al menos en parte, con el aumento proyectado de la producción chilena de esta especie, lo que significó menores márgenes dado el volumen de producción nacional (segundo exportador mundial). A lo anterior debe añadirse la exposición a precios de los insumos tales como la harina de pescado, utilizado en la



fabricación de alimentos para los peces. Es esperable, sin embargo, que en la medida en que la empresa sea capaz de agregarle valor a sus productos, también le sea posible desacoplar en parte el precio de éstos de los precios internacionales, atenuando sus variaciones.

**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 Parlamento chileno promulgó una nueva Ley de Pesca, que entre otros aspectos estableció áreas y barrios de producción, descansos obligatorios, desinfecciones, vacunaciones, formas de transporte y circulación entre concesiones, forma de actuar ante la detección de ISA en un cultivo, etc. 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. Todo esto incrementa 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 sus ventas en dólares de los Estados Unidos, aunque buena parte de sus costos se efectúan en pesos chilenos (laborales, por ejemplo), con lo cual existe algún grado de descalce de moneda entre ingresos y costos. Se reconoce como atenuante que gran parte de la actual deuda de la compañía fue contraída en dólares, lo que disminuye el riesgo asociado a la volatilidad del tipo de cambio.

**Concentración de distribuidores:** Actualmente **ASF** trabaja con un único distribuidor en cada uno de los dos países más relevantes en términos de ventas, Japón y Estados Unidos, lo que la expone a la pérdida de mercados en la eventualidad de presentar problemas con alguno de estos distribuidores, que en diciembre de 2011 concentraban el 60% de sus ventas. Se reconoce, en todo caso, que este riesgo se atenúa con la adquisición del 50% de True Pacific Holding Company, Inc., distribuidor en Estados Unidos, y que en otros mercados relevantes, como el brasileño, los distribuidores se encuentran atomizados.

## 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 alevines, tomando el control de la empresa en 2005. Posteriormente compró el remanente de la propiedad, pasando a controlar el 100% de dicha sociedad.

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 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**, separando completamente las actividades de agua dulce, concentradas en LACSA, de las de agua salada. Éstas últimas son llevadas a cabo por AMSA, 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.

Al finalizar 2011 adquirió el 50% de True Salmon Pacific Holding, comercializadora de salmónidos en Estados Unidos.

## Propiedad y administración de Australis Seafoods S.A.

### Accionistas y estructura societaria

El controlador final de **ASF** es don Isidoro Quiroga Moreno, quien de manera indirecta tiene el 86,1% de la propiedad. Sus principales accionistas son el Fondo de Inversión Privado Australis y Asesorías e Inversiones Benjamín S.A., mientras que el resto de las acciones corresponden a títulos por colocar e instrumentos destinados a la compensación de ejecutivos. La estructura de propiedad de la empresa es la que se muestra en el siguiente esquema:

| Accionista                                      | Participación |
|---|---------------|
| Fondo de Inversión Privado Australis            | 78,48%        |
| Asesorías e Inversiones Benjamín S.A.           | 7,62%         |
| Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle          | 3,02%         |
| Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa            | 2,74%         |
| Fondo de Inversión Santander Small Cap          | 1,32%         |
| AFP Habitat S.A. para Fondo Pensión C           | 1,14%         |
| Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión      | 1,03%         |
| Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores | 0,99%         |
| AFP Habitat S.A. Fondo Tipo B                   | 0,74%         |
| AFP Habitat S.A. Fondo Tipo A                   | 0,64%         |
| Siglo XXI Fondo de Inversión                    | 0,29%         |
| Fondo Mutuo Santander Acciones Chilenas         | 0,26%         |
| Otros   | 1,73%         |

