



# **VALORACIÓN DE AUSTRALIS SEAFOODS S.A.**

**Por Flujo de Caja Descontado**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR POR EL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: José Israel Samaniego Pincay**

**Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín**

**Santiago, enero 2019**

A mis dadivosos padres Letty y Wagner por su apoyo incondicional y cálido amor

A mis miríficos hermanos Romina y Andrés por su inmarcesible cariño

A mi meliflua Karen, por darme el vigor para lograr mis objetivos

Quiero agradecer a mi profesor guía Mauricio Jara por sus enseñanzas desde pregrado, su apoyo y mentoría para culminar mis estudios

## Tabla de Contenido

Resumen Ejecutivo.....	10
1. Metodología .....	11
2. Descripción de la Empresa e Industria .....	13
2.1. Australis Seafoods S.A. ....	13
2.1.1. Historia de Australis.....	13
2.1.2. El Negocio de Australis .....	14
2.1.3. Regulación.....	16
2.1.4. Filiales.....	17
2.1.5. Estructura de propiedad .....	17
2.2. La Industria .....	18
2.2.1. Panorama General.....	18
2.2.2. Competidores .....	18
2.2.3. Oferta .....	21
2.2.4. Demanda .....	22
3. Estructura de Capital Australis Seafoods S.A.....	24
3.1. Deuda Financiera .....	25
3.2. Patrimonio Económico.....	26
3.3. Cálculo Estructura de Capital.....	26
4. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa .....	28
4.1. Estimación del Beta de la Acción.....	28
4.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa .....	29
4.2.1. Costo de la Deuda ( $kb$ ) .....	29
4.2.2. Beta de la Deuda ( $\beta d$ ) .....	30
4.2.3. Beta patrimonial sin deuda ( $\beta U$ ).....	30
4.2.4. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta L$ ) .....	31
4.2.5. Costo del Patrimonio ( $Kp$ ) .....	32
4.2.6. Costo de Capital de Australis ( $K0$ ) .....	33
5. Análisis Financiero de Australis.....	34
6. Análisis Operacional del Negocio .....	37
6.1. Análisis de Ingresos .....	37

6.2.	Análisis de Costos de la Operación.....	40
6.3.	Análisis de cuentas no operacionales.....	42
7.	Análisis de Activos.....	45
7.1.	Activos Corrientes .....	45
7.2.	Activos No Corrientes .....	48
8.	Proyección del EERR.....	50
8.1.	Proyección de volumen de ventas .....	51
8.2.	Proyección de Precios.....	52
8.3.	Proyección de Ingresos .....	54
8.4.	Cálculo proyección de EERR .....	55
9.	Flujo de Caja Libre .....	58
9.1.	Flujo de Caja Bruto.....	58
9.2.	Inversión en Reposición .....	59
9.3.	Inversión en Capital Fijo .....	60
9.4.	Inversión en Capital de Trabajo.....	61
9.5.	Cálculo Flujo de Caja Libre .....	62
10.	Valoración por flujo de caja descontado.....	64
10.1.	Valor de los Activos .....	64
10.2.	Activos Prescindibles.....	65
10.3.	Deuda Financiera.....	65
10.4.	Exceso (Déficit) de Capital de Trabajo .....	65
10.5.	Cálculo Patrimonio Económico .....	66
10.6.	Estimación Precio de Australis .....	66
11.	Conclusiones .....	68
	Referencias.....	69
	Anexos.....	70
	Anexo 1. Filiales de Australis Seafoods S.A. y descripción de su negocio. ....	70
	Anexo 2. Estado de Situación Financiera de Australis entre 2013 y 2018Q3 YTD.....	71
	Anexo 3. Estado de Resultados de Australis entre 2013 y 2018Q3 YTD. ....	75

## Índice de Tablas, Gráficos y Figuras

<b>Tabla 1. Tons. de producción por especie, 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados 2013-2018Q3 .....</b>	<b>15</b>
<b>Tabla 2. Porcentaje de producción por especie, 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF 2013-2018Q3.....</b>	<b>15</b>
<b>Tabla 3. Volumen de venta 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF 2013-2018Q3 .....</b>	<b>15</b>
<b>Tabla 4. Volumen de venta como % 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF. 2013-2018Q3 .....</b>	<b>16</b>
<b>Tabla 5. 12 mayores accionistas de Australis al 30 de septiembre de 2018. Fuente: CMF. ....</b>	<b>17</b>
<b>Tabla 6. Top 10 productores de Salmón Atlántico en Chile. Fuente: Marine Harvest. ....</b>	<b>18</b>
<b>Tabla 7: Porcentaje de Exportaciones según especie y país de destino 2017. Fuente: Infotrade. ....</b>	<b>23</b>
<b>Tabla 8. Deuda Financiera 2013-2018Q3. Fuente: Estados Financieros ASF 2013-2018Q3. ...</b>	<b>25</b>
<b>Tabla 9. Patrimonio Económico 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia. ....</b>	<b>26</b>
<b>Tabla 10. Estructura de Capital 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>26</b>
<b>Tabla 11. Estadística Descriptiva Estructura de Capital 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 12. Estructura de Capital Comparables 2013-2017. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>27</b>
<b>Tabla 13. Resumen Beta 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>29</b>
<b>Tabla 14. Cálculo Beta de la deuda Australis 20183Q YTD. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>30</b>
<b>Tabla 15. Cálculo Beta desapalancado Australis. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>31</b>
<b>Tabla 16. Cálculo Beta Patrimonial Australis. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>32</b>
<b>Tabla 17. Cálculo Costo Patrimonial Australis. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>32</b>
<b>Tabla 18. Cálculo Costo de Capital Australis. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>33</b>
<b>Tabla 19. Indicadores Financieros Australis 2013-2018. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>34</b>
<b>Tabla 20. Análisis Dupont Australis 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia .....</b>	<b>36</b>
<b>Tabla 21. Variación Ingreso por venta 2013-2017. Fuente: Análisis Razonado 2013-2017 .....</b>	<b>38</b>
<b>Tabla 22. Evolución de costos y gastos operacionales. Fuente: EEFF 2013-2018Q3.....</b>	<b>40</b>
<b>Tabla 23. Costos y gastos operacionales como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia. ....</b>	<b>40</b>
<b>Tabla 24. Detalle Costos de distribución. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD .....</b>	<b>41</b>
<b>Tabla 25. Costos de distribución como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia .....</b>	<b>41</b>
<b>Tabla 26. Detalle Gasto de Administración. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD.....</b>	<b>42</b>

<b>Tabla 27. Gasto de Administración como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia.</b>	<b>42</b>
<b>Tabla 28. Detalle Otros Ingresos, por función. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD .....</b>	<b>42</b>
<b>Tabla 29. Otros Ingresos, por función como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia .....</b>	<b>43</b>
<b>Tabla 30. Detalle Otros Gastos, por función. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD .....</b>	<b>43</b>
<b>Tabla 31. Otros Gastos, por función como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia .....</b>	<b>44</b>
<b>Tabla 32. Detalle de Activos. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD .....</b>	<b>45</b>
<b>Tabla 33. Clasificación de efectivo y efectivo equivalente como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD .....</b>	<b>46</b>
<b>Tabla 34. Clasificación de otros activos no financieros corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.....</b>	<b>46</b>
<b>Tabla 35. Clasificación de Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.....</b>	<b>46</b>
<b>Tabla 36. Clasificación de Inventarios corrientes en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD. ....</b>	<b>47</b>
<b>Tabla 37. Clasificación de Activos biológicos, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD. ....</b>	<b>47</b>
<b>Tabla 38. Clasificación de Activos por impuestos, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.....</b>	<b>47</b>
<b>Tabla 39. Clasificación de Otros activos no financieros, no corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.....</b>	<b>48</b>
<b>Tabla 40. Clasificación de Activos intangibles distintos de la plusvalía como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.....</b>	<b>48</b>
<b>Tabla 41. Clasificación de Propiedad, planta y equipos en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD .....</b>	<b>49</b>
<b>Tabla 42. Clasificación de Activos biológicos, no corrientes en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD .....</b>	<b>49</b>
<b>Tabla 43. Clasificación de Activos por impuestos diferidos como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD. ....</b>	<b>49</b>
<b>Tabla 44. Tasas de crecimiento de volumen de venta, escenario expansivo. Fuente: Elaboración propia.....</b>	<b>52</b>

<b>Tabla 45. Tasas de crecimiento de volumen de venta, escenario conservador. Fuente:</b>	
<b>Elaboración propia.....</b>	<b>52</b>
<b>Tabla 46. Precios proyectados por especie e índice 2018Q4-2022. Fuente: Elaboración Propia</b>	
.....	<b>53</b>
<b>Tabla 47. Tasas de crecimiento de precios totales 2018Q4-2022. Fuente: Elaboración Propia</b>	<b>54</b>
<b>Tabla 48. Estimación de ingresos del 2018Q4. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>54</b>
<b>Tabla 49. Cálculo tasa de crecimiento de ingresos proyectados. Fuente: Elaboración Propia.</b>	<b>55</b>
<b>Tabla 50. Estado de Resultados proyectado como porcentaje sobre ventas. Fuente:</b>	
<b>Elaboración Propia. ....</b>	<b>55</b>
<b>Tabla 51. Estado de Resultados proyectado en Miles de dólares Escenario Expansivo. Fuente:</b>	
<b>Elaboración Propia. ....</b>	<b>56</b>
<b>Tabla 52. Estado de Resultados proyectado en Miles de dólares Escenario Conservador.</b>	
<b>Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>57</b>
<b>Tabla 53. Flujo de Caja bruto proyectado Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.</b>	
.....	<b>58</b>
<b>Tabla 54. Flujo de Caja bruto proyectado Escenario conservador. Fuente: Elaboración</b>	
<b>Propia.....</b>	<b>59</b>
<b>Tabla 55. Inversión en reposición proyectada Escenario expansivo. Fuente: Elaboración</b>	
<b>Propia.....</b>	<b>59</b>
<b>Tabla 56. Inversión en reposición proyectada Escenario conservador. Fuente: Elaboración</b>	
<b>Propia.....</b>	<b>59</b>
<b>Tabla 57. Capex 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>60</b>
<b>Tabla 58. Cálculo ratio Capex/Ventas 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia. ....</b>	<b>60</b>
<b>Tabla 59. Capex proyectado para ambos estados. Fuente: Elaboración Propia. ....</b>	<b>60</b>
<b>Tabla 60. Cálculo CTON y RCTON 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia. ....</b>	<b>61</b>
<b>Tabla 61. Inversión en Capital de Trabajo proyectada Escenario Expansivo. Fuente:</b>	
<b>Elaboración Propia. ....</b>	<b>62</b>
<b>Tabla 62. Inversión en Capital de Trabajo proyectada Escenario Conservador. Fuente:</b>	
<b>Elaboración Propia. ....</b>	<b>62</b>
<b>Tabla 63. Flujo de Caja Libre 2018Q4-2022 Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.</b>	
.....	<b>63</b>
<b>Tabla 64. Flujo de Caja Libre 2018Q4-2022 Escenario conservador. Fuente: Elaboración</b>	
<b>Propia.....</b>	<b>63</b>



<b>Tabla 65. Cálculo Valor de los Activos Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia. ....</b>	<b>64</b>
<b>Tabla 66. Cálculo Valor de los Activos Escenario conservador. Fuente: Elaboración Propia. 64</b>	
<b>Tabla 67. Deuda Financiera 2018. Fuente: Estados Financieros 2018Q3 YTD .....</b>	<b>65</b>
<b>Tabla 68. Cálculo déficit de capital de trabajo, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia. .....</b>	<b>65</b>
<b>Tabla 69. Cálculo Patrimonio Económico, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia ....</b>	<b>66</b>
<b>Tabla 70. Cálculo Precio de la acción, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>66</b>
<b>Gráfico 1. Producción de Salmón en Chile según especie. Fuente: Información Sectorial Subpesca 2013-2018Q3 YTD .....</b>	<b>21</b>
<b>Gráfico 2. Evolución Ingresos por venta 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado 2013- 2018Q3 .....</b>	<b>37</b>
<b>Gráfico 3. Evolución Ingresos Salmón Atlántico 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado ...</b>	<b>38</b>
<b>Gráfico 4. Evolución Ingresos Trucha 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado .....</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 5. Evolución Ingresos Salmón Coho 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado.....</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 6. Evolución del Índice y Precio de ASF. Fuente: Elaboración Propia.....</b>	<b>53</b>
<b>Gráfico 7. Evolución precio Australis Seafoods S.A. 08/2018-01/2019. Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago. ....</b>	<b>67</b>
<b>Figura 1. Evolución de precios de salmón atlántico 2008-2018. Fuente: Marine Harvest .....</b>	<b>24</b>

## **Resumen Ejecutivo**

En el siguiente documento se muestra el desarrollo de la valoración del precio de la acción de la empresa chilena Australis Seafoods S.A al 30 de septiembre de 2018 mediante la metodología de valoración por flujos descontados.

Primero, se procedió a analizar el negocio de Australis y su industria de tal manera de encontrar perspectivas de crecimiento para proyectar el negocio a largo plazo, especialmente la oferta, demanda y regulaciones que pueden afectar a la industria potencialmente. A partir de esto, se desarrolló la valoración en dos escenarios distintos, un escenario de crecimiento de producción expansivo y otro más conservador.

Adicionalmente, se estimó la tasa de costo de capital de Australis, tasa relevante para la estimación del valor de activos, que resultó ser 8,55%. También, se realizó un análisis financiero mediante el uso de ratios y un análisis operacional de la empresa, de tal modo de permitir plantear supuestos para la proyección de los Estados de Resultados. A continuación, se plantearon supuestos relevantes como las tasas de crecimiento de los ingresos de actividad ordinaria mediante la proyección de los volúmenes de venta y de los precios por especie, para realizar la proyección de Estados de Resultados.

Luego de tener los Estados de Resultados proyectados se calculó el flujo de caja libre mediante una serie de ajustes existentes, para finalmente descontarlos y con esto encontrar el valor de los activos de la empresa.

Finalmente, se estima que el patrimonio económico de Australis al 30 de septiembre de 2018 es de MUS\$ 642.444 y el precio estimado de la acción es de \$62,3 en el escenario expansivo. Mientras que para el escenario conservador se estima un patrimonio económico de MUS\$ 578.924 y un precio de la acción de \$56,1. El análisis de estos resultados se presentará en la conclusión.

## 1. Metodología

La presente valoración de Australis Seafoods S.A. se realizará principalmente mediante la metodología de valoración por flujos de caja descontados. Esta metodología se basa en la obtención del valor de la empresa como la suma del valor presente de sus flujos de caja libres proyectados hasta un horizonte de valuación (H), más el valor proyectado de la empresa en ese horizonte (Valor terminal), todos estos flujos son descontados por su riesgo medido por tasa de costo de capital de la empresa. En términos matemáticos, la valoración se realiza entonces de la siguiente forma:

$$V_E = \underbrace{\frac{FCL_1}{(1+WACC)} + \frac{FCL_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCL_H}{(1+WACC)^H}}_{VP(FCL)} + \underbrace{\frac{VP_H}{(1+WACC)^H}}_{VP(Valor\ Terminal)}$$

Donde el WACC (Weighted Average Cost of Capital) refleja la tasa de descuento relevante y es equivalente a la tasa de costo de capital de la empresa, además, refleja el beneficio tributario del uso de la deuda. El WACC depende de distintos elementos; la tasa de costo patrimonial, costo de deuda, estructura de capital de la empresa y tasa de impuestos corporativos, como se muestra a continuación.

$$WACC = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_b \cdot \frac{B}{V} \cdot (1 - tc)$$

Donde en la ecuación anterior:

K<sub>p</sub>= Costo del patrimonio

K<sub>b</sub>= Costo de la deuda

B= Valor de la deuda

P= Valor del patrimonio

V= B+P

T<sub>c</sub>= Tasa de impuestos corporativos

En el caso de la tasa de costo de deuda, ésta se puede calcular mediante las tasas de interés de las obligaciones de bonos, préstamos u otras obligaciones financieras que tenga la empresa. Para obtener la tasa de costo del patrimonio se utilizará el modelo de CAPM, dado a que este nos permite encontrar el rendimiento exigido por los inversionistas dada una tasa libre de riesgo, un premio de riesgo de mercado y un Beta patrimonial que refleja el cambio de la rentabilidad de la empresa ante cambios del mercado. Formalmente, el CAPM para el cálculo del costo patrimonial se plantea como:

$$k_p = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_p$$

Adicionalmente, este Beta se puede desapalancar para obtener un Beta desapalancado que refleja el riesgo del negocio sin tomar en cuenta el modo de financiamiento. Debido a que el Beta se puede obtener mediante una regresión lineal usando la estructura de capital histórica, al tener un beta desapalancado se puede volver a apalancar usando la estructura de capital objetivo e información a futuro para proyectarla y obtener un costo patrimonial a futuro.

La fórmula utilizada para apalancar y desapalancar el beta es la de Rubeinstein en el caso de que la deuda sea riesgosa, es decir que la tasa de costo de la deuda es distinta a la tasa libre de riesgo, dicha fórmula es la siguiente:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - tc) \frac{B}{P}\right) - \beta_d (1 - tc) \frac{B}{P}$$

Donde  $\beta_L$  corresponde al beta apalancado,  $\beta_U$  corresponde al beta desapalancado,  $\frac{B}{P}$  corresponde a la estructura de capital,  $tc$  corresponde a la tasa de impuestos corporativos y  $\beta_d$  corresponde al riesgo de la deuda como sensibilidad con el mercado y se puede calcular mediante el modelo CAPM.

