



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a

Ignacio Peñaloza F.

Tel. (56-2) 2433 5200

ignacio.penaloza@humphreys.cl

Australis Seafoods S.A.

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	Segunda Clase ¹ Estable ²
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2014 ³

Estado de Resultados Consolidado, IFRS					
M US\$	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2014
Ingresos de actividades ordinarias	84.401	163.664	121.749	141.799	26.208
Costo de ventas	-58.307	-113.315	-156.908	-157.439	-24.768
Costos de distribución	-1.257	-2.025	-4.889	-6.089	-811
Gasto de administración	-5.217	-8.317	-7.745	-10.040	-2.494
Costos financieros	-1.241	-1.901	-3.428	-4.379	-999
Ganancia (pérdida)	17.377	27.429	-66.096	-28.074	58
EBITDA	20.920	42.778	-44.068	-26.285	-447

Balance General Consolidado, IFRS					
M US\$	2010	2011	2012	2013	Mar 2014
Activos corrientes	97.798	172.769	128.873	152.837	181.492
Activos no corrientes	67.951	121.312	137.507	144.009	165.915
Total de activos	165.749	294.081	266.380	296.846	347.407
Pasivos corrientes	50.331	74.272	94.575	114.546	124.693
Pasivos no corrientes	58.857	74.585	92.677	74.449	73.684
Total pasivos	109.188	148.857	187.252	188.995	198.377
Patrimonio total	56.561	145.224	79.128	107.851	149.030
Total de patrimonio y pasivos	165.749	294.081	266.380	296.846	347.407
Deuda financiera	64.882	82.170	120.752	120.473	105.485

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 4.

² Tendencia anterior: Desfavorable.

³ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2014 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de 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 de *smolts* en agua dulce hasta el momento en que están maduros para ser trasladados a engorda en agua salada. 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 62 concesiones en agua salada. El controlador de **ASF** es don Isidoro Quiroga Moreno, a través de Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. (5,90%), Inversiones ASF Limitada (19,52%) y del Fondo de Inversión Privado Australis (60,90%).

En 2013 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 141,8 millones, una pérdida de US\$ 28,1 millones y un EBITDA de US\$ - 26,3 millones. Al cierre de 2013, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 120,5 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 107,9 millones.

Se baja la categoría de riesgo de las acciones desde "*Primera Clase Nivel 4*" a "*Segunda Clase*" principalmente por el bajo rendimiento presentado por la compañía durante los años 2012 y 2013, en conjunto con un aumento de los pasivos financieros, que en estos dos años, pasaron desde US\$ 82,2 millones en diciembre de 2011 a US\$ 120,5 millones en diciembre de 2013. A pesar de haber hecho un aumento de capital en 2013, este dinero fresco se usó en el financiamiento de las operaciones del año y no mejoraron la situación de liquidez para adelante. Los vencimientos de la deuda que se esperan para 2014, se ven muy difíciles de cubrir con la actual capacidad de generar caja, y se hace inevitable una refinanciación o la obtención de recursos frescos mediante una nueva emisión de capital o una enajenación. Sumado a esto, en todo 2013 y los tres primeros meses de 2014, la presencia bursátil mensual no superó el 30%.

Entre 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** su exposición tanto al precio internacional de los salmónidos como al tipo de cambio, variables que se encuentran fuera de su control. En el caso de los precios de los productos vendidos, por corresponder en su totalidad a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan, situación que afectó severamente los resultados de los años 2012 y 2013.

Respecto del tipo de cambio, hay que considerar que gran parte de las ventas de la empresa se realizan al exterior, por lo que no se encuentra directamente expuesta a los vaivenes de este precio, lo que sumado a que la mayor parte de su deuda financiera actual fue contraída en esa moneda, así como también las deudas con los principales proveedores, hacen que sea un riesgo menor.

