

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A.

Septiembre 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Solvencia Tendencia Acciones	C En Observación Segunda Clase	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Bárbara Lobos M. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 Junio de 2009	Tipo de Reseña	Informe Anual

Estado de Resultados Consolidado				
(US\$ millones)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Ingreso Operacional	55,767	80,891	69,995	80,531
Costo explotación	- 40,646	-57,205	- 53,065	-105,267
Gastos Adm. y Ventas	- 4,828	-5,607	- 7,175	- 7,885
Resultado Operacional	10,293	18,079	9,755	-32,621
Resultado no Operacional	- 0,787	- 0,342	-3,044	- 7,830
Utilidad Neta	7,562	15,371	6,080	- 33,856

Balance General Consolidado				
(US\$ millones)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Activo Circulante	57,718	64,737	98,804	114,294
Activo Fijo	33,874	46,320	70,729	79,407
Otros Activos	13,970	16,882	19,150	24,538
Total Activos	105,562	127,939	188,683	218,239
Pasivo Circulante	23,833	23,890	49,211	180,645
Pasivo Largo Plazo	22,924	32,208	65,322	1,666
Interés Minoritario	1,040	1,184	1,034	0,972
Patrimonio	57,765	70,657	73,116	34,956
Total Pasivos	105,562	127,939	188,683	218,239

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. (Invermar) es una empresa del sector pesquero, que desde 1988 se orienta a desarrollar, producir y elaborar productos en base a salmón, destinados al consumidor final, enfocándose en canales de distribución masivos como supermercados, restaurantes y hoteles de Europa, Estados Unidos y Asia. Su principal negocio es la venta de porciones individuales y otros productos en base a salmón atlántico, contando además con negocios secundarios en salmón coho y ostiones. Desde la perspectiva operativa, funciona integrada verticalmente, a través de sus filiales Invertec Seafood, Cexpromar, Invertec Ostimar, Acuicultura Lago Verde y Smoltecnics.

Durante los últimos cuatros años **Invermar** implementó un plan de crecimiento cuyo objetivo fue aumentar significativamente los niveles de cosechas para los años 2009 y 2010 (pasar de 15.000 a 40.000 toneladas anuales). Sin embargo, el virus ISA que afectó a la industria salmonera conllevó una fuerte reducción de la biomasa de la compañía. Producto de ello, durante el año 2008 la empresa, no obstante tener un venta de US\$ 80,5 millones (15% superior al año 2007), arrojó pérdidas por US\$ 33,8 millones y un *ebitda* negativo de US\$ 25 millones. La caída en los resultados llevó a incumplimiento de los *covenants* acordados con los bancos acreedores. A junio de 2009 las pérdidas finales ascienden a US\$ 20,6 millones.

La clasificación de la solvencia de la sociedad en “**Categoría C**” responde fundamentalmente al elevado nivel de endeudamiento de **Invermar** en relación con su actual capacidad de generación de flujos, situación derivada del debilitamiento operativo de la empresa, el cual se ocasiona principalmente producto del virus ISA. En la práctica, la capacidad de pago de la sociedad y su liquidez en el corto y mediano plazo dependerán, en gran medida, de los acuerdo que el emisor logre alcanzar con sus acreedores financieros o, en su defecto, de eventuales aumentos de capital que se materialicen en el futuro. En todo caso, la permanencia de largo plazo de la empresa, dado su balance actual, está supeditada a la reestructuración que se está llevando a cabo con la empresa.

Otro elemento que refuerza la clasificación de riesgo de la compañía, dice relación con la incertidumbre que aun persiste en cuanto el marco legal que regirá a los productores salmoneros y lo efectivo que resulte el marco jurídico en orden a generar las bases para atenuar los riesgos fitosanitarios propios de la industria. Asimismo, el proceso de evaluación reconoce, que los términos definitivos de la ley que a la fecha se discuten en el congreso podrían influir respecto a la percepción

del sistema financiero en relación con el riesgo de la actividad salmonera, afectando con ello el financiamiento para capital de trabajo y para nuevas inversiones.

En la misma línea, los cambios que se produzcan al interior del sector y de la empresa con el objeto de evitar brotes de nuevas infecciones, determinarán la rentabilidad de largo plazo del negocio el cual, a juicio de **Humphreys**, es probable que disminuya en relación con los exhibidos en el pasado.

Complementariamente la clasificación efectuada recoge como factores adversos la exposición de la empresa al tipo de cambio, la fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados (aunque menos volátil que el precio del salmón) y los riesgos propios de la naturaleza que afectan a la actividad.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, tiene la capacidad para revertir en el mediano plazo los magros resultados que se han dado últimamente, aunque con cambios en relación con el modelo de negocio desarrollado hasta la fecha.

Asimismo, la evaluación incorpora como elemento positivo la estrategia de negocio adoptada por **Invermar** que implica establecer relaciones de largo plazo con sus clientes, ofrecer un producto diferenciado (mayor valor agregado), y contratos de venta a plazo fijo con precios y volúmenes conocidos, que le permiten disminuir la volatilidad de los ingresos y una mejor optimización de los costos operacionales.

Por otra parte, la clasificación de solvencia de la sociedad (bajo Categoría BBB-) determina que sus títulos accionarios califiquen en “**Categoría Segunda Clase**”.

La perspectiva de la clasificación se califica “**En Observación**”¹, por cuanto es necesario evaluar el resultado final de la negociación con los bancos y los efectos reales de las modificaciones a la legislación vigente. También será necesario analizar las posibles consecuencias de la crisis del sector en las relaciones comerciales de la empresa.

A futuro, la clasificación de solvencia de la empresa podría verse favorecida en la medida que se firme el acuerdo definitivo con los bancos y se clarifique el plan de pago de la deuda con Salmofood de manera que los nuevos términos y condiciones de la deuda sean consistentes con la situación

¹ Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

actual de la empresa y su capacidad de pago. De la misma forma la clasificación queda sujeta a la evolución de las condiciones de la industria, incluyendo los cambios en la normativa vigente.

Para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la empresa no proceda en incumplimiento de los términos y condiciones vigentes, y acceda a los recursos necesarios para la continuidad de sus operaciones.

Hechos Recientes

A marzo de 2009, **Invermar** publicó sus primeros estados financieros según la norma contable IFRS, y el siguiente análisis busca reflejar lo informado bajo esta norma para el primer semestre.

Durante el periodo, la compañía alcanzó ingresos por US\$ 35,8 millones, lo que representa un aumento nominal de un 12% con respecto a igual trimestre del año anterior. El incremento se explica por una mayor producción de salmón atlántico, debido al plan de crecimiento impulsado por la compañía. Aún así, las ventas se vieron negativamente afectadas por un menor precio promedio del salmón atlántico en relación al primer semestre del año anterior, por un *bloom* de algas que afectó a la compañía de manera importante en marzo de 2009, y a los efectos del virus ISA. Cabe recordar que el mencionado virus afectó a la compañía a partir de junio de 2008, lo que impidió, en definitiva, que se alcanzaran los volúmenes de producción inicialmente proyectados.

El costo de ventas de la compañía ascendió a US\$ 55,3 millones, lo que significó un aumento nominal de 76% en relación a igual periodo de 2008, representando el 154% de los ingresos del ejercicio (la relación fue de 98% en 2008). El alza de este ítem se explica por la eliminación de peces de las jaulas de agua dulce con motivo de acelerar el proceso de erradicación del virus ISA, cosecha de peces de menor tamaño, y mortalidades asociadas al *bloom* de algas.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 3,3 millones, registrándose una disminución de 21% con respecto a igual fecha del año anterior. En términos relativos, los gastos de administración y ventas ascendieron al 9% de los ingresos de explotación (13% el primer semestre 2008).

Producto de lo anterior, el resultado operacional del período ascendió a una pérdida de \$ 22,8 millones, lo que se compara desfavorablemente en relación al obtenido por la compañía durante el primer semestre del año anterior, cuando se obtuvo una pérdida operacional de \$3,7 millones.