Finalmente, se procede a valorizar el patrimonio económico agregando al valor de los activos el valor de los activos prescindibles, un exceso o déficit de capital de trabajo, y restando el valor de la deuda financiera a la fecha. Luego, se calcula el precio de la acción dividiendo el patrimonio económico por el número de acciones circulantes. <sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Maquieira, Carlos. 2010. Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica. Tercera edición, Editorial Andrés Bello.

## **2. Descripción de la Empresa e Industria**

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

Australis Seafoods S.A. (En adelante Australis o ASF) es una empresa listada en la Bolsa de Comercio de Santiago, está dedicada principalmente al cultivo, crianza y comercialización de distintos recursos hidrobiológicos, especialmente de especies salmónidas. Para el 2017 Australis alcanzó su mayor producción histórica, con una cosecha de 64.819 toneladas de materia prima. Para el 2017, Australis tuvo Ingresos de actividades ordinarias de \$399.441MUS, con una ganancia bruta de \$127.737MUS y un resultado del ejercicio de \$73.376MUS, lo que representó un aumento respecto al año anterior de 82%.

#### **2.1.1. Historia de Australis**

Para comenzar, es necesario contextualizar mediante la exposición de la historia de Australis. En el 2003 Ignacio Quiroga Moreno adquiere Australis S.A., empresa existente dedicada a la crianza de Smolts en agua dulce. Luego, en 2007 se funda Australis Mar S.A. para ampliar el giro al proceso de engorda en agua de mar de los salmones, por lo que se constituye la matriz Australis Seafoods S.A. uniendo ambas empresas. En el 2011 decide listarse en la Bolsa de Comercio de Santiago dado los buenos resultados que había obtenido, teniendo rentabilidad líder en la industria y un plan de crecimiento. Dentro de la consecuente expansión adquiriendo filiales o creándolas se destacan; la compra de Congelados y Conservas Fitz Roy S.A., permitiendo mayor capacidad del producto, el acuerdo a largo plazo con Aquagen Chile S.A. para el suministro de ovas, y la apertura de una filial en Estados Unidos en 2016 para tener mayor presencia en dicho país. Se puede ver que con estas acciones Australis busca consolidarse para mantener una cosecha estable y controlando gran parte de su cadena productiva desde el manejo de material genético hasta la comercialización de sus productos.

### **2.1.2. El Negocio de Australis**

Para entender el negocio es necesario entender las actividades que se realizan en el proceso productivo, el cual consta de tres etapas principalmente en el cultivo de salmones.

La primera etapa se refiere a la genética y reproducción, la cual es una etapa clave para la empresa. En esta, Aquagen suministra ovas con modificaciones genéticas que afectan factores relevantes para el producto como resistencia a enfermedades, crecimiento y color de la carne.

La segunda etapa sucede en agua dulce, específicamente en pisciculturas encontradas en tierra, permitiendo así un mayor control sanitario en comparación con lagos o estuarios. En esta etapa se incuban, crían y engordan los alevines para llegar a convertirse en smolts.

En la última etapa, el enfoque está en la crianza y engorda de los peces en el agua de mar hasta que estos alcanzan la adultez, proceso que ocurre en centros de Australis o terceros arrendados en la zona sur del país.

Posterior al cultivo de los salmones viene el proceso productivo, el cual se lleva a cabo en las plantas de producción. En estas plantas el proceso es minuciosamente controlado para asegurar la calidad del producto desde que entra como materia prima hasta que está listo para ser despachado.

La producción que realiza Australis se divide en producción de Salmón Atlántico, Trucha y Salmón Coho como se ve en la Tabla 1. En términos totales la producción ha ido creciendo a través de los años, pero la distribución de la producción de cada una de las especies ha ido variando. En la Tabla 1 también se puede apreciar como la producción de la trucha creció significativamente desde 2016, para el salmón atlántico también hay un aumento desde 2015 mientras que para el Salmón Coho se ve que está perdiendo importancia en la cosecha, especialmente en 2018Q3 YTD.

En términos porcentuales, vemos en la Tabla 2 la importancia del salmón atlántico en la producción total de Australis, dado que siempre supera los dos tercios de producción, aunque baja en los años 2016 y 2017. De forma contraria, el porcentaje de producción de trucha ha aumentado considerablemente en el año 2016 y 2017, en contraste con disminución del salmón coho.

Cosecha (Toneladas WFE)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Salmón Atlántico	36.702	43.417	34.025	41.011	24.493	25.658
Trucha	2.851	16.146	15.143	3.821	2.514	211
Salmón Coho	0	5.256	4.586	7.869	5.069	3.104
<b>Total</b>	<b>39.553</b>	<b>64.819</b>	<b>53.754</b>	<b>52.701</b>	<b>32.076</b>	<b>28.973</b>

Tabla 1. Tons. de producción por especie, 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados 2013-2018Q3

Cosecha (Toneladas WFE)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Salmón Atlántico	93%	67%	63%	78%	76%	89%
Trucha	7%	25%	28%	7%	8%	1%
Salmón Coho	0%	8%	9%	15%	16%	11%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tabla 2. Porcentaje de producción por especie, 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF 2013-2018Q3

Adicionalmente, si analizamos los volúmenes de venta en toneladas de WFE tenemos las siguientes tablas en términos nominales y como porcentaje del total de venta:

Volumen Venta (Toneladas WFE)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Salmón Atlántico	34.880	40.587	39.444	41.011	24.493	25.658
Trucha	5.859	13.248	18.568	3.821	2.514	211
Salmón Coho	468	6.181	8.365	7.869	5.069	3.104
<b>Total</b>	<b>41.207</b>	<b>60.016</b>	<b>66.377</b>	<b>52.701</b>	<b>32.076</b>	<b>28.973</b>

Tabla 3. Volumen de venta 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF 2013-2018Q3

Volumen Venta (Toneladas WFE)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Salmón Atlántico	84,65%	67,63%	59,42%	77,82%	76,36%	88,56%
Trucha	14,22%	22,07%	27,97%	7,25%	7,84%	0,73%
Salmón Coho	1,14%	10,30%	12,60%	14,93%	15,80%	10,71%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

*Tabla 4. Volumen de venta como % 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonados ASF. 2013-2018Q3*

Teniendo esta información, se puede ver que la tendencia se repite al igual que con las toneladas producidas, ya que el salmón coho ha perdido importancia a través del tiempo, mientras que la trucha y salmón atlántico son las principales fuentes de venta.

### **2.1.3. Regulación**

Australis se encuentra regulada por las leyes chilenas al igual que la industria salmonera en general. Dentro de este marco regulatorio se encuentran leyes regulatorias acuícolas como por ejemplo la ley N°18.892 general de pesca y acuicultura. Dentro de los decretos más importantes se destacan los reglamentos; de concesiones acuícolas, de medidas de protección, control y erradicación de enfermedades de alto riesgo para las especies hidrobiológicas y el reglamento ambiental para la acuicultura.

Dentro de las entidades que regulan la industria y a Australis se encuentra la Superintendencia de Valores y Seguros, el Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura, la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas, la Superintendencia del Medio ambiente, entre otras.

Las regulaciones cumplen un rol clave tanto para Australis como para la industria, debido a que luego de haber ocurrido fenómenos dañinos para el cultivo de salmón, como fue la floración de algas nocivas, ha habido cautela en relación con el crecimiento explosivo de las producciones de salmónes. Si las densidades de cultivo fueran limitadas afectaría por un lado a la industria, dado a que habría una limitación de oferta a una industria con demanda



creciente. Por otro lado, afectaría a las pequeñas empresas y sus trabajadores, ya que implica inestabilidad laboral.

#### 2.1.4. Filiales

El detalle de las filiales y la descripción de sus operaciones se encuentran en el Anexo 1.

#### 2.1.5. Estructura de propiedad

Los principales 12 accionistas se muestran en la siguiente tabla, mostrando una alta concentración de propiedad de Inversiones ASF Limitada, controlada indirectamente por el señor Isidro Quiroga Moreno. El señor Quiroga también es el controlador de la sociedad, quien controlaba indirectamente un 94,47% de la propiedad al 31 de septiembre de 2018.

Nombre	N° de acciones suscritas	N° de acciones pagadas	% de propiedad
Inversiones ASF Limitada	5.469.748.934	5.469.748.934	80,13%
Inversiones Ruiseñor Dos Limitada	325.093.184	325.093.184	4,76%
Inversiones Arlequín Dos Limitada	325.093.184	325.093.184	4,76%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	230.471.189	230.471.189	3,38%
Bolsa de Comercio de Santiago	150.055.206	150.055.206	2,20%
Siglo XXI Fondo de Inversión	148.886.167	148.886.167	2,18%
Nevasa S.A. Corredores de Bolsa	42.309.630	42.309.630	0,62%
Fondo de inversión Santander Small CAP	22.293.511	22.293.511	0,33%
BANCHILE C de B S.A.	19.118.446	19.118.446	0,28%
BBVA Asset Management S.A.	9.903.053	9.903.053	0,15%
Santander corredores de bolsa Limitada	9.890.241	9.890.241	0,14%
Euroamerica C de B S.A.	9.012.622	9.012.622	0,13%

Tabla 5. 12 mayores accionistas de Australis al 30 de septiembre de 2018. Fuente: CMF.

## 2.2. La Industria

### 2.2.1. Panorama General

En Chile el 2018 se convierte un año histórico, con más de 850 millones de toneladas exportadas se logra un ingreso no anteriormente registrado de US\$5.000 millones. En general los precios todavía no están bajos y hubo un aumento en la cantidad producida.

Es por esto que hay que analizar la industria para determinar cuál es el futuro que le depara a la industria chilena del salmón.

### 2.2.2. Competidores

Para 2017, los principales 10 productores de Salmón Atlántico en Chile según las toneladas comercializadas fueron los siguientes:

N°	Empresa	% Producción
1	Multiexport Foods	15,2%
2	Cermaq	14,0%
3	Marine Harvest	11,6%
4	Aquachile	11,2%
5	Pesquera Los Fiordos	10,6%
6	Australis Seafoods	10,1%
7	Cachamanca	8,0%
8	Blumar	7,0%
9	Nova Austral	6,3%
10	Invermar	6,0%

Tabla 6. Top 10 productores de Salmón Atlántico en Chile. Fuente: Marine Harvest.

A continuación, se muestra información extraída textualmente del terminal de Thomson Reuters acerca de empresas competidoras en Chile y también sobre Marine Harvest, dada su importancia en Chile y la industria mundial.

### **Empresas AquaChile S.A.**

- Mercado donde transa acciones: Bolsa de Comercio de Santiago
- Descripción de la Empresa: Empresa que produce alimentos a partir del cultivo de especies acuícolas: Salmón del Atlántico, Salmón del Pacífico, Truchas y Tilapias. Opera en Chile, Costa Rica, Panamá y Estados Unidos, vendiendo y comercializando sus productos en todo el mundo. Es uno de los mayores productores de Salmón del Pacífico y Trucha a nivel mundial.
- Negocios en que se encuentra: Cultivo, procesamiento y distribución de salmón atlántico y coho y trucha. Cultivo de tilapia. Producción de alimentos de peces.

### **Blumar S.A.**

- Mercado donde transa acciones: Bolsa de Comercio de Santiago
- Descripción de la Empresa: Blumar S.A. se forma en octubre de 2011 a partir de la fusión de Pesquera Itata S.A., constituida como sociedad anónima abierta en 1992, y Pesquera El Golfo S.A., de larga trayectoria también en el negocio pesquero y acuícola. Esta fusión permite fortalecer la posición competitiva al ampliar las cuotas de captura y generar importantes ahorros en costos operacionales. Las líneas de productos principales son rea Pesquera; harina y aceite de pescado, jurel y merluza congelada y en el Área Acuícola salmón, trucha y choritos en distintos formatos. Sus principales mercados son Asia y Norteamérica, teniendo también presencia en Europa y Latinoamérica.
- Negocios en que se encuentra: cultivo y procesamiento de salmón, choritos, jureles y caballas.

### **Compañía pesquera Camanchaca S.A.**

- Mercado donde transa acciones: Bolsa de Comercio de Santiago
- Descripción de la Empresa: Inició operaciones en el año 1963, centrada en la pesca convencional y procesamiento de camarones y langostinos. Actualmente, la Compañía participa en el negocio de la pesca pelágica, en acuicultura de salmón y

cultivo de mejillones y abalones, exportando sus productos a más de 50 países. Camanchaca está integrada verticalmente en su cadena productiva y de distribución.

- Negocios en que se encuentra: Acuicultura y pesca de salmón, trucha, choritos, abulón, vieiras, langostinos, harina de pescado, aceite de pescado y jurel enlatado.

### **Multiexport Foods S.A.**

- Mercado donde transa acciones: Bolsa de Comercio de Santiago
- Descripción de la Empresa: Compañía chilena líder en la producción de salmón atlántico y trucha de cultivo. La empresa está integrada verticalmente, desde la reproducción hasta la comercialización y distribución al cliente final. La compañía cuenta con operaciones en tres regiones de Chile, en las que realiza pisciculturas de agua dulce, concesiones de engorda en agua de mar, plantas de proceso de productos frescos, congelados y ahumados. Cuenta con una red comercial que atiende a todos los mercados del mundo, la cual incluye una filial en Estados Unidos.
- Negocios en que se encuentra: Acuícola, cultivo, procesamiento y distribución de salmón atlántico y trucha. Venta de otros productos de peces congelados al igual que de choritos.

### **Marine Harvest ASA**

- Mercado donde transa acciones: Bolsa de Oslo
- Descripción de la Empresa: Marine Harvest ASA es una empresa con sede en Noruega dedicada a la producción y comercialización de productos del mar. La compañía opera en tres segmentos, alimentación, cultivo y ventas y marketing. El segmento de alimentación es responsable de la producción de alimento para peces. El segmento de cultivo administra las actividades de cultivo de la Compañía. El segmento de ventas comprende la organización de ventas global. Marine Harvest opera a través de varias subsidiarias con sede en Europa, América y Asia, como Morpol ASA, Marine Harvest Canada Inc., Ducktrap River of Maine LLC y Marine Harvest Japan Inc.
- Negocios en que se encuentra: Alimentos, Cultivo y distribución de salmón, mero, mariscos recubiertos, mariscos ahumados y mariscos elaborados.

### 2.2.3. Oferta

Chile a 2017 se encuentra posicionado como el segundo mayor productor de Salmón Atlántico de cultivo con una producción promedio del 25% del total a nivel mundial, siendo superado por Noruega con un 53% de producción. Cabe decir que ambos actores mantienen una posición dominante en la producción de este tipo de pez.

Por otro lado, en 2017 Chile fue el principal productor de Trucha con un 49% de la producción mundial, seguido por Noruega con un 35%.

En el caso de la producción de Salmón Coho, en 2017 Chile fue también el principal productor con un 83% de producción, seguido por Nueva Zelanda con un 9%.

Chile se encuentra bien posicionado como productor a nivel mundial ya que cuenta con ventajas comparativas producto de sus condiciones geográficas.

En el siguiente gráfico se puede ver la distribución de la producción de Salmónidos en Chile según la especie de salmónido. Se puede ver que a nivel nacional, la producción también está más concentrada en el salmón atlántico.

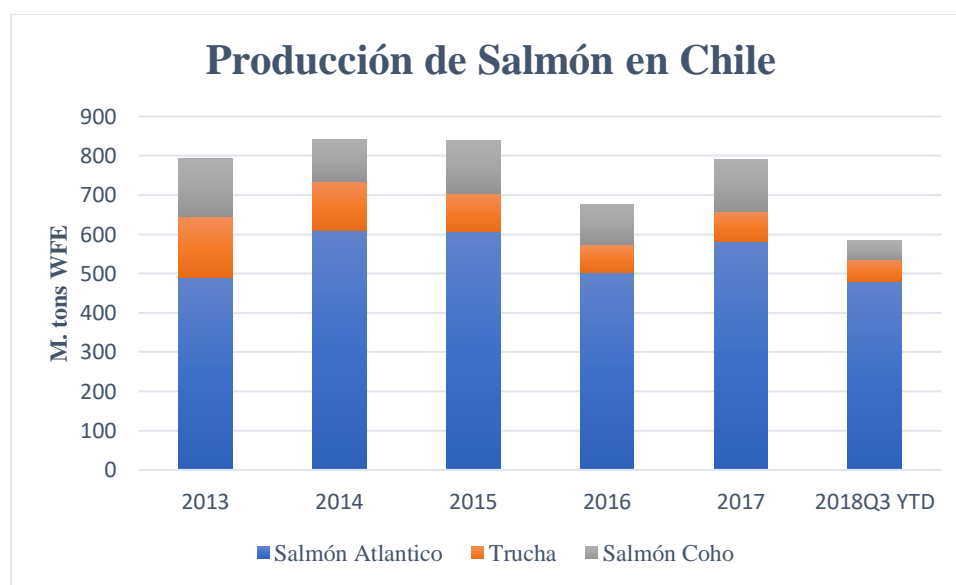


Gráfico 1. Producción de Salmón en Chile según especie. Fuente: Información Sectorial Subpesca 2013-2018Q3 YTD

La producción mundial de Salmón Atlántico ha crecido anualmente en promedio un 8% desde 1995. Sin embargo, este crecimiento anual ha disminuido a 5% para el periodo 2005-2017, y se proyecta en 4% para el periodo 2017-2021<sup>2</sup>. Este panorama se da principalmente por las restricciones biológicas y regulatorias que han sido implementadas para evitar el daño por enfermedades o fenómenos biológicos que afecten a las cosechas. Por esto, la oferta no podría crecer exponencialmente si no hay un progreso en tecnología, regulaciones efectivas y mejoras en calidad.

