



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Reseña anual

Analista

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A.

Septiembre 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	<i>B-</i>
Tendencia	<i>En Observación</i>
Acciones	<i>Segunda Clase</i>
EEFF base	30 Junio de 2010

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

Balance General Individual

(US\$ millones)	Jun-10	Dic-09
Propiedades, plantas y equipos	70,592	74,497
Activos intangibles	13,879	13,910
Activos biológicos	45,976	19,972
Total de Activos	200,945	182,165
Pasivos que devengan intereses	160,686	157,438
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	11,057	5,388
Patrimonio Neto Total	-2,078	-8,864
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	200,945	182,165

Estado de Resultados Individual

(US\$ millones)	Jun-10	Jun-09
Ingresos ordinarios	19,014	35,847
Costo por ventas	5,154	55,279
Gastos de administración	3,112	3,296
Costos financieros	3,419	3,549
Ganancia (perdida)	7,001	20,566

Opinión



Fundamento de la Clasificación

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. (Invermar) es una empresa del sector acuícola, 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 trucha y 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 cuatro 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 se tradujo en una fuerte reducción de la biomasa de la compañía. Durante 2009 la empresa logró una venta de US\$ 59,3 millones, con un EBITDA negativo de US\$ 40 millones y un perdida final de US\$ 42,2 millones.

La clasificación de la solvencia de la sociedad en “*Categoría B-*” 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, ocasionado principalmente por el virus ISA.

En la misma línea, los cambios que se produzcan al interior del sector y de la empresa a fin de evitar brotes de nuevas infecciones, determinarán la rentabilidad de largo plazo del negocio, el que, a juicio de **Humphreys**, probablemente disminuirá en relación con lo exhibido en el pasado.

Complementariamente, la clasificación 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 volátiles que el precio del salmón) y los riesgos propios de la naturaleza que afectan a la actividad.

Sin perjuicio de lo anterior, igualmente reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, tiene y a demostrado 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.

Adicionalmente, la categoría de riesgo de la compañía considera la disminución de la incertidumbre respecto del marco legal que regirá a los productores salmoneros ante la entrada en vigencia de la nueva ley de pesca, aun cuando persista cierta incertidumbre respecto a la efectividad del nuevo marco jurídico para el adecuado control de los riesgos fitosanitarios y sobre la velocidad con la que se implementarán los cambios establecidos en ella.

Asimismo, la evaluación incorpora como elemento positivo la estrategia de negocio adoptada por **Invermar**, ya 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. En 2010 lo anterior ha redundado en una posición de caja mejorada. Sin perjuicio de ello, en opinión de la clasificadora esta situación aún no puede ser vista como un hecho consolidado.

También se destaca que la reestructuración de la deuda, efectuada durante 2010, implica un perfil de pago que reconoce la actual estrechez de generación de caja de la empresa derivada de la disminución de su biomasa a consecuencia del impacto del virus ISA en la producción de salmones. El acuerdo con los acreedores, junto con estructurar un nuevo perfil de pago para los pasivos, implica la conversión de deuda con Salmofood en préstamos bancarios y el compromiso de los accionistas de eventualmente aumentar el capital de la sociedad.

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, ya que la clasificadora continúa evaluando aspectos como la implementación del nuevo marco legal para la industria, la evolución de la producción de la compañía en el presente año y las proyecciones para los siguientes. Si bien se han mostrado mejoras, aún se espera la consolidación de éstas en la compañía.

A futuro, la clasificación de solvencia de la empresa podría verse favorecida si se observan fortalecimientos relevantes y sustentables de sus flujos reales y proyectados, condicionado a que los términos de la deuda sean consistentes con su situación y capacidad de pago. De la misma forma, la clasificación queda sujeta a la evolución de las condiciones de la industria, incluyendo la implementación de cambios en la normativa vigente.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa no proceda en incumplimientos 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. El siguiente análisis busca reflejar lo informado bajo esta norma para el ejercicio 2009.

Durante el primer semestre del año 2010 la compañía alcanzó ingresos por US\$ 19 millones, lo que representa una disminución nominal de un 46,9% con respecto a igual semestre del año anterior. La caída se explicaría por una menor cosecha, la que se concentrará el último trimestre del año. Respecto a los precios, cabe señalar que durante este periodo el valor del salmón salar aumentó en 21% en comparación con el mismo periodo del año anterior. Respecto al salmón coho su aumento fue de 65%.