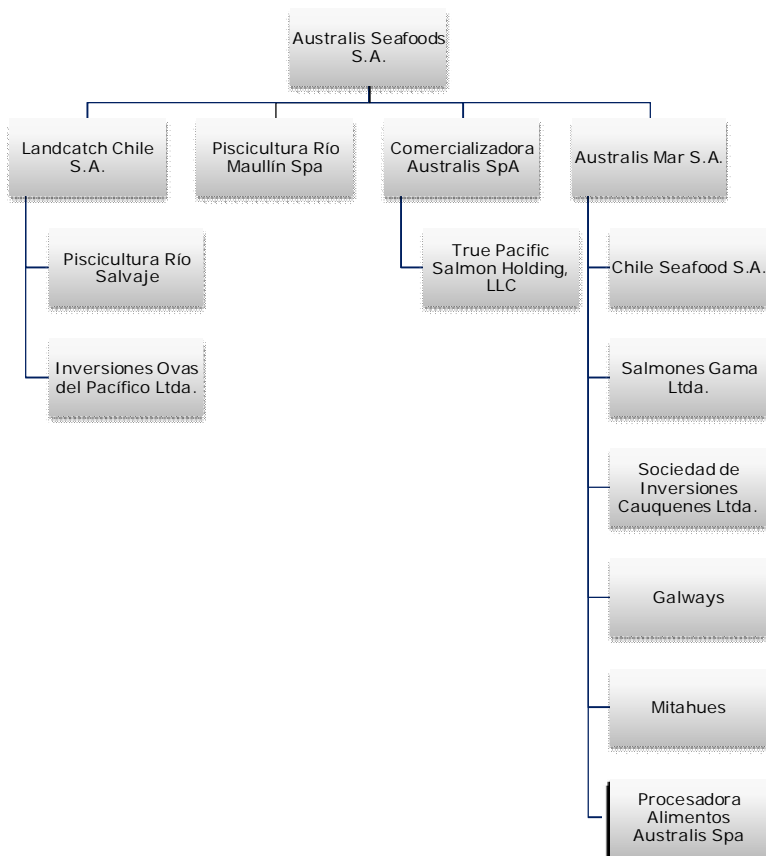
## Directorio y ejecutivos

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

| Cargo      | Nombre                    |
|------------|---------------------------|
| Presidente | Rodrigo Arriagada Astrosa |
| Director   | Isidoro Quiroga Moreno    |
| Director   | Jorge Rodríguez Grossi    |
| Director   | Luis Correa González      |
| Director   | Federico Rodríguez Marty  |
| Director   | Rafael Fernández Morandé  |
| Director   | Martín Guiloff Salvador   |

## Filiales y activos productivos

La siguiente es la estructura de filiales del grupo a diciembre 2011:



## Landcatch Chile S.A. (LACSA)

LACSA es la filial de **ASF** dedicada a la producción en agua dulce de ovas verdes y fertilizadas, alevines (peces en crecimiento) y *smolts* (pez listo para trasladar a engorda a agua salada). La empresa fue adquirida en 2009 a la escocesa Landcatch Natural Selection, destacando la existencia de un convenio de asesoría técnica con el antiguo controlador a LACSA, con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2015, renovable cada tres años.

Esta filial es la principal productora de ovas de salmón del Atlántico en Chile, con una capacidad de 100 millones de ovas y 16 millones de *smolts*. La filial espera alcanzar una producción de en torno a los 75 millones de ovas, de las cuales un 42% (31 millones) se destinará al grupo **ASF**, mientras que el restante volumen irá a venta a terceros dentro de la industria nacional, contando entre sus clientes a Multifoods, Aqua Chile e Itata, las que se ubican entre las principales empresas salmoniculoras de Chile. La capacidad de abordar sus propias necesidades de ovas, a través de LACSA, constituye una de las principales fortalezas de **ASF**, por cuanto le permite mejor control de los aspectos sanitarios de la operación.

LACSA posee centros de cultivo en las regiones Metropolitana, Bío Bío, de la Araucanía, Los Ríos y Los Lagos. La empresa sólo efectúa cultivos en agua dulce en tierra (no en lagos ni ríos), y mantiene peces reproductores únicamente en este medio, siendo ejemplares que nunca han estado en contacto con el agua salada, lo que impide el contagio de las ovas fertilizadas con enfermedades propias de este medio (el virus ISA, por ejemplo). La diversificación geográfica de las pisciculturas le permite a la empresa disminuir el riesgo de que la producción total se vea afectada por siniestros en alguno de los centros en particular. Asimismo, parte de la estrategia de la compañía consiste en tener respaldo en cada centro en tierra de las distintas familias de peces (ejemplares con similares características genéticas), lo que también minimiza el riesgo de perder rasgos valiosos en producción.