Como se mencionó en el ítem de regulaciones, en Chile es relevante lo que decreten acerca de temáticas como control de densidad o de crecimiento de producción, dado a que afectaría a la oferta y con esto al mercado.

Un ejemplo de estos fenómenos en la oferta es la situación que se vive en Noruega con el control de piojo de mar. Esta problemática afecta las tasas de mortalidad de los peces y su tiempo de crecimiento, por lo que no es beneficioso para la producción y llama a encontrar nuevos tratamientos no químicos para una respuesta menos invasiva<sup>3</sup>.

En Chile, la atención se ha centrado en la zona Magallánica, ya que tiene mejores condiciones sanitarias, desoxigenación de las aguas y buena densidad de concesiones. En el 2016 se habían cosechado en esta zona 68.000 toneladas de materia prima y para 2018, 2019 y 2020 se proyectan respectivamente 87.000, 109.0000 y 121.000 toneladas.

#### **2.2.4. Demanda**

Las tendencias macroeconómicas que han afectado la demanda por este tipo de productos son el aumento de la población mundial, el aumento de ingreso en países emergentes y mayor demanda por alimentos más saludables. También, la oferta de los peces salvajes se ha reducido, por lo que la demanda por peces puede ser satisfecha mediante la acuicultura.

---

<sup>2</sup> Marine Harvest, 2018. Salmon Farming Industry Handbook.

<sup>3</sup> Overton, K., Dempster, T., Oppedal, F., Kristiansen, T., Gismervik, K., & Stien, L. 2018. Salmon lice treatments and salmon mortality in Norwegian aquaculture: a review. *Reviews in Aquaculture*.

El salmón es un producto comercializado tradicionalmente en Estados Unidos, Europa y Japón, aunque también se ha vuelto demandado en nuevos mercados como China, Brasil, Rusia.

Para el 2017, las exportaciones de salmón atlántico fueron destinadas principalmente a Estados Unidos, seguido por América Latina, en su mayor parte Brasil. En el caso de la trucha y el Salmón Coho, la principal demanda era desde Japón.

Zona	Salmón Atlántico	Trucha	Salmón Coho
USA	45%	15%	2%
América Latina	23%	1%	5%
Asia sin Japón	13%	15%	10%
Unión Europea	7%	1%	0%
Japón	3%	62%	78%
Otros	9%	7%	5%

Tabla 7: Porcentaje de Exportaciones según especie y país de destino 2017. Fuente: Infotrade.

Dada la alta demanda y la situación de la oferta mostrada anteriormente, los precios son volátiles y cambian de acuerdo con la demanda y oferta según los fenómenos que ocurran, como enfermedades.

Esta volatilidad de precios, propia en industrias de commodities, se puede observar en la siguiente figura que muestra la evolución del precio promedio anual del salmón atlántico en tres mercados distintos. En dicha imagen se ve como en el 2016 e inicios de 2017 el precio aumentó para el salmón chileno debido a la limitación de oferta producto de las Floraciones de Algas Nocivas (FAN), para luego estabilizarse durante 2017. En el caso del salmón noruego, también hubo un aumento en el precio, pero la estabilización siguiente se debió a un aumento de la cosecha luego de mejoras sanitarias de calidad.

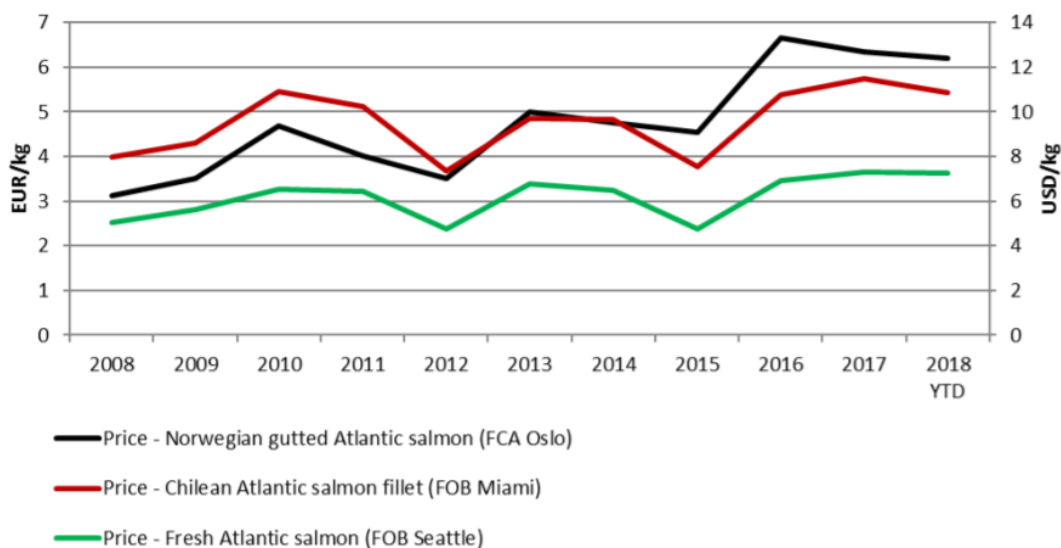


Figura 1. Evolución de precios de salmón atlántico 2008-2018. Fuente: Marine Harvest

También, en esta figura se puede apreciar que existe un cierto nivel de correlación entre los precios de distintos mercados, dado a que existe globalización.

En el caso de Australis, para el tercer trimestre de 2018, el destino de las exportaciones de Salmón Atlántico eran principalmente Estados Unidos (30,9%), Rusia (26,1%) y Latinoamérica (20,2%). También, las exportaciones de trucha tenían principal destino Rusia (61,0%) y Japón (30,4%), mientras que las exportaciones de Coho fueron exclusivamente destinadas a Japón.

### 3. Estructura de Capital Australis Seafoods S.A.

Para calcular la estructura de capital de Australis hay que analizar la deuda financiera de la empresa a través de los años, luego calcular el patrimonio económico a través de los años y finalmente con esto calcular la estructura de capital y definir una estructura de capital objetivo de la empresa para la valorización posterior.



### 3.1. Deuda Financiera

Los componentes de la deuda financiera, que son préstamos corrientes y no corrientes que devengan intereses, se muestran en detalle a continuación:

MUS\$	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Préstamos bancarios	\$20.275	\$1.536	\$137.202	\$145.825	\$62.569	\$44.272
Obligaciones por arrendamientos financieros	\$6.370	\$2.702	\$4.670	\$4.746	\$4.417	\$1.994
Pasivo de cobertura	-	-	\$73	\$246	\$301	-
Costo por refinanciamiento	-\$213	-\$202	-	-	-	-
<b>Préstamos que devengan intereses corrientes:</b>	<b>\$26.432</b>	<b>\$4.036</b>	<b>\$141.945</b>	<b>\$150.817</b>	<b>\$67.287</b>	<b>\$46.266</b>
Préstamos bancarios	\$80.000	\$100.135	\$27.274	\$48.860	\$95.311	\$62.857
Obligaciones por arrendamientos financieros	\$17.227	\$3.055	\$5.827	\$9.741	\$13.458	\$11.350
Pasivo de cobertura	-	-	-	\$18	-	-
Costo por refinanciamiento	-\$641	-\$747	-	-	-	-
<b>Préstamos que devengan intereses no corrientes:</b>	<b>\$96.586</b>	<b>\$102.433</b>	<b>\$33.101</b>	<b>\$58.619</b>	<b>\$108.769</b>	<b>\$74.207</b>
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>\$123.018</b>	<b>\$106.469</b>	<b>\$175.046</b>	<b>\$209.436</b>	<b>\$176.056</b>	<b>\$120.473</b>

Tabla 8. Deuda Financiera 2013-2018Q3. Fuente: Estados Financieros ASF 2013-2018Q3.

### 3.2. Patrimonio Económico

A continuación, se calcula el patrimonio económico de la empresa para los distintos años. El cual se calcula como el número de acciones suscritas y pagadas multiplicado por el precio de cierre de la acción. En este caso se calcula el precio de la acción en dólares utilizando el tipo de cambio de cada fecha observada.

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Acciones Suscritas y Pagadas (Miles)	6.825.687	6.825.687	6.825.687	3.484.943	2.512.273	1.813.002
Precio de cierre de la acción (US\$)	0,09	0,08	0,04	0,02	0,06	0,05
<b>Patrimonio Económico (MUS\$)</b>	<b>606.700</b>	<b>566.006</b>	<b>273.088</b>	<b>58.025</b>	<b>144.574</b>	<b>89.659</b>

Tabla 9. Patrimonio Económico 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia.

### 3.3. Cálculo Estructura de Capital

Al contar con el monto de la deuda financiera y patrimonio económico se puede calcular la estructura de capital de la empresa en esta ventana de tiempo.

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Deuda Financiera (B)	123.018	106.469	175.046	209.436	176.056	120.473
Patrimonio Económico (P)	606.700	566.006	273.088	58.025	144.574	89.659
Deuda Financiera+ Patrimonio Económico (V)	729.718	672.475	448.134	267.461	320.630	210.132
<b>B/P</b>	<b>0,20</b>	<b>0,19</b>	<b>0,64</b>	<b>3,61</b>	<b>1,22</b>	<b>1,34</b>
<b>B/V</b>	<b>16,86%</b>	<b>15,83%</b>	<b>39,06%</b>	<b>78,31%</b>	<b>54,91%</b>	<b>57,33%</b>
<b>P/V</b>	<b>83,14%</b>	<b>84,17%</b>	<b>60,94%</b>	<b>21,69%</b>	<b>45,09%</b>	<b>42,67%</b>

Tabla 10. Estructura de Capital 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia

Adicionalmente, dichos indicadores tienen las siguientes estadísticas descriptivas en la ventana de tiempo vista.

	Mínimo	Máximo	Media	Mediana	Desv.Estándar
B/P	0,19	3,61	1,20	0,93	1,17
B/V	15,83%	78,31%	43,72%	46,99%	0,22
P/V	21,69%	84,17%	56,28%	53,01%	0,22

Tabla 11. Estadística Descriptiva Estructura de Capital 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia

Con esto se puede calcular que la estructura capital promedio entre 2013 y 2018Q3 es de 1,2. Sin embargo, se ve que desde el 2016 la empresa ha logrado disminuir su nivel de apalancamiento. Esto se explica por la fuerte amortización de la deuda financiera durante 2017 gracias a los buenos resultados obtenidos en dicho periodo, lo que se mantiene para el tercer trimestre de 2018. Además, la empresa está en una búsqueda de mantener un nivel de endeudamiento razonable. Por lo tanto, se tomará como estructura de capital objetivo el promedio simple de la estructura de capital entre 2016, 2017 y 2018Q3, cálculo que da un ratio  $\frac{B}{P}$  de 0,344.

Con fines comparativos se tiene la siguiente tabla con la estructura de capital de Australis desde 2013 hasta 2017, de empresas comparables de la industria chilena y Marine Harvest.

B/P	2017	2016	2015	2014	2013
Australis Seafoods	0,19	0,64	3,61	1,22	1,34
AquaChile	0,57	0,85	0,96	0,67	0,75
Blumar	0,34	0,35	0,39	0,38	0,66
Camanchaca	0,61	0,70	0,84	0,88	0,95
Multiexport Foods	0,40	0,68	1,05	1,14	1,18
Marine Harvest	0,39	0,48	0,57	0,73	0,51

Tabla 12. Estructura de Capital Comparables 2013-2017. Fuente: Elaboración Propia

De la tabla anterior, se ve que Australis tenía un mayor nivel de apalancamiento que la industria en los años 2013, 2014 y en especial el 2015. Pero luego, su apalancamiento fue disminuyendo progresivamente producto de lo explicado anteriormente. Un punto importante que recalcar es que en el año 2015 el aumento la estructura de capital se debe también a un menor patrimonio económico calculado debido a un bajo precio de la acción al 31-12-2015 (\$10,54).

#### **4. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa**

Para la estimación de la tasa de descuento relevante que refleje el costo de capital de la empresa es necesario calcular previamente el costo patrimonial y costo de la deuda, para luego calcular la tasa del costo de capital promedio ponderado.

##### **4.1. Estimación del Beta de la Acción**

La estimación del beta de la acción se realizará a través del modelo de mercado, ya que este modelo permite explicar los retornos de la acción teniendo como factor único el rendimiento del mercado y permite obtener el beta mediante una regresión lineal de un factor.

El modelo de mercado se describe en la siguiente ecuación.

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Al observar la ecuación 1 podemos ver que el retorno depende de los parámetros  $\alpha_{it}$  y  $\beta_i$  y el retorno de mercado  $R_{mt}$ . Además, se tiene que  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  y  $var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ , en donde  $\sigma_\varepsilon^2$  también es representado como un parámetro del modelo. Cabe decir que el alfa es una constante y el beta representa el cambio de la rentabilidad del activo ante cambios del mercado.

Para realizar la estimación se necesitan los retornos de la acción de Australis y los del mercado, para esto se obtuvieron desde el terminal de Thomson Reuters los precios diarios

de Australis desde el 2 de enero de 2013 hasta el 30 de septiembre de 2018 y también los precios del IGPA como proxy del retorno de mercado, para la misma ventana de tiempo.

Luego, se calculan los betas mediante regresiones con los retornos diarios de cada año y para el cálculo del 2018 los retornos hasta el tercer trimestre:

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
$\beta$	0,883	0,693	1,471	0,013	-0,111	0,387
p-value (Significancia)	0,001	0,000	0,001	0,931	0,639	0,121
Presencia Bursátil	40,0%	42,8%	<25,0%	<25,0%	<25,0%	<25,0%

Tabla 13. Resumen Betas 2013-2018Q3. Fuente: Elaboración Propia.

En dichos resultados podemos observar que la presencia bursátil desde 2013 a 2016 no es alta y los betas no son significativos excepto en 2016. Los betas obtenidos para 2017 y 2018Q3 YTD son significativos al 1% y la presencia bursátil es al menos 40%. Adicionalmente, desde 2016 el alfa no fue estadísticamente distinto de 0. Dado los resultados se utilizará como beta apalancado el promedio entre los betas calculado con los retornos diarios desde enero a diciembre de 2017 y desde enero y septiembre de 2018Q3, es decir, 0,788.

## 4.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

### 4.2.1. Costo de la Deuda ( $k_b$ )

Primero, es necesario contar con una tasa que refleja el costo de la deuda de Australis. Dado a que la empresa no tiene ningún bono emitido, se toma como tasa de costo de deuda la tasa de interés de los préstamos bancarios en USD de Australis a mediano y largo plazo, la cual es de 5,19%.

#### 4.2.2. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

Para calcular el beta de la deuda, se utiliza el CAPM, la que permite obtener este beta con la siguiente ecuación:

$$\beta_d = \frac{k_b - R_f}{PRM}$$

Se considera una tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) al 30 de septiembre de 2018 de 3,88%, la cual corresponde a la 20 year Treasury Rate de Estados Unidos que es 3,18% más un riesgo país de Chile de 0,70% según Damodaran, esto debido a que los resultados de Australis y la proyección se realiza en USD. Además, se tiene un Premio de Riesgo de Mercado (PRM) para Chile de 6,22% según Damodaran. Finalmente con todas las variables anteriores, se estima un beta de la deuda al 30 de septiembre de 2018 de 0,211.

Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )	
$R_f$	3,88%
$PRM$	6,22%
$K_b$	5,19%
$\beta_d$	<b>0,211</b>

Tabla 14. Cálculo Beta de la deuda Australis 20183Q YTD. Fuente: Elaboración Propia

Se realiza la misma metodología para calcular el beta de la deuda de 2017 con datos al 31-12-2017, el cual resulta ser 0,199.

#### 4.2.3. Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_U$ )

Luego de haber calculado el Beta de la acción en la sección anterior, es necesario desapalancar este beta para llegar a un beta desapalancado. Para esto, se utiliza la fórmula planteada por Rubeinstein ya que la deuda de Australis no es libre de riesgo.

Luego, la forma de desapalancar el beta de la acción, se ve reflejada en la siguiente ecuación:

$$\beta_U = \frac{\beta_L + \beta_d \cdot (1 - tc) \cdot \frac{B}{P}}{\left(1 + (1 - tc) \cdot \frac{B}{P}\right)}$$

En donde  $\beta_U$  representa el beta de la empresa sin endeudamiento, el  $\beta_L$  representa el beta patrimonial con endeudamiento,  $\beta_d$  es el beta de la deuda,  $tc$  es la tasa de impuestos corporativos relevantes y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital de la empresa.

Teniendo que la tasa de impuestos corporativos corresponde al promedio entre la tasa de impuesto efectiva entre 2017 y 2018Q3 que es 28,53%, una estructura de capital promedio entre 2017 y 2018 de 0,195 y un beta de la deuda promedio entre 2017 y 2018 de 0,205, se calcula que el beta desapalancado es 0,716.

Beta patrimonial sin deuda ( $\beta_U$ )	
$\beta_L$	0,788
$\beta_d$	0,205
$tc$	0,285
$\frac{B}{P}$	0,195
<b><math>\beta_U</math></b>	<b>0,716</b>

Tabla 15. Cálculo Beta desapalancado Australis. Fuente: Elaboración Propia

#### 4.2.4. Beta Patrimonial con Deuda ( $\beta_L$ )

Teniendo que la estructura de capital objetivo que se estima es de 0,344, la tasa de impuestos corporativas a largo plazo es de 0,27, y el beta de la deuda es igual al del último periodo,

apalancamos nuevamente el beta desapalancado con esta información de largo plazo, obteniendo un beta patrimonial con deuda de 0,843.

