



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

Invermar S.A.

Septiembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	BBB-
Tendencia	Favorable ¹
Acciones (INVERMAR)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio de 2019 ²

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	jun-19
Ingresos ordinarios	99.538	67.811	144.995	219.097	229.924	127.712
Costo de ventas	-98.306	-71.315	-128.434	-164.163	-181.738	-123.577
Ajuste a biomasa	-8.380	-18.190	2.823	6.036	-151	-11.829
Gastos de administración y distribución	-7.458	-6.033	-6.156	-9.343	-10.775	-5.860
Costos financieros	-5.363	-2.768	-2.270	-1.102	-1.086	-322
Ganancia (pérdida)	-14.021	56.867	10.787	36.099	20.849	-12.197
EBITDA	5.638	522	19.154	55.544	49.852	7.618

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Activos corrientes	100.378	120.436	161.104	165.319	171.880	199.746
Activos no corrientes	108.796	102.907	98.332	104.956	100.366	159.337
Total de activos	209.174	223.343	259.436	270.275	272.246	359.083
Pasivos corrientes	198.353	157.326	98.046	73.560	61.245	38.970
Pasivos no corrientes	0	2.368	1.964	1.787	1.539	2.208
Patrimonio total	10.821	63.649	159.426	194.928	209.462	317.905
Total pasivos y patrimonio	209.174	223.343	259.436	270.275	272.246	359.083

¹ Tendencia anterior: Estable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Invermar 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 y restaurantes de Estados Unidos, Europa, y otros países, donde destaca Brasil. Su principal negocio es la venta de porciones individuales y otros productos en base a salmón atlántico, contando, además, con negocios secundarios en ostiones.

Durante 2018 la compañía obtuvo ingresos por más de US\$229 millones, una ganancia de US\$20,8 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 49,9 millones.

A marzo de 2019 la emisora presentó ingresos por US\$ 72,1 millones, una pérdida de US\$ 3,3 millones, y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 9,6 millones. A esta fecha la sociedad registró activos por US\$ 378 millones, pasivos por US\$51,2 millones y un patrimonio que alcanzó US\$327 millones. Su deuda financiera totalizaba a US\$1,7 millones.

El cambio de tendencia de clasificación de solvencia de **Invermar** desde "Estable" a "Favorable" se basa en la consolidación en el mejoramiento en la capacidad de generación de flujos, que se traduce en un EBITDA de US\$44 millones en el año móvil finalizado en marzo de 2019, y cuyo sostenido incremento en los últimos años ha significado una consistente expansión del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)³ calculado por esta clasificadora.

En paralelo, se considera como positivo el entorno sectorial que muestra una tendencia a la consolidación en Chile, situación que podría disminuir el riesgo a incrementos abruptos en la oferta (dada la relevancia del país como producto de salmón).

Dentro de las fortalezas que sustentan la clasificación de solvencia de **Invermar** en "Categoría BBB-" destaca el bajo nivel de endeudamiento de la compañía, situación que favorece el éxito de los esfuerzos desplegados por la administración con el objeto de incrementar la eficiencia de su modelo de negocio. Asimismo, se reconoce como elemento positivo la experiencia y trayectoria de la empresa dentro de su sector, que incluye períodos y ciclos disímiles, incluido recesión mundial y crisis fitosanitarias.

La clasificación también considera el explosivo aumento del volumen de exportaciones chilenas por sus productos (salmón atlántico, salmón coho y trucha arcoíris) que entre 2012 y 2015 tuvo un crecimiento promedio anual de 11,2%⁴, siendo Japón y EEUU los principales destinos. Con posterioridad, no obstante, la oferta chilena ha mostrado un importante grado de estabilidad, la cual se estima se mantenga en el futuro, como resultado del nuevo marco normativo que rige a la industria, y que desincentiva incrementos abruptos

³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁴ Fuente: Salmonchile.

de producción y, por ende, bajas pronunciadas en el nivel de precio (al menos por efectos de cambios en la oferta, ya que, en sí, el precio de la harina y aceite de pescado, así como el precio del salmón son variables). En el mismo sentido podría operar la posible consolidación del sector.

Se han incluido, además, las ventajas que presenta Chile como país productor de salmones, con condiciones climáticas y geográficas que han hecho de nuestro país el segundo mayor productor a nivel mundial, con un 28,1% de las cosechas mundiales y concentrando, junto a Noruega, cerca del 80% del total de la producción mundial de salmón atlántico.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Invermar** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces, que sumado a los desastres naturales pueden traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la biomasa de peces en engorda en mar, resultando en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas, recordando que el proceso completo de crianza de un salmón puede superar los dos años. Sin perjuicio, dentro de este contexto propio del sector, se reconocen las buenas prácticas de la empresa en el manejo de su biomasa lo cual, si bien no elimina, reduce la probabilidad de una manifestación severa de este tipo de riesgo.

También restringe la clasificación la exposición que tienen los ingresos al precio internacional de los salmonidos, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. De esta manera, la clasificación recoge como factores adversos dicha exposición de la empresa a las fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados y los riesgos propios de la naturaleza a los que está afecta la actividad. Atenúa lo anterior la estrategia de negocio adoptada por **Invermar**, que implica establecer relaciones de largo plazo con sus clientes, ofrecer –dentro de las limitantes propias del rubro– un producto diferenciado (de mayor valor agregado) y contratos de venta a plazo fijo con precios y volúmenes conocidos, que le permiten obtener una mayor estabilidad en los ingresos.

