



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

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

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

Mayo 2018

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

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

Estado de Resultados Consolidado, IFRS							
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017	2017.T1	2018.T1
Ingresos de actividades ordinarias	141.799	159.759	191.249	347.560	399.441	110.621	78.235
Costo de ventas <sup>2</sup>	-144.478	-185.375	-253.478	-247.607	-271.704	-64.290	-64.840
Costos de distribución	-6.089	-6.116	-9.988	-9.893	-9.381	-2.124	-2.595
Gasto de administración	-10.040	-10.879	-9.998	-8.725	-9.824	-2.028	-3.203
Resultado operacional	-30.379	-52.319	-90.769	66.271	109.315	44.639	5.546
Ajuste Fair Value	12.961	-7.624	-11.810	58.448	-13.352	1.108	-1.113
Costos financieros	-4.379	-6.247	-8.664	-7.490	-5.066	-1.495	-1.227
Ganancia (pérdida)	-28.074	-43.695	-67.208	40.285	73.376	31.050	3.212
EBITDA <sup>3</sup>	-13.324	-36.141	-69.213	96.456	123.214	46.327	11.052

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2017. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2018 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.

<sup>2</sup> Incorpora ajuste *Fair Value*.

<sup>3</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta incorporando ajustes de Fair Value + gastos de distribución y administración + depreciación y amortización.

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS					
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017
Activos corrientes	152.837	193.008	226.561	221.670	216.212
Activos no corrientes	144.009	207.845	225.520	249.579	241.276
<b>Total de activos</b>	<b>296.846</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>	<b>457.488</b>
Pasivos corrientes	114.546	181.333	325.127	246.018	89.146
Pasivos no corrientes	74.449	109.100	58.950	60.863	130.525
Total pasivos	188.995	290.433	384.077	306.881	219.671
Patrimonio total	107.851	110.420	68.004	164.368	237.817
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>296.846</b>	<b>400.853</b>	<b>452.081</b>	<b>471.249</b>	<b>457.488</b>
Deuda financiera	120.473	176.056	209.436	175.046	106.469

## Opinión

### Fundamento de clasificación

**Australis Seafoods S.A. (ASF)** es una sociedad chilena dedicada a la reproducción, engorda y comercialización de especies salmónidas, en los principales mercados del mundo. Para ello, divide su operación en tres empresas principales:

- Australis Agua Dulce S.A., la cual se concentra en la producción de *smolts* en agua dulce hasta el momento en que están maduros para ser trasladados a engorda en agua salada.
- Australis Mar S.A., cuya actividad consiste en la engorda de peces en agua salada, la comercialización y la exportación de especies salmonídeas.
- Congelados y conservas Fitz Roy S.A., que se enfoca en el proceso de la materia prima resultante del proceso de engorda, prestando servicios de maquila tanto para empresas del grupo Australis Seafoods como a terceros.

La empresa cuenta con 89 concesiones acuícolas en agua de mar, más otras cinco en calidad de arriendo. El controlador de **ASF** es Isidoro Quiroga Moreno, a través de Inversiones ASF Limitada (80,13%), Inversiones Arlequín Dos Limitada (4,76%), Inversiones Ruiseñor Dos Limitada (4,76%) y Asesorías e Inversiones Benjamín S.A. (0,03%).

En 2017, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 399,4 millones, una ganancia de US\$ 73,4 millones y un EBITDA (incluyendo *Fair Value*) de US\$ 123,2 millones. Al cierre de 2017, la deuda financiera de **ASF** sumaba US\$ 106,5 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias y arrendamientos financieros, mientras que su patrimonio era de US\$ 237,8 millones.

A septiembre de 2017 la emisora presentaba ingresos por US\$ 315,6 millones, una ganancia de US\$ 63,8 millones, y un EBITDA (incluyendo *Fair Value*) de US\$ 103,4 millones. Su deuda financiera alcanzaba a US\$106,3 millones, en tanto que su patrimonio totalizaba US\$ 228,2 millones.