Durante el 2009, el resultado fuera de explotación alcanzó una pérdida de US\$ 1,9 millones, manteniéndose constante con respecto a igual fecha del año anterior.

El resultado del ejercicio correspondió a una pérdida de \$ 20,6 millones, superior a los \$ 4,3 millones de pérdida del año anterior.

En cuanto a los activos biológicos (biomasa), éstos alcanzaron US\$ 20,9 millones, implicando una disminución de 50% respecto al inicio del semestre, que se explica por la eliminación de biomasa en las jaulas de agua dulce, cosechas de atlántico y coho y el *bloom* de algas.

Durante el primer semestre de 2009 la compañía presenta una disminución del patrimonio neto de un 33%, pasando de US\$ 61,7 millones al 31 de diciembre de 2008 a US\$ 41,1 millones al 30 de junio de 2009, que es consistente con las pérdidas registradas durante el periodo. Adicionalmente, la empresa presenta deuda con instituciones financieras por US\$ 127 millones a la fecha de los últimos estados financieros, la cual se encuentra actualmente en proceso de renegociación, y una deuda con el proveedor Salmofood (empresa relacionada) por US\$ 28 millones.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría Segunda Clase

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

Oportunidades y Fortalezas

Diferenciación del Producto y consistencia de la estrategia: La compañía destaca por su amplio *mix* de productos y su capacidad de innovación. Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos al año, en base a salmón, en sus variedades atlántico y coho, trucha, y

ostión, muchos de ellos de alto valor agregado. El grueso de las ventas de la compañía se concentra en el salmón atlántico, en la forma de porciones individuales de distintos pesos, congeladas, precocidas o marinadas. Esta diversificación le ha permitido aumentar el rendimiento de las cosechas, entendida como kilogramo de producto final sobre kilos de materia prima, y atenuar los efectos del virus ISA en los resultados en la compañía (al poder utilizar los peces más pequeños para producir ciertos tipos de porciones).

Relación de Largo Plazo con sus Clientes: En el caso del salmón atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Europa y Estados Unidos, a través de supermercados, bajo sus marcas propias, y *food service*. El negocio se fundamenta en relaciones de largo plazo con los distribuidores, con los cuales se realiza un trabajo conjunto para el diseño de los productos de manera que se responda a exigencias de calidad y trazabilidad, y a las necesidades específicas a cada tipo de clientes. El proceso mismo de los supermercados para la selección de los proveedores de sus marcas propias se transforma en una barrera contra los potenciales competidores.

Contratos de Venta: Gran parte de las ventas de la compañía se realizan a través de contratos a plazo fijo, en donde se fija tanto el precio como el volumen de venta. Los contratos actuales se están cerrando a entre tres y seis meses plazo, debido a las contingencias actuales, pero hasta 2008 estos tenían una duración promedio de un año. La existencia de estos contratos le permite disminuir la volatilidad de sus ingresos y una mejor optimización de los costos operacionales.

Integración Vertical: La estrategia de integración vertical de la compañía permite asegurar la disponibilidad de materia prima y capacidad de procesamiento. Más importante aún, le permite cumplir con las exigencias de calidad de los procesos y trazabilidad de los clientes del segmento en el que compete. Aún así, se reconoce la carga en términos de costos que impone a la compañía. A la fecha, debido a las circunstancias que afectan a la industria, cuenta con capacidad ociosa en plantas de procesamiento, disponibilidad de alimentos (Salmofood), entre otros.

Diversificación Geográfica de las Concesiones: Las treinta concesiones de la empresa se encuentran distribuidos en 13 de las 59 áreas de manejo sanitario conjunto descritas en el proyecto original de modificaciones a la ley de pesca distribuidos entre la X y XI región. Esto le permite diversificar los riesgos productivos y da flexibilidad en el caso de que se apruebe la modificación a la legislación vigente que establece un descanso obligatorio coordinado por zona.

Factores de Riesgo

Alto Endeudamiento: Según la última información disponible, la deuda de **Invermar** con bancos asciende a US\$ 127 millones, existiendo en forma adicional una deuda con el proveedor Salmofood (empresa relacionada) por US\$ 28 millones, lo cual se considera alto para un *ebitda* actual negativo y difícil de predecir a futuro.

Volatilidad del Precio de Salmónidos: Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido a sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, las capturas de salmón silvestre, y la situación económica internacional. Con todo, se entiende que los productos de **Invermar**, dada sus características, presentan menor volatilidad en sus precios que el salmón con bajo nivel de elaboración.

Concentración de Clientes: Durante 2008, el 50% de las ventas de salmónidos de la compañía se concentró en seis clientes, y bajo el debilitamiento de su capacidad productiva existe incertidumbre sobre los niveles de concentración futuros. Si bien actualmente las ventas se encuentran restringidas por la capacidad de producción, debiese existir una alta sensibilidad de los ingresos ante cambios en la relación con sus clientes o en el nivel de actividad de éstos en la medida que los niveles de concentración se mantengan o aumenten.

Proceso de Negociación con los Bancos y Proveedores: Aún cuando se conocen los principales términos y condiciones que regirán la deuda con los bancos, la firma del acuerdo definitivo todavía no se ha materializado. Además, a la fecha, se encuentran pendientes los *covenants* específicos que regirán la nueva deuda.

Cambios en la Normativa Vigente: Si bien este riesgo es común a todos los actores de la industria, a la fecha no existe certeza sobre el impacto específico que tendrá en la compañía. Dentro de los cambios que podrían tener mayor impacto se encuentran la implementación de descansos coordinados y las posibles restricciones sobre la duración a las concesiones nuevas o antiguas. En opinión de **Humphreys**, los términos de la ley influirán en la predisposición de la banca para apoyar al sector (independiente de las renegociaciones que se están llevando a cabo con el objeto de minimizar el riesgo de *default*).

Exposición a Riesgos de la Naturaleza: La industria salmonera, al igual que otros agroindustriales, se encuentra constantemente expuesta a los riesgos de este tipo. Dentro de ellos no sólo se encuentra la posibilidad de nuevos brotes de ISA o mutaciones de este, sino otros recurrentes como el *bloom de algas*. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas.

Exposición Cambiaria: La empresa presenta un descalce entre activos y pasivos en términos de moneda. A junio de 2009 presenta pasivos en dólares por un monto equivalente al 67% del activo, mientras que solo el 50% del activo se encuentra en esta moneda. Los principales pasivos en dólares son la deuda con los bancos y las cuentas por pagar a empresas relacionadas en dólares, por lo que se espera que la magnitud del descalce varíe en la medida que éstos se reajusten. En cuanto a las cuentas de resultado, la empresa presenta la totalidad de sus ingresos en dólares, y un 50% de sus costos en dicha moneda. Si bien el principal costo de los salmones es el alimento, y este se encuentra en dólares, existen otros costos relevantes en moneda local lo que hace pensar que el descalce de moneda entre ingresos y costos debiese mantenerse. Aún así, la empresa no aplica ningún mecanismo de cobertura por fluctuaciones de tipo de cambio.