El costo de ventas de la compañía ascendió a US\$ 5,1 millones, lo que significó una disminución nominal de 90,7% en relación a igual periodo de 2009, producto de las menores cosechas en término de volumen.

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.

Los gastos de administración alcanzaron a US\$ 3,1 millones, registrándose una disminución de 5,6% con respecto del año anterior. En términos relativos, ascendieron al 16,6% de los ingresos de explotación (9,2% en 2009).

Con todo, la ganancia del periodo correspondió a US\$ 7 millones, superior a la merma de US\$ 20,5 millones del año anterior.

El patrimonio de la compañía pasó de US\$ 35,9 millones a junio de 2009 a US\$ -2 millones. Lo anterior se debe a una reclasificación de las concesiones acuícolas desde el rubro "Propiedades, Planta y Equipo, Neto" al rubro de activos intangibles, lo que ha significado valorizar dichos activos a costo histórico. Esta reclasificación hizo caer el valor asignado a la concesión lo cual fue absorbido por el patrimonio de la compañía.

Además, cabe mencionar que ante la crisis sanitaria que afectó al sector salmones (virus ISA), la compañía ha desarrollado un nuevo *mix* de productos incorporando segmentos donde hasta ahora no participaba, entre los cuales se destaca la comercialización de porciones de truchas.

En diciembre de 2009 finalizó el proceso de acuerdo con la banca para la reestructuración de su deuda financiera, dejando a la compañía en una situación de amortización de pasivos más acorde con sus capacidades de generación de flujos. En el anexo 1 se detalla tal acuerdo.

En agosto de 2010 se realizó un aumento de capital, con la venta de 56 millones de acciones a un precio de \$ 330 (37 MM de USD).

Definición de Categorías de Riesgo

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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 capacidad de innovación. Actualmente 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, pre-cocidas 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 sus resultados (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 y las porciones de salmón trucha, 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 cliente. 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 se están cerrando entre tres y seis meses plazo², 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 compite. 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 30 concesiones de la empresa se encuentran distribuidas en trece 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.

² Según la última información entregada por la compañía.

Factores de Riesgo

Alto endeudamiento: Según la última información disponible, la deuda bancaria de **Invermar** asciende a US\$ 160 millones, existiendo además una deuda con el proveedor Salmofood (empresa relacionada) por US\$ 11 millones, lo que se considera alto respecto al EBITDA actual de la compañía.

Volatilidad del precio de salmonidos: Si bien la demanda mundial de salmonidos ha crecido 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**, por sus características, presentan menor volatilidad de precios que el salmón con bajo nivel de elaboración.

Concentración de clientes: Según la última información, el 50% de las ventas de salmonidos de la compañía se concentró en seis clientes, y considerando 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.

Exposición a riesgos de la naturaleza: La industria salmonera, al igual que algunas agroindustrias, 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 éste, 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 2010 presentaba pasivos en dólares por un monto equivalente al 85% del activo, mientras que sólo 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, 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, que 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.

Antecedentes Generales



Historia

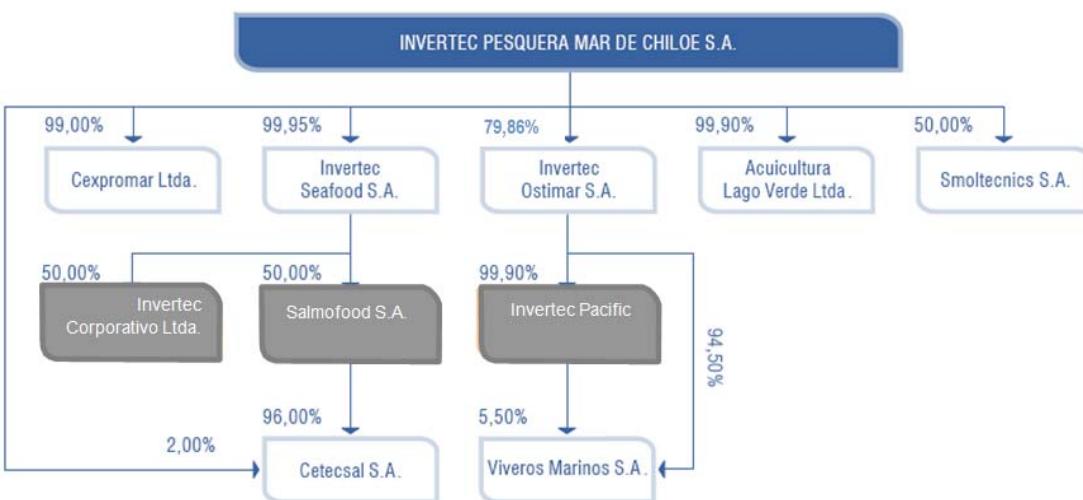
Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. nació en 1988 al alero de la sociedad Inversiones y Tecnología, la que desde 1987, a través de la incorporación de tecnología, se ha orientado al desarrollo de productos alimentarios con mayor valor agregado. El objeto específico de esta sociedad es desarrollar, producir 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 que ha sido implementada por etapas. En 1993 la compañía ingresó 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 participó 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 Smoltechnics 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.