La clasificación de riesgo en "*Categoría BBB-*" se fundamenta en la estructuración de un negocio enfocado en la contención de costos que permita reducir el punto de equilibrio de la compañía y, en consecuencia, disminuir su exposición a las bajas recurrentes en el precio del salmón. En este aspecto, cabe destacar los logros durante el 2015 y 2016, principalmente en el caso de Salar, en donde los costos de ventas del Salmón Atlántico cayeron un 9,1% respecto del año anterior; durante el año 2017 fue la Trucha Arcoiris la que presentó una mayor eficiencia, con una baja de costo de 5,9% durante el último trimestre del año

Complementando lo anterior, dentro de las fortalezas de **ASF**, se considera su modelo de reproducción y crianza de salmones del Atlántico en agua dulce desde la etapa de *smolts*, realizado a través de su filial, Australis Agua Dulce S.A., hasta el momento del traspaso a agua salada, puesto que este esquema le permite suprimir parte importante de la compra de materia prima, tener mayor control sobre la producción y la calidad de los insumos, y entregar la posibilidad de venta del producto intermedio a otros actores dentro de la industria nacional.

La categoría de riesgo asignada toma en consideración, además, el hecho que los cambios regulatorios en Chile dificultan un crecimiento explosivo de la oferta nacional y, por ende, disminuye la presión a la baja en el precio internacional del salmón (dado lo relevante del país como oferente de salmones). También, como elemento de juicio, se incorpora la existencia de una deuda más compatible con el proceso de consolidación del negocio y el carácter cíclico de los ingresos; en efecto, la deuda financiera se ha reducido en un 39,2% desde diciembre de 2016 a diciembre de 2017, unido a un perfil de amortizaciones menos restrictivo para los próximos cuatro años (en torno a los US\$ 20 millones anuales), con un Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>4</sup>) de US\$ 11,7 millones anuales y un EBITDA de más de US\$120 millones anuales.

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.

Como contrapartida, la clasificación de riesgo se ve contraída por la excesiva variabilidad que han exhibido los flujos de la empresa, independiente de los hechos que han provocado dicha volatilidad, situación que dificulta establecer la capacidad de generación de flujos de largo plazo del emisor. Así, según los resultados mostrados hasta el año 2015, **ASF** mostraba incapacidad para responder al pago de sus obligaciones; es más, sus operaciones tuvieron que ser financiadas con emisión de acciones, préstamos y enajenación en participaciones. Sin perjuicio de lo anterior, los resultados del año 2016 y 2017 muestran una generación de

---

<sup>4</sup> El Flujo de caja de largo plazo (FCLP) es un indicador calculado por **Humphreys** que busca tener una aproximación de la generación de caja de la empresa tomando en consideración su comportamiento histórico y su actual capacidad productiva (en la práctica se puede asimilar al resultados operacional, deducida aquellas partidas que no representan flujos de caja, más la depreciación y menos gastos financieros e impuestos). En este caso particular, dada la volatilidad del precio del salmón, el FCLP, que es un promedio, puede diferir fuertemente de los resultados de un año en particular.

caja totalmente compatible con el nivel de endeudamiento de la compañía, que se refleja en una mejora en la clasificación de riesgo de la compañía.

Entre otros elementos que limitan la clasificación de riesgo de **ASF** se consideran los peligros biológicos asociados a la producción de peces (virus, algas y parásitos), lo que sumado a eventuales desastres naturales podría traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la masa de peces en engorda en mar. Esta situación resultaría en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas y una alteración de los planes de producción en tierra, en un sector donde el proceso completo de crianza de un salmón puede superar el año y medio. 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*, son comparativamente variables y, por ende, los resultados de la empresa se ven fuertemente expuestos a los cambios que ellos experimentan.

Respecto del tipo de cambio, si bien gran parte de las ventas de la empresa se realizan al exterior, existe un riesgo implícito en la valoración de esta moneda respecto del peso chileno. De esta forma, tanto las apreciaciones como depreciaciones de la moneda local afectan directamente los resultados **ASF** cada vez que parte de sus egresos son en moneda nacional.

Asimismo, por las características intrínsecas de una industria que trabaja con activos biológicos sujetos a eventualidades caídas abruptas, se estima que la deuda financiera debiera tener una estructura suavizada en el tiempo, que evite el riesgo de refinanciamiento para un año en particular. En la actualidad, la compañía sólo tiene una amortización importante en 2022, que supera en forma importante a aquellas amortizaciones previas. Sin embargo, dada la magnitud que actualmente alcanza el EBITDA, así como las holguras que se registrarían en 2018-2021, no existiría problema para hacer frente a este pago.