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 2014 la empresa tiene vencimientos de deuda bancaria por aproximadamente US\$ 47 millones, un 38% 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, entre febrero y marzo del presente año, se llevó a cabo un aumento de capital, recaudándose cerca de US\$ 40 millones, sumado a una enajenación de activos por parte de LACSA en el que se recaudaron US\$ 10 millones más, generando un alivio para el presente año, pero no necesariamente para los que siguen.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de las ventas en dos mercados de destino de las exportaciones de la empresa, que si bien ha tendido a disminuir (en 2011 era de 60% aproximadamente) aún se considera alta, con más de un 42% de las ventas de la empresa concentradas en estos dos mercados, con el consiguiente riesgo de perder ventas en el mercado final en caso de problemas con el intermediario, ya que en uno de estos se actúa con un distribuidor exclusivo, la empresa "True Pacific Holding Company, Inc.", distribuidor en Estados Unidos, del cual se posee 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, implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

Por otro lado, dentro de las fortalezas que daban sustento a la clasificación de los títulos accionarios de **ASF** en "*Primera Clase Nivel 4*", se consideraba su modelo de reproducción y crianza de salmones del Atlántico en agua dulce desde la primera etapa, realizado a través de su filial LACSA hasta el momento del traspaso a agua salada, puesto que este esquema le permitía suprimir completamente la importación de estas ovas desde el extranjero, asegurando la producción. Además entregaba la posibilidad de venta de las ovas a otros actores dentro de la industria nacional. Ahora que se dejó de producir ovas, si bien se firmó un convenio de abastecimiento por siete años, esta fortaleza se debilitó puesto que se está menos integrado verticalmente que antes.

Se ha considerado como fortaleza la experiencia y apoyo del grupo controlador de la empresa, tanto para la matriz **ASF** como para las filiales LACSA y AMSA. Esto le da una posición más ventajosa a la hora de negociar deuda o de emitir capital al tener una espalda más amplia y generar mayor confianza a los partícipes.

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.

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

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si aumenta sus rendimientos, así como su presencia bursátil promedio, de manera de disminuir la relación de deuda financiera sobre EBITDA que actualmente exhibe el emisor.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados 2013

En 2013, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 141,8 millones, un aumento de 16,5% respecto de 2012, producto de la recuperación del precio de venta, a pesar de que los volúmenes exportados se redujeron, pasando de 32.025 toneladas en 2012 a 30.873 toneladas en 2013. Por su parte, el margen de explotación se volvió menos negativo, desde US\$ -35,2 millones a US\$ -15,6 millones. El resultado operacional de 2013 fue de US\$ -31,8 millones, desde los US\$ -47,8 millones del año anterior, explicado principalmente por la recuperación en el precio y a que los costos de venta, de distribución y gasto de venta, pese a que aumentaron unitariamente, no lo hicieron a una tasa de crecimiento muy significativa.

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2013 correspondió a una pérdida de US\$ 28,1 millones y el EBITDA en igual período alcanzó los US\$ -26,3 millones, mostrando un resultado menos negativo que el de 2012, que fue de US\$ -66,1 millones y US\$ -44,1 millones respectivamente.

Eventos recientes

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 salmónes ubicada en la región de Los Lagos. El valor neto ascendió a US\$ 11,7 millones. Esta planta tiene capacidad de procesar más de 40.000 toneladas y pretende aumentar la integración vertical y así mejorar la eficiencia en la producción.

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. De éstas, se colocaron en una primera instancia 410.000.000 de acciones, decidiendo no colocar el resto.

El 5 de noviembre de 2013 se aprobó un aumento de capital por US\$ 40 millones mediante la emisión de 700.000.000 de acciones de nueva emisión, colocadas en la forma que acuerde la sociedad. La suscripción preferente fue realizada entre febrero y marzo, suscribiéndose 641.124.152 acciones, recaudándose así un total de US\$ 40,2 millones.

A comienzos de 2014 se efectuó una enajenación de activos relacionados con la producción de ovas de salmón y genética por parte de Landcatch Chile S.A. a Aqua Gen Chile S.A. por un valor neto de US\$ 10,2 millones, pagados en período de siete años. Al mismo tiempo, se firmó un acuerdo de largo plazo de provisión de ovas. Con esto ya no se cuenta con producción propia de ovas.

Definición categoría de riesgo

Categoría Segunda Clase

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Modelo sanitario de producción en agua dulce: Como política sanitaria la empresa ha definido criar gran parte de sus *smolts*, para minimizar el riesgo de que los peces en crianza adquieran enfermedades. Asimismo, la utilización únicamente de agua dulce hasta el momento del traslado del pez al agua salada impide su contaminación con enfermedades en este último medio, mejorando su resistencia. Se entiende que estas medidas no eliminan los riesgos sanitarios, pero los reduce significativamente dentro de las alternativas económicamente viables.