Beta patrimonial con deuda ( $\beta_L$ )	
$\beta_U$	0,716
$\beta_d$	0,211
$tc$	0,270
$\frac{B}{P}$	0,344
<b><math>\beta_L</math></b>	<b>0,843</b>

Tabla 16. Cálculo Beta Patrimonial Australis. Fuente: Elaboración Propia

#### 4.2.5. Costo del Patrimonio ( $K_p$ )

Mediante CAPM se procede a obtener la tasa de costo patrimonial con las variables calculadas anteriormente. Adicionalmente, se agrega un premio por riesgo de liquidez (PRL) de 1,06% para países emergentes según Amihud et al.<sup>4</sup> debido a que la presencia bursátil de Australis no es alta. Finalmente, se obtiene un costo de patrimonio de 10,19%.

Costo del Patrimonio ( $K_p$ )	
$R_f$	3,88%
$PRM$	6,22%
$\beta_L$	0,843
$PRL$	1,06%
<b><math>K_p</math></b>	<b>10,19%</b>

Tabla 17. Cálculo Costo Patrimonial Australis. Fuente: Elaboración Propia

<sup>4</sup> Amihud Y. et al, 2015. The Illiquidity Premium: International Evidence. The journal of Financial Economics.



#### 4.2.6. Costo de Capital de Australis ( $K_0$ )

Luego de haber calculado el costo del patrimonio, podemos calcular el costo de capital de Australis mediante el WACC. Para este cálculo se asume que el costo de la deuda no cambia para el futuro y es 5,19%, que la estructura de capital objetivo es de 0,344, y que la tasa de impuestos corporativos a largo plazo es de 27%. Teniendo estos datos, se calcula que el Costo de Capital de Australis es de 8,55%.

Costo de Capital ( $K_0$ )	
$K_p$	10,19%
$K_b$	5,19%
$tc$	0,270
$\frac{B}{V}$	0,256
$\frac{P}{V}$	0,744
<b><math>K_0</math></b>	<b>8,55%</b>

Tabla 18. Cálculo Costo de Capital Australis. Fuente: Elaboración Propia

## 5. Análisis Financiero de Australis

Además de entender el riesgo de Australis medido en costo de capital y la industria en la que se encuentra, es importante utilizar ciertos indicadores financieros para evaluar el desempeño a través del tiempo de la empresa.

A continuación, se muestran las distintas razones de liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad a través del tiempo.

Ratios financieros	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Razones de Liquidez</b>						
Capital de Trabajo (MUS\$)	102.122	127.066	-24.348	-98.566	11.675	38.291
Razón Corriente	1,82	2,43	0,90	0,70	1,06	1,33
Test Ácido	0,33	0,49	0,21	0,08	0,16	0,19
<b>Razones de Endeudamiento</b>						
Deuda a Patrimonio	0,95	0,92	1,87	5,65	2,63	1,75
Deuda a Activos	0,49	0,48	0,65	0,85	0,72	0,64
Deuda Corto plazo a Deuda total	0,49	0,41	0,80	0,85	0,62	0,61
Cobertura de Intereses	9,88	21,58	8,85	-10,48	-8,38	-6,94
<b>Razones de Actividad</b>						
Rotación de Cuentas por Cobrar	8,37	17,53	9,81	12,24	7,79	12,00
Periodo Promedio de Cobro	42,99	20,54	36,68	29,41	46,24	29,99
Rotación de Inventario	4,72	5,68	11,96	3,43	4,30	10,25
Edad Promedio de Inventario	76,20	63,37	30,10	104,97	83,74	35,12
Rotación de Activos	0,49	0,87	0,74	0,42	0,40	0,48
<b>Razones de Rentabilidad</b>						
Margen Bruto	24,81%	31,98%	29,10%	-32,5%	-16,0%	-1,9%
Margen Operacional	18,02%	27,37%	19,07%	-47,4%	-32,8%	-21,4%
Margen Neto	11,90%	18,37%	11,59%	-35,1%	-27,4%	-19,8%
ROA	8,74%	23,89%	14,06%	-20,1%	-13,1%	-10,2%
ROE	11,27%	30,85%	24,51%	-98,8%	-39,6%	-26,0%

Tabla 19. Indicadores Financieros Australis 2013-2018. Fuente: Elaboración Propia

Dentro de los indicadores de liquidez podemos encontrar que durante 2015 y 2016 la empresa bajó su liquidez lo que se puede ver por un déficit de capital de trabajo y por una disminución de la razón corriente, también, cuando se hace el test ácido el 2015 presenta una liquidez significativamente menor. Esto se explica principalmente por el lado de los pasivos corrientes, dado a que en el 2015 y 2016 los pasivos corrientes crecieron mientras que los activos corrientes también, pero en menor medida. Por otro lado, desde 2017 a 2018Q3 YTD el test ácido disminuye, lo que se explica por un aumento de pasivos corrientes relacionados con la operación de nuevos pontones.

Respecto a los indicadores de endeudamiento se puede ver que la empresa bajó su nivel de endeudamiento considerablemente, bajando el nivel de deuda a patrimonio de 5,65 en 2015 a 0,95 en 2018Q3 YTD. Específicamente hay una disminución en el pasivo de corto plazo en 2017 y 2018 y un aumento del patrimonio contable producto de la disminución de las pérdidas acumuladas. Esto permite una mayor cobertura de intereses, la cual desde 2013 a 2015 era negativa dado un resultado operacional negativo, pero desde 2016 ha sido superior a 8,0 todos los años.

Por el lado de la actividad de Australis, se tiene una rotación de activos relativamente constante en torno a 0,45 desde 2013 a 2015, luego, entre 2016 y 2017 la rotación de activos aumentó pero en 2018Q3 YTD baja a 0,49.

Dentro de los índices de rentabilidad se tiene que la empresa ha logrado números positivos desde el 2016 dado a que desde 2013 a 2015 los resultados brutos fueron negativos.

Adicionalmente, se realizó un análisis Dupont para descomponer el ROA y ROE de tal forma de entender las fuentes de rentabilidad de Australis. El análisis se muestra a continuación con información histórica desde el 2013 hasta 2018Q3 YTD.

Análisis Dupont	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
EBIT/Venta	18,02%	27,37%	19,07%	-47,46%	-32,75%	-21,42%
<u>Venta/Activos</u>	<u>0,49</u>	<u>0,87</u>	<u>0,74</u>	<u>0,42</u>	<u>0,40</u>	<u>0,48</u>
<b>ROA</b>	<b>8,74%</b>	<b>23,89%</b>	<b>14,06%</b>	<b>-20,08%</b>	<b>-13,05%</b>	<b>-10,23%</b>
Utilidad/venta	11,90%	18,37%	11,59%	-35,14%	-27,35%	-19,80%
Venta/Activos	0,49	0,87	0,74	0,42	0,40	0,48
<u>Activos/Patrimonio</u>	<u>1,95</u>	<u>1,92</u>	<u>2,87</u>	<u>6,65</u>	<u>3,63</u>	<u>2,75</u>
<b>ROE</b>	<b>11,27%</b>	<b>30,85%</b>	<b>24,51%</b>	<b>-98,83%</b>	<b>-39,57%</b>	<b>-26,03%</b>

Tabla 20. Análisis Dupont Australis 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia

A partir de este análisis se ve que desde el 2013 al 2015 el ROA fue afectado por el margen operacional negativo. Además, desde el 2016 al 2018Q3 YTD fue afectado tanto por el margen operacional como la rotación de activos. De 2016 a 2017 la rotación de activos aumentó al igual que el margen operacional, aumentando el ROA. De 2017 a 2018Q3 YTD el margen operacional bajó y también la rotación de activos, causando una disminución del ROA.

Respecto al ROE este también es negativo desde el 2013 al 2015 explicado por el margen de utilidad negativo. Del 2016 al 2017 el aumento del ROE se explica por el aumento del margen de utilidad y el aumento de la rotación de activos, ya que disminuye el grado de apalancamiento. Del 2017 al 2018Q3 YTD el ROE disminuyó a causa de una disminución del margen de utilidad al igual que una disminución de la rotación de activos, ya que el apalancamiento no tuvo influencia en este cambio porque se mantuvo constante.

## 6. Análisis Operacional del Negocio

### 6.1. Análisis de Ingresos

Los ingresos ordinarios de la actividad de Australis corresponden principalmente a la venta de productos derivados de la producción y cosecha de activos biológicos.

Para un mejor análisis de la evolución de los ingresos, se procederá a revisar tanto los volúmenes de venta totales como el precio total de todas las especies, y también un análisis del volumen y precio por cada especie.

En el siguiente gráfico, se muestra la evolución de los volúmenes de venta totales por trimestre al igual que la evolución de los precios totales por trimestre desde 2013Q1 hasta 2018Q3.

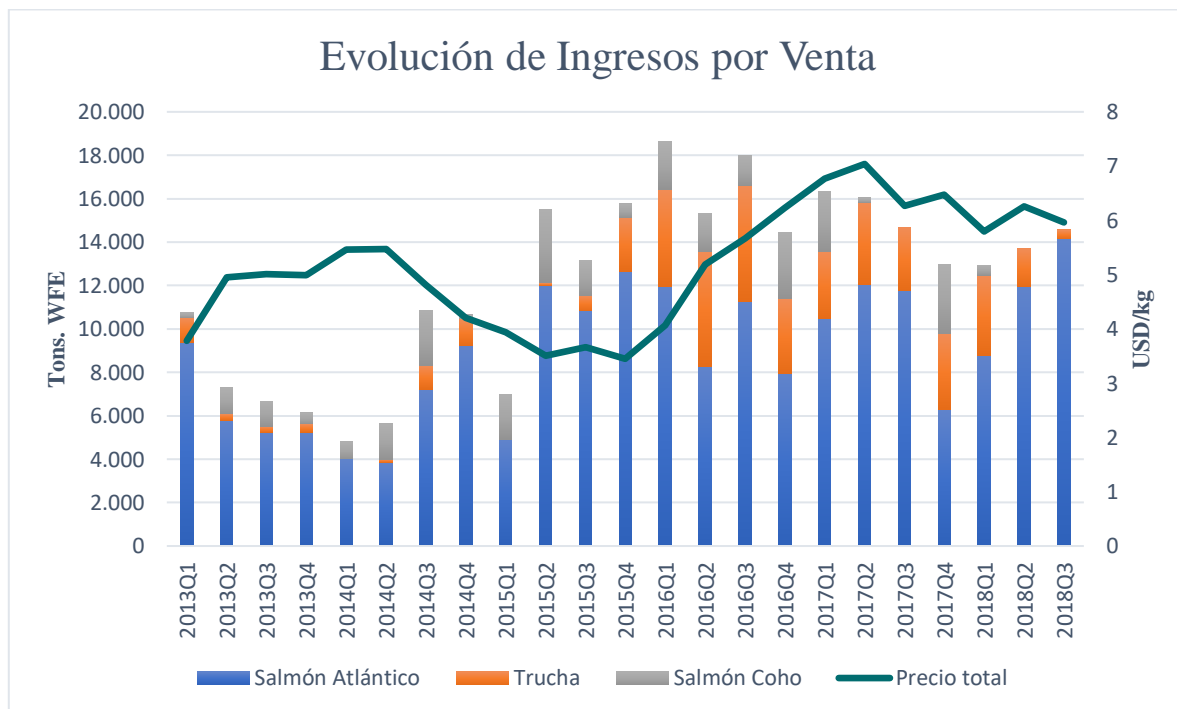


Gráfico 2. Evolución Ingresos por venta 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado 2013-2018Q3

En el gráfico anterior podemos ver la tendencia de los precios al alza durante 2016 y parte de 2017, posterior a esa fecha los precios han decrecido pero sigue en un alza en comparación a años anteriores. Por otro lado, se ve que han aumentado las toneladas vendidas, por lo que se puede notar inmediatamente que hubo un aumento en los ingresos por ventas desde el 2016 dado al aumento de los precios.

El gráfico también muestra que los niveles de venta de trucha y coho son menores en comparación al salmón atlántico.

Por otro lado, en la tabla 21 se encuentran las variaciones anuales porcentuales de volumen total, precio total e ingreso por venta, y se observa que la tendencia de aumento de ingreso es positiva pese a que el volumen disminuya de 2016 a 2017.

	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
Variación Volumen	10,7%	64,3%	26,0%	-9,6%
Variación Precio	1,8%	-27,1%	44,3%	27,1%
Variación Ingreso	12,7%	19,7%	81,7%	14,9%

Tabla 21. Variación Ingreso por venta 2013-2017. Fuente: Análisis Razonado 2013-2017

Haciendo el mismo análisis pero a nivel de especie se tienen las siguientes evoluciones trimestrales, mostradas en los distintos gráficos a continuación.

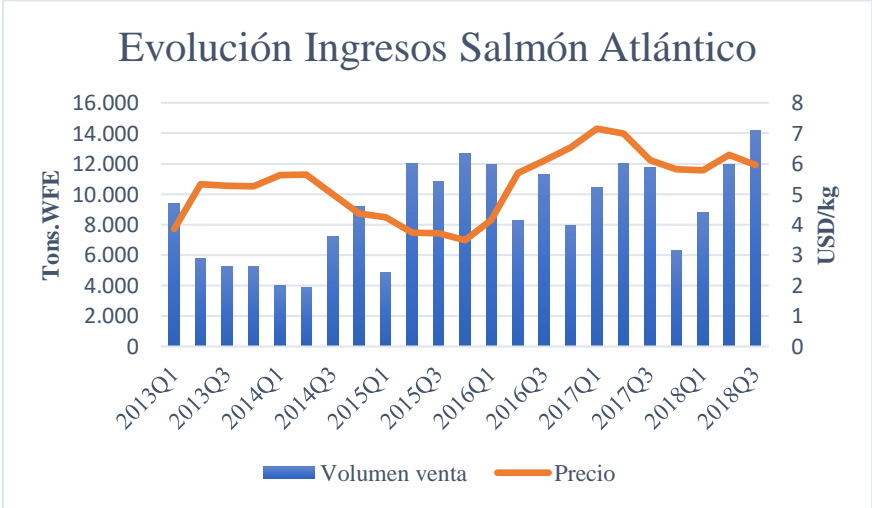


Gráfico 3. Evolución Ingresos Salmón Atlántico 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado

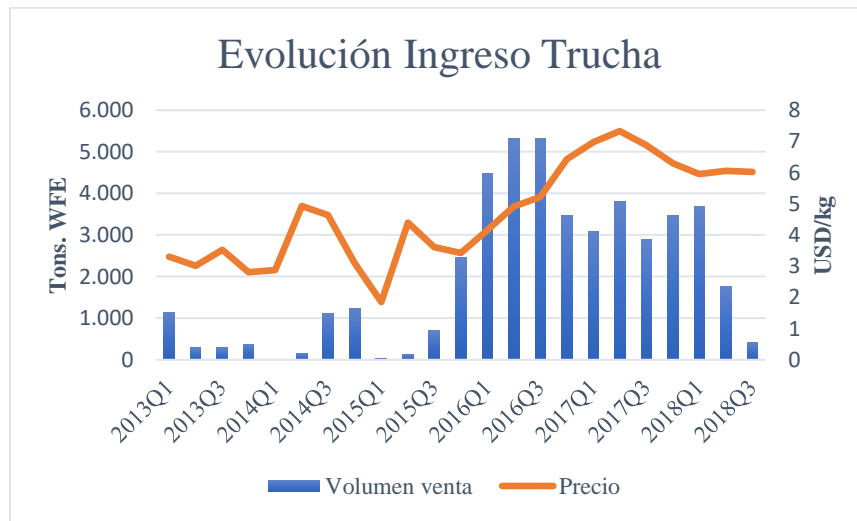


Gráfico 4. Evolución Ingresos Trucha 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado

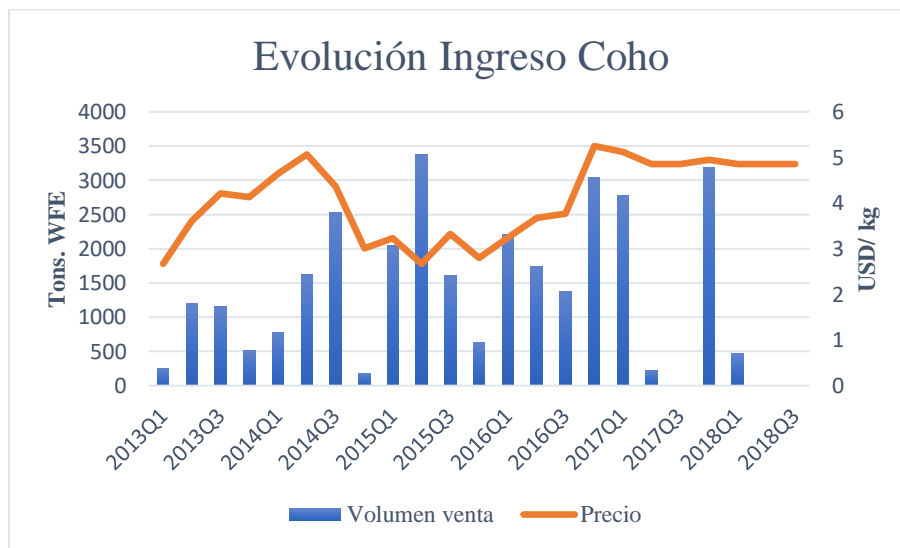


Gráfico 5. Evolución Ingresos Salmón Coho 2013-2018Q3. Fuente: Análisis Razonado

Mediante los gráficos se puede ver que los precios del salmón atlántico y el coho comparten una tendencia más parecida que la trucha. Además, tanto la tendencia del volumen de ventas como la del precio del salmón atlántico, se asemejan al gráfico con los ingresos totales, dado a que éste representa una gran parte del total de ventas de Australis.