Además, la clasificación incorpora la elevada concentración de las ventas (alrededor de un 41%) en dos mercados de destino de las exportaciones con el consiguiente riesgo de perder ingresos relevantes ante cualquier eventualidad.

La clasificación de los títulos accionarios en "*Primera Clase Nivel 3*" responde a la clasificación de solvencia de la sociedad, en grado de inversión, y al hecho que las acciones presentan una presencia bursátil en torno al 41%; además de la existencia de un *market maker* que permite entregar mayor información al mercado respecto del precio de estos títulos

A futuro, la clasificación de las acciones de **ASF** podría mejorar si aumenta la rentabilidad de la empresa, en forma relativamente permanente, de manera de disminuir la relación de deuda financiera sobre FCLP 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.

### Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.
- Apoyo de controladores.

### Fortalezas de apoyo

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

### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados 2017

En 2017, **ASF** obtuvo ingresos por US\$ 399,4 millones, cifra que representa un alza de 14,9% respecto de 2016, debido al incremento en el precio de venta, ya que el volumen de ventas exportadas se redujo desde 66.376 toneladas en 2016 a 60.016 toneladas en 2017. A esto se sumó que el margen de explotación mejoró desde US\$ 100 millones a US\$ 127,7 millones y que el resultado operacional pasó de US\$ 66,2 millones a US\$ 109,3 millones (explicado principalmente por un aumento en el precio de venta de 5,24 US\$/Kg en 2016 a 6,66 US\$/kg en 2017).

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2017 correspondió a una ganancia de US\$ 73,4 millones y un EBITDA (incluyendo *Fair Value*) de US\$ 123,2 millones, consolidando la reversión de los resultados en comparación con los registros negativos obtenidos en años anteriores.

### Eventos recientes

En el primer trimestre de 2018 la compañía registró ingresos por ventas por US\$78.235 millones, debido principalmente a la caída del precio del salmón, de 19,1% en el caso del salmón del atlántico y de 14,6% de la trucha; así como una caída del volumen vendido de 17,4% en comparación con el mismo período del año anterior.

El EBITDA (incluyendo *fair value*) alcanzó aproximadamente US\$11,1 millones, lo que representa una caída de 76,1% respecto a lo exhibido en igual período del año anterior. De esta manera, el margen EBITDA alcanzó a 14,1% durante el período.

Las ganancias, en tanto, registraron una caída de 89,7%, totalizando aproximadamente US\$3,2 millones.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría BBB

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

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

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

### Primera Clase Nivel 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### Tendencia Estable

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

## Oportunidades y fortalezas

**Modelo sanitario de producción en agua dulce:** Como política sanitaria, la empresa se enfoca en el proceso de incubación, crianza y engorda de *alevines* para lograr su desarrollo en *smolts*, minimizando con ello el riesgo de que los peces adquieran enfermedades en período de crianza. Asimismo, la utilización de agua dulce hasta el momento del traslado del pez al agua salada impide su contaminación con enfermedades en este último medio, mejorando su resistencia. Se entiende que estas medidas no eliminan los riesgos sanitarios, pero comparativamente los reducen dentro de las alternativas económicamente viables.

**Programa de selección productiva y control de costos:** ASF mantiene un acuerdo de largo plazo para el suministro de *ovas de Salmón Atlántico* mejoradas genéticamente por la empresa Aqua Gen Chile S.A., dicha entidad cuenta con tecnología para la selección de ovas y los adecuados estándares en bioseguridad, aportando efectividad y calidad. De esta manera, se logran obtener los ejemplares que reúnen las distintas particularidades deseadas en los salmónidos: peso por ejemplar, tiempo de maduración, resistencia a enfermedades, etc. Al mismo tiempo, le permite no depender del extranjero en el suministro necesario para llevar a cabo su cultivo, ya que el 90% de las ovas son provistas por este pacto. A ello se añade, la política

de control de costos, que ha significado que el costo unitario de producción haya caído desde aproximadamente US\$5,9/kg durante el cuarto trimestre de 2014 a US\$4,0/kg durante el último trimestre de 2017.

**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 a 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 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 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 el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 25,4%<sup>5</sup> de la producción mundial, según datos al 2017 (23,9% al 2016).

