



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio Tendencia
Clasificación**

A n a l i s t a

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 433 5200

veronica.vargas@humphreys.cl

Australis Seafoods S.A.

Mayo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Desfavorable ¹
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2013 ²

Estado de Resultados Consolidado, IFRS				
M US\$	2010	2011	2012	mar-13
Ingresos de actividades ordinarias	84.401	163.664	121.749	40.663
Costo de ventas	-58.307	-113.315	-156.908	-56.772
Costos de distribución	-1.257	-2.025	-4.889	-2.052
Gasto de administración	-5.217	-8.317	-7.745	-1.932
Costos financieros	-1.241	-1.901	-3.428	-1.041
Ganancia (pérdida)	17.377	27.429	-66.096	-3.497
EBITDA	20.384	41.528	-44.008	-13.177

Balance General Consolidado, IFRS					
M US\$	2009	2010	2011	2012	mar-13
Activos corrientes	50.589	97.798	172.769	128.873	140.827
Activos no corrientes	43.944	67.951	121.312	137.507	141.796
Total de activos	94.533	165.749	294.081	266.380	282.623
Pasivos corrientes	58.103	50.331	74.272	94.575	114.809
Pasivos no corrientes	20.834	58.857	74.585	92.677	92.183
Total pasivos	78.937	109.188	148.857	187.252	206.992
Patrimonio total	15.596	56.561	145.224	79.128	75.631
Total de patrimonio y pasivos	94.533	165.749	294.081	266.380	282.623
Deuda financiera	40.744	64.882	82.170	120.752	132.523

¹ Tendencia anterior: Favorable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 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.

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 60 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 2012 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 121,7 millones, una pérdida de US\$ 66,1 millones y un EBITDA de US\$ - 44,0 millones. Al cierre de 2012, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 120,8 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 79,1 millones.

Se retira la tendencia "*Favorable*" a la categoría de riesgo de las acciones, atendiendo a la disminución sostenida en el nivel de presencia bursátil alcanzado por los títulos accionarios, que pasaron de 36,24% a 28,61% en los últimos doce meses. Adicionalmente, la perspectiva se califica "*Desfavorable*" producto del bajo rendimiento de la compañía durante el año 2012 y el incremento de sus pasivos financieros que pasaron de US\$ 82,1 millones en diciembre de 2011 a US\$ 120,7 millones a igual fecha del pasado año. La revisión de la tendencia asignada tendrá en consideración la concreción o no del aumento de capital acordado por la compañía y su eventual uso en el pago de pasivos.

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.

Dentro de lo anterior también cabe destacar la diversificación geográfica de los 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 cuenta con centros propios, el resto ha sido arrendado en contratos de largo plazo, de alrededor de quince años, lo que le permite 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. 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, situación que afectó severamente los resultados del año 2012.

Respecto del tipo de cambio, la clasificación toma en cuenta que gran parte 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, así como también las deudas con los principales proveedores

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\$ 36 millones, un 31% del total de su deuda financiera. Cabe señalar que de acuerdo a la información entregada por el emisor, y respaldada por un hecho esencial informado a la SVS, en abril del presente año se está llevando a cabo un aumento de capital por cerca de US\$ 60 millones, cuyo

uso de fondos será, en parte, el pago de deuda financiera, disminuyendo aproximadamente en 17% sus obligaciones (aunque no necesariamente implicaría un vencimiento menor en 2015).

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, que si bien ha tendido a disminuir (en 2011 fue de 60% aproximadamente) aún se considera alta, con más de un 42% 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 22% 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 aumenta su presencia bursátil promedio, 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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio que, dada las restricciones propias de la actividad, reduce los riesgos sanitarios y favorece la selección de especímenes de mejor rendimiento
- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos

Fortalezas complementarias

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

Fortalezas de apoyo

- Experiencia del equipo gerencial y profesional
- Apoyo de controladores.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados 2012

