



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Ignacio Peñaloza F.
Tel. (56) 22433 5200
ignacio.penalozahumphreys.cl

Australis Seafoods S.A.

Mayo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Segunda Clase Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2015 ¹

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	Ene-Mar 2015
Ingresos de actividades ordinarias	84.401	163.664	121.749	141.799	159.759	27.779
Costo de ventas	-58.307	-113.315	-156.908	-157.439	-177.751	-34.293
Costos de distribución	-1.257	-2.025	-4.889	-6.089	-6.116	-2.203
Gasto de administración	-5.217	-8.317	-7.745	-10.040	-10.879	-2.549
Costos financieros	-1.241	-1.901	-3.428	-4.379	-6.247	-1.771
Ganancia (pérdida)	17.377	27.429	-66.096	-28.074	-43.695	-5.459
EBITDA	20.920	42.778	-44.068	-26.285	-28.603	-9.038

Balance General Consolidado, IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	Mar-2015
Activos corrientes	97.798	172.769	128.873	152.837	193.008	215.876
Activos no corrientes	67.951	121.312	137.507	144.009	207.845	230.661
Total de activos	165.749	294.081	266.380	296.846	400.853	446.537
Pasivos corrientes	50.331	74.272	94.575	114.546	181.333	233.829
Pasivos no corrientes	58.857	74.585	92.677	74.449	109.100	107.747
Total pasivos	109.188	148.857	187.252	188.995	290.433	341.576
Patrimonio total	56.561	145.224	79.128	107.851	110.420	104.961
Total de patrimonio y pasivos	165.749	294.081	266.380	296.846	400.853	446.537
Deuda financiera	64.882	82.170	120.752	120.473	176.056	196.222

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2014. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2015 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 Australis Agua Dulce S.A. (ex Landcatch Chile S.A.), 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 con 73 concesiones en agua salada. El controlador de **ASF** es de Isidoro Quiroga Moreno, a través de Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. (4,26%), Inversiones ASF Limitada (40,23%) e Inversiones y Asesorías Lago Ranco Limitada (43,95%).

En 2014 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 159,8 millones, una pérdida de US\$ 43,7 millones y un EBITDA de US\$ -28,6 millones. Al cierre de 2014, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 176,1 millones, correspondiente a compromisos con instituciones bancarias y arrendamientos financieros, mientras que su patrimonio era de US\$ 110,4 millones.

La categoría de riesgo de las acciones de **ASF** en “*Segunda Clase*”, se fundamenta principalmente en el elevado nivel de endeudamiento de la compañía en relación con su actual capacidad de generación de flujos. En los hechos, la deuda financiera creció en US\$ 55,6 millones en el último año, siendo el EBITDA negativo en los últimos tres, tiempo en el que las operaciones se financiaron con emisiones de acciones, importes procedentes de préstamos y enajenación en participaciones. La razón de activos corrientes a pasivos corrientes sigue disminuyendo, acercándose cada vez más a la 1,0 vez (dentro de los activos corrientes los inventarios representan cerca del 20% y los activos biológicos un 60%). Sumado a esto, en todo 2014 y los dos primeros meses de 2015, la presencia bursátil mensual no superó el 10%.

Entre otros elementos que restringen la clasificación de riesgo de **ASF** se consideran los peligros biológicos asociados a la producción de peces (virus, algas y parásitos). Esto 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 del 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 fuertemente expuestos a las variaciones que ellos experimentan.

Respecto del tipo de cambio, si bien gran parte de las ventas de la empresa se realizan al exterior, el riesgo se atenúa por cuanto la deuda financiera y algunos pasivos con proveedores se expresan en dólares, además

de que se pueden usar cobertura de monedas. Sin embargo, persisten gastos en moneda nacional, principalmente las remuneraciones.