**Potencial de la demanda mundial:** De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna presentó un nivel de producción bastante plano entre 1967 y 2007, no así la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también confirmando esa tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana.

El crecimiento de la población mundial, sumado al aumento de los ingresos en los países emergentes, ha provocado un crecimiento en la demanda de alimentos saludables como el Salmón. Es por este motivo, que a los mercados tradicionales del salmón como Europa, Estados Unidos o Japón se han ido incorporando nuevos mercados como Brasil y Rusia.

En el caso de Chile, las exportaciones de Salar tienen como destino principal los mercados de Estados Unidos y Brasil, los cuales en conjunto representan aproximadamente un 40% de las ventas totales. Por otra parte, tanto el Coho como la Trucha tienen como destino principal el mercado japonés, aunque se ha observado un importante crecimiento en el mercado ruso.

**Adecuado entorno regulatorio :** Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, y reducir la probabilidad de brotes de enfermedades, durante 2017 entraron en vigor una serie de medidas tendientes a aumentar el control sanitario de la producción,<sup>6</sup> influyendo en menor o mayor medida sobre los costos de producción de la compañía. Sin embargo, como elemento positivo, el nuevo marco normativo desincentiva crecimientos abruptos de siembra de peces, lo cual, se estima, tendrá como consecuencia una reducción de

<sup>5</sup> Fuente: Kontali.

<sup>6</sup> Más adelante se discuten las regulaciones que se aplican a la industria salmonera en Chile



la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a aumentos de precio, evitando de este modo fluctuaciones en la cotización de este producto en los mercados internacionales.

## 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, 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) y el florecimiento de algas que enturbian las aguas. Estas últimas se han visto en Chile en los últimos años y no ha podido descartarse la aparición de nuevos patógenos o factores negativos a futuro.

El principal problema de las situaciones descritas 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. 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 las nuevas normativas que rigen al sector, debiera disminuir a futuro 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.

En el año 2016, el alza de precios estuvo marcada por la floración de algas nocivas (FAN), lo que afectó las costas de Chile, específicamente en la Región de Los Lagos a fines de febrero e inicios de marzo. Las pérdidas representan 39 mil toneladas de biomasa, generando un shock en la oferta equivalente al 12% de la producción nacional anual. Esto repercutió de manera inmediata en casi todos los mercados donde se comercializa el salmón, independiente de la especie y/o producto en particular. En el caso de **ASF**, el impacto de las pérdidas que se registraron en dos centros de cultivos ubicado en la Región de los Lagos, alcanzaron los US\$ 7,6 millones y en el caso de la Región de Aysén las pérdidas ascendieron a US\$ 3,1 millones producto de las fuertes corrientes marinas.

**Baja diversificación productiva y exposición a precios de *commodities*:** El salmón del Atlántico constituye la principal especie de cultivo de **ASF**, lo que es complementado con la crianza de salmones del Pacífico y de truchas. Asimismo, los productos actualmente comercializados corresponden más bien a *commodities* (congelados y frescos) y, por lo tanto, se encuentran expuestos a las variaciones que experimentan sus precios en los mercados internacionales.

**Exposición al tipo de cambio:** La empresa realiza el 96% de sus ventas en dólares de Estados Unidos. Por otra parte, por el lado de las cuentas por pagar, el 55% está indexada a dólares, por lo que una buena parte genera algún grado de descalce de moneda. Concretamente, a fines de 2017, el 100% de su deuda bancaria estaba en dólares, mientras que las cuentas por pagar al cierre de 2017 de la compañía estaba un 54% en dólares y un 46% en pesos, produciéndose, de este modo, un descalce.

**Concentración de mercados:** Estados Unidos y Brasil, históricamente, han representado cerca del 40% de las ventas, por lo que cualquier suceso particular en estos países, puede mermar significativamente los

ingresos que ambos mercados generan para la empresa. De hecho, la depreciación de las monedas en Brasil y Rusia (este último otro mercado importante) incidió en las ventas en estos países. En todo caso, se reconoce que el riesgo es atenuado por la atomización de las ventas en Brasil.

## 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 *Smolts* de agua dulce.

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** y se separaron 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 avanza con aumentos de capital, así como la enajenación de algunos activos relacionados con la producción ovas y genética, por lo que ya no se cuenta con producción propia de éstas.