Antecedentes Generales

Historia

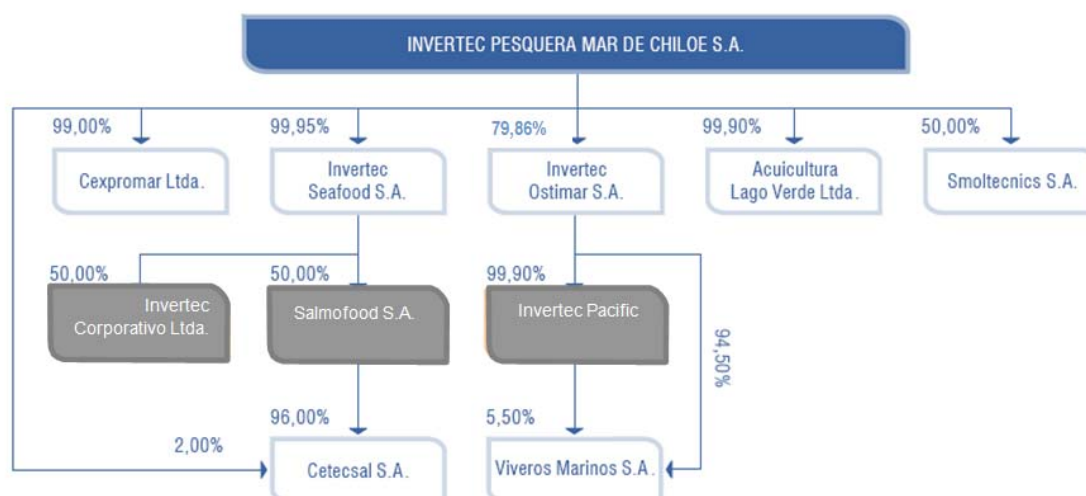
Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. nace en 1988 al alero de la sociedad Inversiones y Tecnología, la cual desde 1987 y a través de la incorporación de tecnología, se ha orientado al desarrollo de productos alimentarios de mayor valor agregado. El objeto específico de esta sociedad es desarrollar, producir y elaborar productos en base a salmón destinado al consumidor final, enfocándose en canales de distribución masivos como supermercados, restaurantes y hoteles.

Desde sus inicios ha seguido una estrategia de integración vertical para gestionar la calidad de sus productos, la cual se ha implementado por etapas. En el año 1993 la compañía ingresa a la propiedad de Invertec Seafood S.A., sociedad que cuenta con una planta que permite procesar alimentos de mar, en particular, productos en base a salmón. Posteriormente participa en Salmofood, empresa de alimentos para salmones, actualmente la única de su tipo de capitales chilenos. Adicionalmente, Salmofood es dueña de Cetecsal S.A., empresa dedicada a la investigación medioambiental en salmonicultura y de Invertec Corporativo Asesorías e Inversiones Ltda, que presta servicios de asesoría a Invermar en el área de contraloría, informática y administración.

Entre otras sociedades en las que **Invermar** ha adquirido participación se encuentran Acuicultura Lago Verde Ltda. (1996) y Smoltecnicos S.A., ambas dedicadas a la obtención y recepción de ovas, alevines y smolts, desarrollando la primera parte del ciclo productivo.

Por otra parte, la participación directa e indirecta que mantiene en Invertec Ostimar S.A., Invertec Pacific Seafood S.A. y Viveros Marinos S.A. le ha permitido disponer de un *stock* significativo de concesiones marítimas para incursionar en el negocio de ostiones en sus fases de cultivo, procesamiento y elaboración de productos.

A diciembre de 2008 la estructura de la sociedad, sus filiales y coligadas era la siguiente:



Dentro de los hitos de la historia de la sociedad se encuentra su apertura a la bolsa, la cual se realiza en el año 2005.

Durante los últimos cinco años, **Invermar** desarrolló un plan de crecimiento que implicó entre 2005 y 2008 inversiones en activo fijo por US\$ 77 millones. Como resultado de este plan, se esperaba duplicar la producción para el período 2009-2010; en especial considerando la incorporación de la piscicultura de recirculación Lago Verde, estrenada en julio de 2008, la cual permite aumentar la capacidad de producción, reducir la estacionalidad de las cosechas y acrecentar las posibilidades de control sanitario.

Producto de lo anterior se lograron niveles de existencia significativamente elevados en relación con años anteriores; sin embargo, el virus ISA y el *bloom* de algas obligaron a la eliminación de parte

importante de la biomasa de la compañía, reduciendo abruptamente su capacidad productiva y, por ende, su capacidad para generar flujos.

Propiedad y Administración

Invermar es controlada por los hermanos Montanari Mazzarelli a través del *holding* Inversiones y Tecnología Ltda., el cual mantiene a la fecha el 67,07% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante diseminada; no obstante, que don Daniel Yarur, vía diferentes sociedades, mantiene una participación del 8,68%, constituyéndose como el segundo accionista relevante en término de número de títulos accionarios.

A continuación se describen los diez principales accionistas a junio de 2009.

Nombre	Nº de Acciones	% de Propiedad
Inversiones Y Tecnología Ltda.	156.153.494	67,07%
Fit Research Corredores de Bolsa S.A.	14.312.869	6,15%
GM E Asset Management S.A./ Fip Anacapri Investment Fund	10.748.415	4,62%
Administradora Alekine S.A./ Fip Alekine	9.441.673	4,06%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	7.377.884	3,17%
Siglo XXI Fondo de Inversión	7.231.304	3,11%
Banchile Adm. General de Fondos S.A.	4.267.660	1,83%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2.747.353	1,18%
Beta Fondo de Inversión	2.359.067	1,01%
Penta Corredores de Bolsa S.A.	1.758.431	0,76%

Según se establece en los Términos y Condiciones del acuerdo de negociación con los bancos presentados en la SVS en julio del presente año, el accionista controlador deberá dejar sus acciones en prenda bajo las condiciones que se establezcan en el acuerdo definitivo.

En cuanto al directorio, a la fecha de la clasificación éste se estructura de la siguiente forma:

Nombre	Cargo
Mario José Montanari Mazzarelli	Presidente del Directorio
Alberto Ricardo Montanari Mazzarelli	Vicepresidente del Directorio
Cristian Jara Taito	Director
Daniel Yarur Elsaca	Director
Juan Pablo Montalva Rodríguez	Director
Gonzalo Andrés Jordan Fresno	Director
Hemyr Obilinovic Arrate	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

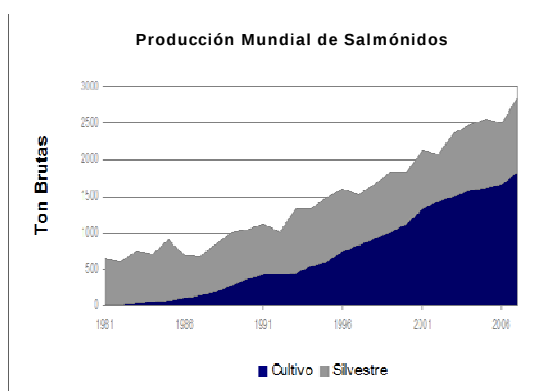
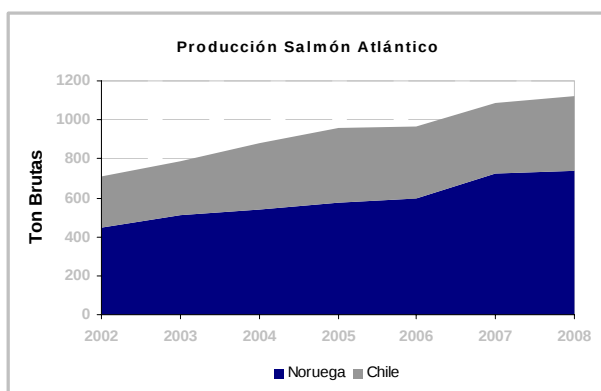
Nombre	Cargo	Antigüedad
Andrés Parodi	Gerente General	9 meses
Magdalena Glenz	Gerente de Adm. y Finanzas	12 años
Felipe Marambio	Gerente Comercial	11 años
Patricio Urbina	Gerente de Producción	2 años
Felipe Gonzalez	Gerente de Planta	10 años

Antecedentes de la Industria

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile - que compiten a través de salmón de cultivo - y de aquellos países que aportan salmón silvestre.

Según datos del año 2008, medido en términos de producción de salmón de cultivo, Noruega lidera el mercado con una participación del 44%, seguido por Chile cuya importancia relativa se eleva al 35%.

Las principales especies de salmónidos que se comercializan son el salmón atlántico, el salmón coho y la trucha, siendo la primera la más importante dentro de las exportaciones chilenas. A continuación se presenta a la evolución de la producción mundial de salmónidos distinguiendo por origen silvestre y de cultivo, y la evolución de la producción de salmón atlántico distinguiendo entre Chile y Noruega.