En 2012, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 121,7 millones, una disminución de 25,6% respecto de 2011, producto de la sobreoferta de salmones a nivel mundial; de hecho los volúmenes exportados se incrementaron, pasando de 28.457 toneladas en 2011 a 32.025 toneladas en 2012. En contraposición, el precio de venta alcanzó mínimos históricos de los últimos seis años. Por su parte, el margen de explotación disminuyó a US\$ -35,2 millones respecto de los US\$ 41,5 millones alcanzados en 2011. El resultado operacional de 2012 fue de US\$ -47,8 millones, explicado principalmente por la caída en el precio y el incremento en los costos de explotación, específicamente en los insumos harina de pescado y aceite de pescado, los que a 2012 representaron 44% del costo total, que alcanzó US\$ - 156,9 millones, aumentando un 38,5% respecto de 2011.

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2012 correspondió a una pérdida de US\$ 66,1 millones y el EBITDA a igual período alcanzó los US\$ -44,0 millones, mostrando una disminución respecto de los US\$ 41,5 millones de 2011.

Eventos recientes

El 23 de marzo de 2012 con el fin de expandir las actividades de **ASF**, la filial Australis Mar S.A. incorporó cuatro sociedades como filial: i) Acuícola Cordillera Ltda., ii) Salmones Alpen Ltda., iii) Salmones Wellington Ltda. y iv) Salmones Islas del Sur Ltda.

El 4 de diciembre de 2012 se aprobó un aumento de capital por US\$ 60 millones, dividido en 500.000.000 acciones de pago nominativas, sin valor nominal, de una misma y única serie, y de igual valor cada una. Los fondos recaudados serán utilizados en actividades propias de la operación, en inversiones y también para el pago de obligaciones financieras.

El 20 de marzo de 2013 la sociedad inscribió en el Registro de Valores 500.000.000 acciones bajo el número 972, correspondientes al aumento de capital aprobado en diciembre de 2012.

El 28 de marzo de 2013 la filial Piscicultura Río Maullín SpA a través de la sociedad Congelados y Conservas Fitz Roy S.A. de la cual la primera tiene el 100% de la propiedad, adquirió una planta de proceso secundario de salmones ubicada en la región de Los Lagos. El precio total de la operación ascendió a US\$ 11,7 millones. Esta planta tiene capacidad de procesar más de 40.000 toneladas.

Definición categoría 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 Desfavorable

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada 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. Se entiende que estas medidas no eliminan los riesgos sanitarios, pero los reduce significativa dentro de las alternativas económicamente viables.

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.

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.

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmones 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. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes, representado el 18,4% de la producción mundial en 2012.

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 salmones 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 2012 el precio del salmón del Atlántico alcanzó niveles muy 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. En efecto, a diciembre 2012 el precio de la harina de pescado se incrementó un 59,9% respecto de igual período del año anterior. Con respecto al salmón, las estadísticas históricas de su precio evidencian una alta volatilidad de precios en períodos cortos de tiempo, registrándose incluso variaciones de hasta 19% en un mes.

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. A fines de 2012 el 100% de su deuda financiera estaba en dólares, mientras que durante ese año los ingresos fueron, aproximadamente, un 70% en dólares y 30% en yenes japoneses. Por su parte, los costos de la compañía a la misma fecha fueron un 62% en dólares y un 38% en pesos, produciéndose, de este modo, un cierto descalce, que si bien es atenuado por contratos *forwards*, ante variaciones muy significativas en el tipo de cambio podría tener un impacto negativo en los resultados del emisor.

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 intermediarios, que en diciembre de 2012 concentraban el 42% 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. Por otro lado, es importante destacar que la concentración ha disminuido respecto de 2011, donde los dos principales distribuidores representaban el 60% de las ventas totales.