Finalmente, en febrero de 2016, se inauguró la oficina comercial de **ASF** con sede en Miami, Estados Unidos, destinada a vender directamente los productos en el mercado norteamericano y competir de manera más eficiente. Por su parte, se realizaron mejoras en la planta de proceso "Ritz Roy", tanto en capacidad productiva como en la tecnología utilizada para el procesamiento de salmones. El edificio fue ampliado en aproximadamente 800 mts<sup>2</sup> y se incorporaron nuevos sistemas de control de rendimiento, túneles de congelamiento y líneas continuas de procesos, aumentando con ello significativamente la producción de la planta. Asimismo, se abrió una filial en Estados Unidos para un mejor control de costos de todo el proceso productivo.

Durante 2017 la compañía registró marcó su mayor producción histórica, totalizando una cosecha de 64.819 toneladas de materia prima WFE.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> WFE: Whole Fish Equivalent.

## Propiedad y administración

### Accionistas y estructura societaria

El controlador final de **ASF** es Isidoro Quiroga Moreno, quién de manera indirecta posee el 94,47% de la propiedad. Su principal accionista directo es Inversiones ASF Limitada, con una participación del 80,13%, la cual también está relacionada al controlador. La estructura de propiedad de la empresa es la que se muestra en el siguiente esquema:

Accionista	Participación
Inversiones ASF Limitada	80,13%
Inversiones Arlequín Dos Limitada	4,76%
Inversiones Ruiseñor Dos Limitada	4,76%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3,87%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,15%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1,17%
Nevasa S.A. Corredores de Bolsa	1,07%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	0,42%
Banchile C. de B. S.A.	0,28%
Valores Security S.A. C. de B.	0,26%
Euroamérica Corredores de Bolsa S.A.	0,15%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	0,14%

### Directorio y ejecutivos

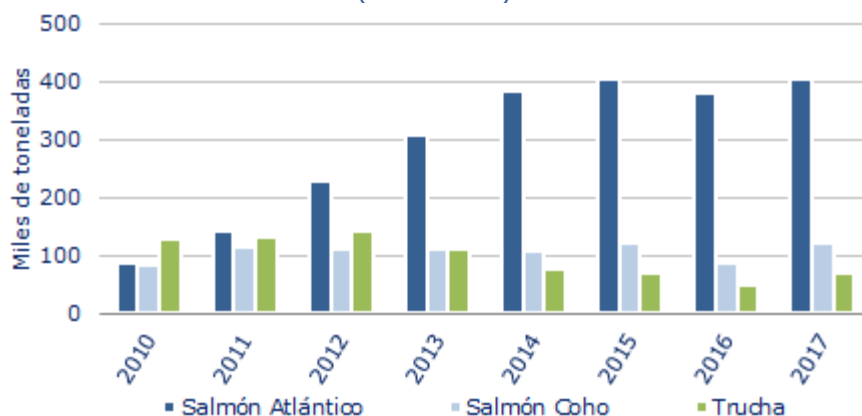
El directorio de la compañía, actualmente, está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Martín Guiloff Salvador	Presidente
Isidoro Quiroga Moreno	Director
María Victoria Quiroga Moreno	Director
Isidoro Quiroga Cortés	Director
Benjamín Quiroga Cortés	Director
Adrián Fernández Rosemberg	Director
Rafael Fernández Morandé	Director Independiente

### Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile, los cuales compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos producidas en Chile son: la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

Ilustración 1  
**Evolución de exportaciones chilenas por especie**  
(2010-2017)



La industria salmonera chilena se vio fuertemente afectada desde 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones y afectando en el largo plazo a la industria (cambio de regulaciones). Entre sus consecuencias se tuvo un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector. El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas<sup>8</sup> que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la acuicultura chilena haya sufrido en los últimos 30 años, produciendo una pérdida de aproximadamente 28 millones de peces y que redujo el volumen de producción final del país en aproximadamente 100 mil toneladas de salmónes y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmónes silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, para volver a caer el 2015. El 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el bloom de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "Sea Lice" en el caso de Noruega), el precio presentó una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017.