Producción de salmón atlántico							
(Toneladas Brutas)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Noruega	444	508	537	572	596	723	740
Crecimiento %		14,41%	5,71%	6,52%	4,20%	21,31%	2,35%
Chile	268	281	346	385	369	360	380
Crecimiento %		4,85%	23,13%	11,27%	-4,16%	-2,44%	5,56%
TOTAL	712	789	883	957	965	1083	1120
		10,81%	11,91%	8,38%	0,84%	12,23%	3,42%

En cuanto a las exportaciones chilenas de salmón, éstas alcanzaron los US\$ 2.393 millones en 2008, un 6,7% más que el año anterior. En términos de volumen, los embarques llegaron a 445.100 toneladas netas de producto, representando un crecimiento del 12%. Respecto a los mercados de destino, EE.UU. fue el principal con un 33% de las ventas seguido de Japón con un 30%. Más atrás se ubica la Unión Europea con un 12%. En cuanto a la distribución por especie, el salmón atlántico lideró la lista con un 61%; más atrás se ubicaron la trucha y el salmón coho con un 25% y 14% respectivamente.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres, y a la situación económica internacional. Estos factores se ponderan de distinta forma según la especie y el tipo de producto.

La industria salmonera chilena se ha visto afectada desde junio de 2007 por el virus ISA, el cual apareció a mediados de 2007 en la zona centro de Chiloé, y se propagó paulatinamente al resto de las concesiones. Entre sus consecuencias se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces, un aumento de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector; todo lo cual implicó un impacto negativo sobre los resultados de las empresas, incumplimientos en los *covenants* asumidos con los acreedores financieros, la necesidad de una renegociación masiva de la deuda contraída con los bancos y el surgimiento de propuestas de cambio en la normativa vigente.

En cuanto a los efectos de la crisis sobre el precio promedio de los salmónidos exportados, éste es ambiguo. Según información de aduanas el precio se mantuvo entre 2007 y 2008, pues combina las implicancias del menor tamaño de los peces cosechados y con el impacto de la crisis de la industria local en la oferta mundial, entre otros factores.

Si bien el incumplimiento de *covenants* y la renegociación de la deuda financiera tendió a ser prácticamente transversal en toda la industria, cada situación particular ha sido tratada por

separada, aunque bajo plazos, mecanismos y términos relativamente similares. Dentro de los mecanismos comunes asociados al proceso de negociación se encuentran, entre otros, la entrega en prenda de las acciones en poder de los controladores, el otorgamiento de periodos de gracia para el pago de la deuda consistentes con la realidad actual de la industrial y el compromiso de aumento de capital por parte de los accionistas.

En cuanto al impacto en la normativa vigente, el gobierno presentó un proyecto que modifica la Ley de Pesca, que tiene entre otros objetivos lograr un manejo sanitario coordinado entre las concesiones acuícolas. El proyecto original, que actualmente se está tramitando en el Congreso, consideraba entre otras medidas:

- Zonificación del área involucrada, según características epidemiológicas, oceanográficas, operativas o geográficas que justifiquen un manejo sanitario coordinado.
- Medidas generales de manejo sanitario preventivo por zonas. Entre ellas, descanso obligatorio de tres meses para todos los centros de cultivos de la misma zona, así como ingresos y cosechas coordinadas dentro de éstas.
- Condiciones de siembra y cultivo de peces. Como vacunación obligatoria según especie, tratamiento coordinado de *calligus* y definición de densidades de cosecha y número al final del ciclo.
- Requerimientos sanitarios y de bioseguridad conjuntos por área.

Descripción del Negocio

Invermar tiene como principal negocio la elaboración de productos en base a salmón para los mercados de Europa, Estados Unidos y Japón, de acuerdo a los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. La empresa opera, principalmente, a través de dos canales de distribución: *food service* (hoteles y restaurantes) y *retail*. Lo que ofrece a los clientes de este último segmento, el de mayor importancia en las ventas, son “porciones” listas para servir (congeladas, precocidas o marinadas) que se comercializan, en la mayoría de los casos, a través de marcas propias de supermercados. Adicionalmente, posee un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión.

Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos al año. En el negocio del salmón se trabajan tres variedades distintas (coho, atlántico y trucha), las cuales tienen distintos ciclos de producción, se orientan a diferentes mercados, y se traducen en distintos tipos de productos.

En el caso del salmón atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Europa y Estados Unidos, a través de supermercados y *food service*. El negocio se fundamenta en relaciones de largo plazo con los distribuidores, con los cuales se realiza un trabajo conjunto para el diseño de los productos de manera que se responda a exigencias de calidad y trazabilidad, y a las necesidades específicas a cada tipo de clientes. Hasta el 2008, las ventas de la compañía se realizaban a través de contratos a plazo promedio de un año renovables, en donde se fijaban tanto el precio como el volumen de venta. Los contratos actuales se están cerrando entre tres y seis meses plazo, pues existen expectativas de alza de precio por falta de oferta de salmónes.

En el caso del salmón coho, éste se distribuye principalmente a Japón, a través de grandes *traders* a los que se ofrece un producto poco diferenciado. En el caso del ostión, sus ventas no han alcanzado un tamaño significativo dentro la compañía y, en el mediano plazo, no se observan perspectivas de crecimiento importantes.

Adicionalmente, se debe mencionar que los ingresos han mostrado una alta estacionalidad, lo cual es característico del negocio. El uso de la piscicultura de recirculación Lago Verde, disminuiría en parte la volatilidad de los ingresos originados por el salmón atlántico.

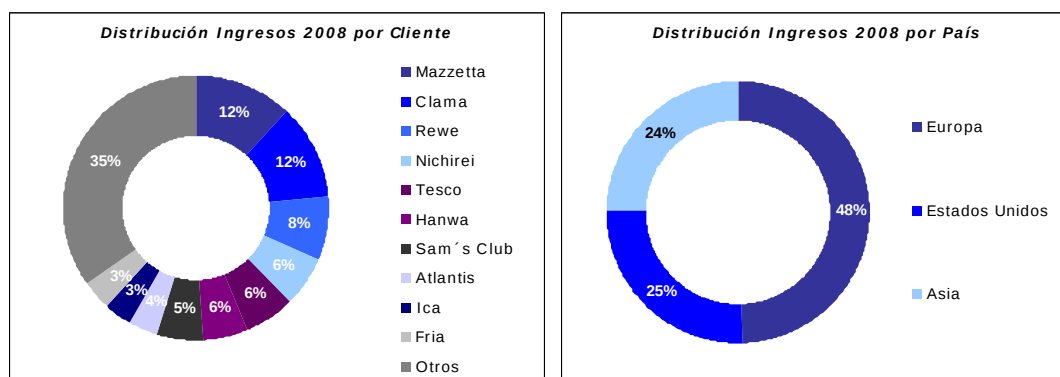
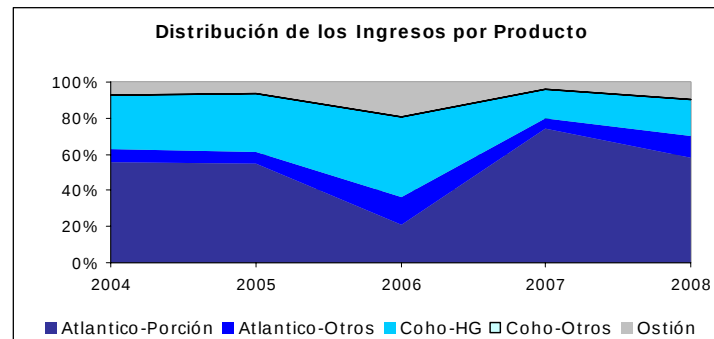
Distribución de Ingresos

Los ingresos de la compañía provienen principalmente del negocio de salmón atlántico, específicamente de la venta de porciones. Tanto el salmón coho como los ostiones presentan una menor importancia dentro de la venta.

Los principales mercados para los productos de **Invermar** durante el año 2008 fueron Europa (Alemania y Francia son los dos más importantes), Estados Unidos y Asia, donde Japón es el destino más relevante. Mientras que las ventas a Europa y USA son mayoritariamente de salmón atlántico destinadas a cadenas de supermercados y *food Service*, las ventas a Japón son mayoritariamente de salmón coho, el que se vende a grandes *traders*.