## 6.2. Análisis de Costos de la Operación.

A continuación, se muestran dos tablas con la evolución de los costos y gastos relevantes de la operación de Australis en miles de dólares y como porcentaje sobre las ventas.

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Costos de venta	\$ 191.592	\$ 258.352	\$ 304.858	\$ 241.668	\$ 177.751	\$ 157.439
Costos de Distribución	\$ 7.381	\$ 9.381	\$ 11.090	\$ 9.988	\$ 6.116	\$ 6.089
Gasto de administración	\$ 8.864	\$ 9.824	\$ 8.725	\$ 9.998	\$ 10.879	\$ 10.040

Tabla 22. Evolución de costos y gastos operacionales. Fuente: EEFF 2013-2018Q3

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Costos de venta	75,51%	64,68%	87,71%	126,36%	111,26%	111,03%
Costos de Distribución	2,91%	2,35%	3,19%	5,22%	3,83%	4,29%
Gasto de administración	3,49%	2,46%	2,51%	5,23%	6,81%	7,08%

Tabla 23. Costos y gastos operacionales como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia.

El principal costo directo en las operaciones de Australis corresponde a los costos de ventas, que son el costo de los alimentos de los peces tanto en proceso de smoltificación y engorda. En la tabla 23 se puede ver que los costos de venta como porcentaje de las ventas han disminuido desde el 2015 en comparación a años anteriores, lo que se ve reflejado en márgenes operacionales positivos desde ese año.

Adicionalmente, se encuentran los costos de distribución, dentro de los cuales su cuenta más importante es Remuneraciones del personal. Si bien la remuneración del personal se ha mantenido constante respecto al nivel de ventas, los gastos de frigoríficos de terceros respecto al nivel de ventas han disminuido en los últimos 2 años, lo que se ve implica una disminución en los costos de distribución como porcentaje de ventas.

El detalle de los costos de distribución se muestra a continuación, expresados tanto en miles de dólares como en porcentaje respecto al nivel de ventas.



Costos de Distribución	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Fletes terrestres	\$ 565	\$ 914	\$ 838	\$ 2.439	\$ 1.503	\$ 1.431
Frigoríficos terceros	\$ 1.526	\$ 1.569	\$ 2.717	\$ 3.521	\$ 2.436	\$ 1.664
Gastos de venta	\$ 1.450	\$ 2.231	\$ 1.408	\$ 1.771	\$ 0	\$ 13
Gastos generales de embarque y preembarque	-	-	-	-	\$ 642	\$ 657
Remuneración del personal	\$ 2.700	\$ 2.542	\$ 2.740	\$ 1.343	\$ 1.169	\$ 885
Comisiones	-	-	-	-	-	\$ 60
Otros gastos de venta	\$ 1.140	\$ 2.125	\$ 2.190	\$ 914	\$ 366	\$ 1.379
Total	\$ 7.381	\$ 9.381	\$ 9.893	\$ 9.988	\$ 6.116	\$ 6.089

Tabla 24. Detalle Costos de distribución. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD

Costos de Distribución (% respecto a ventas)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Fletes terrestres	0,22%	0,23%	0,24%	1,28%	0,94%	1,01%
Frigoríficos terceros	0,60%	0,39%	0,78%	1,84%	1,52%	1,17%
Gastos de venta	0,57%	0,56%	0,41%	0,93%	0,00%	0,01%
Gastos generales de embarque y preembarque	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,40%	0,46%
Remuneración del personal	1,06%	0,64%	0,79%	0,70%	0,73%	0,62%
Comisiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%
Otros gastos de venta	0,45%	0,53%	0,63%	0,48%	0,23%	0,97%
Total	2,91%	2,35%	2,85%	5,22%	3,83%	4,29%

Tabla 25. Costos de distribución como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, en las siguientes dos tablas, se puede ver que los gastos de administración han disminuido su nivel respecto a las ventas desde el año 2016.

Esta disminución se explica por todas sus cuentas, dado a que a partir de 2016 todas las cuentas disminuyen en relación con el porcentaje de ventas, mientras que nominalmente se mantienen, excepto gastos del personal que aumenta pero no tan significativamente.

Gastos de Administración (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Arriendo	\$ 177	\$ 229	\$ 211	\$ 353	\$ 365	\$ 354
Gastos del personal	\$ 4.891	\$ 5.828	\$ 4.482	\$ 4.423	\$ 5.953	\$ 5.231
Depreciación y amortización	\$ 349	\$ 443	\$ 335	\$ 472	\$ 392	\$ 412
Servicios de terceros	\$ 1.653	\$ 2.369	\$ 2.461	\$ 2.301	\$ 2.256	\$ 2.231
Otros	\$ 1.400	\$ 955	\$ 1.236	\$ 2.249	\$ 1.913	\$ 1.812
Total	\$ 8.864	\$ 9.824	\$ 8.725	\$ 9.998	\$ 10.879	\$ 10.040

Tabla 26. Detalle Gasto de Administración. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD

Gastos de Administración (% de ventas)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Arriendo	0,07%	0,06%	0,06%	0,18%	0,23%	0,25%
Gastos del personal	1,93%	1,46%	1,29%	2,31%	3,73%	3,69%
Depreciación y amortización	0,14%	0,11%	0,10%	0,25%	0,25%	0,29%
Servicios de terceros	0,65%	0,59%	0,71%	1,20%	1,41%	1,57%
Otros	0,55%	0,24%	0,36%	1,18%	1,20%	1,28%
Total	3,49%	2,46%	2,51%	5,23%	6,81%	7,08%

Tabla 27. Gasto de Administración como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia

### 6.3. Análisis de cuentas no operacionales

A continuación, se muestran aquellas cuentas que no son operacionales pero que deben ser tomadas en cuenta para la proyección del estado de resultados.

Se muestran en las siguientes tablas los ingresos y gastos por función en miles de dólares y como porcentaje de ventas.

Otros ingresos, por función (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Arriendos	\$50	\$0	\$696	\$750	\$622	\$173
Retornos por siniestros	\$1.112	\$3.493	\$177	\$0	\$74	\$146
Otras ventas	\$402	\$112	\$31	\$168	\$1.432	\$655
Ingreso por venta de activo fijo	\$0	\$282	\$51	\$18	\$760	\$0
Reverso provisión	\$0	\$93	\$0	\$0	\$1.455	\$200
Utilidad diferida leaseback	\$48	\$79	\$167	\$124	\$131	\$140
Otros	\$383	\$172	\$5	\$270	\$1.896	\$971
Total	\$1.995	\$4.231	\$1.127	\$1.330	\$6.370	\$2.285

Tabla 28. Detalle Otros Ingresos, por función. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD

Otros ingresos, por función (% de ventas)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Arriendos	0,02%	0,00%	0,20%	0,39%	0,39%	0,12%
Retornos por siniestros	0,44%	0,87%	0,05%	0,00%	0,05%	0,10%
Otras ventas	0,16%	0,03%	0,01%	0,09%	0,90%	0,46%
Ingreso por venta de activo fijo	0,00%	0,07%	0,01%	0,01%	0,48%	0,00%
Reverso provisión	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,91%	0,14%
Utilidad diferida leaseback	0,02%	0,02%	0,05%	0,06%	0,08%	0,10%
Otros	0,15%	0,04%	0,00%	0,14%	1,19%	0,68%
Total	0,79%	1,06%	0,32%	0,70%	3,99%	1,61%

Tabla 29. Otros Ingresos, por función como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia

Respecto a los otros ingresos por función, podemos ver que los retornos por siniestros son los que representan un mayor porcentaje respecto a las ventas desde 2016, mientras que antes de ese año correspondían a otros.

Otros gastos, por función (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Pérdida en venta de activo fijo	\$20	\$540	\$321	\$0	\$0	\$0
Centros de descanso	\$146	\$129	\$814	\$289	\$662	\$1.852
Siniestros	\$2.314	\$0	\$3.334	\$858	\$2.621	\$515
Pérdida diferida leaseback	\$92	\$116	\$0	\$14	\$20	\$173
Deudores incobrables	\$108	\$10	\$103	\$375	\$822	\$293
Deterioro PPE	\$0	\$2.240	\$0	\$3.592	\$0	\$579
Otros	\$312	\$413	\$3.411	\$4.756	\$11.953	\$10.444
Impacto pérdida biomasa FAN	\$0	\$0	\$8.208	\$0	\$0	\$0
Total	\$2.992	\$3.448	\$16.191	\$9.884	\$16.078	\$13.856

Tabla 30. Detalle Otros Gastos, por función. Fuente: EEFF 2013-2018Q3 YTD

Otros gastos, por función (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Pérdida en venta de activo fijo	0,01%	0,14%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%
Centros de descanso	0,06%	0,03%	0,23%	0,15%	0,41%	1,31%
Siniestros	0,91%	0,00%	0,96%	0,45%	1,64%	0,36%
Pérdida diferida leaseback	0,04%	0,03%	0,00%	0,01%	0,01%	0,12%
Deudores incobrables	0,04%	0,00%	0,03%	0,20%	0,51%	0,21%
Deterioro PPE	0,00%	0,56%	0,00%	1,88%	0,00%	0,41%
Otros	0,12%	0,10%	0,98%	2,49%	7,48%	7,37%
Impacto pérdida biomasa FAN	0,00%	0,00%	2,36%	0,00%	0,00%	0,00%
Total	1,18%	0,86%	4,66%	5,17%	10,06%	9,77%

Tabla 31. Otros Gastos, por función como porcentaje de ventas. Fuente: Elaboración propia

Se puede observar que en general, los otros gastos por función representaban un porcentaje importante respecto a las ventas desde 2013 a 2016. Esto se da principalmente dado a que en 2013 hay pérdidas por venta de inversión TSPH, término de contrato fletes WB y disminución del plan productivo. Por otro lado, en 2014 también se registró pérdidas por venta de inversión TSPH, término de contrato fletes WB, provisión contingencia Peñaflores, entre otros, además, se registra siniestro de mortalidad extraordinaria. En el 2015, ya no se registran pérdidas contingentes como los años anteriores. Sin embargo, en el 2016 el gasto más relevante respecto al nivel de ventas guarda relación con el impacto de la floración de algas vas, fenómeno que no solo afectó solamente a Australis. Adicionalmente, en este año se presentó un siniestro a causa de cambios oceanográficos. Para el 2017, el gasto más relevante fue el deterioro de valor de propiedades, planta y equipo de dos filiales de Australis, mientras que para el tercer trimestre de 2018 la pérdida más relevante fue la del siniestro en el centro de cultivo “Centro Córdova 2” en el cual existió pérdida de biomasa.

## 7. Análisis de Activos

Se muestra a continuación el detalle de los activos de la compañía al 30 de septiembre de 2018.

Activos (MUS\$)	30-09-2018
Efectivo y equivalentes al efectivo	\$6.668
Otros activos no financieros, corrientes	\$4.011
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	\$30.299
Inventarios, corrientes	\$40.556
Activos biológicos, corrientes	\$139.921
Activos por impuestos, corrientes	\$5.374
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>\$226.829</b>
Otros activos no financieros, no corrientes	\$24.511
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	\$49
Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$46.889
Propiedades, planta y equipos	\$134.416
Activos biológicos, no corrientes	\$61.506
Activos por impuestos diferidos	\$28.627
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>\$295.998</b>
<b>Total activos</b>	<b>\$522.827</b>

Tabla 32. Detalle de Activos. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

### 7.1. Activos Corrientes

A continuación, se analizarán las cuentas de activos corrientes al 30 de septiembre de 2018, para clasificarlas en operacionales o no operacionales de modo de encontrar los activos prescindibles para la operación de Australis.

Efectivos y equivalentes al efectivo:

Efectivos y equivalentes al efectivo (MUS\$)	30-09-2018	
Caja Pesos	\$942	No Operacional
SalDOS en bancos	\$996	No Operacional
Fondos fijos	\$28	No Operacional
Fondos mutuos	\$4.702	No Operacional
<b>Total efectivo y equivalente al efectivo</b>	<b>\$6.668</b>	

Tabla 33. Clasificación de efectivo y efectivo equivalente como operacional o no operacional.

Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Otros activos no financieros, corrientes:

Otros activos no financieros corrientes (MUS\$)	30-09-2018	
Gastos Anticipados	\$3.586	Operacional
Seguros Anticipados	\$388	Operacional
Otros activos no financieros, corrientes	\$37	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$4.011</b>	

Tabla 34. Clasificación de otros activos no financieros corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes:

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes (MUS\$)	30-09-2018	
Deudores comerciales nacionales	\$5.187	
Deudores comerciales extranjeros	\$23.165	
Provisión de incobrables	-\$179	
<b>Deudores comerciales - Neto</b>	<b>\$28.173</b>	Operacional
Otras cuentas por cobrar	\$2.126	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$30.299</b>	

Tabla 35. Clasificación de Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Inventarios corrientes:

Inventarios (MUS\$)	30-09-2018	
Producto terminado	\$27.308	Operacional
Producto terminado en consignación	\$931	Operacional
Provisión valor neto de realización	-\$829	Operacional
Alimento para peces	\$7.803	Operacional
Materiales para empaque	\$1.250	Operacional
Medicamentos y aditivos	\$954	Operacional
Materiales e insumos	\$2.683	Operacional
Otros	\$456	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$40.556</b>	

Tabla 36. Clasificación de Inventarios corrientes en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.

Activos biológicos, corrientes:

Activos Biológicos, corrientes (MUS\$)	30-09-2018	
Salmón y trucha agua mar	\$139.921	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$139.921</b>	

Tabla 37. Clasificación de Activos biológicos, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.

Activos por impuestos, corrientes:

Activos por impuestos (MUS\$)	30-09-2018	
IVA Crédito fiscal	\$4.772	Operacional
Crédito por capacitación Sence	\$357	Operacional
Otros	\$245	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$5.374</b>	

Tabla 38. Clasificación de Activos por impuestos, corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.

Finalmente, se tiene que los activos corrientes de Australis son operacionales al 30-09-2018, excepto el efectivo y equivalente al efectivo.

## 7.2. Activos No Corrientes

A continuación, se analizarán las cuentas de activos no corrientes al 30 de septiembre de 2018, para clasificarlas en operacionales o no operacionales de modo de encontrar los activos prescindibles para la operación de Australis.

Otros activos no financieros, no corrientes:

Otros activos no financieros, no corrientes (MUS\$)	30-09-2018	
Ley Austral <sup>5</sup>	\$24.511	Operacional
Otros	-	
<b>Total</b>	<b>\$24.511</b>	

Tabla 39. Clasificación de Otros activos no financieros, no corrientes como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Activos intangibles distintos de la plusvalía:

Activos intangibles distintos de la plusvalía	Vida Útil	30-09-2018	
Concesiones Acuícola	Indefinida	\$ 42.475	Operacional
Concesiones Acuícola	Finita	\$ 255	Operacional
Derechos de Agua	Indefinida	\$ 3.993	Operacional
Licencias computacionales	Finita	\$ 166	Operacional
Otros	Indefinida	-	Operacional
<b>Total</b>		<b>\$ 46.889</b>	

Tabla 40. Clasificación de Activos intangibles distintos de la plusvalía como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.

<sup>5</sup> Según los Estados financieros del tercer trimestre de 2018 esto Corresponde a un crédito tributario respecto de los bienes incorporados en proyectos de inversión que se efectúen en las regiones XI y XII y en la Provincia de Palena, hasta el 31 de diciembre de 2025. Este crédito es imputable respecto del impuesto de primera categoría de la ley de impuesto a la renta, por lo cual es considerado como un activo. La Sociedad tiene plazo para utilizar este crédito hasta el año 2045.



Propiedades, planta y equipos:

Propiedades, planta y equipos (MUS\$)	30-09-2018	
Construcciones y obras en curso, neto	\$ 7.707	Operacional
Terrenos	\$ 12.795	Operacional
Edificios, neto	\$ 3.876	Operacional
Plantas y equipos, neto	\$ 53.596	Operacional
Equipos de tecnologías de información, neto	\$ 222	Operacional
Instalaciones fijas y accesorios, neto	\$ 56.220	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$ 134.416</b>	

Tabla 41. Clasificación de Propiedad, planta y equipos en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Activos biológicos, no corrientes:

Activos biológicos, no corrientes (MUS\$)	30-09-2018	
Salmón y trucha agua dulce	\$ 12.694	Operacional
Salmón y trucha agua mar	\$ 48.812	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$ 61.506</b>	

Tabla 42. Clasificación de Activos biológicos, no corrientes en operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD

Activos por impuestos diferidos:

Activos por impuestos diferidos (MUS\$)	30-09-2018	
Pérdidas tributarias	\$ 25.684	Operacional
Provisiones	\$ 1.097	Operacional
Provisión centro en descanso	\$ 756	Operacional
Provisión al personal	\$ 1.059	Operacional
Provisión deudores incobrables	\$ 31	Operacional
<b>Total</b>	<b>\$ 28.627</b>	

Tabla 43. Clasificación de Activos por impuestos diferidos como operacional o no operacional. Fuente: EEFF 2018Q3 YTD.

Finalmente, se tiene que todos los activos no corrientes de Australis son operacionales al 30-09-2018.

## 8. Proyección del EERR

Luego de haber analizado las distintas cuentas operacionales y no operacionales de Australis se procederá a proyectar los estados de resultados a un período de 5 años.