## Regulaciones

A consecuencia de la crisis que experimentó la industria salmonera chilena entre 2007 y 2010, derivada de la aparición de la variable patógena del virus ISA (existe una variante completamente inocua), las empresas que conforman este mercado y en particular la autoridad (a través del Congreso y la Subsecretaría de Pesca,

<sup>8</sup> Los Florecimientos de Algas Nocivas (FAN) son fenómenos que ocurren con cierta frecuencia en todos los mares y océanos del mundo, normalmente con efectos leves a moderados en las actividades de acuicultura. El evento del 2016 ha sido considerado, por su magnitud, un hecho extraordinario.

Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o minimizar la probabilidad de aparición de nuevas enfermedades y disminuir los efectos sobre los activos biológicos de la industria.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley Nº 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.

Las nuevas concesiones en agua de mar asignadas no son indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual plazo a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigencia de la ley mantienen el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona puede tener más de un 20% de superficie concesionable de una región.

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

En términos sanitarios, las nuevas disposiciones establecen procesos de desinfección de elementos productivos y vacunación de peces. Asimismo, en caso de detectarse una concesión con virus ISA, los peces deben ser cosechados de manera inmediata. Si un 30% o más de las jaulas de una concesión resultan positivas de ISA patógeno, entonces la totalidad de los peces en engorda en la concesión tienen que ser eliminados.

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

Se han ido instaurando nuevas normativas, una que regula las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios.

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

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

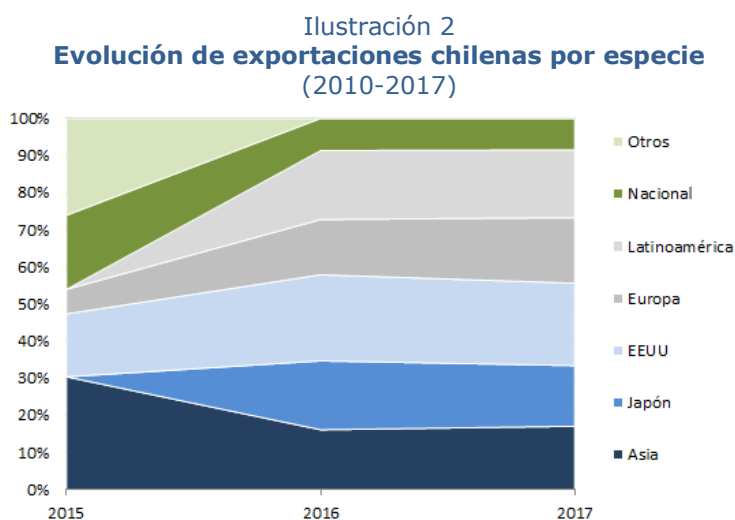
## Antecedentes de producción y ventas

### Proveedores

Las principales empresas proveedoras de **ASF** corresponden a empresas que le venden alimentos para peces, vacunas, activos en agua salada y confección y mantención de redes. Desde el punto de vista de servicios, los más relevantes son los servicios de transporte de peces hacia y desde los centros de cultivo en mar, y de procesamiento de peces. El 90% de las ovas son provistas por Aqua Gen Chile S.A., el resto son provistas por terceros.

### Ventas por mercado

A continuación, se muestra la distribución de las ventas monetarias para el período 2015-2017 por mercado:



La distribución de los ingresos por mercado, al considerar las tres especies de salmónidos, provienen mayoritariamente del mercado estadounidense. Este mercado privilegia productos de mayor valor agregado, mayormente filete fresco, y gracias a su filial “Trapananda Seafarms”, ubicada en Miami, ha logrado incrementar el volumen de productos comercializados. Al cierre del 2017, Estados Unidos representaba el 22% de los ingresos de la compañía, seguido por el mercado latinoamericano, donde destaca la participación

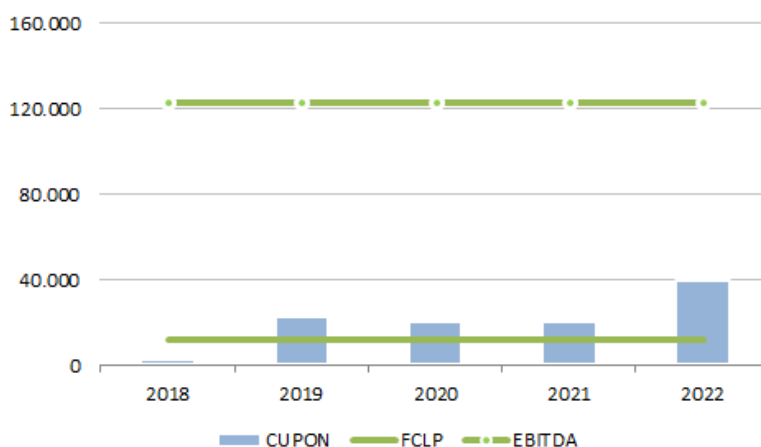
de Brasil con exportaciones de salmón atlántico entero fresco (Hon), el cual en conjunto con países latinoamericanos representan el 18% de las ventas.