Con respecto a la distribución de los ingresos del negocio principal, venta de salmónes, se observa una alta concentración por cliente. Durante 2008, seis clientes concentraron el 50% de las ventas. A

continuación se observa la distribución de ingresos por producto, cliente (solo respecto a salmónidos), y país destino, para el año 2008.



Durante el año 2008 el 9% de la cartera de **Invertec Pesquera** se concentra en clientes de menos de un año de antigüedad, mientras el 69% se realizó a clientes con más de seis años de relación comercial. Además destaca la importancia de los clientes de retail dentro de la cartera. Aún así, debido al debilitamiento de la capacidad productiva actual, y la incertidumbre que existe aún sobre los factores que inciden en la rapidez de su recuperación, podrían observarse cambios en la composición de la cartera.

Descripción del proceso Productivo e Inversiones

El proceso productivo del salmón, desde la ova hasta la cosecha, requiere 24 a 36 meses en total, dependiendo de la especie. El proceso de producción se resume en el siguiente esquema:



Entre los años 2005 y 2008 la empresa realizó inversiones del orden de US\$ 77 millones considerando inversiones en agua dulce, engorda de salmones y planta de proceso. El proyecto se orientaba a tener una compañía de 40.000 toneladas en el año 2010 de las cuales 35 mil toneladas corresponderían a salar y 5 mil a coho. Parte importante de la capacidad instalada de la empresa corresponde a inversiones recientes.

Debido a la nueva situación sanitaria, la empresa ha visto reducido significativamente los volúmenes de producción para los próximos años, y espera poder alcanzar las 31.500 toneladas en el año 2015, lo que significa que la empresa contará con capacidad ociosa.

Debido a lo anterior la empresa no contempla inversiones para los años 2009 y 2010, salvo US\$3 millones en el año 2011 que se requieren para poder construir una nueva piscicultura de recirculación. A partir del año 2011 se contemplan inversiones de similar monto para reposición de activos.

Proveedores

El principal proveedor del área de salmones es el fabricante de alimento. En el caso de **Invertec**, el 80% de las compras de alimento se realizan a Salmofood, empresa relacionada. Entre otros proveedores relevantes se encuentran los importadores de ovas, traslados de peces, laboratorios, manejo y limpieza de redes y navieras.

El plazo promedio de pago a proveedores es de 90 días, a excepción de Salmofood, empresa que tiene un plazo de pago de 180 días. La deuda vigente con ésta empresa alcanza los US\$ 28 millones.

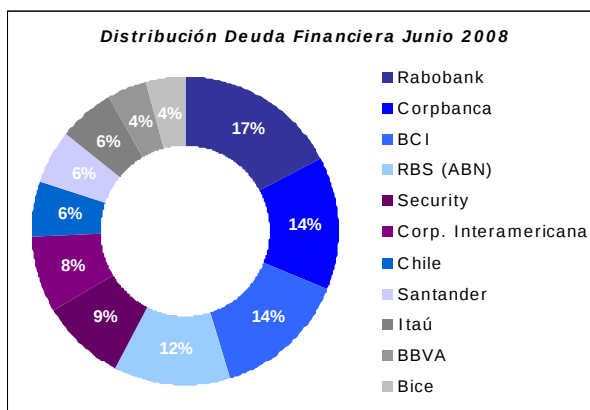
El 50% de los costos se encuentra en dólares y el restante en pesos.

Deuda y Situación con los Bancos

La empresa presentó un aumento del apalancamiento, y un *ebitda* negativo durante 2008 que llevó a un incumplimiento de los *covenants* asociados a la deuda contraída con los bancos. Producto de esta situación comenzó un proceso de renegociación de la deuda con los bancos, y contrató los servicios de BCI Asesorías Financieras y Rabobank como asesores de la reestructuración de pasivos.

Aunque la firma del acuerdo definitivo con los bancos acreedores se encuentra aún en proceso, el 3 de julio se informó a la SVS los principales acuerdos convenidos a la fecha. Entre ellos se establece:

- El monto de la reprogramación ascendería a US\$133 MM, dividido en tres tramos, con amortizaciones diferenciadas, plazo máximo de pago de 8 años, pago de intereses semestrales y periodo de 4 años gracia para el pago de capital.
- Se entregarían en garantía parte de la biomasa y otros bienes y, en caso de ser necesario, una segunda preferencia sobre las mismas cauciones. Adicionalmente, el accionista controlador entregaría en prenda las acciones que posee de la sociedad, las cuales a la fecha alcanzan el 67% de la propiedad.
- Compromiso de un aumento de capital por US\$15 MM con plazo máximo a junio 2012 (extendible por 6 meses).
- Dividendos por el mínimo obligatorio.



A junio de 2009, la sociedad presentaba deuda financiera por US\$ 127 millones. Los principales acreedores eran Rabobank, Corpbanca y BCI.

Adicionalmente, en los últimos estados financieros se informa la existencia de una deuda por US\$ 28 millones con la filial **Salmofood**.

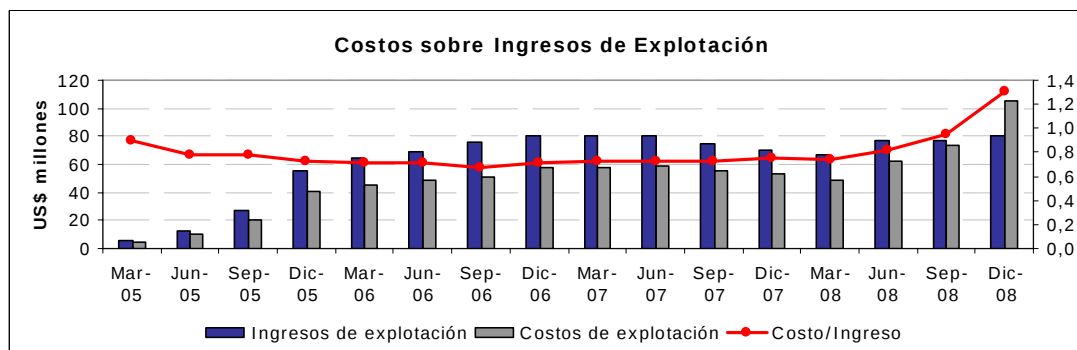
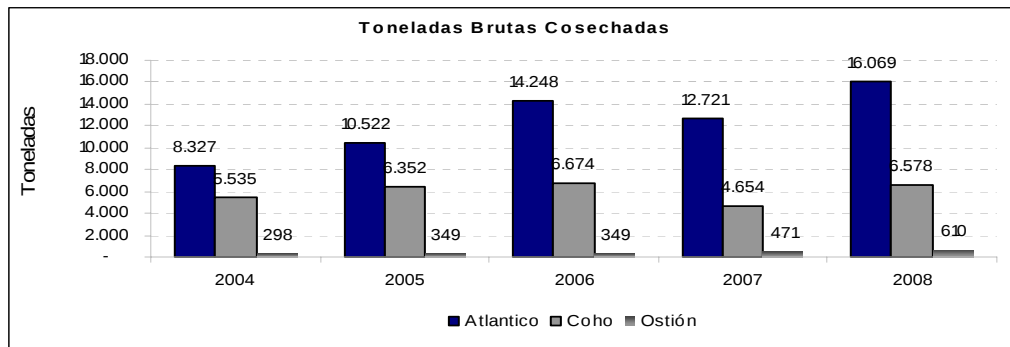
Análisis Financiero²