Existen una serie de supuestos para la proyección, los cuales serán nombrados a continuación:

- El costo de venta se proyecta como un porcentaje sobre el nivel de ventas, porcentaje que es el promedio del porcentaje sobre nivel de ventas de 2017 y 2018Q3 YTD. Se toman en cuenta para el cálculo los periodos más recientes dada las intenciones de Australis de mejorar su estructura de costos.
- El abono (cargo) a resultados de fair value de activos biológicos cosechados y vendidos, y a resultados de fair value por crecimiento de activos biológicos del período, se proyectarán dado el promedio del porcentaje sobre ventas de ambos ítems combinados entre 2013 y 2018Q3 YTD, el cual es 2%.
- El resto de las cuentas operacionales y otros ingresos y gastos por función, se proyectan también como un porcentaje fijo sobre el nivel de ventas, porcentaje que se calcula también como el promedio del porcentaje sobre ventas de 2017 y 2018Q3 YTD.
- Los ingresos y costos financieros se proyectarán a través del porcentaje sobre ventas promedio sobre el nivel de ventas de 2017 y 2018Q3 YTD de dichas cuentas.
- Para las diferencias de cambio se tendrá como supuesto que este valor se proyectará a través del porcentaje sobre ventas obtenido al tercer trimestre del 2018.
- En el caso de los gastos por impuestos a las ganancias se calcularán mediante la tasa de impuestos corporativas de largo plazo, la cual es 27%.
- La participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos se proyectará en 0, dado que históricamente estos valores son bajos.

## 8.1. Proyección de volumen de ventas

Para llegar a una tasa de crecimiento para los años por venir, primero es necesario proyectar la oferta que comercializará Australis a futuro.

Para el cuarto trimestre de 2018, se estima que venderán un volumen de 24.793 toneladas, dado a que Australis espera una cosecha total de 60 mil toneladas WFE para el 2018<sup>6</sup>, lo que se traduciría en un volumen de venta de 66 mil toneladas, dado a un ratio de 1,1 de volumen de ventas sobre cosecha total, ratio promedio de los tres primeros trimestres de 2018.

Para 2019, por un lado, hay opiniones sobre un crecimiento de la producción nacional en un 16% entre 2019 y 2020, dado los precios que siguen al alza, hay menores tasas de mortalidad y mejoras en las condiciones sanitarias, lo que traería más producción buscando altas rentabilidades.<sup>7</sup> Por otro lado, en Kontali Analyse se espera que el crecimiento de la producción del salmón atlántico esté en 3% para 2019, explicado por las disputas entre el gobierno y las productoras sobre regulaciones de límites de producción.<sup>8</sup>

Dado los escenarios planteados anteriormente, se harán dos proyecciones. Una con un escenario expansivo cuyo crecimiento en la producción entre 2019 y 2020 es de 16% y otra con un escenario conservador cuyo crecimiento tanto como para 2019 y 2020 es de 3%.

Para 2021 y 2022, se espera mayor crecimiento, dado a que Australis construirá una nueva planta en Magallanes, la cual se espera que empiece a funcionar desde el 2021. Esta planta permitirá procesar 71.280 toneladas anuales de producto terminado<sup>9</sup>. Por lo tanto, se proyecta a 2021 un volumen de venta de 78.408 (71.280 por el multiplicador descrito anteriormente), lo que significa un crecimiento de 12% en el escenario conservador. Para el escenario expansivo se proyecta este mismo porcentaje de crecimiento ya que significará un aumento de capacidad productiva de todas maneras. Para 2022, se tiene un crecimiento esperado de

---

<sup>6</sup> Salmonexpert, 2018. Salmón en Magallanes. Entre el crecimiento y la sustentabilidad. Revista N°67 Año 8. Extraído desde: [www.salmonexpert.cl](http://www.salmonexpert.cl)

<sup>7</sup> El Mercurio, 2018. Diferencias entre salmoneros llevan al gobierno a extender plazo para evaluar límites a niveles de producción. Extraído desde [www.economiaynegocios.cl](http://www.economiaynegocios.cl).

<sup>8</sup> Undercurrent News, 2018. Kontali: Chile driving salmon production growth in 2018, less so in 2019. Extraído desde [www.undercurrentnews.com](http://www.undercurrentnews.com).

<sup>9</sup> Undercurrent News 2018. Salmon farmer Australis plans \$70m plant in Chile's Magallanes region. Extraído desde [www.undercurrentnews.com](http://www.undercurrentnews.com)

5,5% para el escenario expansivo, dado a que se espera que hacia el 2030 haya crecimientos anuales de 5,5%<sup>10</sup>, y para el escenario conservador se proyecta con un 4%.

En resumen, las tasas de crecimiento de los volúmenes de venta proyectadas son las siguientes:

Escenario Expansivo	2018e-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022
Tasa de crecimiento Volumen de venta	8%	8%	12%	5,5%

Tabla 44. Tasas de crecimiento de volumen de venta, escenario expansivo. Fuente: Elaboración propia

Escenario Conservador	2018e-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022
Tasa de crecimiento Volumen de venta	3%	3%	12%	4%

Tabla 45. Tasas de crecimiento de volumen de venta, escenario conservador. Fuente: Elaboración propia

Cabe decir que el crecimiento desde 2018e a 2019 corresponde al crecimiento desde el volumen de ventas totales de 2018 proyectadas.

## 8.2. Proyección de Precios

Para la proyección de los precios se utilizará un proxy del precio del salmón. Este indicador es creado por el Fondo Monetario Internacional y forma parte de sus índices de precios de commodities. Específicamente, es el precio promedio de exportación del salmón noruego obtenido de Statistics Norway.

Existe evidencia de que los precios de commodities en distintos mercados tienen altas correlaciones, sobre todo en los países occidentales<sup>11</sup>. Esto se puede ver representado en el siguiente gráfico, que muestra la evolución de los precios trimestralmente de Australis desde 2013 hasta 2018Q3 y la evolución del índice del FMI.

<sup>10</sup> The World Bank. 2013. Fish to 2030. Extraído desde [www.fao.org](http://www.fao.org).

<sup>11</sup> Nilsson, T. Thulin, O. 2012. Correlations within and between Markets and Commodities.

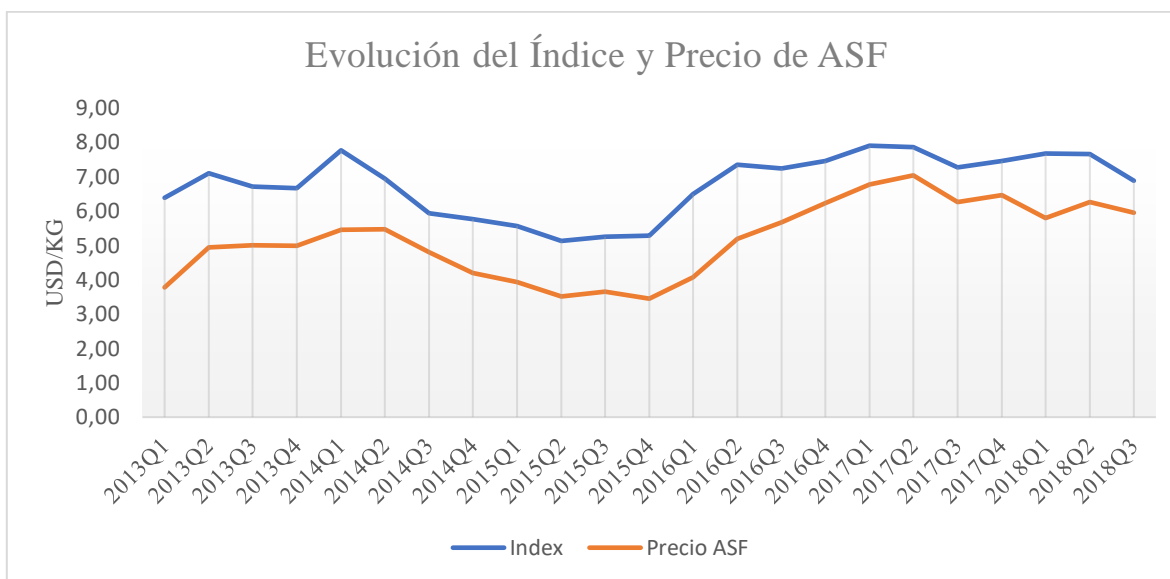


Gráfico 6. Evolución del Índice y Precio de ASF. Fuente: Elaboración Propia

Este indicador tiene proyectado el precio de 2018Q4, 2019, 2020, 2021 y 2022. Para proyectar los precios de Australis, se tomó el precio de cada especie por separado, se calculó una sensibilidad histórica de las variaciones del precio ante variaciones del índice como el promedio de éstas desde 2013 a 2018Q3. Luego, se realizó la proyección ajustando por esta sensibilidad, obteniendo los siguientes precios proyectados:

USD/kg	2018Q4	2019	2020	2021	2022
Atlántico	\$ 6,10	\$ 6,43	\$ 5,95	\$ 5,84	\$ 5,84
Trucha	\$ 6,17	\$ 6,50	\$ 6,01	\$ 5,89	\$ 5,89
Coho	\$ 4,94	\$ 5,13	\$ 4,86	\$ 4,79	\$ 4,79
Índice	\$ 7,04	\$ 7,39	\$ 6,88	\$ 6,76	\$ 6,76

Tabla 46. Precios proyectados por especie e índice 2018Q4-2022. Fuente: Elaboración Propia

Luego, tomando el precio total de todas las especies, se muestra a continuación las tasas de crecimiento del precio estimadas. Cabe decir que la tasa de crecimiento de 2018e-2019 es el crecimiento desde el precio de 2018 proyectado.

	2018e-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022
Tasa de crecimiento	5,30%	-7,39%	-1,88%	0,00%

Tabla 47. Tasas de crecimiento de precios totales 2018Q4-2022. Fuente: Elaboración Propia

### 8.3. Proyección de Ingresos

Primero, es necesario proyectar el año completo de 2018, dado a que los crecimientos de toneladas y precios ocurren a partir del resultado total anual.

Antes de proyectar el último trimestre, se estiman las proporciones de producción por especie, las cuales se estimaron a partir del promedio de las proporciones desde 2018Q1 hasta 2018Q3. La estimación arrojó que se vendería 84% salmón atlántico, 15% trucha y 1,2% salmón coho, lo cual es acorde a la tendencia que se está fortaleciendo el salmón atlántico frente al coho principalmente.

A continuación, se realiza la proyección del 2018Q4 teniendo el volumen de venta y precios estimados.

2018Q4e	Volumen de Venta (Tons. WFE)	Precio (USD/kg)	Ingreso por Venta (MUS\$)
Atlántico	20.844	6,10	\$ 127.211
Trucha	3.650	6,17	\$ 22.514
Coho	299	4,94	\$ 1.477
<b>Total</b>	<b>24.793</b>		<b>\$ 151.202</b>

Tabla 48. Estimación de ingresos del 2018Q4. Fuente: Elaboración Propia

Luego, para la proyección desde 2019 a 2022 se debe calcular la tasa de crecimiento de los ingresos mediante la tasa de crecimiento del volumen y del precio tanto para el escenario expansivo como para el conservador.

	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022
<b>Escenario Expansivo</b>				
Crecimiento Volumen	8,0%	8,0%	12,0%	5,5%
Crecimiento Precio	5,3%	-7,4%	-1,9%	0,0%
<b>Crecimiento Ingresos</b>	<b>13,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Escenario Conservador</b>				
Crecimiento Volumen	3,0%	3,0%	12,0%	4,0%
Crecimiento Precio	5,3%	-7,4%	-1,9%	0,0%
<b>Crecimiento Ingresos</b>	<b>8,5%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>9,9%</b>	<b>4%</b>

Tabla 49. Cálculo tasa de crecimiento de ingresos proyectados. Fuente: Elaboración Propia

#### 8.4. Cálculo proyección de EERR

Teniendo en consideración todos estos supuestos, el estado de resultados proyectado como porcentaje sobre el nivel de ventas queda de la siguiente forma:

Estado de Resultados (%)	4Q2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-70,09%	-70,09%	-70,09%	-70,09%	-70,09%
<b>Ganancia (Pérdida) bruta pre fair value</b>	<b>29,91%</b>	<b>29,91%</b>	<b>29,91%</b>	<b>29,91%</b>	<b>29,91%</b>
Abono (cargo) a resultados de fair value	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
<b>Ganancia (Pérdida) bruta</b>	<b>31,90%</b>	<b>31,90%</b>	<b>31,90%</b>	<b>31,90%</b>	<b>31,90%</b>
Otros ingresos, por función	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Costos de distribución	-2,63%	-2,63%	-2,63%	-2,63%	-2,63%
Gasto de administración	-2,98%	-2,98%	-2,98%	-2,98%	-2,98%
Otros gastos, por función	-1,02%	-1,02%	-1,02%	-1,02%	-1,02%
Ingresos financieros	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Costos financieros	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%	-1,55%
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diferencias de cambio	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuestos</b>	<b>25,05%</b>	<b>25,05%</b>	<b>25,05%</b>	<b>25,05%</b>	<b>25,05%</b>
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	-6,76%	-6,7%	-6,76%	-6,76%	-6,76%
<b>Ganancia procedente de operaciones continuadas</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>
<b>Ganancia del período</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,29%</b>

Tabla 50. Estado de Resultados proyectado como porcentaje sobre ventas. Fuente: Elaboración Propia.

Expresado en miles de dólares, el estado de resultados proyectado en el escenario expansivo queda de la siguiente forma:

Estado de Resultados proyectado (Expansión)	4Q2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	151.202	\$ 460.504	\$ 460.599	\$ 506.079	\$ 533.914
Costo de ventas	-\$ 105.984	-\$ 322.788	-\$ 322.854	-\$ 354.733	-\$ 374.244
<b>Ganancia (Pérdida) bruta pre fair value</b>	\$ 45.218	\$ 137.716	\$ 137.745	\$ 151.346	\$ 159.670
<b>Abono (cargo) a resultados de fair value de activos biológicos y por crecimiento de activos biológicos</b>	\$ 3.022	\$ 9.203	\$ 9.205	\$ 10.114	\$ 10.670
<b>Ganancia (Pérdida) bruta</b>	\$ 48.239	\$ 146.919	\$ 146.949	\$ 161.460	\$ 170.340
Otros ingresos, por función	\$ 1.395	\$ 4.249	\$ 4.250	\$ 4.670	\$ 4.927
Costos de distribución	-\$ 3.975	-\$ 12.106	-\$ 12.108	-\$ 13.304	-\$ 14.035
Gasto de administración	-\$ 4.500	-\$ 13.707	-\$ 13.710	-\$ 15.063	-\$ 15.892
Otros gastos, por función	-\$ 1.544	-\$ 4.703	-\$ 4.704	-\$ 5.168	-\$ 5.452
Ingresos financieros	\$ 58	\$ 176	\$ 176	\$ 193	\$ 204
Costos financieros	-\$ 2.338	-\$ 7.120	-\$ 7.121	-\$ 7.825	-\$ 8.255
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Diferencias de cambio	\$ 545	\$ 1.659	\$ 1.659	\$ 1.823	\$ 1.923
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuestos</b>	\$ 37.880	\$ 115.368	\$ 115.392	\$ 126.786	\$ 133.759
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	-\$ 10.228	-\$ 31.149	-\$ 31.156	-\$ 34.232	-\$ 36.115
<b>Ganancia procedente de operaciones continuadas</b>	\$ 27.652	\$ 84.219	\$ 84.236	\$ 92.554	\$ 97.644
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
<b>Ganancia del período</b>	\$ 27.652	\$ 84.219	\$ 84.236	\$ 92.554	\$ 97.644

Tabla 51. Estado de Resultados proyectado en Miles de dólares Escenario Expansivo. Fuente: Elaboración Propia.



En miles de dólares, para el escenario conservador el Estado de Resultados proyectado es el siguiente:

Estado de Resultados proyectado	4Q2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	151.202	\$ 439.185	\$ 418.938	\$ 460.305	\$ 478.717
Costo de ventas	-\$ 105.984	-\$ 307.844	-\$ 293.652	-\$ 322.648	-\$ 335.554
<b>Ganancia (Pérdida) bruta pre fair vaue</b>	\$ 45.218	\$ 131.341	\$ 125.286	\$ 137.657	\$ 143.163
<b>Abono (cargo) a resultados de fair value de activos biológicos y por crecimiento de activos biológicos</b>	\$ 3.022	\$ 8.777	\$ 8.372	\$ 9.199	\$ 9.567
<b>Ganancia (Pérdida) bruta</b>	\$ 48.239	\$ 140.117	\$ 133.658	\$ 146.856	\$ 152.730
Otros ingresos, por función	\$ 1.395	\$ 4.053	\$ 3.866	\$ 4.247	\$ 4.417
Costos de distribución	-\$ 3.975	-\$ 11.545	-\$ 11.013	-\$ 12.100	-\$ 12.584
Gasto de administración	-\$ 4.500	-\$ 13.072	-\$ 12.470	-\$ 13.701	-\$ 14.249
Otros gastos, por función	-\$ 1.544	-\$ 4.485	-\$ 4.278	-\$ 4.701	-\$ 4.889
Ingresos financieros	\$ 58	\$ 168	\$ 160	\$ 176	\$ 183
Costos financieros	-\$ 2.338	-\$ 6.790	-\$ 6.477	-\$ 7.117	-\$ 7.402
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Diferencias de cambio	\$ 545	\$ 1.582	\$ 1.509	\$ 1.658	\$ 1.724
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuestos</b>	\$ 37.880	\$ 110.027	\$ 104.955	\$ 115.318	\$ 119.931
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	-\$ 10.228	-\$ 29.707	-\$ 28.338	-\$ 31.136	-\$ 32.381
<b>Ganancia procedente de operaciones continuadas</b>	\$ 27.652	\$ 80.320	\$ 76.617	\$ 84.182	\$ 87.550
<b>Ganancia del período</b>	\$ 27.652	\$ 80.320	\$ 76.617	\$ 84.182	\$ 87.550

Tabla 52. Estado de Resultados proyectado en Miles de dólares Escenario Conservador. Fuente: Elaboración Propia.