La estructura de la sociedad, sus filiales y coligadas es la siguiente:



Dentro de los hitos de la sociedad se encuentra su apertura a la bolsa en 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 del mismo, 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 que permitió 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., que mantiene a la fecha el 54,1% de las acciones de la sociedad (post aumento de capital). El resto de la propiedad se encuentra bastante diseminada.

A continuación se describen los diez principales accionistas a junio³ de 2010:

³ En agosto de 2010, con el aumento de capital, cambió la estructura accionaria

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	6,47%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	10.748.415	5,76%
Administradora Alekine S.A./ Fip Alekine	9.441.673	4,02%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	7.377.884	3,21%
Corp Capital Corredores de Bolsa S.A.	7.231.304	1,64%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	4.267.660	1,06%
Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores	2.747.353	1,03%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	2.359.067	0,90%
Santander Corredores de Bolsa S.A.	1.758.431	0,87%

En cuanto al directorio, a la fecha de la clasificación 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
Hemyr Alex Obilinovic Arrate	Director
Juan Pablo Montalva Rodríguez	Director
Gonzalo Andrés Jordan Fresno	Director
Jorge Quiroz Castro	Director

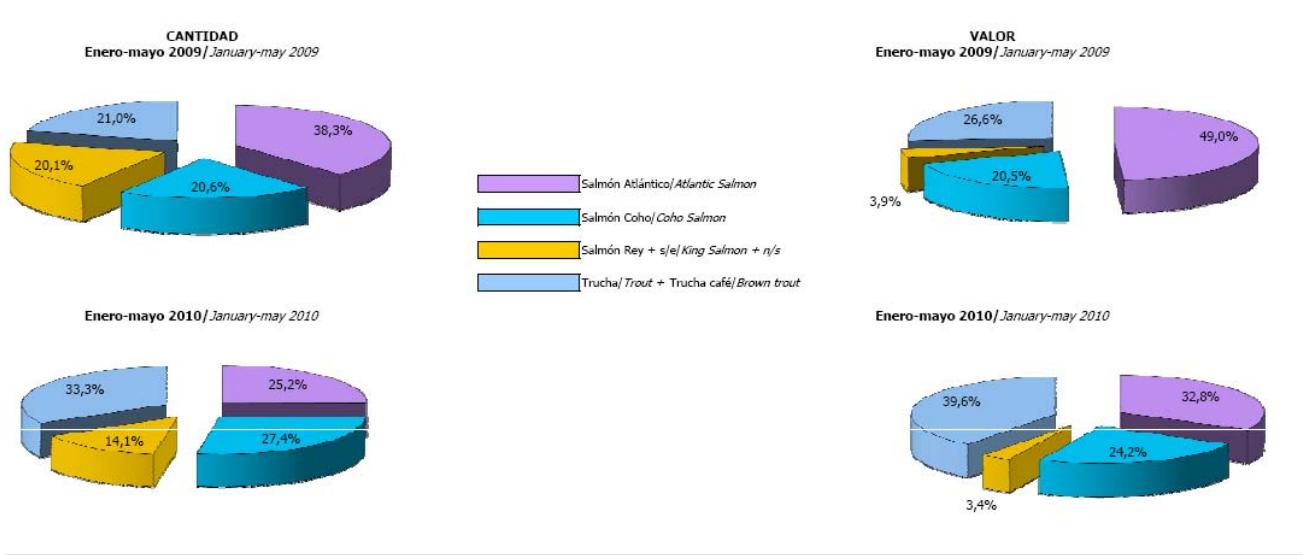
Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Andrés Parodi	Gerente General
Carlos Vasquez	Gerente de Adm. y Finanzas
Felipe Marambio	Gerente Comercial
Patricio Urbina	Gerente de Producción
Felipe Gonzalez	Gerente de Planta