Esta filial es la encargada de realizar un programa de mejoramiento genético de los ejemplares que AMSA usa para engorda. Para ello realiza un seguimiento al rendimiento y distintas características que presentan los peces al final del ciclo de engorda en agua salada, lo que le permite seleccionar las familias de peces que entregarán los ejemplares con mayor rendimiento y mejores características (resistencia a las enfermedades por ejemplo). Este programa le ha permitido disminuir drásticamente el porcentaje de peces que madura anticipadamente en agua salada (si el pez alcanza las características necesarias para reproducirse, deja de engordar, perdiéndose con ello la posibilidad de obtener un mayor rendimiento), desde valores del 40% de la masa de animales hasta prácticamente 0%. Este plan de mejoramiento genético incluye sólo la selección y seguimiento de peces, no la modificación genética artificial de ellos. Asimismo, el proceso en agua dulce incluye la vacunación de todos los alevines contra una serie de enfermedades, estando asegurada la masa de peces.

## Australis Mar S.A. (AMSA)

AMSA es la filial de **ASF** encargada de la engorda de peces en agua salada, además de la comercialización de los productos tanto en Chile como en el extranjero. Para ello, cuenta con concesiones en la región de Aysén, con una capacidad productiva total sobre las 70 mil toneladas.

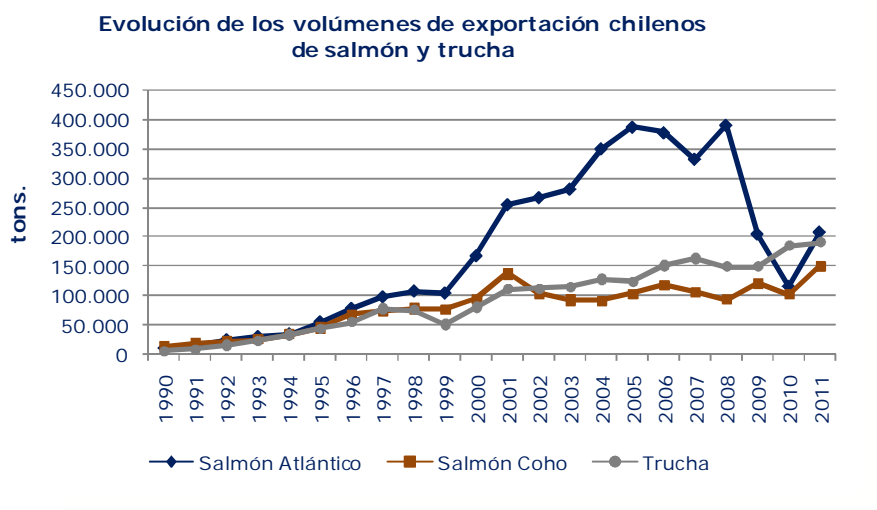
El traslado de los *smolts* desde los centros de agua dulce a los de agua salada se realiza en camiones especiales que cuentan con sistemas de alerta al conductor, siendo muy baja la mortalidad de los ejemplares en esta etapa. El proceso de engorda en mar puede durar entre diez a 18 meses, dependiendo de la especie. La empresa realiza refuerzos de vacunación a los peces, más un seguimiento a las características vitales más importantes. El peso final de cosecha también cambia según la especie, siendo de entre tres y cinco kilos.

Los peces son llevados vivos a los centros de procesamiento sólo una vez que han sido vendidos, y se trasladan congelados por barco a los puntos de destino o por avión si son frescos. Los precios del salmón del Atlántico se acuerdan de manera mensual para América Latina y semanal para el caso de Estados Unidos, lo que en este último caso implica un mayor riesgo de traspaso de precios en caso de que éstos bajen. Para el salmón coho y la trucha los precios se establecen para un período completo de cosecha. En el caso de la trucha, el distribuidor japonés de AMSA compra en exclusiva la totalidad de la producción.