Programa de selección productiva: 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 particularidades deseadas en los salmónidos: peso por ejemplar, tiempo de maduración, resistencia a enfermedades, etc., eliminando tempranamente los no deseados, todo ello realizado a través de métodos de selección de ejemplares, es decir, con métodos naturales y no con modificaciones genéticas. Antes que eso, cabe mencionar que se seleccionan desde el agua dulce solo los *smolts* que superen un sistema de evaluación que pondera factores cualitativos y productivos.

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

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmónes y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, claridad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo (desde la Región de los Lagos a la 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 23,3% de la producción mundial de salmón Atlántico en 2013.

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 alrededor de dos años hasta su cosecha. En la actualidad **ASF** cuenta con seguros que la protegen de

las pérdidas en su masa biológica. 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 FOB de exportación del salmón del Atlántico alcanzó niveles muy bajos respecto de 2011 (en torno a US\$ 6,2 por kg contra US\$ 8,4 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 2013 el precio se recuperó y se espera que siga subiendo (promedió US\$ 7,5 el kg). En efecto, a diciembre 2012 el precio de la harina de pescado se incrementó un 59,9% respecto de igual período del año anterior, retrocediendo luego un 21,0% a marzo de 2014. Con respecto al salmón, las estadísticas históricas de su precio evidencian una alta volatilidad de precios en períodos cortos de tiempo, registrándose incluso caídas de hasta 19% en un mes y subidas de 23%.

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 la mayor 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 2013 el 100% de su deuda bancaria estaba en dólares, mientras que durante ese

año los ingresos fueron, aproximadamente, un 70% en dólares y 30% en yenes japoneses. Por su parte, la deuda comercial de la compañía a la misma fecha fueron un 58% en dólares y un 42% 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 mercados: Actualmente **ASF** trabaja con un solo distribuidor relevante en el país más importante en términos de ventas, Estados Unidos, lo que la expone a la pérdida de participación directamente relacionada con este intermediario, que en diciembre de 2013 concentraba el 21% de sus ventas. Se reconoce, en todo caso, que este riesgo se atenúa al contar con el 50% de la participación en True Pacific Holding Company, Inc., el distribuidor en Estados Unidos, y que en el segundo mercado en relevancia, el brasileño, los distribuidores se encuentran atomizados. Por otro lado, es importante destacar que la concentración ha disminuido respecto de 2011, en el que los dos principales distribuidores representaban el 60% de las ventas totales, representando en la actualidad el 42% de las ventas (igual que en 2012).

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

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

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

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

En 2013 y 2014 se han llevado a cabo dos aumentos de capital, así como la enajenación de algunos activos relacionados con la producción ovas y genética, con lo que ya no se cuenta con producción propia de éstas.

Propiedad y administración

Accionistas y estructura societaria

El controlador final de **ASF** es don Isidoro Quiroga Moreno, quien de manera indirecta tiene el 88,4% de la propiedad. Sus principales accionistas directos, son el Fondo de Inversión Privado Australis e Inversiones ASF Limitada, ambos relacionados al controlador. La estructura de propiedad de la empresa es la que se muestra en el siguiente esquema:

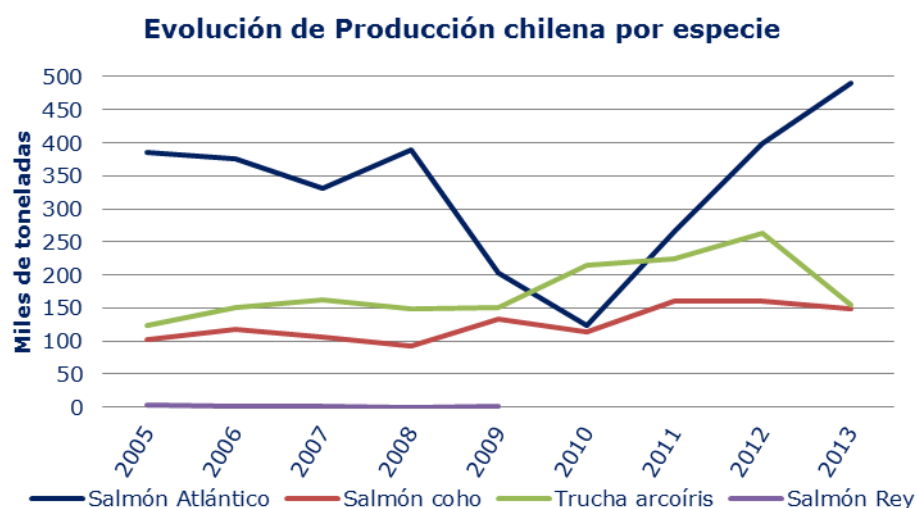
Accionista	Participación
Fondo de Inversión Privado Australis	44,99%
Inversiones ASF Limitada	39,04%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	4,90%
Asesorías e Inv. Benjamín SA	4,36%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	2,43%
AFP Habitat S.A.	1,94%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	2,00%
Costa Verde Inversiones Financieras S.A.	0,65%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,26%
Chile Market S.A. Corredora de Bolsa	0,16%
De la Cerda Acuña Gustavo	0,15%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	0,15%
Santander S.A. Corredora de Bolsa	0,12%
Otros	0,79%