Antecedentes de la industria

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

Las principales especies de salmonidos que se comercializan son la trucha, el salmón coho y el salmón atlántico, según información al 2010. A continuación se presenta a la evolución de la producción mundial de salmonidos distinguiendo por origen silvestre y de cultivo, y la evolución de la producción de salmón atlántico distinguiendo entre Chile y Noruega:



Fuente: DirectorioAqua.com

Las exportaciones chilenas de salmón alcanzaron los US\$ 878 millones a mayo de 2010, un 15,6% menos que al mismo periodo del año anterior. En términos de volumen, los embarques sumaron 156 mil toneladas netas de producto, representando una disminución del 34,6%. Respecto a los mercados de destino, Japón fue el principal con un 45,4% de las ventas seguido de EE.UU. con un 15,2%, y en tercer lugar se ubica Brasil con un 12,7%.

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, aparecido a mediados de 2007 en la zona centro de Chiloé, y que se propagó paulatinamente al resto de las concesiones. Entre sus consecuencias se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector. Todo ello tuvo 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.

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.

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*. A los clientes de este último segmento, el de mayor importancia en las ventas, se les ofrecen "porciones" listas para servir (congeladas, precocidas o marinadas) que se comercializan, en la mayoría de los casos, a través de marcas propias de supermercados. Existe 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 que 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.

El salmón coho 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 que es característica 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

Respecto a la distribución de los ingresos del negocio principal, venta de salmones, se observa una alta concentración por cliente, con seis clientes que representan el 50% de la facturación.

Además, destaca la importancia de los clientes de *retail* dentro de la cartera. De todos modos, por el 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:



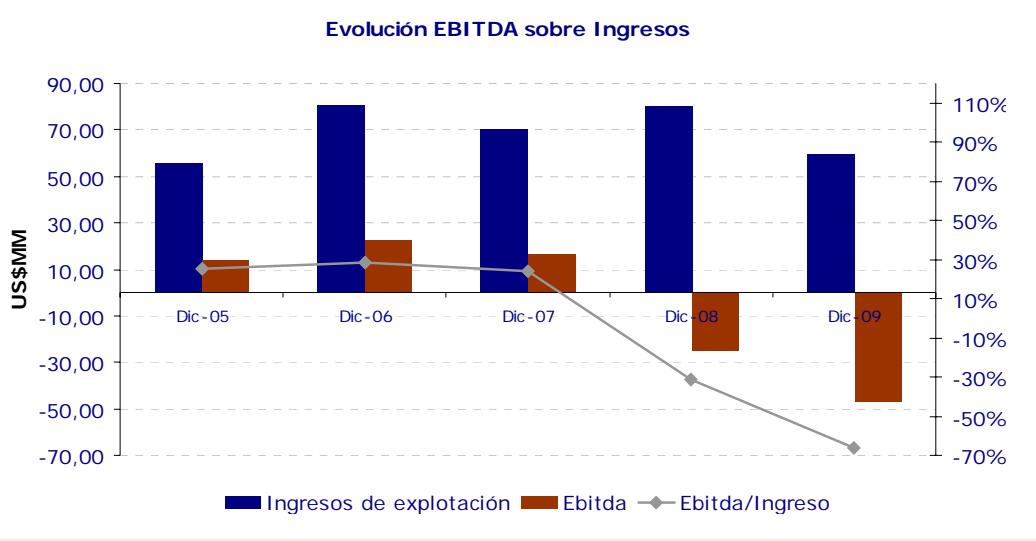
Entre 2005 y 2008 la empresa destinó del orden de los US\$ 77 millones a inversiones en agua dulce, engorda de salmones y planta de proceso. El proyecto se orientaba a tener una compañía de 40.000 toneladas en 2010 de las cuales 35 mil corresponderían a salar y 5 mil a coho. Parte importante de la capacidad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