En la actualidad AMSA opera 29 concesiones, en 16 centros de producción, ubicadas en seis barrios de la Región de Aysén. Se ha situado rápidamente entre las empresas más importantes en términos de exportaciones de salmónidos de Chile, siendo la cuarta a diciembre 2011 en la cosecha de salmón del Atlántico, su principal especie cultivada.

AMSA es dueña actualmente de 48 concesiones de agua salada, la gran mayoría en la región de Aysén.

## 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 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.

La industria salmonera chilena se ha visto afectada desde junio de 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro 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, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio tuvo un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. Actualmente los precios están en niveles más bajos que en 2011, y el aumento de los ingresos viene dado por mayores volúmenes exportados y no por precios más altos.

## 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) han establecido 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 ha establecido vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales medidas corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose tres macro-zonas (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-barrios (subdivisión de las macro-zonas) y barrios. Las concesiones en la Región de Los Lagos y en la Región de Aysén, se encuentran suspendidas hasta cinco años desde la dictación de la ley. La normativa apunta a regular la forma en que los barcos de transporte se mueven entre zonas y macro-zonas, de manera de evitar que se propaguen enfermedades entre áreas afectadas y aquellas libres de brotes infecciosos, estableciendo para ello desinfecciones. Las concesiones deberán mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada que asigne la autoridad ya no serán 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 esta ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona podrá tener más de un 20% de superficie concesionable de una región

Una de las principales innovaciones corresponde 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 deberán iniciar coordinadamente al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de cuatro meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deberán ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en éste. La autoridad también definirá 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 deberán ser eliminados 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 tiene que ser eliminado.

También se designó un panel de expertos de cinco miembros cuya función es asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se ha alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le han asignado está el definir si se puede realizar el proceso de *smoltificación* en lagos, ríos y estuarios; definir ciertas materias de las macro-zonas y macro-barrios; establecer una metodología para determinar el riesgo de un centro de cultivo (a través de asignación de puntaje) y definir la densidad de cultivos.

Si bien la dictación de este conjunto de normas elevará 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.

## 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 de transporte de peces hacia y desde los centros de cultivo en mar, más los servicios de procesamiento de peces.

### Distribuidores

| Distribuidor              | Porcentaje de las ventas |
|---------------------------|--------------------------|
| "True Nature Seafood Ltd" | 39,79%                   |
| Japon 1                   | 20,60%                   |
| Brasil 1                  | 5,48%                    |
| Brasil 2                  | 4,37%                    |
| Brasil 3                  | 3,46%                    |
| Argentina 1               | 3,26%                    |
| México 1                  | 2,79%                    |
| Estados Unidos 2          | 1,90%                    |
| Brasil 4                  | 1,87%                    |
| Estados Unidos 3          | 1,70%                    |
| Nacional 1                | 1,50%                    |

|                  |               |
|------------------|---------------|
| Francia 1        | 1,12%         |
| Nacional 2       | 0,96%         |
| <b>Sub-total</b> | <b>88,79%</b> |

Los porcentajes de las ventas alcanzados por los principales distribuidores de la empresa durante 2011 fueron los indicados en la tabla anterior. Cabe recordar que recientemente **ASF** adquirió el 50% de True Nature Seafood Ltd., mayor distribuidor de la empresa en Estados Unidos.

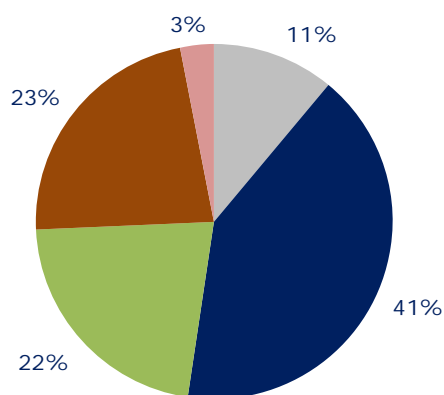
De la tabla se deduce que existe una concentración alta de las ventas a través de dos intermediarios, los que abarcan un 60% del total vendido en diciembre 2011.