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 directos, son el Fondo de Inversión Privado Australis y Asesorías e Inversiones Benjamín S.A., ambos relacionados al controlador. 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	3,89%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,90%
Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores	0,98%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo B	0,74%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	0,67%
AFP Habitat S.A. Fondo Tipo A	0,64%
Negocios y Valores S.A. Corredores de Bolsa	0,35%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,35%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	0,26%
Otros	3,12%

Directorio y ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Director	Isidoro Quiroga Moreno
Director	Jorge Rodríguez Grossi
Director	Luis Correa González
Director	Federico Rodríguez Marty
Director	Rafael Fernández Morandé
Director	Martín Guilloff Salvador
Director	Juan Francisco Astaburuaga

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*. Hacia 2015 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 salmonicultoras 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 de aproximadamente 60 mil toneladas.

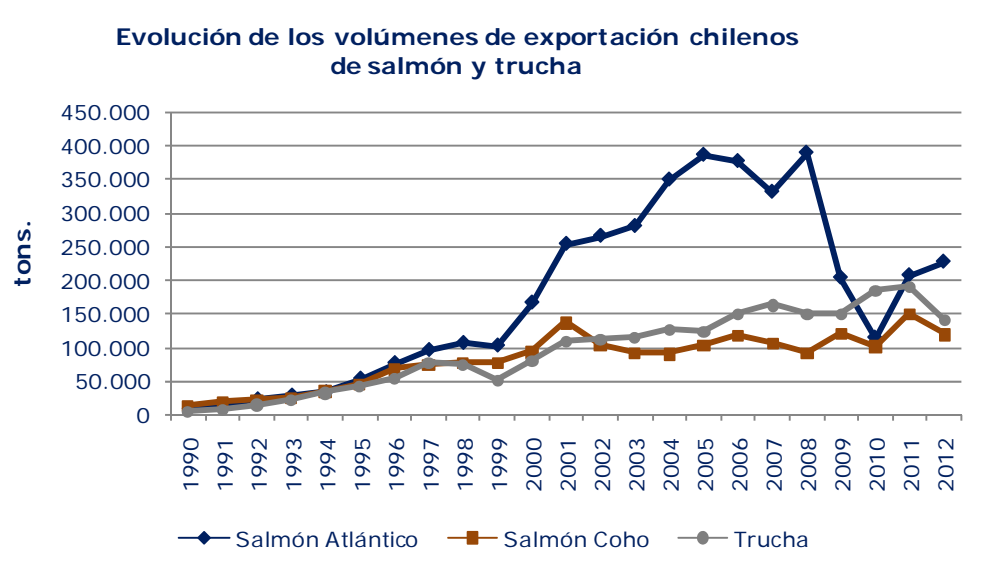
El traslado de los *smolts* desde los centros de agua dulce a los de agua salada se realiza en camiones especiales que cuentan con sistemas de alerta al conductor, siendo muy baja la mortalidad de los ejemplares en esta etapa. El proceso de engorda en mar puede durar entre diez a 18 meses, dependiendo 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 y

Brasil. 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.

AMSA es dueña actualmente de 60 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 recuperándose lentamente luego de alcanzar los mínimos históricos en 2012.

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 ha elevado los costos de producción de las empresas del sector, como contrapartida se ha logrado 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

Los porcentajes de las ventas alcanzados por los principales distribuidores de la empresa durante 2012 son los indicados en la tabla siguiente. Cabe recordar que **ASF** es dueña del 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 42% del total vendido en diciembre 2012, aunque cabe señalar que esta concentración es menor respecto de la mostrada en 2011, donde alcanzó un 60% de las ventas totales.