Asimismo, por las características intrínsecas de una industria que trabaja con activos biológicos sujetos a eventualidades abruptas negativas, se estima que la deuda financiera debiera tener una estructura suavizada en el tiempo, que evite el riesgo de refinanciamiento para un año en particular. En 2015 la empresa tiene vencimientos de deuda bancaria por aproximadamente US\$ 67,4 millones, un 38% del total de su deuda financiera. Cabe señalar que de acuerdo a la información entregada por el emisor, en el primer cuatrimestre de 2014 se llevó a cabo un aumento de capital por cerca de US\$ 44,8 millones.

Además, la clasificación incorpora una elevada concentración de las ventas (alrededor de un 60%) en dos mercados de destino de las exportaciones con el consiguiente riesgo de perder ingresos relevantes ante cualquier eventualidad, como fue el 2014 con el desligamiento del socio comercial, True Pacific Holding Company Incorporated, o por el latente riesgo de que las empresas noruegas se vuelvan más competitivas y se inserten en estos países, quitándole participación a la empresa.

Adicionalmente, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las 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 de **ASF**, se consideran su modelo de reproducción y crianza de salmones del Atlántico en agua dulce desde la etapa de *smolts*, realizado a través de su filial, Australis Agua Dulce S.A., hasta el momento del traspaso a agua salada, puesto que este esquema le permite suprimir de parte importante de la compra de materia prima, asegurando la producción y la calidad de los insumos. Además entrega la posibilidad de venta del producto intermedio a otros actores dentro de la industria nacional. Anteriormente se producía ovas, y si bien se firmó un convenio de abastecimiento por siete años, la fortaleza se debilitó puesto que se está menos integrado verticalmente que antes.

También se ha considerado como fortaleza la experiencia y apoyo del grupo controlador de la empresa, tanto para la matriz **ASF** como para las filiales.

Otros atributos considerados favorables 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.

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si aumenta la rentabilidad de la empresa, 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, dada 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 2014

En 2014, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 159,8 millones, un aumento de 12,7% respecto de 2013, producto del mejor precio de venta, potenciado levemente por los mayores volúmenes exportados, que pasaron de 30.873 toneladas en 2013 a 31.930 toneladas en 2014. Por su parte, el margen de explotación empeoró desde US\$ -15,6 millones a US\$ -18,0 millones. El resultado operacional de 2014 fue de US\$ -35,0 millones, desde los US\$ -31,8 millones del año anterior, explicado principalmente por el aumento de los costos de venta, de distribución y gasto de venta, debido a una reestructuración interna.

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2014 correspondió a una pérdida de US\$ 43,7 millones y el EBITDA en igual período alcanzó los US\$ -28,6 millones, mostrando un resultado más negativo que el de 2013, que fue de US\$ -28,1 millones y US\$ -26,3 millones respectivamente.

Eventos recientes

A comienzos de 2014 se efectuó la enajenación de los activos relacionados con la producción de ovas de salmón y genética por parte de la filial Australis Agua Dulce S.A. a Aqua Gen Chile S.A. por un valor neto de US\$ 10,2 millones, pagaderos en un período de siete años. Producto de la transacción, **ASF** ya no cuenta con producción propia de ovas; no obstante, para asegurar el abastecimiento, se firmó con el comprador un acuerdo de provisión de ovas de largo plazo.

El 3 de junio de 2014 el emisor vendió el 50% de la propiedad que tenía de la sociedad True Pacific Holding Company Incorporated, por un precio de US\$ 1,5 millones pagaderos en tres años.

La empresa inscribió en el Registro de Valores 700.000.000 acciones, correspondientes al aumento de capital aprobado en diciembre de 2013. De éstas, fueron suscritas y pagadas 699.270.754 de acciones, recaudándose así un total de US\$ 44 millones.