## Ventas

Los principales países de destino de las ventas de ASF son Japón, Brasil y Estados Unidos. A continuación se muestra la distribución de las ventas monetarias para 2011 por continente:

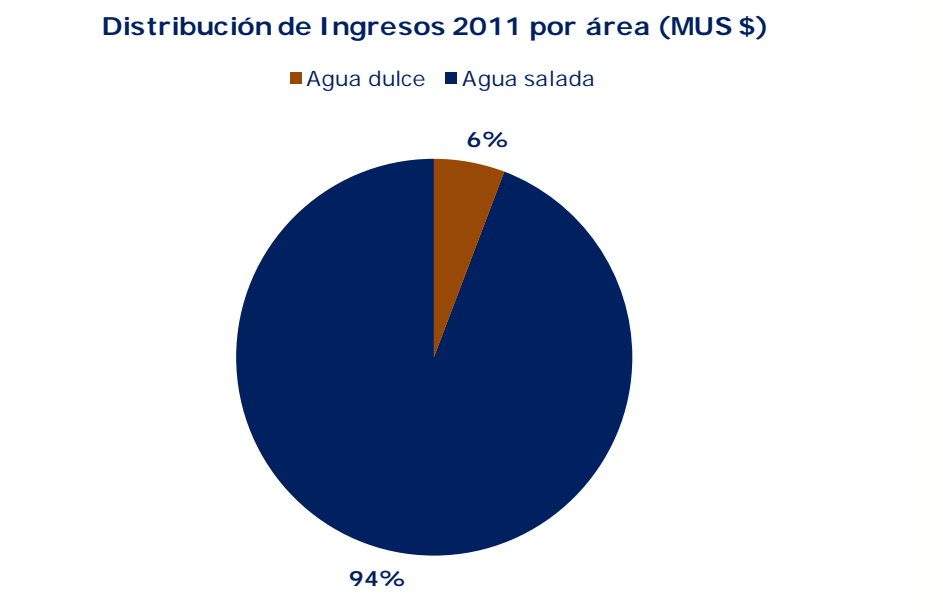
**Distribución de los ingresos 2011 por mercado**

■ Chile ■ Norteamérica ■ Asia ■ Resto América ■ Europa





## Ingresos por área de negocio



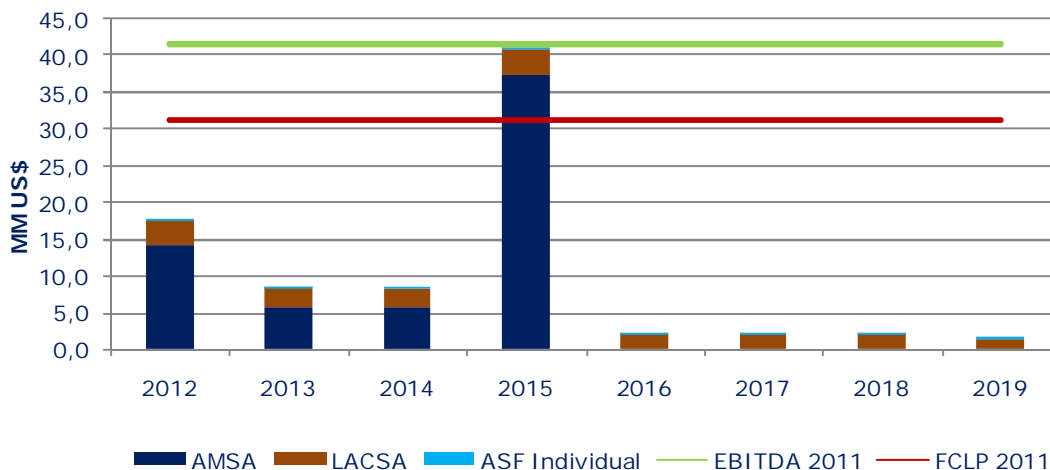
**ASF** define las áreas de negocios en agua dulce (correspondientes a LACSA) y agua salada (correspondiente a AMSA). Los ingresos se generan principalmente en la filial de agua salada, que es la que realiza la comercialización de productos en el exterior, mientras que los ingresos de LACSA corresponden a las ventas de ovas y *smolts* a AMSA, y ovas a terceros. Es esperable que en la medida que la industria chilena de salmicultura se reactive, los ingresos de LACSA aumenten producto de su plan de crecimiento en ovas. La distribución de ingresos en 2011 es la que se muestra en el gráfico anterior.