Directorio y ejecutivos

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

Cargo	Nombre
Presidente	Martín Guilloff Salvador
Vicepresidente	Isidora Quiroga Cortés
Director	Jorge Rodríguez Grossi
Director	Isidoro Quiroga Moreno
Director	Rafael Fernández Morandé
Director	Luis Felipe Correa Gonzalez
Director	María Victoria Quiroga Moreno

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 luego de la aparición del virus ISA. Actualmente los precios están recuperándose lentamente luego de alcanzar los mínimos históricos en 2012 producto de una sobreoferta.

Regulaciones

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

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley N° 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose 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 apuntó 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 deben mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

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

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

En términos sanitarios, las nuevas disposiciones establecen procesos de desinfección de elementos productivos y vacunación de peces. Asimismo, en caso de detectarse una concesión con detección de virus ISA, los peces deben ser 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, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros cuya función era asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se había alcanzado un

consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le asignó estaba 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. En 2012 este panel fue reemplazado por ocho Comités Científicos Técnicos encargados de tomar las principales decisiones de administración pesquera, poniendo el énfasis en la preservación de los recursos por sobre los resultados económicos. Los expertos en estos Comités duran cuatro años en el cargo, con renovaciones parciales cada dos.

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

Recientemente se instauraron nuevas normativas, una que regula las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios. Todas tienen un impacto directo en la producción, ya que por ejemplo, la trucha presenta niveles de mortalidad mucho más altos que el salmón Atlántico y la producción se limita al no contar con un mayor espacio físico, además de los incrementos en costos.

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.

Ventas por país

Los porcentajes de las ventas alcanzados por los principales mercados de la empresa durante 2013 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 en dos países, los que abarcan un 42% del total vendido en diciembre 2013, aunque cabe señalar que esta concentración es menor respecto de la mostrada en 2011, en el que alcanzó un 60% de las ventas totales (42% en 2012).

País	Porcentaje de las ventas
Estados Unidos	22,1%
Brasil	20,1%
Chile	4,8%
Japón	2,4%
Rusia	2,1%
Francia	2,1%
Otros	1,9%
Sub-total	100,0%

A continuación se muestra la distribución de las ventas monetarias para 2013 por continente:

Distribución de los ingresos por continente



Ingresos por área de negocio

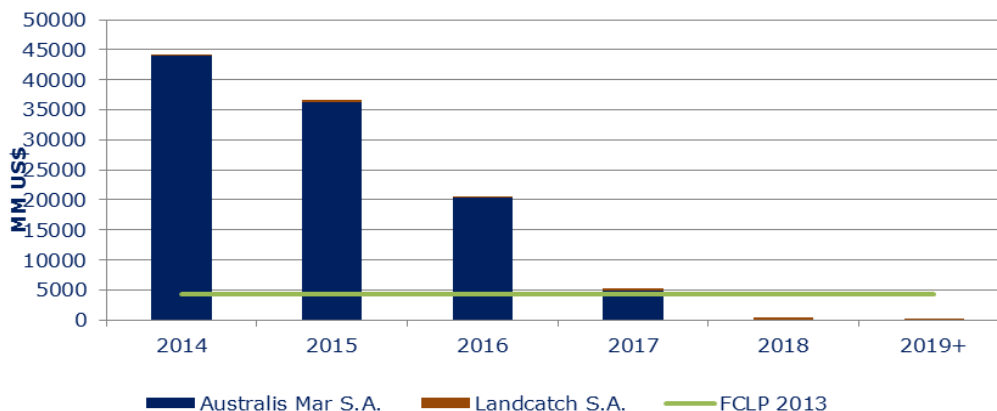
ASF define las áreas de negocios en agua dulce (correspondientes a LACSA) y agua salada (correspondiente a AMSA). Los ingresos se generan principalmente en la filial de agua salada (99,5% de los ingresos de 2013), que es la que realiza la comercialización de productos en el exterior, mientras que los ingresos de LACSA corresponden a las ventas de ovas (hasta 2013) y *smolts*.