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: ASF mantiene un contrato de largo plazo de provisión de ovas mejoradas genéticamente con Aqua Gen Chile S.A., empresa que cuenta con la mejor tecnología disponible dentro del país para la selección de ovas, con los mayores estándares en bioseguridad, aportando efectividad y calidad. De esta manera se logran obtener los ejemplares que reúnan las distintas particularidades deseadas en los salmónidos: peso por ejemplar, tiempo de maduración, resistencia a enfermedades, etc. Al mismo tiempo le permite no depender del extranjero en el suministro necesario para llevar a cabo su cultivo, ya que el 90% de las ovas son provistas por este pacto.

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 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 de eficiencia. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes, representando el 26,1%² de la producción mundial estimada para diciembre 2014 (23,1% a igual fecha de 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 estas 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 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. En 2012 ya se dio el caso de que el precio FOB de exportación del salmón del Atlántico alcanzó niveles muy bajos (en torno a US\$ 6,2 por kg), 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). En 2014 el precio alcanzó los US\$ 7,8 el kg, pero ya hay una tendencia a la baja. A lo anterior debe añadirse la

² Fuente: *Kontali*.

exposición a precios de los insumos tales como la harina de pescado, utilizado en la fabricación de alimentos para los peces.

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 el 90% de sus ventas en dólares de Estados Unidos. Por otra parte, por el lado de las cuentas por pagar, regularmente el 60% está indexada a dólares, por lo que una buena parte (gastos por remuneraciones por poner un ejemplo) genera algún grado de descalce de moneda. Concretamente, a fines de 2014 el 100% de su deuda bancaria estaba en dólares, mientras que la deuda comercial de la compañía a la misma fecha estaba un 19% en dólares y un 81% 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. Igualmente se reconoce como un riesgo menor.

Concentración de mercados: Estados Unidos y Brasil, históricamente han representado cerca del 60% de las ventas, por lo que cualquier suceso particular en estos países, puede mermar en un valor importante las el total de ellas en la empresa. Es así como el hecho de que en Brasil o Rusia (otro mercado importante) las monedas se depreciaran, incidió en las ventas en estos países. En todo caso, se reconoce que el riesgo es atenuado por el hecho de que en Brasil las ventas están atomizadas. La decisión estratégica realizada para buscar mayor rentabilidad en otros mercados, hizo que se terminara la relación con el socio comercial True Pacific Holding Company Incorporated en 2014, haciendo que la ventas en Estados Unidos se vieran disminuidas en un 50% respecto al año anterior, igualmente, ya se consiguió un nuevo socio comercial.

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.

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 Australis Agua Dulce S.A. (en ese entonces 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 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.

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 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 de Australis Seafoods S.A.

Accionistas y estructura societaria

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

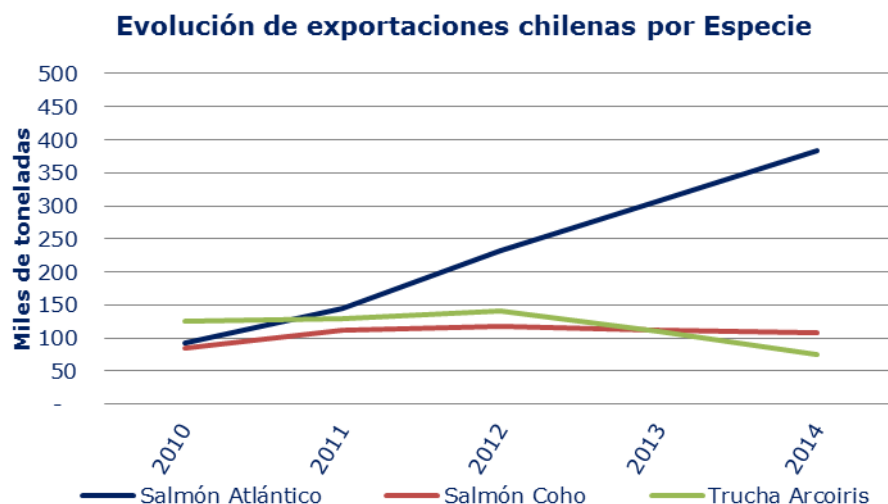
Accionista	Participación
Inversiones y Asesorías Lago Ranco Limitada	43,95%
Inversiones ASF Limitada	40,23%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	4,76%
Asesorías e Inv. Benjamín SA	4,26%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	2,64%
MBI Corredores de Bolsa S.A.	2,05%
Costa Verde Inversiones Financieras S.A.	0,54%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	0,25%
Chile Market S.A. Corredora de Bolsa	0,19%
IM Trust S.A. Corredora de Bolsa	0,17%
De la Cerda Acuña Gustavo	0,15%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valor	0,14%
Otros	0,68%

Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Martín Guiloff Salvador	Presidente
Jorge Rodríguez Grossi	Director
Isidoro Quiroga Moreno	Director
Rafael Fernández Morandé	Director
Isidora Quiroga Cortés	Director
María Victoria Quiroga Moreno	Director
Adrián Fernández Rosemberg	Director

Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena



La producción mundial de salmón proviene mayoritariamente de Noruega y Chile, ambos 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.

En 2007 la industria salmonera chilena se vio afectada 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 exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio internacional descendiera a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas hacia 2012 en toda la industria nacional. En 2013 y 2014 el precio se recuperó.

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 en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios. El otorgamiento de nuevas concesiones en la Región de Los Lagos y en la de Aysén, se encuentra suspendido hasta cinco años desde la dictación de la ley (hasta el año en curso). 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 concesionada 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 al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de tres meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deben ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en aquel. 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 cosechados de manera inmediata. Si un 30% o más de las jaulas de una concesión resultan positivas de ISA patógeno, entonces la totalidad de los peces en engorda en la concesión tienen que ser eliminados.

También, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros, y 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 podía 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

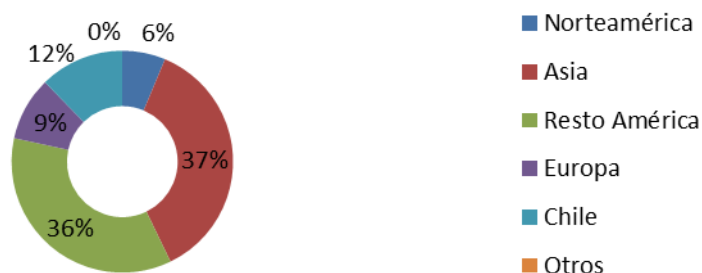
Proveedores

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. El 90% de las ovas son provistas por un lazo existente con Aqua Gen Chile S.A., el resto son provistas por terceros.

Ventas por mercado

A continuación se muestra la distribución de las ventas monetarias para 2014 por continente:

Distribución de los ingresos por continente

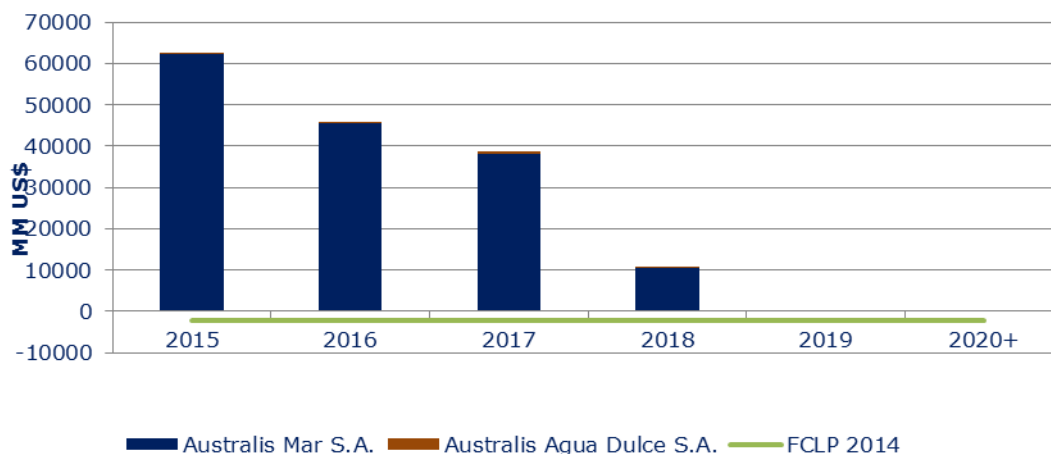


Análisis financiero

Endeudamiento y liquidez

Al 31 de diciembre de 2014, la deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 176,1 millones. Al descontarse los arrendamientos financieros y pasivos de cobertura, se tiene la cifra de US\$ 157,9 millones en préstamos bancarios. De este monto, un 99,1% correspondía a la filial AMSA y el 0,9% restante a Australis Agua Dulce S.A., pudiendo considerarse como adecuada la distribución de la deuda financiera, por cuanto es AMSA la que genera el 96,3% de los ingresos ordinarios del grupo consolidado.

Perfil y composición de la deuda bancaria de ASF



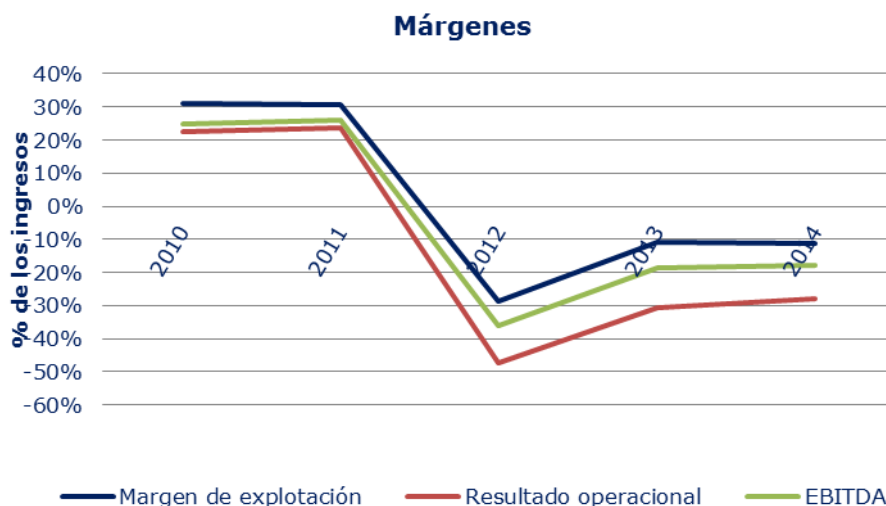
La porción no corriente representa el 61,9% de la deuda financiera, mientras que un 100% del total está expresado en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa, por cuanto el 87,7% de sus ingresos proviene del exterior, siendo generados en dicha moneda. La deuda financiera está pactada a una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen. Cabe mencionar que más allá de la porción corriente, un 27,8% de toda la deuda financiera tiene vencimientos en 2016.

De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, el indicador flujo de caja de largo plazo (FCLP³) es de US\$ -2,3 millones, por lo que no se podría cubrir la deuda financiera. Los fondos recolectados por emisión de capital, la adquisición de nueva deuda y la enajenación de activos ayudaron a cubrir lo correspondiente a 2014. 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.