## Análisis Financiero

### Endeudamiento y liquidez

La deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 82,2 millones al 31 de diciembre de 2011. De este monto, un 75,0% de la deuda bancaria correspondía a la filial AMSA, el 23,6% a LACSA (principalmente compuesta de arriendos financieros) y un 1,4% a **ASF** de forma individual, pudiendo considerarse como adecuada la actual estructura de la deuda financiera, por cuanto es AMSA la que genera la gran mayoría de los ingresos del grupo consolidado, por concepto de exportaciones de productos de salmón.

### Perfil y composición de la deuda financiera de ASF



La mayor parte de los compromisos financieros están concentrados en la porción no corriente, con US\$ 65,7 millones (79,9% del total), mientras que un 99% del total está expresado en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa, por cuanto más de un 90% de sus ingresos proviene del exterior, siendo generados en dólares de EE.UU. La deuda financiera está contraída bajo una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen.

Cabe mencionar que un 49% de la deuda financiera tiene vencimientos en 2015, los que alcanzan a un total de US\$ 41,1 millones. Si consideramos el EBITDA de 2011, y el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>1</sup>) del mismo período, es bastante probable que la empresa deba refinanciar parte o la totalidad de los créditos que debe pagar en tres años más, lo que se refuerza además considerando la posibilidad de eventuales bajas en el precio de los productos vendidos o de desvíos de la producción real con respecto a la planeada. Para el período comprendido entre 2012 y 2014, el máximo pago de la deuda financiera corresponde a cerca de US\$ 18 millones, los que deberían ser abordables considerando la generación de caja esperada.

El endeudamiento relativo de **ASF** al cierre de 2010 era relativamente elevado. En efecto, al considerarse un patrimonio de US\$ 56,6 millones y un total de pasivos de US\$ 109,2 millones, el *leverage* de la empresa llegaba a 1,93 veces; este escenario cambió al cierre de 2011, ya que producto de la apertura en bolsa, el patrimonio de la empresa creció un 156,8%, versus los 37,7% que aumentó el pasivo, disminuyendo así su nivel de endeudamiento a 1.04 veces. Al cierre de 2011, un 49% de los pasivos se encontraban en la porción corriente, y el resto en el largo plazo, mientras que la liquidez de la empresa, medida como razón circulante<sup>2</sup>, llegaba a 2,3 veces, mostrando un aumento respecto de 2010 (1.9 veces) como resultado, entre otras cosas, de los recursos obtenidos por el aumento de capital a través de la apertura en bolsa.

<sup>1</sup> Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que toma la rentabilidad anual promedio (%) de los activos en cinco años, aplicada al nivel actual de los activos a lo que se resta el pago de impuestos e intereses. Busca medir la generación de caja de largo plazo, restando los compromisos más inmediatos.

<sup>2</sup> Activos corrientes / pasivos corrientes.