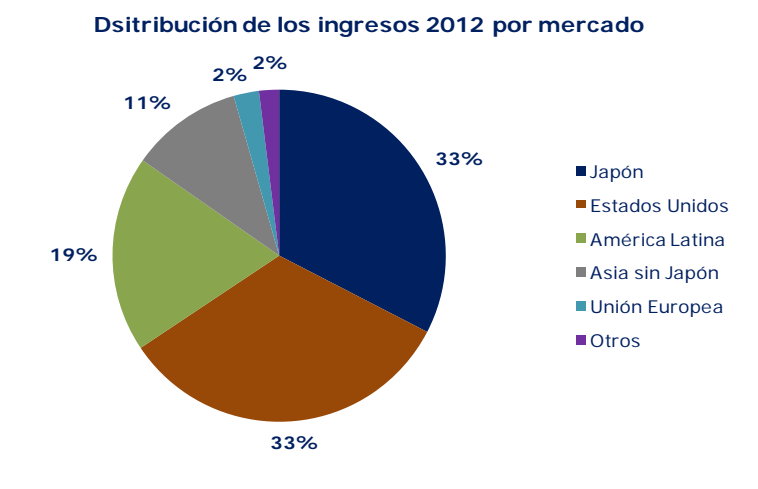
Distribuidor	Porcentaje de las ventas
"True Nature Seafood Ltd"	22,1%
Japon 1	20,1%
Brasil 1	4,8%
Brasil 2	2,4%
Argentina 1	2,1%
Estados Unidos 2	2,1%
Nacional 1	1,9%
Brasil 3	1,8%
Francia 1	1,5%
México 1	1,4%
Nacional 2	1,1%
Brasil 4	0,5%
Estados Unidos 3	0,2%
Otros nacional y extranjero	38,2%
Sub-total	100,0%

Los porcentajes de las ventas alcanzados por los principales distribuidores de la empresa durante 2012 fueron los indicados en la tabla anterior. Cabe recordar que **ASF** es dueña del 50% de True Nature Seafood Ltd., mayor distribuidor de la empresa en Estados Unidos.

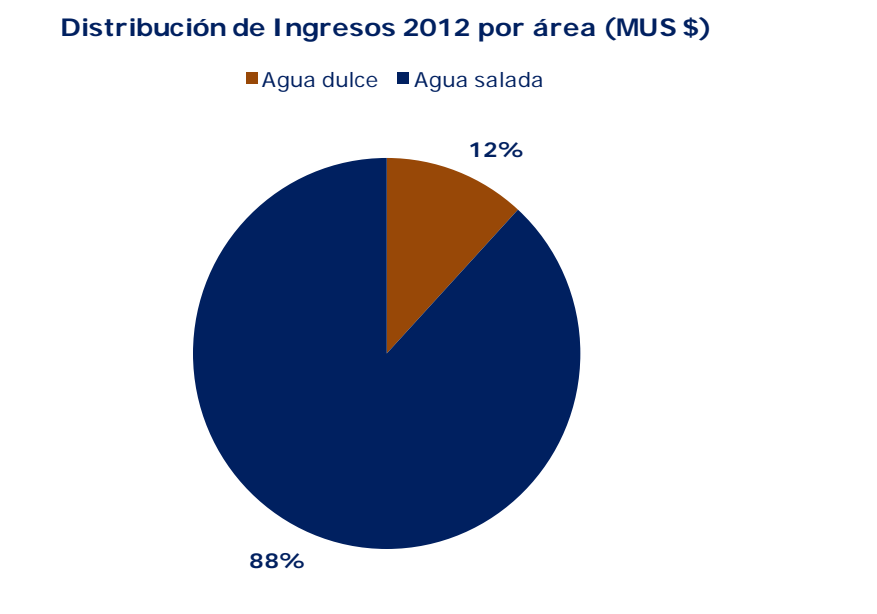
De la tabla se deduce que existe una concentración alta de las ventas a través de dos intermediarios, los que abarcan un 42% del total vendido en diciembre 2012, aunque cabe señalar que esta concentración es menor respecto de la mostrada en 2011, donde alcanzó un 60% de las ventas totales.