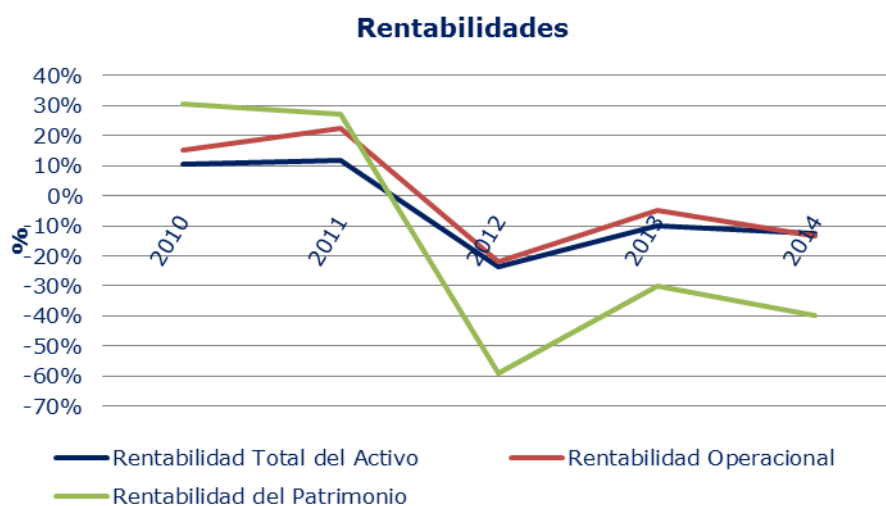
³ Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que busca tener una aproximación de la generación de caja de la empresa tomando en consideración su comportamiento histórico y su actual capacidad productiva (en la práctica se puede asimilar al resultados operacional, 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.

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 perjudicados por la disminución del precio de venta en conjunto con un alza de los costos de venta y de los costos de distribución. Posteriormente el precio de venta se recuperó, pero el incremento en los costos y los gastos hicieron que los márgenes continuaran siendo negativos.

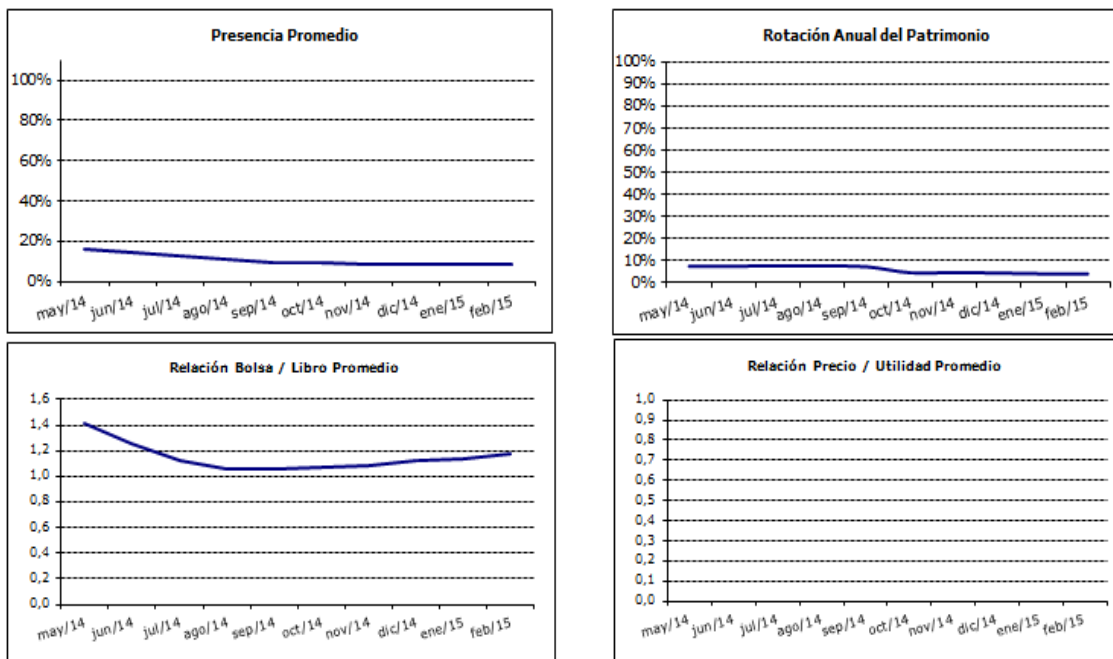


Similar trayectoria a la de los márgenes se puede observar con las rentabilidades de los activos, operacional y del patrimonio, tal como se refleja en el siguiente gráfico:



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. Se puede ver que la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, presenta una tendencia a la baja.



"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".