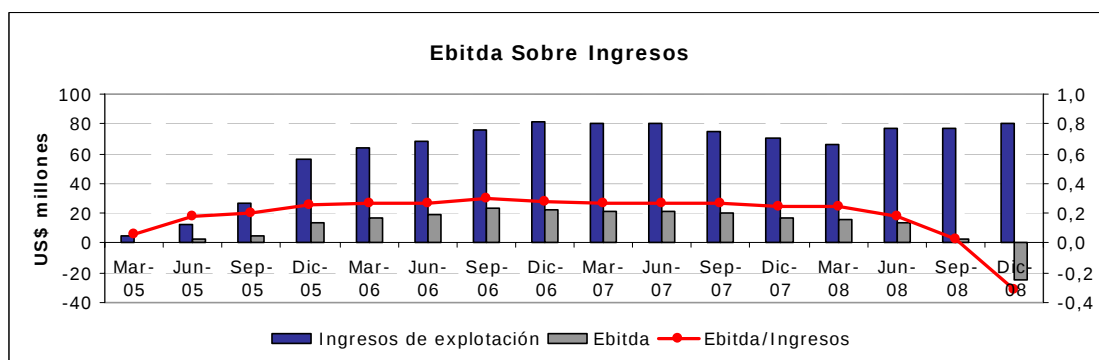
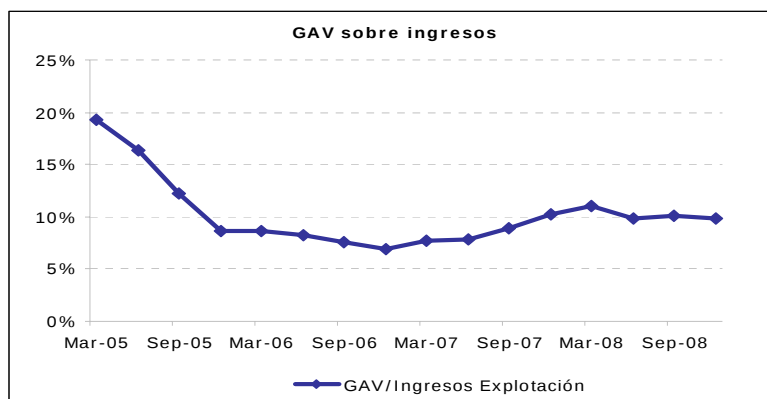
Evolución Resultados de Explotación

Durante el periodo comprendido entre los años 2004 y 2008, la compañía mostró una evolución positiva en términos de ingresos, presentando un aumento de 14 veces en relación al inicio del periodo. Durante el año 2008, los ingresos de la compañía aumentaron en un 15%, producto del

² Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: www.humphreys.cl

plan de crecimiento impulsado por la compañía desde el año 2005, lo que llevo a una expansión del número de toneladas cosechadas, en especial en lo que se refiere a salmón atlántico. Hasta marzo de 2008 el *Ebitda* de la compañía había presentado similar tendencia al de los ingresos, en términos de crecimiento; sin embargo, como consecuencia del virus ISA que afectó a la compañía desde el mes de junio, éste cerró el año con una cifra negativa de US\$ 21 millones a diciembre. Esta caída se explica, principalmente, por un aumento en los costos de explotación asociados al incremento en la mortalidad de peces y a las eliminaciones voluntarias como parte del plan de control sanitario. Es importante rescatar que a mayo de ese año, previo a la llegada de esta infección, la empresa contaba con peces para 35.000 toneladas cosechadas a 2009 y 40.000 a 2010, lo que significaría duplicar la producción con respecto a 2008 y 2007. En cuanto a los gastos de administración y venta, estos se mantuvieron estables durante el periodo analizado. A continuación se muestra la evolución del ingreso, costo, GAV y *ebitda* de la compañía para los últimos seis años.



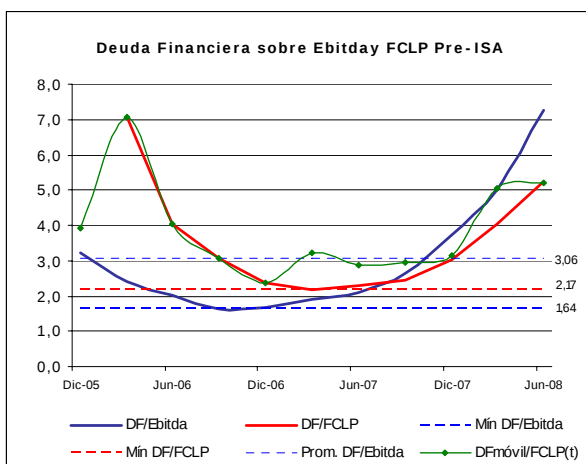
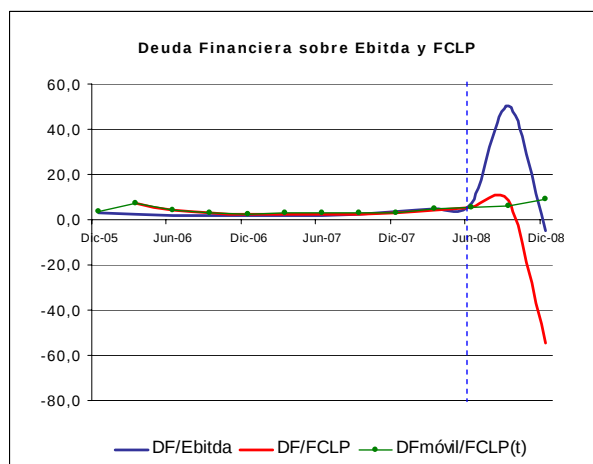
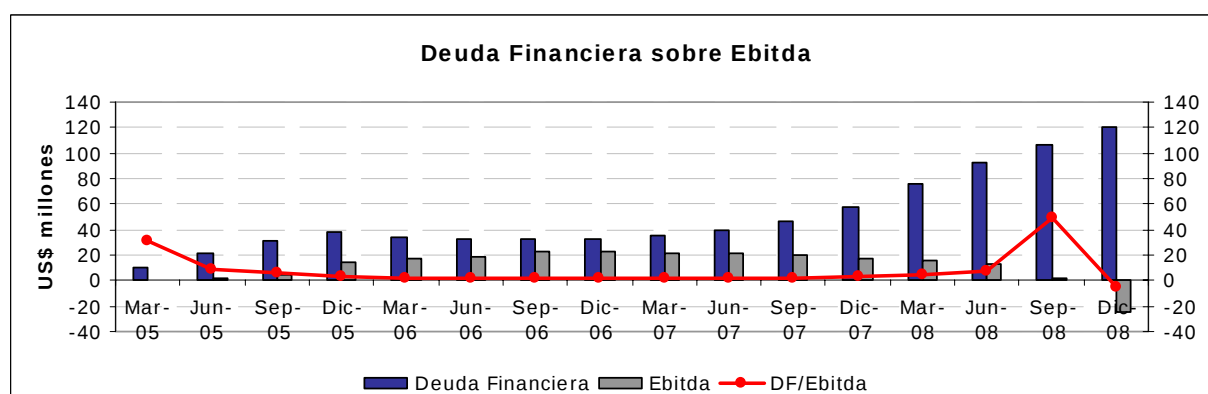
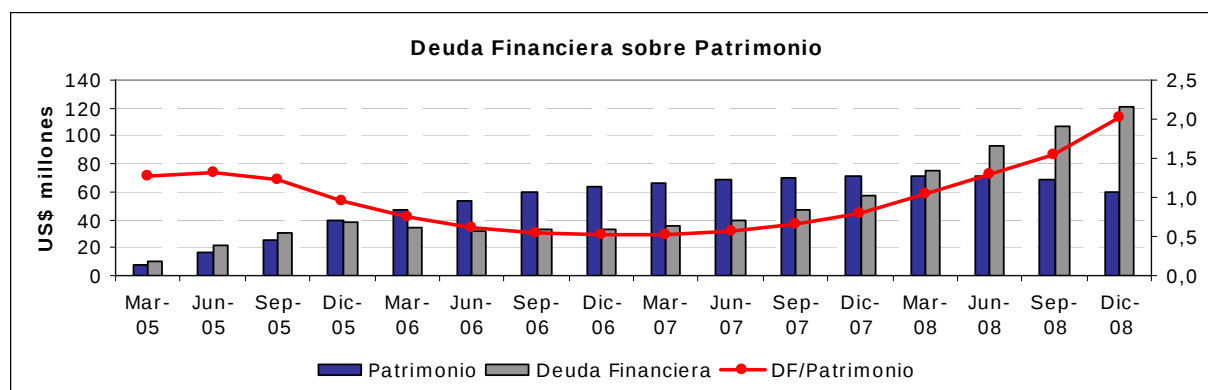


El resultado de la explotación de la compañía a diciembre de 2008 alcanzó una cifra negativa de US\$ 25,2 millones.