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 2012 por continente:



Ingresos por área de negocio



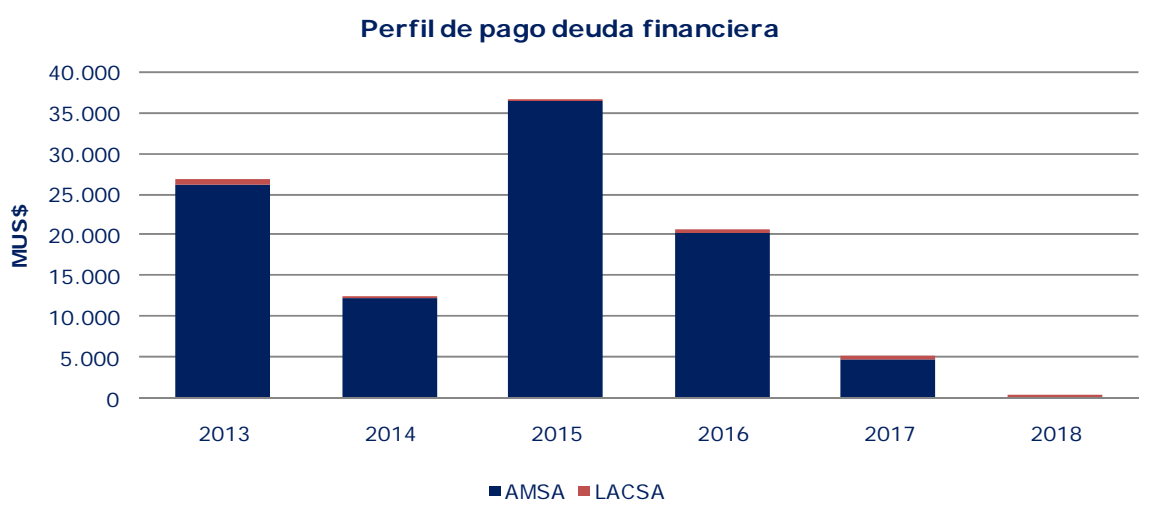
ASF define las áreas de negocios en agua dulce (correspondientes a LACSA) y agua salada (correspondiente a AMSA). Los ingresos se generan principalmente en la filial de agua salada, que es la que realiza la

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 2012 es la que se muestra en el gráfico anterior.

Análisis financiero

Endeudamiento y liquidez

La deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 120,8 millones al 31 de diciembre de 2012. De este monto, un 97% de la deuda bancaria correspondía a la filial AMSA y el 3% a LACSA, 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.



La mayor parte de los compromisos financieros están concentrados en la porción no corriente, con US\$ 91,7 millones (75,9% del total), mientras que un 100% del total está expresado en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa, por cuanto más de un 90% de sus ingresos proviene del exterior, siendo generados en dicha moneda. La deuda financiera está contraída bajo una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen. Cabe mencionar que un 36% de la deuda financiera tiene vencimientos en 2015, los que alcanzan a un total de US\$ 36,6 millones.

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP³) debiera ser del orden de los US\$ 14,2 millones, monto sólo aceptable para un nivel de deuda financiera de US\$ 100 millones, nivel que se tendría en caso de tener éxito el aumento de capital programado y, tal como ha manifestado la administración, ocupar parte de los recursos para reducir la deuda financiera en 13%. En

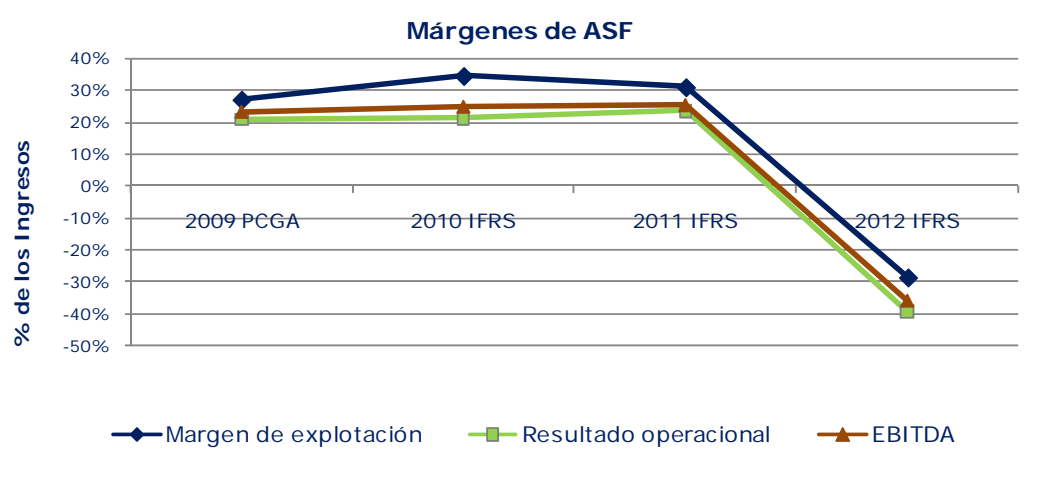
³ Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que busca tener una aproximación de la generación de caja de la empresa tomando en consideración su comportamiento histórico y su actual capacidad productiva (en la práctica se puede asimilar al resultados operacional, deducida aquellas partidas que no representan flujos de caja, más la depreciación y menos gastos financieros e impuesto). En este caso particular, dada la volatilidad del precio del salmón, el FCLP, que es un promedio, puede diferir fuertemente de un año en particular,