## 9. Flujo de Caja Libre

Luego de haber proyectado el Estado de Resultados para los períodos futuros, se seguirá con el cálculo de los flujos de caja libre para la posterior valorización de la acción de Australis.

### 9.1. Flujo de Caja Bruto

Siguiendo la metodología de valoración mediante flujo de caja libre descontados se tomará la ganancia neta de los períodos y se procederá a realizar una serie de ajustes para obtener el flujo de caja bruto para ambos escenarios.

Cálculo Flujo de Caja Bruto Expansión (MUS\$)	2018Q4	2019	2020	2021	2022
Ganancia del período	\$ 27.652	\$ 84.219	\$ 84.236	\$ 92.554	\$ 97.644
Abono fair value	-\$ 3.022	-\$ 9.203	-\$ 9.205	-\$ 10.114	-\$ 10.670
Depreciación y Amortización	\$ 177	\$ 540	\$ 540	\$ 593	\$ 626
Otros ingresos, por función (Después de impuestos)	-\$ 1.019	-\$ 3.102	-\$ 3.103	-\$ 3.409	-\$ 3.596
Otros gastos, por función (Después de impuestos)	\$ 1.127	\$ 3.433	\$ 3.434	\$ 3.773	\$ 3.980
Ingresos financieros (Después de impuestos)	-\$ 42	-\$ 128	-\$ 128	-\$ 141	-\$ 149
Costos financieros (Después de impuestos)	\$ 1.707	\$ 5.198	\$ 5.199	\$ 5.712	\$ 6.026
Diferencias de cambio	-\$ 545	-\$ 1.659	-\$ 1.659	-\$ 1.823	-\$ 1.923
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26.036</b>	<b>\$ 79.297</b>	<b>\$ 79.313</b>	<b>\$ 87.145</b>	<b>\$ 91.938</b>

Tabla 53. Flujo de Caja bruto proyectado Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.

Cálculo Flujo de Caja Bruto Conservador (MUS\$)	2018Q4	2019	2020	2021	2022
Ganancia del período	\$ 27.652	\$ 80.320	\$ 76.617	\$ 84.182	\$ 87.550
Abono fair value	-\$ 3.022	-\$ 8.777	-\$ 8.372	-\$ 9.199	-\$ 9.567
Depreciación y Amortización	\$ 177	\$ 515	\$ 491	\$ 539	\$ 561
Otros ingresos, por función (Después de impuestos)	-\$ 1.019	-\$ 2.958	-\$ 2.822	-\$ 3.101	-\$ 3.225
Otros gastos, por función (Después de impuestos)	\$ 1.127	\$ 3.274	\$ 3.123	\$ 3.431	\$ 3.569
Ingresos financieros (Después de impuestos)	-\$ 42	-\$ 122	-\$ 117	-\$ 128	-\$ 133
Costos financieros (Después de impuestos)	\$ 1.707	\$ 4.957	\$ 4.728	\$ 5.195	\$ 5.403
Diferencias de cambio	-\$ 545	-\$ 1.582	-\$ 1.509	-\$ 1.658	-\$ 1.724
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26.036</b>	<b>\$ 75.626</b>	<b>\$ 72.139</b>	<b>\$ 79.263</b>	<b>\$ 82.433</b>

Tabla 54. Flujo de Caja bruto proyectado Escenario conservador. Fuente: Elaboración Propia.

## 9.2. Inversión en Reposición

Dentro de la decisión de reposición de los activos fijos, se tiene como supuesto que Australis invierte en reposición un 100% de la depreciación de sus propiedades, planta y equipos.

Por lo tanto, teniendo como estimación que la depreciación sobre el nivel de ventas es de un 4,23%, correspondiente a la depreciación sobre el nivel de ventas promedio entre 2017 y 2018Q3 YTD, la proyección de la inversión en reposición proyectada para ambos escenarios es la siguiente:

Escenario Expansivo	4Q2018	2019	2020	2021	2022
Inversión en Reposición (MUS\$)	\$ 6.390	\$ 19.461	\$ 19.465	\$ 21.387	\$ 22.563

Tabla 55. Inversión en reposición proyectada Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.

Escenario Conservador	4Q2018e	2019	2020	2021	2022
Inversión en Reposición (MUS\$)	\$ 6.390	\$ 18.560	\$ 17.704	\$ 19.453	\$ 20.231

Tabla 56. Inversión en reposición proyectada Escenario conservador. Fuente: Elaboración Propia.

### 9.3. Inversión en Capital Fijo

Se proyectará la inversión en capital fijo mediante información relevante de Australis y también analizando el ratio Capex/Ventas, tomando como Capex la suma entre la compra de propiedades, planta y equipo y compra de activos intangibles presentes en estado de flujos de efectivo.

Primero, se tiene como supuesto que en 2018Q4 no se invertirá más en activo fijo, dado a que concentrará su inversión a partir del 2019 en la nueva planta en Magallanes, como se mencionó anteriormente. Luego, entre 2019 y 2020 Australis hará la inversión para su nueva planta, teniendo como supuesto que invertirá de forma equitativa en ambos años. Para el periodo 2021-2022, se toma como supuesto que la empresa invertirá en menor capital fijo, en la misma proporción sobre ventas que en 2016 presente en la tabla 58, es decir un 4%. Esto debido a que recién acabaría de hacer una inversión para aumentar su planta productiva.

Capex (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Compra de propiedades, planta y equipo	\$ 29.537	\$ 38.182	\$ 13.296	\$ 22.774	\$ 22.362	\$ 24.150
Compra de activos intangibles	\$ 4.318	\$ 1.316	\$ 1.147	\$ 0	\$ 5.969	\$ 112
<b>Total</b>	<b>\$ 33.855</b>	<b>\$ 39.498</b>	<b>\$ 14.443</b>	<b>\$ 22.774</b>	<b>\$ 28.331</b>	<b>\$ 24.262</b>

Tabla 57. Capex 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia.

	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Ratio Capex/Ventas	13%	10%	4%	12%	18%	17%

Tabla 58. Cálculo ratio Capex/Ventas 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia.

Finalmente, el Capex proyectado para Australis en ambos escenarios es el siguiente:

Capex proyectado (MUS\$)	2018Q4	2019	2020	2021	2022
Capex proyectado Expansión	\$ 0	\$ 35.000	\$ 35.000	\$ 21.030	\$ 22.187
Capex proyectado Conservador	\$ 0	\$ 35.000	\$ 35.000	\$ 19.128	\$ 19.893

Tabla 59. Capex proyectado para ambos estados. Fuente: Elaboración Propia.

## 9.4. Inversión en Capital de Trabajo

Para calcular este ítem es necesario saber que para esta metodología el capital de trabajo se refiere específicamente al Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON), el cual se define como la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que tampoco devengan intereses. Además, de calcular el CTON, se calculará el Ratio de Capital de Trabajo Operacional Neto (RCTON), que permitirá proyectar la necesidad de capital de trabajo para los años que vienen.

A continuación, se muestra el cálculo del CTON y RCTON histórico.

Cálculo CTON	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Inventarios, corrientes	\$ 40.556	\$ 45.474	\$ 25.493	\$ 70.464	\$ 41.347	\$ 15.360
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	\$ 30.299	\$ 22.785	\$ 35.416	\$ 15.622	\$ 20.518	\$ 10.080
Activos biológicos, corrientes	\$ 139.921	\$ 120.857	\$ 139.429	\$ 120.339	\$ 116.128	\$ 92.987
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1.733
Activos Corrientes Netos	\$ 210.776	\$ 189.116	\$ 200.338	\$ 206.425	\$ 177.993	\$ 120.160
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	\$ 93.826	\$ 80.298	\$ 100.400	\$ 121.997	\$ 111.099	\$ 63.820
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 49.538	\$ 0	\$ 11
Pasivos Corrientes Netos	\$ 93.826	\$ 80.298	\$ 100.400	\$ 171.535	\$ 111.099	\$ 63.831
<b>CTON</b>	<b>\$ 116.950</b>	<b>\$ 108.818</b>	<b>\$ 99.938</b>	<b>\$ 34.890</b>	<b>\$ 66.894</b>	<b>\$ 56.329</b>
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 253.729	\$ 399.441	\$ 347.560	\$ 191.249	\$ 159.759	\$ 141.799
<b>RCTON (%)</b>	<b>46%</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>	<b>18%</b>	<b>42%</b>	<b>40%</b>
<b>RCTON (Días)</b>	<b>166</b>	<b>98</b>	<b>104</b>	<b>66</b>	<b>151</b>	<b>143</b>

Tabla 60. Cálculo CTON y RCTON 2013-2018Q3 YTD. Fuente: Elaboración Propia.

Con esta información histórica se puede conocer que el RCTON promedio entre los años 2013 y 2017 corresponde a 31% o 112 días, ratio anual que se usará para proyectar el capital de trabajo a continuación para ambos escenarios. En el 2018 se considera el año total proyectado para calcular la necesidad de inversión en capital de trabajo, en el 2022 se considera la necesidad de inversión en capital de trabajo debido a que se considera crecimiento perpetuo de ventas de un 1,5% desde el 2022 para ambos escenarios.

Escenario Expansivo	2018e	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 404.931	\$ 460.504	\$ 460.599	\$ 506.079	\$ 533.914
CTON Proyectado	\$ 126.206	\$ 143.527	\$ 143.556	\$ 157.731	\$ 166.406
Inversión en Capital de Trabajo	\$ 17.321	\$ 30	\$ 14.175	\$ 8.675	\$ 2.496

Tabla 61. Inversión en Capital de Trabajo proyectada Escenario Expansivo. Fuente: Elaboración Propia.

Escenario Conservador	2018e	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	\$ 404.931	\$ 439.185	\$ 418.938	\$ 460.305	\$ 478.717
CTON Proyectado	\$ 126.206	\$ 136.882	\$ 130.572	\$ 143.464	\$ 149.203
Inversión en Capital de Trabajo	\$ 10.676	-\$ 6.310	\$ 12.893	\$ 5.739	\$ 2.238

Tabla 62. Inversión en Capital de Trabajo proyectada Escenario Conservador. Fuente: Elaboración Propia.

## 9.5. Cálculo Flujo de Caja Libre

Para el cálculo del flujo de caja libre se agrega un flujo perpetuo creciente con una tasa de crecimiento que refleja un supuesto de crecimiento de las ventas a la perpetuidad de 1,5% en el cual la inversión en reposición es un 100% de la depreciación.

A continuación, se muestra el cálculo de flujo de caja libre para el escenario expansivo, tomando el flujo de caja bruto estimado del 2018Q4, los años siguientes proyectados y la perpetuidad creciente, restando las inversiones para llegar al flujo de caja libre.

MUS\$	4Q2018e	2019	2020	2021	2022	2022-∞
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26.036</b>	<b>\$ 79.297</b>	<b>\$ 79.313</b>	<b>\$ 87.145</b>	<b>\$ 91.938</b>	<b>\$ 93.317</b>
Inversión en Reposición	-\$ 6.390	-\$ 19.461	-\$ 19.465	-\$ 21.387	-\$ 22.563	-\$ 23.360
Inversión en Capital Fijo	\$ 0	-\$ 35.000	-\$ 35.000	-\$ 21.030	-\$ 22.187	\$ 0
Inversión en Capital de Trabajo	-\$ 17.321	-\$ 30	-\$ 14.175	-\$ 8.675	\$ -2.496	\$ -2.496
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 2.326</b>	<b>\$ 24.806</b>	<b>\$ 10.673</b>	<b>\$ 36.052</b>	<b>\$ 44.691</b>	<b>\$ 67.461</b>

Tabla 63. Flujo de Caja Libre 2018Q4-2022 Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.

Para el caso del escenario conservador, el cálculo es el siguiente:

MUS\$	4Q2018	2019	2020	2021	2022	2022-∞
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 26.036</b>	<b>\$ 75.626</b>	<b>\$ 72.139</b>	<b>\$ 79.263</b>	<b>\$ 82.433</b>	<b>\$ 83.670</b>
Inversión en Reposición	-\$ 6.390	-\$ 18.560	-\$ 17.704	-\$ 19.453	-\$ 20.231	-\$ 20.534
Inversión en Capital Fijo	\$ 0	-\$ 35.000	-\$ 35.000	-\$ 19.128	-\$ 19.893	\$ 0
Inversión en Capital de Trabajo	-\$ 10.676	\$ 6.310	-\$ 12.893	-\$ 5.739	\$ -2.238	\$ -2.238
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 8.971</b>	<b>\$ 28.376</b>	<b>\$ 6.542</b>	<b>\$ 34.943</b>	<b>\$ 40.071</b>	<b>\$ 60.897</b>

Tabla 64. Flujo de Caja Libre 2018Q4-2022 Escenario conservador. Fuente: Elaboración Propia.

## 10. Valoración por flujo de caja descontado

A continuación, se mostrarán los pasos finales de la metodología para obtener el precio estimado de la acción de Australis según los escenarios descritos. Dichos pasos se dividen en el cálculo del valor de los activos, el cálculo del patrimonio económico y finalmente el cálculo del precio de la acción.

### 10.1. Valor de los Activos

Luego de haber calculado los flujos de caja libre de los periodos proyectados se procede a calcular el valor de los activos para los dos escenarios relevantes trayendo a valor presente estos flujos usando la tasa de descuento relevante calculado anteriormente, la cual es el WACC. Además, para el cálculo del valor terminal se utiliza la fórmula de una perpetuidad con crecimiento, crecimiento descrito en puntos anteriores.

Los cálculos para ambos escenarios se muestran a continuación.

MUS\$	4Q2018	2019	2020	2021	2022	2022-∞
Flujo de Caja Libre	\$ 2.346	\$ 24.806	\$ 10.673	\$ 36.052	\$ 44.691	\$ 67.641
Valor Terminal					\$ 957.059	
Flujo de Caja Libre+Valor Terminal	\$ 2.346	\$ 24.806	\$ 10.673	\$ 36.052	\$ 1.001.750	
Valor Presente	\$ 2.279	\$ 22.389	\$ 8.874	\$ 27.615	\$ 706.893	
<b>Valor de los Activos</b>	<b>\$ 768.050</b>					

Tabla 65. Cálculo Valor de los Activos Escenario expansivo. Fuente: Elaboración Propia.

MUS\$	4Q2018	2019	2020	2021	2022	2022-∞
Flujo de Caja Libre	\$ 8.971	\$ 28.376	\$ 6.542	\$ 34.943	\$ 40.071	\$ 60.897
Valor Terminal					\$ 863.944	
Flujo de Caja Libre+Valor Terminal	\$ 8.971	\$ 28.376	\$ 6.542	\$ 34.943	\$ 904.015	
Valor Presente	\$ 8.788	\$ 25.611	\$ 5.440	\$ 26.766	\$ 637.925	
<b>Valor de los Activos</b>	<b>\$ 704.530</b>					

Tabla 66. Cálculo Valor de los Activos Escenario conservador. Fuente: Elaboración Propia.



## 10.2. Activos Prescindibles

La empresa cuenta con efectivo y equivalente al efectivo como activo prescindible, por lo que debe ser tomado en consideración para el cálculo de valoración, por un monto que asciende a MUS\$6.668 al 30-09-2018.

## 10.3. Deuda Financiera

Australis cuenta con la siguiente deuda financiera al tercer trimestre de 2018.

Deuda Financiera (MUS\$)	2018Q3 YTD
Préstamos que devengan intereses - corrientes:	\$ 26.432
Préstamos que devengan intereses - no corrientes:	\$ 96.586
<b>Total</b>	<b>\$ 123.018</b>

Tabla 67. Deuda Financiera 2018. Fuente: Estados Financieros 2018Q3 YTD

## 10.4. Exceso (Déficit) de Capital de Trabajo

Para determinar el exceso o déficit de capital de trabajo hay que comparar el CTON requerido a diciembre de 2018 según el RCTON histórico calculado anteriormente con el CTON observado a septiembre de 2018 que se calcula directamente desde el balance. Para ambos escenarios el resultado es el mismo dado a que la proyección del cuarto trimestre de 2018 no se hizo por escenarios.

CTON requerido a diciembre 2018	\$ 126.206
CTON observado a 2018Q3 YTD	\$ 116.950
<b>Déficit de Capital de Trabajo</b>	<b>-\$ 9.256</b>

Tabla 68. Cálculo déficit de capital de trabajo, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia.

## 10.5. Cálculo Patrimonio Económico

Luego de haber determinado el valor económico de los activos, los activos prescindibles, la deuda financiera y el exceso de capital de trabajo, se puede calcular el patrimonio económico de la siguiente forma para ambos escenarios.

	Escenario Expansivo	Escenario Conservador
Valor de los Activos	\$ 768.050	\$ 704.530
Activos Prescindibles	\$ 6.668	\$ 6.668
Déficit de Capital de Trabajo	\$ 9.256	\$ 9.256
Deuda Financiera	\$ 123.018	\$ 123.018
Patrimonio Económico (MUS\$)	\$ 642.444	\$ 578.924

Tabla 69. Cálculo Patrimonio Económico, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia

## 10.6. Estimación Precio de Australis

Finalmente, se calcula el precio de la acción de Australis teniendo el valor del patrimonio económico, el número de acciones de Australis y el tipo de cambio entre pesos chilenos y dólares el cual para la fecha era \$661,5.