Endeudamiento

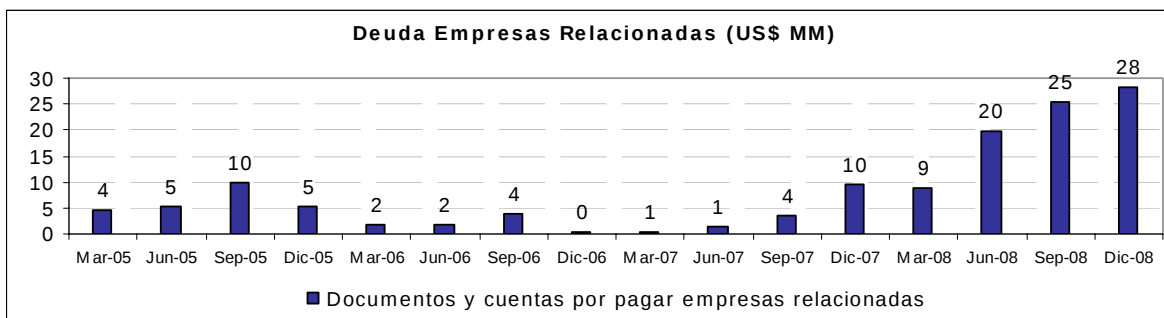
En términos de endeudamiento, la compañía ha presentado una evolución desfavorable durante los últimos años, con un mayor énfasis en el 2008, donde la deuda financiera de la compañía sobre patrimonio alcanza una relación de 2 veces (el 2007 fue 0,81 veces). Este mayor endeudamiento se debe tanto un crecimiento de la deuda durante el ejercicio 2008 (aumento de 57,4 a 120,7 millones de dólares) como al debilitamiento que sufrió el patrimonio en el mismo periodo producto de las pérdidas del ejercicio (descendió de 71,1 a 59,7 millones de dólares). Asimismo, al comparar la deuda financiera de la compañía con su capacidad de generación de caja, se observa un deterioro ligado principalmente al menor *Ebitda* registrado el año 2008. A continuación se muestra la evolución de la relación deuda financiera sobre patrimonio, y deuda financiera sobre *ebitda* y del indicador de endeudamiento de **Humphreys**, el cual calcula el flujo de caja de la compañía en base

a la rentabilidad de largo plazo³ de los activos operativos de la misma (en el gráfico corresponde al FCLP).



³ En el caso de Invermar, se dispone de las FECUS de 2005 a la fecha. Debido a esto se adaptó el indicador de **Humphreys** considerando la rentabilidad promedio a dos años. Alternativamente, se consideraron años para el último periodo.

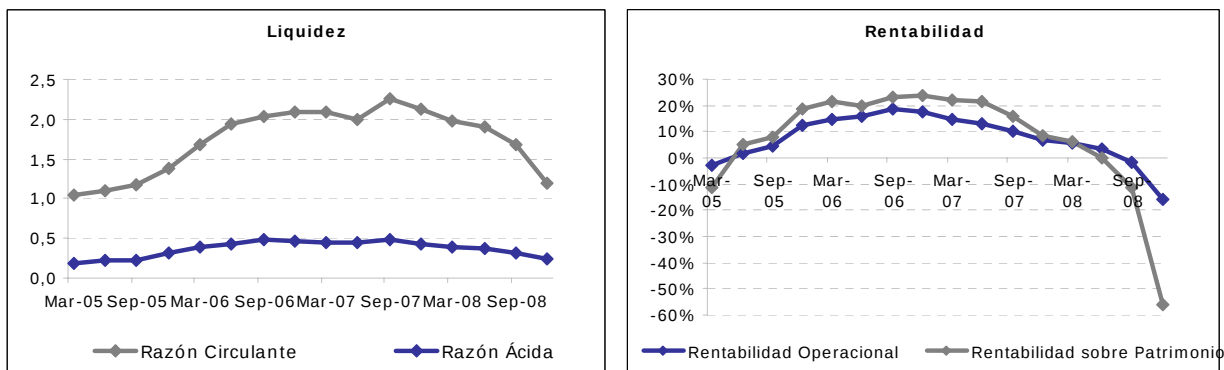
Adicionalmente, se deja constancia de la existencia de una deuda vigente con Salmofood por US\$ 28 millones (según la información de los estados financieros de junio de 2009) y se presenta la evolución de la deuda con empresas relacionadas.



Liquidez y Rentabilidad

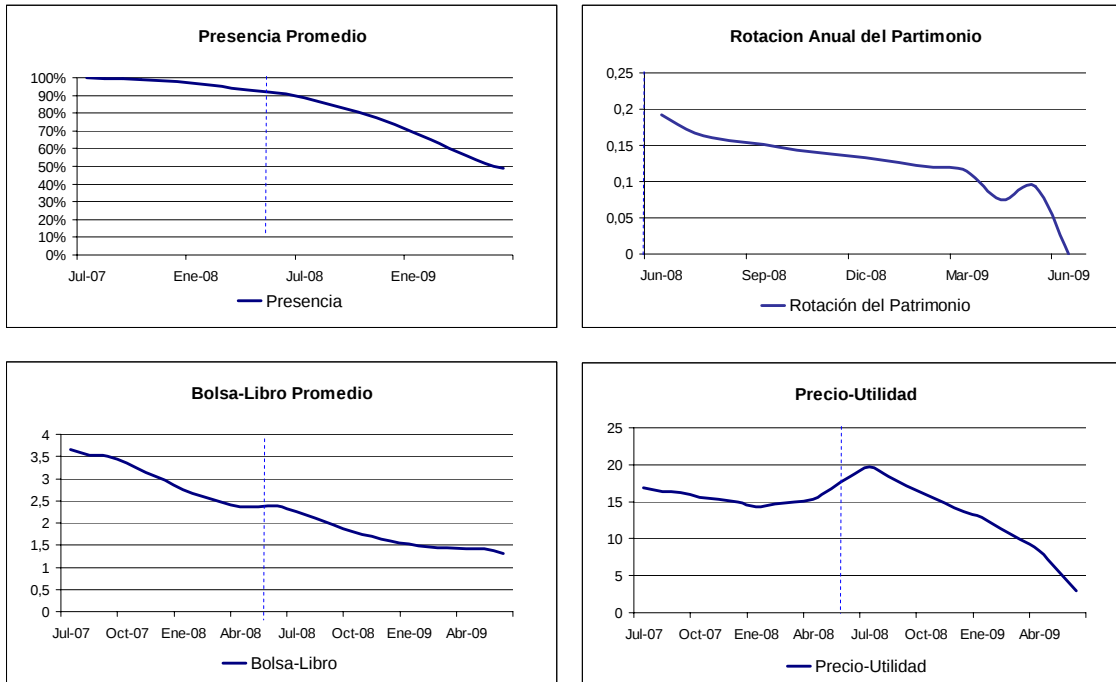
La compañía ha mostrado bajos indicadores de liquidez en todo el periodo incluido en la evaluación (considerando que la biomasa en inventario presenta reducida liquidez). Sin embargo el año 2008, la situación es puntualmente compleja, debido a la disminución de su capacidad de generar flujos,. Adicionalmente, debido al incumplimiento de los *covenants* sobre la deuda vigente y la compañía debió reclasificar – contablemente- la totalidad de su deuda financiera de largo plazo en la categoría de corto plazo.