Análisis Financiero⁴

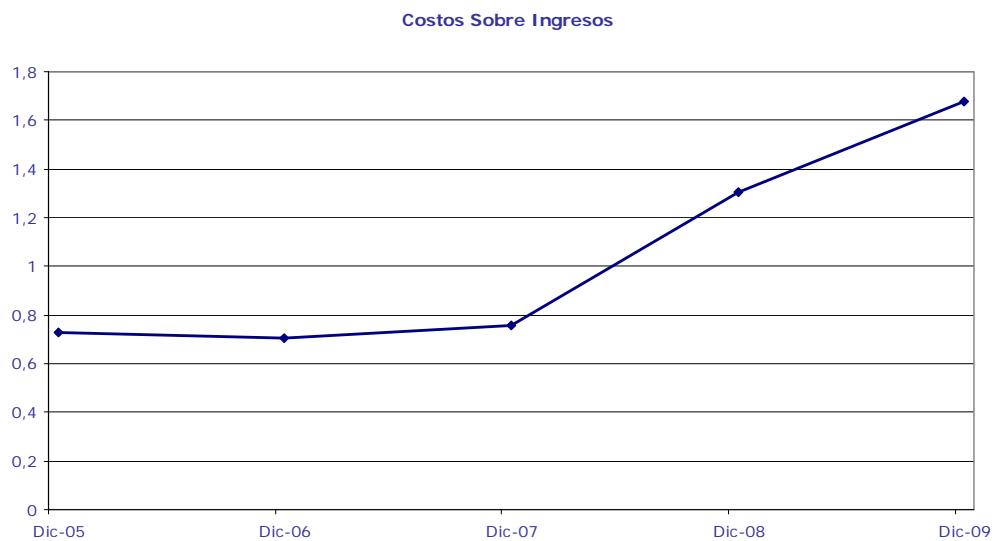
Evolución resultados de explotación

Durante el periodo comprendido entre 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 2008 los ingresos de la compañía aumentaron un 15%, producto del plan de crecimiento impulsado por la compañía desde 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, cerró el año con una cifra negativa de US\$ 21 millones. 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. Durante 2009, la compañía mostró una baja en los ingresos (presentando una disminución de un 26% respecto del año anterior), generada principalmente por las menores cosechan en toneladas comparadas con el año anterior (7.756 a diciembre de 2009, en contraposición de las 16.069 toneladas en 2008 de salmón salar, el salmón coho cayó de 6.578 a 4.874 toneladas). En relación a los costos, en 2009 presentó una caída de 4% explicada principalmente de los efectos del virus ISA en los salares de la empresa y al *boom* de algas del primer trimestre del año.



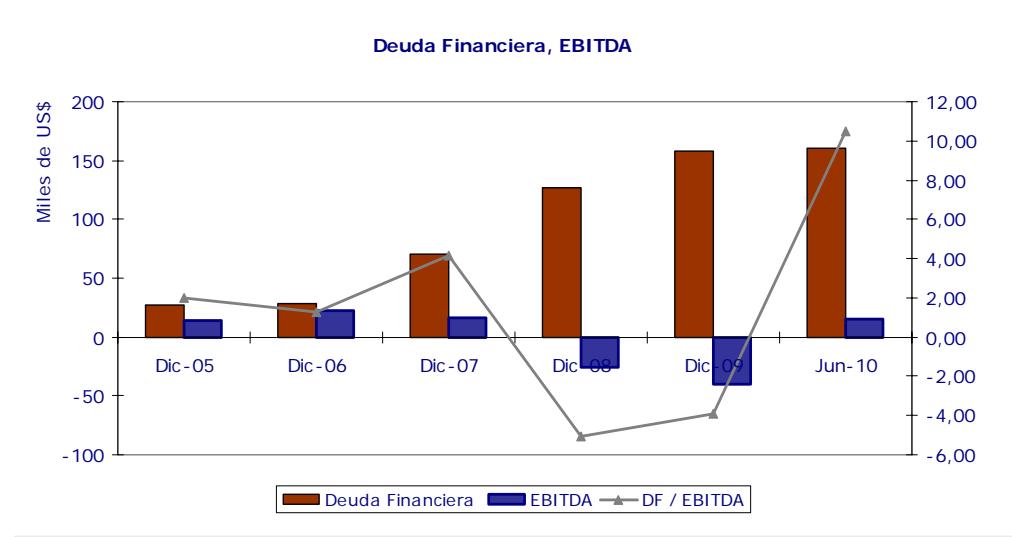
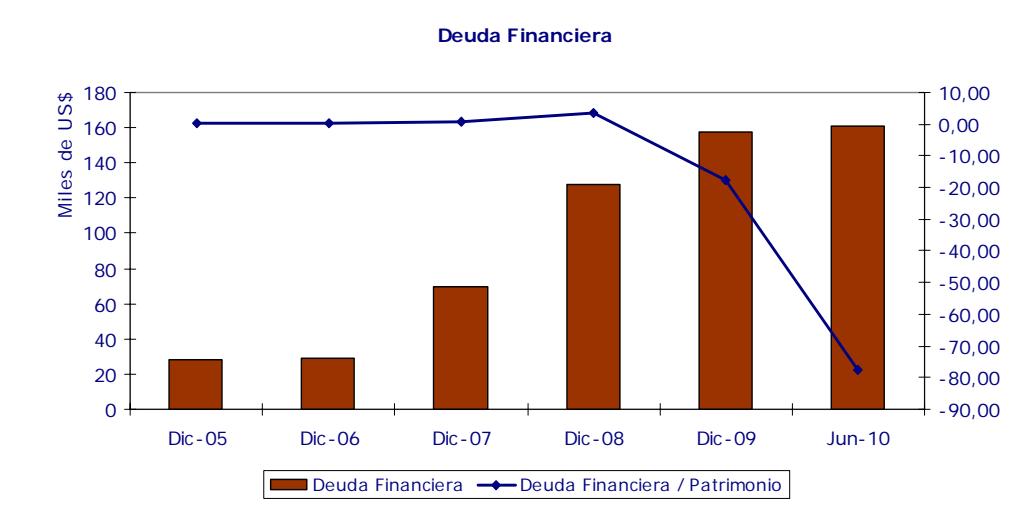
⁴ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: www.humphreys.cl