Análisis financiero

Endeudamiento y liquidez

La deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 120,5 millones al 31 de diciembre de 2013. Al descontarse los arrendamientos financieros, se tiene la cifra de US\$ 107,1 millones en préstamos bancarios. De este monto, un 98,4% correspondía a la filial AMSA y el 1,6% restante a LACSA, pudiendo considerarse como adecuada la actual estructura de la deuda financiera, por cuanto es AMSA la que genera el 99,4% de los ingresos ordinarios del grupo consolidado.

Perfil y composición de la deuda bancaria de ASF



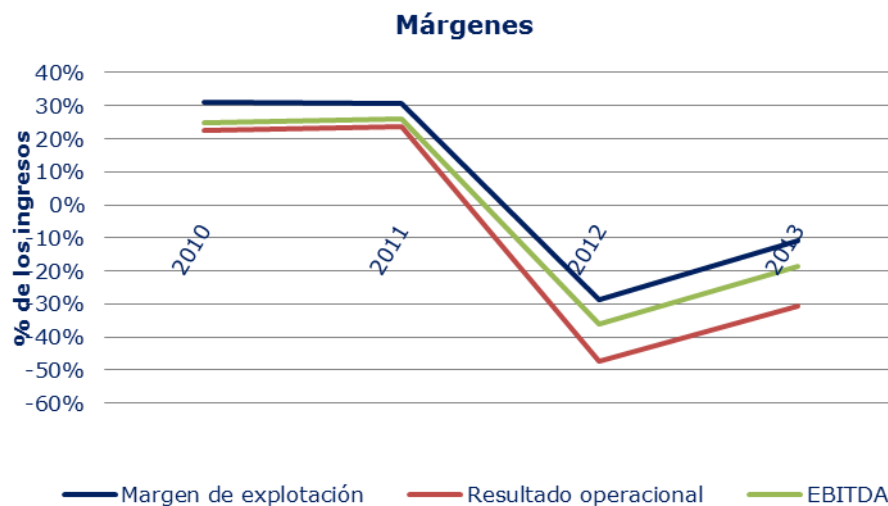
La porción no corriente representa el 61,7% de la deuda financiera (US\$ 75,5 millones), mientras que un 100% del total está expresado en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa, por cuanto el 79,2% de sus ingresos proviene del exterior, 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 más allá de la porción corriente, un 32% de toda la deuda financiera tiene vencimientos en 2015, los que alcanzan a un total de US\$ 39,1 millones.

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP⁴) es de US\$ 4,4 millones, monto lejano para cubrir el nivel actual de deuda financiera. Los fondos recolectados por emisión de capital y enajenación de activos a comienzos de 2014, podrían cubrir los requerimientos por los vencimientos corrientes, pero se genera mucha incertidumbre de lo que podría pasar más adelante. Si bien el precio en 2013 mejoró considerablemente respecto a 2012 y se espera que continúe esa senda, aun considerando un escenario de precios elevados, el FCLP no llegaría al nivel requerido para la cantidad de deuda que se tiene y su esquema de vencimientos.