## Garantías y prendas otorgadas

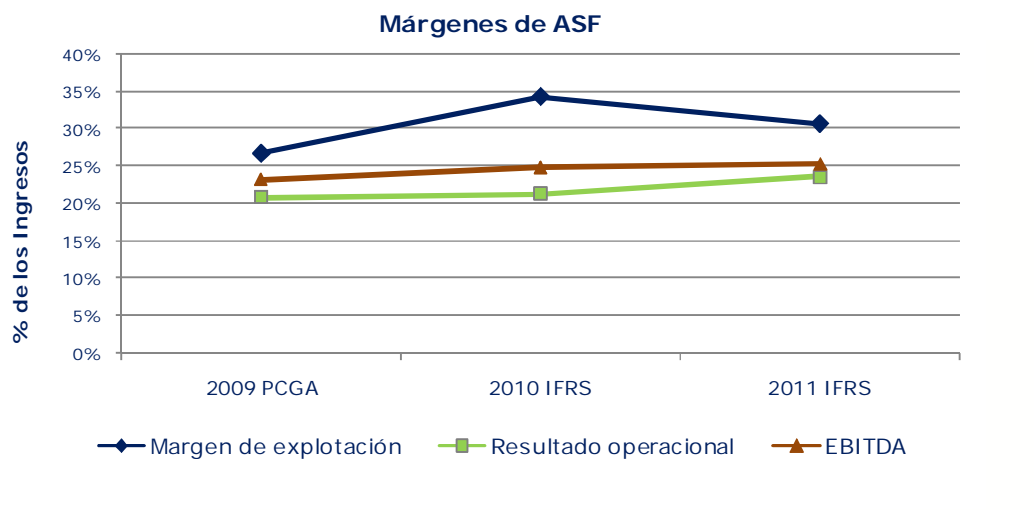
La deuda financiera de **ASF** corresponde a créditos contraídos con bancos locales, específicamente con Banco de Chile, BCI y Corpbanca. Bajo los contratos de crédito, se establecieron las siguientes condiciones:

- el 50,1% de las acciones de **ASF** se encuentran otorgadas en prenda a dichas instituciones financieras.
- AMSA no puede repartir más de un 30% de las utilidades de la compañía, a no ser que dichos recursos sean capitalizados en AMSA o reinvertidos en **ASF**.
- Isidoro Quiroga deberá mantener un 70% de la propiedad de la empresa.
- La deuda de US\$ 10 millones de AMSA con Asesorías e Inversiones Benjamín (parte del grupo controlador de **ASF**) deberá ser subordinada al pago de los compromisos financieros con estos bancos.
- La empresa no podrá transferir ni enajenar activos de su propiedad, a no ser que no representen una proporción significativa de su patrimonio.

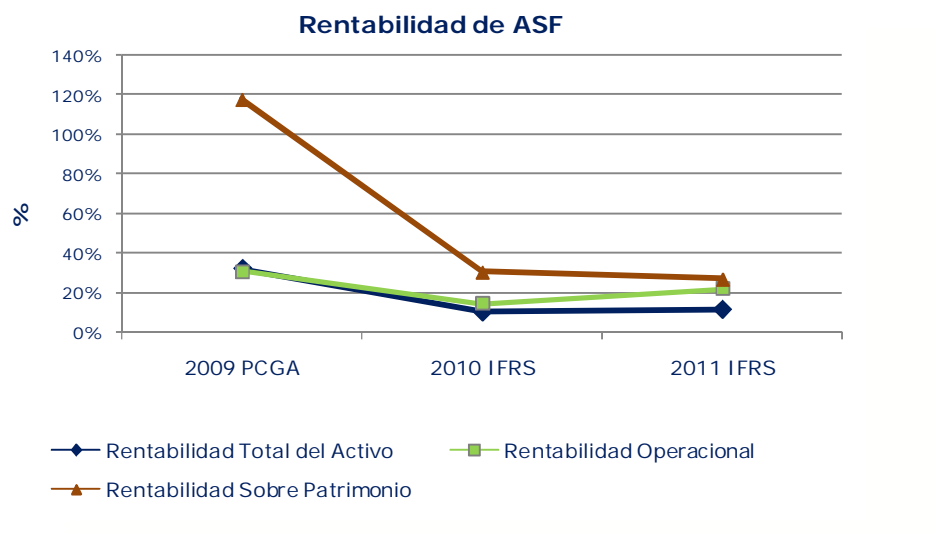
Asimismo, la deuda individual de AMSA cuenta con aval de Isidoro Quiroga, controlador final de la sociedad, Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. y **ASF**.

## Eficiencia y rentabilidad

En los últimos tres años (2009-2011) los márgenes de la compañía, medidos como porcentaje de los ingresos, específicamente el EBITDA y el resultado operacional, han tendido a mejorar, lo que en parte se debe a la mayor escala de producción que ha alcanzado **ASF**.