	Escenario Expansivo	Escenario Conservador
Patrimonio Económico (US\$)	\$ 642.444.428	\$ 578.923.639
Número de Acciones	6.825.687.194	6.825.687.194
Precio estimado (USD)	\$ 0,09	\$ 0,08
Precio estimado (CLP)	\$ 62,3	\$ 56,1
Precio observado (CLP)	\$ 58,8	\$ 58,8

Tabla 70. Cálculo Precio de la acción, ambos escenarios. Fuente: Elaboración Propia

Luego de estimar el precio de la acción con información al 30 de septiembre de 2018, es relevante mencionar el presente de la acción de Australis dado a la nueva información disponible. En este contexto, cabe mencionar la evolución que ha tenido el precio de la acción luego de que el domingo 18 de noviembre de 2018 Australis informó a la CMF sobre una promesa de compraventa firmada entre Australis y el grupo chino Joyvio por el 100% de la propiedad de Australis. Esta compra se realizaría por un valor de MUS\$880.000, o un precio de US\$0,13 por acción aproximadamente.<sup>12</sup>

Para el 16 de noviembre de 2018 el precio de la acción era de \$63 y la capitalización bursátil era de MUS\$633.787, por lo que al anunciar que las acciones se comprarían con un sobreprecio de aproximadamente 39% el precio de la acción aumentó rápidamente el 19 de noviembre a \$79,7 como se puede ver en el siguiente gráfico. Se puede observar cómo el mercado incorporó esta nueva información positiva, la cual queda reflejada en el precio de la acción.

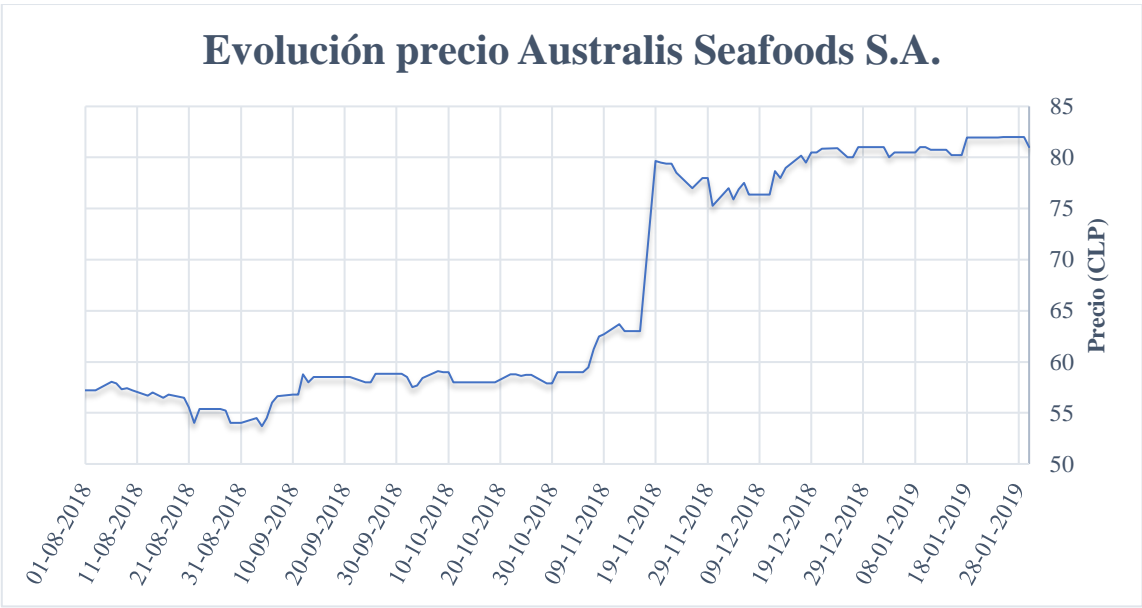


Gráfico 7. Evolución precio Australis Seafoods S.A. 08/2018-01/2019. Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

<sup>12</sup> Australis Seafoods, 2018. Hecho esencial, Inscripción en el registro de valores N°1074

## 11. Conclusiones

A través de esta valoración mediante el método de flujos de caja descontados se pudo calcular que el precio estimado de la acción de Australis Seafoods S.A. es de \$62,3 si se considera un escenario expansivo en la producción de salmones y de \$56,1 en un escenario más conservador como respuesta a futuras limitaciones de oferta por temas legislativos, medioambientales o sanitarios. Comparando estos precios estimados con el precio observado de la acción el cual era de \$58,8, se encuentra que la acción se encontraría sobrevalorada si se considerara el escenario expansivo y subvalorada si se considerara el escenario conservador, con un desvío de +/- 5% del precio observado.

Dentro de esta valoración, en la cual se estimó una tasa de costo de capital de 8,55% y en la cual se utilizaron varios supuestos esenciales para el desarrollo, se destaca la importancia de proyectar correctamente los costos operacionales, ya que una empresa como esta debe mantener buenos márgenes mediante mantención de calidad sanitaria, nuevas tecnologías y una producción limpia para evitar pérdidas biológicas a futuro.

Adicionalmente, fue de suma importancia estimar correctamente las tasas de crecimiento de los ingresos, debido a que pese a que la empresa tiene control sobre sus volúmenes de venta, en el caso chileno existe incertidumbre a futuro debido a la posible regulación que afectaría los niveles de cosechas de las empresas. Por otro lado, también fue importante analizar la demanda existente dado a que esta incentiva a que siga creciendo la industria en términos de oferta, para así lograr satisfacer la alta demanda del producto.

Finalmente, en el presente existe la promesa de compra-venta entre Australis y Joyvio, por lo que sería interesante volver a estimar el valor de la acción de realizarse la venta dado a que la estimación podría cambiar de acuerdo con nuevas perspectivas del futuro.

## Referencias

- Amihud Y.et al.(2015). The Illiquidity Premium: International Evidence. The journal of Financial Economics.*
- Australis Seafoods. (2013- 2018). Análisis Razonados 2013-2018Q3 YTD.*
- Australis Seafoods. (2013-2018). Estados Financieros 2013-2018Q3 YTD.*
- Australis Seafoods. (2013-2017). Memoria Anual 2013-2017.*
- Australis Seafoods. (2018). Hecho esencial, Inscripción en el registro de valores N°1074*
- El Mercurio. (2018). Diferencias entre salmoneros llevan al gobierno a extender plazo para evaluar límites a niveles de producción. Extraído desde: [www.economiaynegocios.cl](http://www.economiaynegocios.cl)*
- Marine Harvest. (2018). Salmon Farming Industry Handbook.*
- Maquieira, Carlos. (2010). Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica. Tercera edición, Editorial Andrés Bello.*
- Nilsson, T. Thulin, O. 2012. Correlations within and between Markets and Commodities.*
- Overton, K., Dempster, T., Oppedal, F., Kristiansen, T., Gismervik, K., & Stien, L. (2018). Salmon lice treatments and salmon mortality in Norwegian aquaculture: a review. Reviews in Aquaculture.*
- Salmonexpert. (2018). Salmón en Magallanes. Entre el crecimiento y la sustentabilidad. Revista N°67 Año 8. Extraído desde: [www.salmonexpert.cl](http://www.salmonexpert.cl)*
- The World Bank. 2013. Fish to 2030. Extraído desde [www.fao.org](http://www.fao.org)*
- Undercurrent News. (2018). Kontali: Chile driving salmon production growth in 2018, less so in 2019. Extraído desde [www.undercurrentnews.com](http://www.undercurrentnews.com)*
- Undercurrentent News. (2018). Salmon farmer Australis plans \$70m plant in Chile's Magallanes region. Extraído desde [www.undercurrentnews.com](http://www.undercurrentnews.com)*

## Anexos

### Anexo 1. Filiales de Australis Seafoods S.A. y descripción de su negocio.

Nombre Filial	Descripción de Negocio
Australis Mar S.A	Crianza y comercialización de especies hidrobiológicas, en especial especies salmonídeas.
Australis Agua Dulce S.A	Producción, distribución y comercialización de principalmente salmón en sus diferentes estados del ciclo productivo, mejorados genéticamente, para agua dulce o salada.
Piscicultura Rio Maullín SpA	Importación, exportación, distribución, representación y comercialización de toda clase de mercaderías, bienes y productos de cualquier tipo.
Congelados y Conservas Fitz Roy S.A	Extracción de pesca o caza de seres u organismos que tengan en el agua su medio normal de vida. Conservación, elaboración, transformación, distribución y comercio de estos seres u organismos y de los productos que se deriven o se obtengan de ellos y de su faenación.
Procesadora de alimentos ASF SpA Procesadora de alimentos Australis SpA	Construir, instalar, mantener, administrar y comercializar en toda forma plantas procesadoras de pescados, mariscos y alimentos en general, pudiendo al efecto arrendar, comprar y celebrar cualquier tipo de contrato que permita explotar las plantas necesarias para la adecuada comercialización en el país o para la exportación de toda clase de productos alimenticios, ya sea procesadoras, embaladoras, frigoríficos, bodegas de almacenamiento y deshidratación
Comercializadora Australis SpA	Importación, exportación, distribución, representación y comercialización de toda clase de mercaderías, bienes y productos de cualquier tipo, y especialmente todo tipo de recursos hidrobiológicos y especies de salmónidos.

Salmones Gama Limitada	Corretaje y la intermediación de bienes muebles e inmuebles; tramitación de obtención, corretaje, intermediación y asesorías de concesiones marítimas y de acuicultura y compraventa de las mismas y de derechos de aguas, la compra y venta de inmuebles, estén o no edificados, la compraventa de concesiones marítimas, de acuicultura, derechos de aguas y concesiones mineras, la promoción de negocios, inversiones, construcciones y planes habitacionales y asesorías en los mismos, la administración y arrendamiento, por cuenta propia o ajena de bienes.
Salmones Islas del sur Limitada Acuícola Cordillera Limitada Salmones Alpen Limitada Australis Navarino S.A. Chile Seafoods S.A.	La importación, exportación, distribución, representación y comercialización de toda clase de mercaderías, bienes y productos de cualquier tipo.
Trapananda Seafarms LLC	La realización de todas aquellas actividades permitidas por la normativa y aquellas para las cuales pueden ser formadas este tipo de sociedades según la normativa estadounidense.

*Fuente: Memoria anual 2017 Australis Seafoods S.A.*

## **Anexo 2. Estado de Situación Financiera de Australis entre 2013 y 2018Q3 YTD.**

Balance (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos corrientes</b>						
Efectivo y equivalentes al efectivo	6.668	17.111	12.851	6.628	6.623	6.912
Otros activos no financieros, corrientes	4.011	3.576	3.250	2.708	2.383	3.432
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	30.299	22.785	35.416	15.622	20.518	10.080

Inventarios, corrientes	40.556	45.474	25.493	70.464	41.347	15.360
Activos biológicos, corrientes	139.921	120.857	139.429	120.339	116.128	92.987
Activos por impuestos, corrientes	5.374	6.409	5.231	7.448	6.009	11.553
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes		-	-	-	-	1.733
<b>Total activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios</b>		-	-	223.209	193.008	142.057
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios		-	-	3.352	-	10.780
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>226.829</b>	<b>216.212</b>	<b>221.670</b>	<b>226.561</b>	<b>193.008</b>	<b>152.837</b>
<b>Activos no corrientes</b>						
Otros activos financieros, no corrientes	-	-	-	-	91	-
Otros activos no financieros, no corrientes	24.511	24.521	20.895	20.485	20.178	14.082



Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	49	35	55	-	-	4.287
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	14	14	14	16
Activos intangibles distintos de la plusvalía	46.889	40.624	36.587	33.359	33.400	18.541
Propiedades, planta y equipos	134.416	105.547	90.919	87.895	93.355	77.337
Activos biológicos, no corrientes	61.506	35.508	37.573	30.036	34.715	18.718
Activos por impuestos diferidos	28.627	35.041	63.536	53.731	26.092	11.028
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>295.998</b>	<b>241.276</b>	<b>249.579</b>	<b>225.520</b>	<b>207.845</b>	<b>144.009</b>
<b>Total activos</b>	<b>522.827</b>	<b>457.488</b>	<b>471.249</b>	<b>452.081</b>	<b>400.853</b>	<b>296.846</b>
<b>Pasivos y patrimonio</b>						
<b>Pasivos</b>						
<b>Pasivos corrientes</b>						
Otros pasivos financieros, corrientes	26.432	4.036	141.945	150.817	67.287	46.266
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	93.826	80.298	100.400	121.997	111.099	63.820
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-	-	-	49.538	-	11
Otras provisiones, corrientes	-	-	-	-	1.557	-
Provisiones por beneficios a los	4.449	4.812	3.673	2.775	1.390	1.575

empleados, corrientes						
Total pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	-	325.127	181.333	112
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	-	-	-	-	2.874
<b>Total pasivos corrientes</b>	<b>124.707</b>	<b>89.146</b>	<b>246.018</b>	<b>325.127</b>	<b>181.333</b>	<b>114.546</b>
<b>Pasivos no corrientes</b>						
Otros pasivos financieros, no corrientes	96.586	102.433	33.101	58.619	108.769	74.207
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	-	-	834	331	331	242
Pasivo por impuestos diferidos, no corriente	33.523	28.092	26.928	-	-	-
<b>Total pasivos no corrientes</b>	<b>130.109</b>	<b>130.525</b>	<b>60.863</b>	<b>58.950</b>	<b>109.100</b>	<b>74.449</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>254.816</b>	<b>219.671</b>	<b>306.881</b>	<b>384.077</b>	<b>290.433</b>	<b>188.995</b>
	0,16	-0,28	-0,20			
<b>Patrimonio</b>						
Capital emitido	305.383	305.383	305.383	249.495	224.649	179.878
Pérdidas acumuladas	-35.352	-65.546	-138.922	-179.207	-111.999	-70.007
Otras reservas	-2.020	-2.020	-2.093	-2.284	-2.230	-2.020
<b>Patrimonio atribuible a los</b>	<b>268.011</b>	<b>237.817</b>	<b>164.368</b>	68.004	110.420	107.851

<b>propietarios de la controladora</b>						
Participaciones no controladoras	-	-	-	-	-	-
<b>Total patrimonio</b>	<b>268.011</b>	<b>237.817</b>	<b>164.368</b>	<b>68.004</b>	<b>110.420</b>	<b>107.851</b>
	0,127	0,447	1,417			
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>522.827</b>	<b>457.488</b>	<b>471.249</b>	<b>452.081</b>	<b>400.853</b>	<b>296.846</b>

### Anexo 3. Estado de Resultados de Australis entre 2013 y 2018Q3 YTD.

EERR (MUS\$)	2018Q3 YTD	2017	2016	2015	2014	2013
Ingresos de actividades ordinarias	253.729	399.441	347.560	191.249	159.759	141.799
Costo de ventas	-191.592	-258.352	-304.858	-241.668	-177.751	-157.439
<b>Ganancia (Pérdida) bruta pre fair value</b>	<b>62.137</b>	<b>141.089</b>	<b>42.702</b>	<b>-50.419</b>	<b>-17.992</b>	<b>-15.640</b>
Abono (cargo) a resultados de fair value de activos biológicos cosechados y vendidos (*)	-65.996	-133.403	-42.507	-4.771	1.229	5.454
Abono (cargo) a resultados de fair value por crecimiento de activos biológicos del período (**)	66.817	120.051	100.955	-7.039	-8.853	7.507
<b>Ganancia (Pérdida) bruta</b>	<b>62.958</b>	<b>127.737</b>	<b>101.150</b>	<b>-62.229</b>	<b>-25.616</b>	<b>-2.679</b>
Otros ingresos, por función	1.995	4.231	1.127	1.330	6.370	2.285

Costos de distribución	-7.381	-9.381	-11.090	-9.988	-6.116	-6.089
Gasto de administración	-8.864	-9.824	-8.725	-9.998	-10.879	-10.040
Otros gastos, por función	-2.992	-3.448	-16.191	-9.884	-16.078	-13.856
Ingresos financieros	129	102	52	112	157	241
Costos financieros	-4.628	-5.066	-7.490	-8.664	-6.247	-4.379
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.	17	-22	55	-	-	5
Diferencias de cambio	914	-1.427	-1.241	4.926	1.381	-680
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuestos</b>	<b>42.148</b>	<b>102.902</b>	<b>57.647</b>	<b>-94.395</b>	<b>-57.028</b>	<b>-35.192</b>
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	-11.954	-29.526	-17.362	27.187	13.333	7.118
<b>Ganancia procedente de operaciones continuadas</b>	<b>30.194</b>	<b>73.376</b>	<b>40.285</b>	<b>-67.208</b>	<b>-43.695</b>	<b>-28.074</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancia del período</b>	<b>30.194</b>	<b>73.376</b>	<b>40.285</b>	<b>-67.208</b>	<b>-43.695</b>	<b>-28.074</b>

<b>Ganancia (pérdida), atribuible a</b>						
Ganancia (Pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	30.194	73.376	40.285	-67.208	-43.695	-28.074
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancia (Pérdida) del período</b>	<b>30.194</b>	<b>73.376</b>	<b>40.285</b>	<b>-67.208</b>	<b>-43.695</b>	<b>-28.074</b>
<b>Ganancia (pérdida) por acción básica</b>						
Ganancia por acción básica en operaciones continuadas (US\$)	0.0044	0,0107	0.0059	(0.019)	-0,017	-0,015
Ganancia (pérdida) por acción básica en operaciones discontinuadas (US\$)	-	-	-	-	-	-
<b>Ganancia por acción básica</b>	<b>0.0044</b>	<b>0,0107</b>	<b>0.0059</b>	<b>(0.019)</b>	<b>-0,017</b>	<b>-0,015</b>