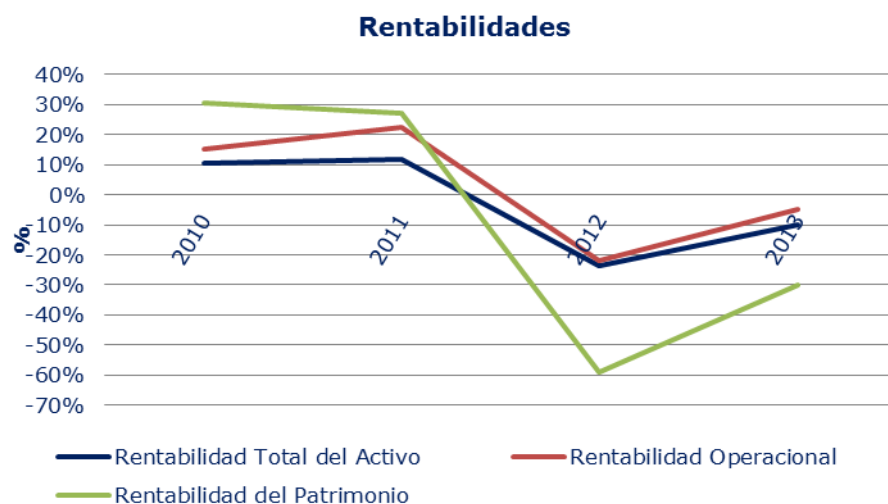
Eficiencia y rentabilidad

En 2010 y 2011 los márgenes de la compañía, medidos como porcentaje de los ingresos, específicamente el margen operacional, el EBITDA y el resultado operacional, permanecieron estables a un nivel por sobre el 20%. En 2012 estos indicadores se vieron fuertemente influenciados por la disminución del precio de venta en conjunto con un alza de los costos de venta y de los costos de distribución, efectos que disminuyeron en 2013, pero que no bastaron para dejar de tener signo negativo.

⁴ 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,

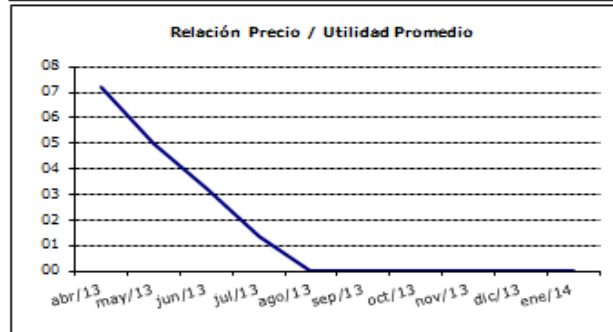
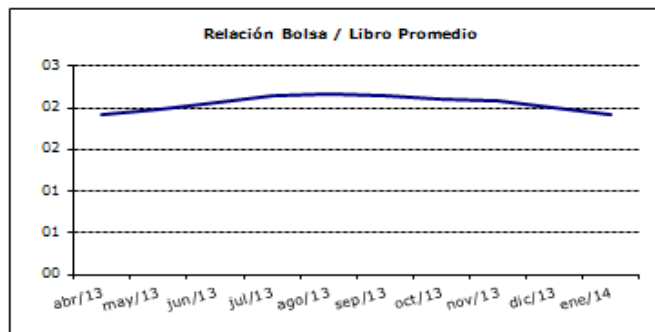
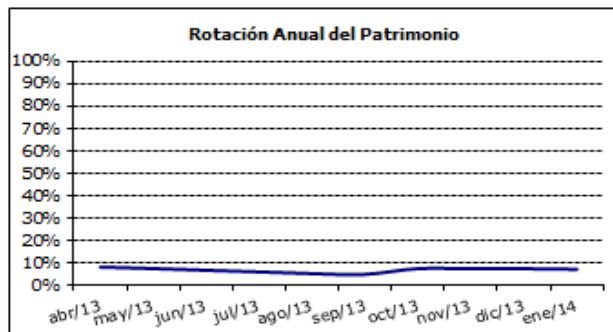
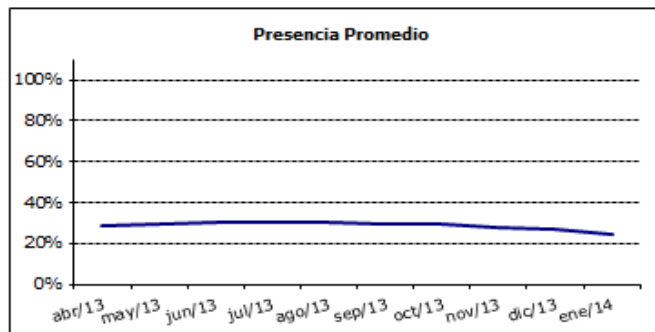


La misma trayectoria se puede observar con las rentabilidades de los activos, operacional y del patrimonio, en la que la del patrimonio cruza a la de los activos cuando se cambia el signo de la rentabilidad porque siempre es de mayor magnitud:



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 muy leve tendencia a la baja hasta enero de 2014.



"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".