Endeudamiento

En términos de endeudamiento, la compañía ha presentado una evolución desfavorable durante los últimos años, con un mayor énfasis en el 2009. La deuda financiera de la compañía sobre patrimonio alcanzó una relación de 21,55 por la reclasificación efectuada por exigencia de la SVS, (antes de reclasificación el indicador alcanzaba las 7,27 veces -el 2008 fue 3,64 veces-). Este mayor endeudamiento se debe tanto un crecimiento de la deuda como al debilitamiento que sufrió el patrimonio en el mismo periodo producto de las pérdidas del ejercicio (baja de US\$ 73,116 millones en 2007 a US\$ 21,660 a diciembre de 2009). Asimismo, al comparar la deuda financiera de la compañía con su capacidad de generación de caja, se observa un deterioro ligado principalmente a la menor generación de EBITDA en los años 2008 y 2009, producto de mayores costos en relación al ingreso, producto del virus ISA y de menores ventas. Cabe señalar que la estructura de deuda actual se adecua a la generación de flujos esperada por la compañía y al acuerdo alcanzado con los bancos, productos de la crisis sanitaria que se vivió en la industria.



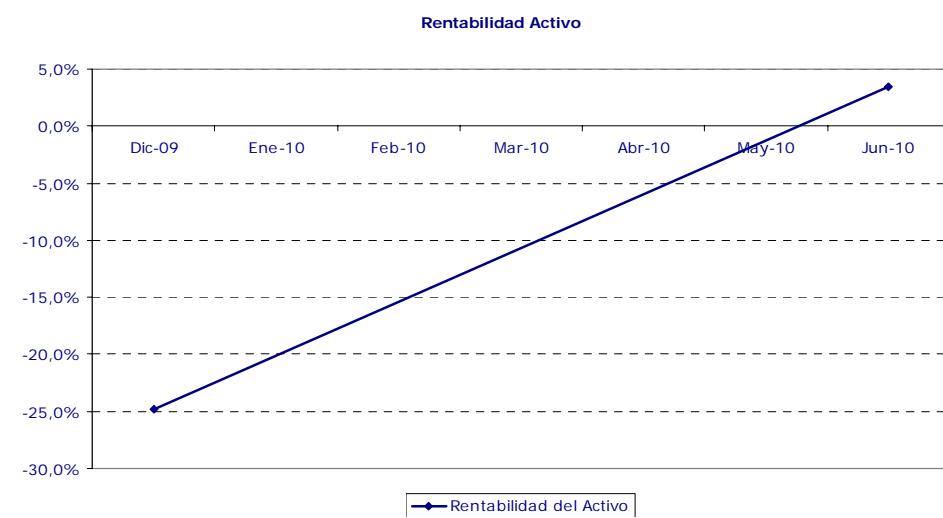
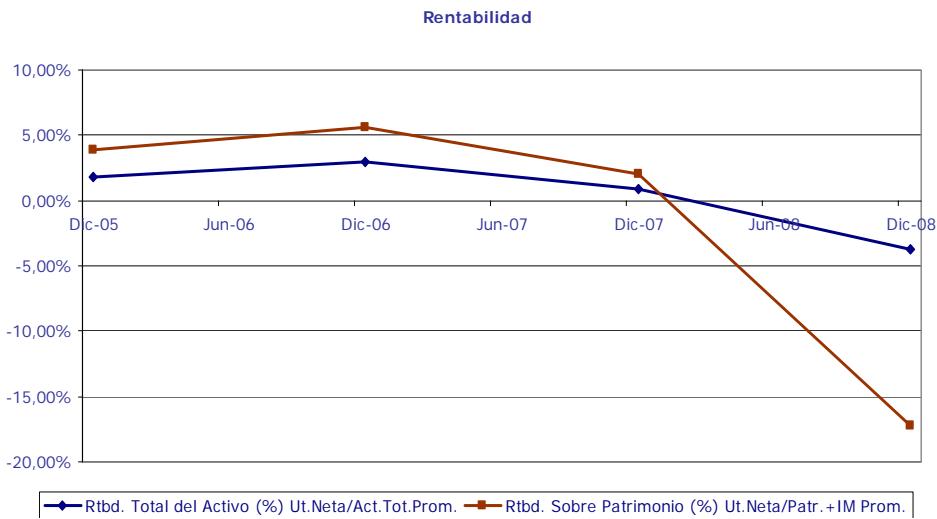


Adicionalmente, se deja constancia de la existencia de una deuda vigente con Salmofood por US\$ 11 millones (según la información de los estados financieros de junio de 2010), esta deuda se relaciona directamente con la operación de la sociedad.

Rentabilidad

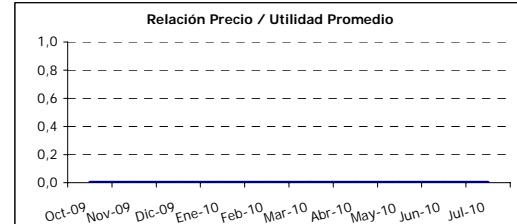
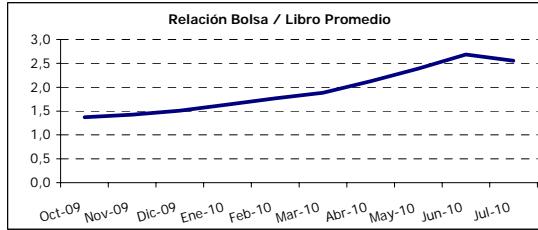
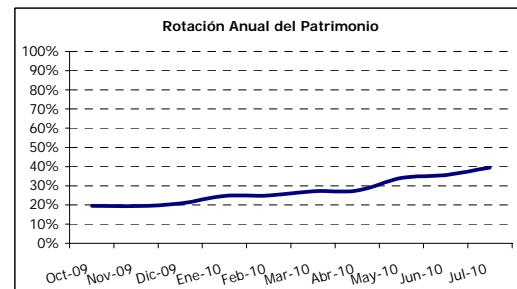
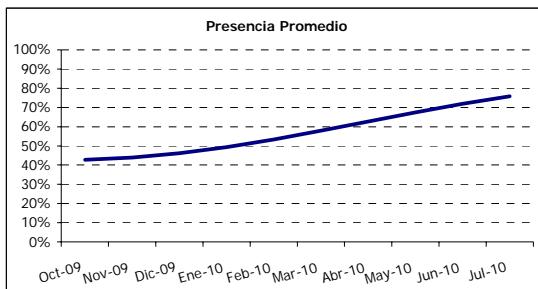
En cuanto a la rentabilidad, la compañía se vio fuertemente perjudicada el año 2008 por las situaciones ya puntualizadas en el informe. En 2009 la compañía presentó una magra rentabilidad producto de las pérdidas de

US\$ 45 millones, contabilizadas ese periodo, lo que se revirtió en el presente ejercicio. Los siguientes gráficos ilustran lo descrito:



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 la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro:



"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 1

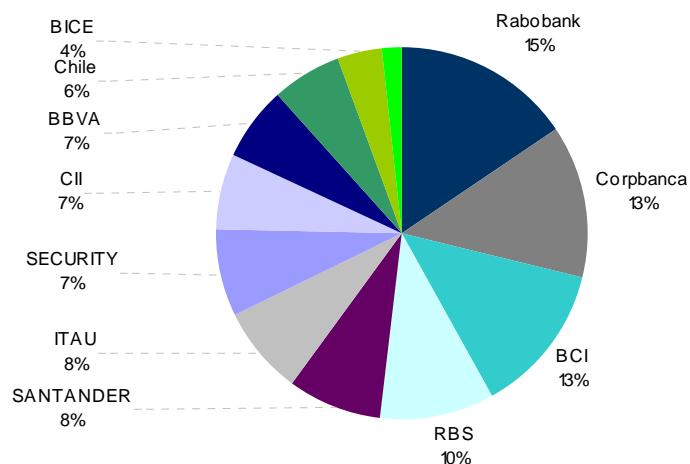
A continuación se presenta el resumen de los principales elementos de la renegociación con la banca, en términos de monto, garantías, plazos y exigencias.

- Reprogramación por US\$ 151 millones, que incluye US\$ 28,3 millones que fueron destinados a pagar la deuda existente con la filial Salmofood. Su plazo máximo de pago se extiende por ocho años a contar de la fecha del acuerdo con 3,5 años de gracia para el pago capital. Los intereses serán pagados semestralmente (sin periodo de gracia). Con porcentaje creciente de pago de deuda.
- Garantías:
 - Proporción de la biomasa y otros bienes.
 - Opción de segunda preferencia por bienes ya prendados.
 - Acciones del controlador en prenda (67,07%).
- La sociedad se compromete a realizar un aumento de capital por US\$ 15 MM dentro un plazo que se extiende hasta junio 2012 (renovable).
- La sociedad se compromete a realizar dividendos por el mínimo obligatorio.
- El acuerdo deja constancia de la existencia *covenants* productivos (sobre índices mortalidad y densidad máxima, entre otros) y financieros, según se detalla a continuación:

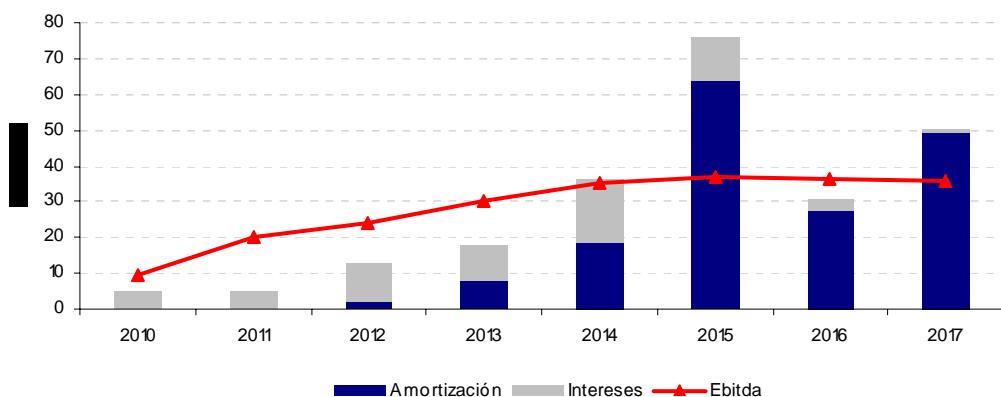
		Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Leverage	x ≤	s/a	s/a	9.65	6.00	3.50	2.25	1.50
Relac Endeudamiento	x ≤	9.75	8.75	8.00	6.00	4.25	3.50	3.00
Cobert. Gtos. Finan.	x ≥	2.00	1.40	1.40	1.80	2.20	2.75	3.00
Patrimonio MUS\$	x ≥	17,500	30,000	35,000	37,000	39,000	41,000	43,000

A continuación se presenta la estructura de la deuda, en cuanto a los bancos participantes, y el perfil de pago estimado⁵ por **Humphreys** a partir de información proporcionada por la compañía.

Estructura Deuda



Perfil de Pago Actual



⁵ En ciertos tramos, los intereses han sido pactados a tasa variable.