contraposición, se debe considerar que bajo un escenario de precios elevados, un FCLP puntual (de un año determinado) podría llegar a alrededor de los US\$ 40 millones. Bajo esta perspectiva, el pago actual de la deuda, ya sea mediante los flujos generados por la compañía o vía refinanciamiento, está fuertemente condicionado al comportamiento del precio de mercado del salmón, variable totalmente exógena a la compañía; con todo la necesidad de refinanciamiento del vencimiento del año 2015 es altamente probable.

De acuerdo a lo que se estima, el escenario de precios debiera tender a mejorar en relación con 2012, en efecto, el primer trimestre de 2013 éstos se incrementaron aproximadamente un 19% respecto de diciembre 2012, producto principalmente del ajuste en la producción. Por otro lado, al finalizar marzo de 2013, el emisor suscribió un aumento de capital que utilizaría en parte para el pago de obligaciones, disminuyendo un 17% aproximadamente su deuda financiera.

Eficiencia y rentabilidad

Entre 2009 y 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**. En 2012 estos indicadores se vieron fuertemente influenciados por la disminución de los ingresos producto de los menores precios.



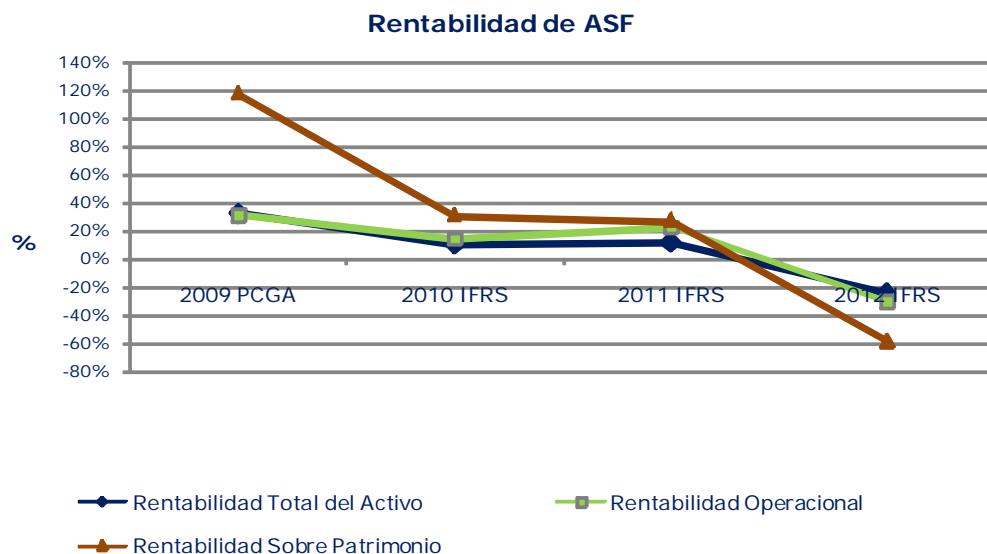
Por su parte, excluido el ejercicio de 2012, la rentabilidad de la empresa⁴ ha sido relativamente elevada si se la mide como utilidad sobre el patrimonio, mientras que la rentabilidad sobre activos debiera crecer en la medida que aumenta la escala de la empresa. El efecto de la pérdida del ejercicio 2012 se muestra en el siguiente gráfico:

⁴ -Rentabilidad total del activo = Utilidad/(Activos descontados aquellos en ejecución);

-Rentabilidad operacional = Resultado operacional /(Activos circulantes (corrientes) + Activos fijos (propiedad, planta y equipos));

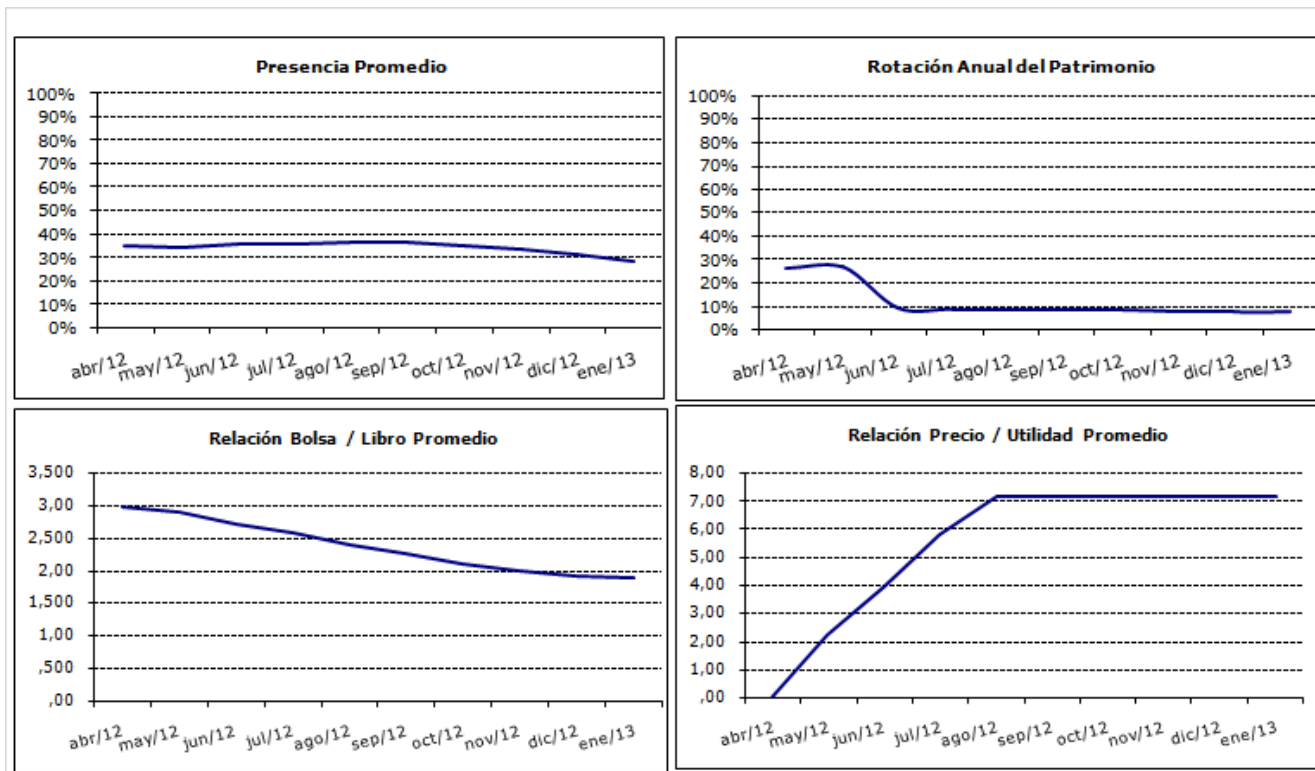
-Rentabilidad del patrimonio = Utilidad / Patrimonio

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 leve tendencia a la baja hasta enero de 2013.



“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”.