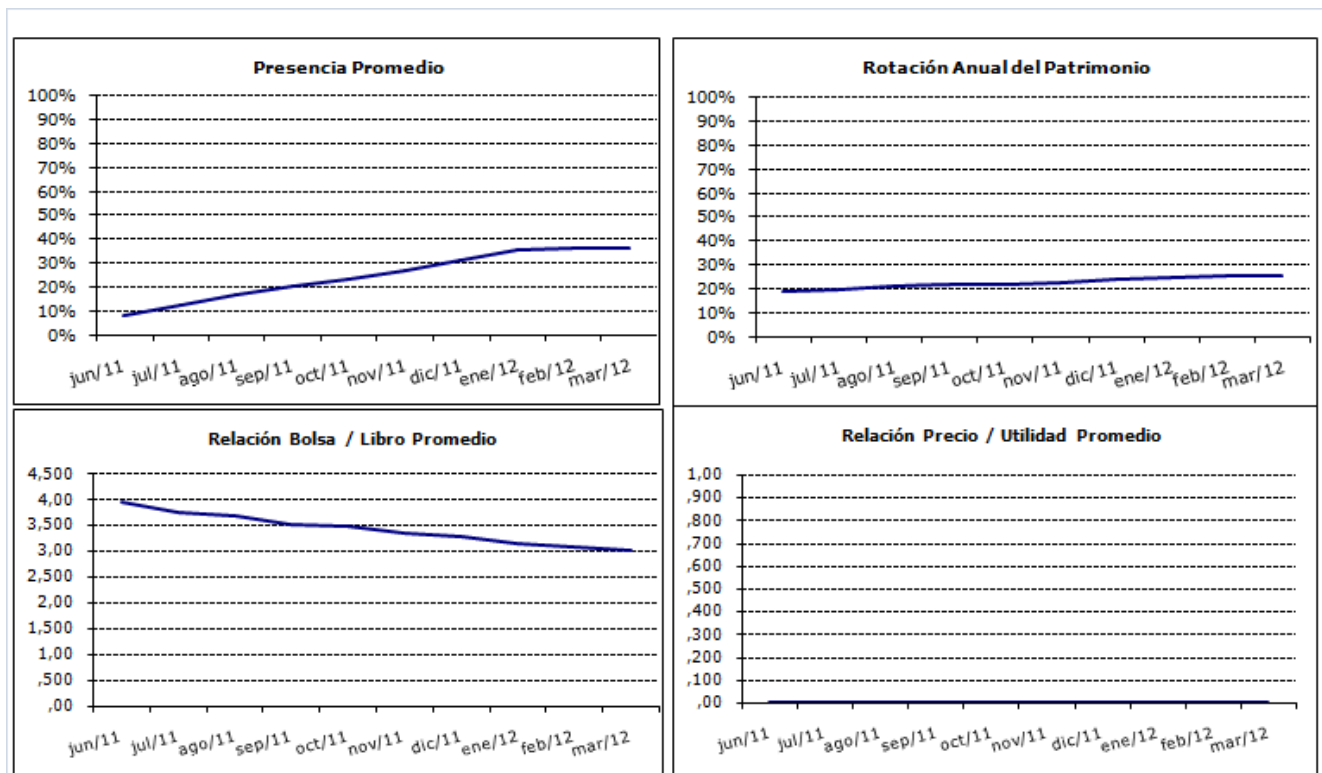
Por su parte, la rentabilidad de la empresa<sup>3</sup> ha sido relativamente elevada si se la mide como utilidad sobre el patrimonio, mientras que la rentabilidad sobre activos debiera crecer en la medida que aumenta la escala de la empresa.



<sup>3</sup> -Rentabilidad total del activo = Utilidad/(Activos descontados aquellos en ejecución);  
 -Rentabilidad operacional = Resultado operacional /(Activos circulantes (corrientes) + Activos fijos (propiedad, planta y equipos));  
 -Rentabilidad del patrimonio = Utilidad / Patrimonio  
 En todos los casos, de ser posible, se considera el promedio de los dos últimos períodos para el valor de los Activos y del Patrimonio.

## 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. Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una tendencia sostenida al alza hasta enero de 2012, manteniéndose constante en los últimos dos meses.



*“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”*