En cuanto a la rentabilidad, la compañía se vio fuertemente perjudicada el año 2008 por las situaciones puntualizadas dentro del informe. En la práctica el desempeño de la empresa generó una pérdida del 16% de su patrimonio, y ubicó la rentabilidad operacional en -15,7%. A continuación se grafican las tendencias de liquidez y rentabilidad sobre activos y patrimonio.



Acciones

A continuación se presentan el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además se presenta evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. La línea punteada coincide con la llegada del ISA a la compañía.



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

Anexo: Indicadores⁴

1.- LIQUIDEZ	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-08	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Liquidez (veces)	-0,95	-1,10	-1,14	-1,26	-1,29	-1,30	-1,36	-1,31	-1,27	-1,24	-1,22	-1,16	-1,19	-1,11	-0,97	-0,71
Razón Circulante (Veces)	1,04	1,10	1,17	1,37	1,68	1,94	2,03	2,09	2,08	1,99	2,26	2,12	1,98	1,90	1,69	1,20
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,04	1,09	1,16	1,36	1,66	1,93	2,02	2,07	2,07	1,97	2,25	2,11	1,97	1,89	1,68	1,19
Razón Ácida (veces)	0,19	0,22	0,23	0,32	0,39	0,43	0,48	0,46	0,45	0,44	0,49	0,42	0,39	0,37	0,31	0,24
Rotación de Inventarios (veces)	-0,65	-0,63	-0,80	-1,15	-1,21	-1,22	-1,19	-1,27	-1,22	-1,17	-1,02	-0,88	-0,69	-0,75	-0,79	-1,12
Promedio Días de Inventarios (días)	-557,67	-577,29	-454,47	-318,38	-301,21	-298,70	-305,48	-287,92	-298,92	-312,25	-357,84	-415,16	-530,16	-485,08	-460,43	-326,40
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,56	6,30	8,02	8,18	8,30	8,62	8,13	9,77	10,26	9,87	9,39	10,09	9,55	9,08	10,21	8,09
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	38,19	57,95	45,49	44,60	43,99	42,33	44,89	37,38	35,56	36,97	38,86	36,18	38,22	40,21	35,76	45,11
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	-12,07	-12,22	-11,27	-15,26	-14,64	-15,03	-15,81	-14,61	-14,83	-10,49	-8,17	-5,43	-4,00	-4,78	-5,49	-8,45
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	-30,24	-29,87	-32,39	-23,91	-24,94	-24,29	-23,09	-24,98	-24,61	-34,79	-44,68	-67,26	-91,18	-76,39	-66,54	-43,19
Diferencia de Días (días)	-68,43	-87,82	-77,87	-68,52	-68,93	-66,62	-67,98	-62,35	-60,18	-71,76	-83,53	-103,44	-129,39	-116,60	-102,30	-88,30
Ciclo Económico (días)	-489,23	-489,46	-376,60	-249,86	-232,28	-232,09	-237,50	-225,56	-238,74	-240,50	-274,31	-311,71	-400,76	-368,48	-358,13	-238,10
2.- ENDEUDAMIENTO																
Endeudamiento (veces)	0,61	0,63	0,63	0,58	0,53	0,49	0,46	0,46	0,47	0,49	0,52	0,56	0,61	0,65	0,68	0,73
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,57	1,68	1,67	1,36	1,12	0,96	0,87	0,86	0,88	0,96	1,06	1,26	1,54	1,84	2,15	2,76
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	3,97	3,07	2,40	1,98	1,47	1,25	1,33	1,20	1,15	1,18	0,82	0,81	0,82	0,81	0,94	1,72
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	31,46	9,11	5,92	2,71	2,03	1,73	1,42	1,44	1,66	1,85	2,36	3,40	4,66	6,90	48,65	-4,82
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,03	0,11	0,17	0,37	0,49	0,58	0,70	0,69	0,60	0,54	0,42	0,29	0,21	0,15	0,02	-0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	78,4%	76,2%	71,1%	68,7%	64,5%	62,5%	62,1%	59,8%	59,1%	58,7%	61,7%	63,2%	66,9%	69,2%	70,6%	72,0%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	8,8%	8,8%	11,4%	11,4%	10,6%	9,2%	6,1%	3,6%	2,8%	2,3%	1,9%	4,1%	5,2%	7,8%	10,6%	12,3%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,09	-0,08	-0,83	-3,44	-4,35	-4,82	-6,09	-6,02	-5,09	-4,64	-2,90	-1,51	-0,95	-0,05	1,36	5,11
3.- RENTABILIDAD																
Margen Bruto (%)	10,1%	22,0%	22,3%	27,1%	28,9%	29,3%	32,3%	29,3%	27,6%	26,8%	26,8%	24,2%	25,8%	18,7%	5,1%	-30,7%
Margen Neto (%)	-16,8%	6,3%	7,9%	13,6%	15,8%	15,4%	18,8%	19,0%	18,5%	18,5%	14,9%	8,7%	7,0%	-0,1%	-10,2%	-42,0%
Rotación del Activo (%) *	25,7%	28,8%	38,2%	57,8%	63,2%	65,1%	66,4%	67,9%	63,3%	59,1%	50,9%	42,9%	35,7%	37,0%	35,0%	35,3%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-4,3%	1,8%	3,0%	7,8%	10,0%	10,0%	12,5%	12,9%	11,7%	10,9%	7,6%	3,7%	2,5%	0,0%	-3,6%	-14,8%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-4,3%	1,8%	3,0%	7,8%	10,0%	10,0%	12,5%	12,9%	11,7%	10,9%	7,6%	3,7%	2,5%	0,0%	-3,6%	-14,8%
Inversión de Capital (%)	0,87	0,90	0,90	0,78	0,71	0,66	0,63	0,64	0,66	0,69	0,73	0,81	0,90	1,01	1,12	1,33
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	11,72	6,17	5,03	4,05	2,97	2,54	2,43	2,47	2,33	2,26	1,74	1,54	1,33	1,41	1,54	3,80
Rentabilidad Operacional (%)	-2,8%	1,9%	4,5%	12,4%	14,8%	15,8%	18,7%	17,4%	14,5%	12,8%	10,3%	6,7%	5,9%	3,6%	-1,9%	-15,7%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-11,1%	4,9%	8,1%	18,5%	21,3%	19,6%	23,3%	24,0%	22,1%	21,4%	15,6%	8,4%	6,3%	-0,1%	-11,2%	-55,8%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	-105,0%	-90,7%	-87,5%	-79,6%	-77,4%	-76,7%	-73,6%	-76,6%	-78,9%	-80,5%	-81,9%	-86,0%	-84,0%	-90,1%	-102,7%	-140,1%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	-89,9%	-78,0%	-77,7%	-72,9%	-71,1%	-70,7%	-67,7%	-70,7%	-72,4%	-73,2%	-73,2%	-75,8%	-74,2%	-81,3%	-94,9%	-130,7%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	-19,3%	-16,4%	-12,3%	-8,7%	-8,6%	-8,2%	-7,6%	-6,9%	-7,7%	-7,8%	-8,9%	-10,3%	-11,0%	-9,8%	-10,1%	-9,8%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-6,1%	4,3%	10,2%	25,2%	27,2%	26,8%	30,6%	28,2%	23,8%	21,9%	18,7%	13,5%	13,4%	9,3%	-5,5%	-53,8%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	5,9%	18,2%	19,7%	25,2%	26,6%	27,1%	30,5%	28,2%	26,5%	26,2%	26,5%	24,1%	24,5%	17,6%	2,8%	-31,1%
4.- OTROS INDICADORES																
Clas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	2,9%	2,6%	2,7%	2,9%	3,1%	3,4%	3,5%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	1,9%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	13,0%	12,2%	12,3%	12,4%	12,3%	12,4%	12,1%	12,2%	12,2%	12,0%	11,7%	10,9%	10,0%	9,2%	8,6%	8,4%
Capital sobre Patrimonio (%)	89,5%	86,7%	87,3%	85,4%	83,3%	82,4%	79,3%	75,3%	71,6%	68,9%	67,3%	66,8%	66,1%	66,3%	68,6%	79,5%

⁴ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: www.humphreys.cl