## Análisis financiero

### Endeudamiento y liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, la deuda financiera consolidada de **ASF** ascendía a US\$ 106,3 millones. Al descontarse los arrendamientos financieros y pasivos de cobertura, se alcanza una cifra de US\$ 101,7 millones en préstamos bancarios. De este monto, un 99,5% correspondía a la filial Australis Mar S.A. y el 0,5% restante a Australis Agua Dulce S.A.

Ilustración 3  
**Calendario Amortizaciones, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
 (2018-2022)



La porción no corriente de los pasivos financieros representa el 96,2% del total de la deuda financiera, en tanto que la totalidad de ella está expresada en dólares. Este último elemento resulta fundamental para atenuar parte de los riesgos financieros de la empresa. La deuda financiera de Australis Mar S.A. está pactada a una tasa de interés variable, la que corresponde a tasa LIBOR más un margen variable.

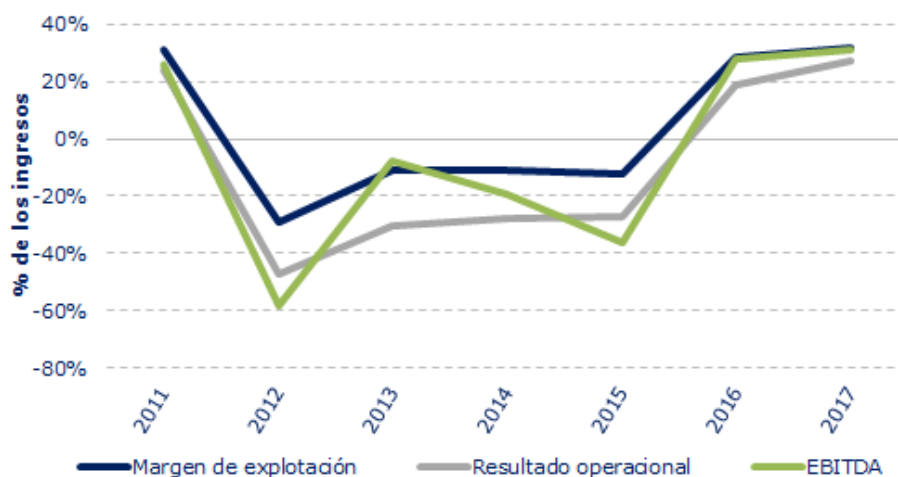
De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, aun cuando el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) ha mejorado en los últimos tres años, presentando en 2017 un valor positivo ascendente a US\$11,7 millones, éste es insuficiente en relación con el nivel de deuda. No obstante, por su metodología de construcción, este indicador considera las rentabilidades históricas que, en este caso, pierden representatividad, dados los cambios que exhibe la compañía, lo cual refleja la dificultad para proyectar los flujos futuros de compañías. Es por ello, que el FCLP estimado no alcanzaría el nivel requerido para hacer frente a los vencimientos de deuda de la **ASF**. Con todo, si el FCLP incorpora solo los años 2016 y 2017, se tiene un valor de US\$ 79,3 millones.

## Eficiencia y rentabilidad

Entre los años 2011 a 2012, los márgenes de la compañía, medidos como porcentaje de los ingresos, específicamente el Margen Operacional, el EBITDA y el Resultado Operacional, se vieron fuertemente perjudicados tanto por la disminución del precio de venta como por el incremento de los costos de ventas y de distribución. Posteriormente, el precio de venta se recuperó, logrando mantenerse estable hasta el año 2014, pero el incremento en los costos y gastos hicieron que los márgenes continuaran siendo negativos.

En 2015, el fuerte impacto en la baja del precio de venta para sus tres especies salmonídeas no alcanza a ser compensado por los buenos resultados obtenidos a nivel de costos, los cuales experimentaron una disminución de un 15,3% respecto del año anterior, originando con ello que los márgenes de la compañía fueran negativos hasta el cierre del ejercicio 2015, situación que logra ser revertida en 2016, producto del incremento en los precios de ventas para las tres especies de salmónidos comercializados, en donde el EBITDA alcanzó los US\$96,5 millones. El año 2017, debido a la mejora en los precios de ventas, los márgenes se incrementaron marginalmente, alcanzando el margen de explotación un nivel de 32%, en tanto que el margen operacional aumentó hasta 27,4%. El margen EBITDA por su parte, alcanzó un 30,8%.

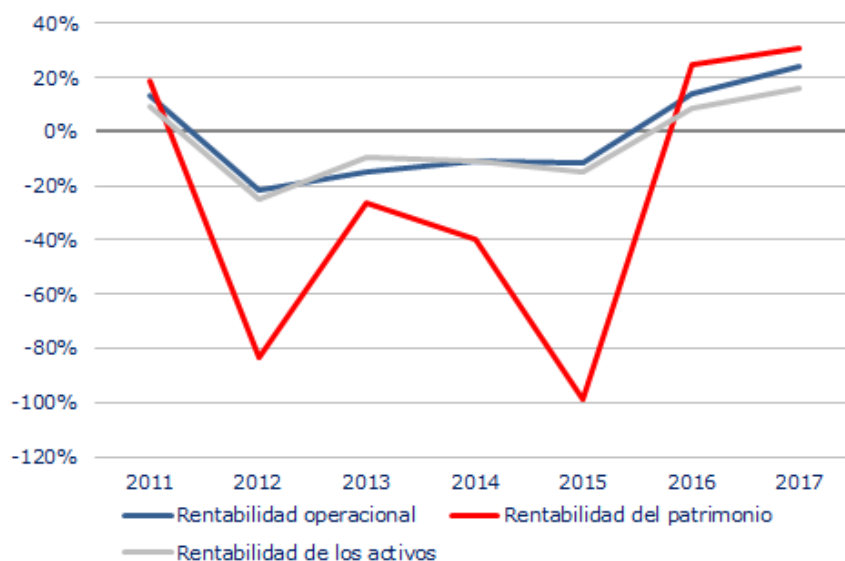
Ilustración 4  
**Márgenes**  
(2011-2017)



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



Ilustración 5  
**Rentabilidades**  
(2011-2017)

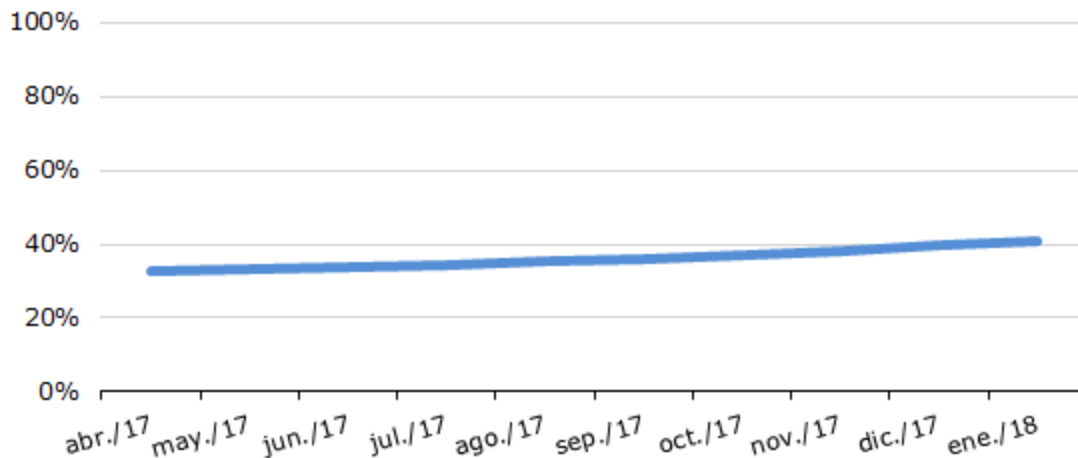


## Desempeño bursátil de la acción

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

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

Ilustración 6  
**Presencia Promedio**



*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".*