La clasificación también se ve restringida por la necesidad mostrada en el pasado de recurrir a su matriz para financiar la operación, lo que significó la mantención de una deuda con empresas relacionadas, que a diciembre de 2018 ascendía a US\$ 15,4 millones y que a marzo de 2019 ya se encontraba totalmente pagada. (en contraposición, esta situación refleja el compromiso del grupo con el negocio salmonero).

Como se dijo más arriba, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que el modelo productivo establecido por la empresa y los acuerdos alcanzados por la industria, implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos. Tampoco se desconoce que las regulaciones podrían incentivar la consolidación del sector, lo cual podría repercutir en una oferta más controlada y, por tanto, con menor probabilidad de impactar abrupta y negativamente el precio del producto.

Dada la clasificación de solvencia en "Categoría BBB-" y una presencia bursátil promedio superior a 20%, determina que sus títulos accionarios califiquen en "Primera Clase Nivel 3".

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Operación integrada verticalmente y apoyo del controlador.

Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmones.
- Modelo de negocio que, dada las restricciones propias de la actividad, reduce los riesgos sanitarios y favorece la selección de especies de mejor rendimiento.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Exposición a factores biológicos adversos, enfermedades y virus (riesgo persistente y con probabilidad de impacto medio a severo).
- Exposición a variaciones en los precios de mercado (riesgo de alto impacto)
- Concentración de clientes (riesgo de impacto medio).
- Concentración en los centros de cultivo (riesgo elevado).
- Concentración en un producto (riesgo medio).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).

Hechos recientes

Resultados de 2018

En 2018 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 230 millones, un aumento de 4,9% respecto de 2017 que se explicó por un incremento en la producción de salmones (pasando de un total de 30.232 toneladas en 2017 a 33.611 toneladas en 2018), en conjunto con una caída de 6% del precio del salmón atlántico.

El costo de ventas de 2018 fue de US\$ 181,7 millones, incrementándose en 10,7% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue US\$ 48,2 millones (21% de los ingresos), cifra que representa una caída de 12,3% respecto a lo registrado durante 2017. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 10,8 millones, creciendo en 15,3% en comparación con el registro de 2017.

El EBITDA finalmente, totalizó US\$49,9 millones, lo que representa una caída de 10,2% en comparación con lo exhibido durante 2017, mientras que el resultado final exhibió una caída desde US\$36,1 millones en 2017 a US\$20,8 millones en 2018.

Resultados junio 2019

Durante el primer semestre de 2019 los ingresos totalizaron US\$127,7 millones, lo que representa un incremento de 11,1% respecto a lo registrado en igual período del año anterior.

El costo de ventas, por su parte, se incrementó en 36,5%, al totalizar US\$123,6 millones en el período. Los gastos de administración y distribución, por su parte, se expandieron en 32,4%. De esta manera, el EBITDA alcanzó los US\$7,6 millones, lo que representa una caída de 70,4%. Finalmente, el resultado del período presenta un valor negativo por US\$12,2 millones, explicado por un ajuste de *fair value* negativo de US\$11,8 millones y el incremento en el costo de ventas del segmento salmones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BBB

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

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

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

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Primera Clase Nivel 3

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Integración vertical, experiencia de la empresa y apoyo del controlador: La estrategia de integración vertical de la compañía (en producción de agua dulce desde la etapa que le sigue a las ovas y su comercialización) permite asegurar la disponibilidad de buena parte de las necesidades 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. Con el cambio de controlador a Alimar, se pueden aprovechar varias sinergias de diversos procesos.

Fortaleza de Chile en producción de salmonidos: Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmones y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, calidad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo y cercanía en la producción de insumos utilizados en la producción de alimentos para peces, entre otras. Estas circunstancias, sumado a la experiencia adquirida de errores del pasado, se traducen en una ventaja frente a otros competidores, en particular en términos del tiempo empleado de engorda y del rendimiento de los peces, lo que finalmente se debiera traducir en mejores rendimientos en términos de eficiencia. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 27,9%⁵ de la producción mundial, según datos al 2018 (25,4% al 2017).

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna presentó un nivel de producción bastante plano entre 1967 y 2007, no así la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también confirmado esa tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana. En efecto, a pesar que en 2016 el volumen de las exportaciones de salmón y trucha cayó en 13%, durante 2017 la producción se recuperó, mostrando durante ese año un incremento anual de 14%, seguido por una expansión de 7% en 2018. De esta manera, si se compara la producción en 2017 respecto de lo registrado a inicio de la década, se registra una expansión de más de 113%.

Regulación del sector salmonero chileno: Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, y reducir la probabilidad de brotes de enfermedades, durante 2017 entraron en vigor una serie de medidas tendientes a aumentar el control sanitario de la producción,⁶ influyendo en menor o mayor medida los costos de producción de la compañía. Sin embargo, como elemento positivo, el nuevo marco normativo desincentiva crecimientos abruptos de siembra de peces, lo cual, se estima, tendrá como consecuencia una reducción de la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a aumentos de precio, evitando de este modo fluctuaciones en la cotización de este producto en los mercados internacionales.

Factores de riesgo

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, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, productor relevante a nivel mundial, debido al ataque del ISA en 2008-2009, hasta alcanzar, de acuerdo al FMI, un valor de US\$7,92/kg. Posteriormente, durante el mismo año, el precio cayó a US\$4,13/kg. Durante 2013 y 2014 se produjo una

⁵ Fuente: Kontali.

⁶ Más adelante se discuten las regulaciones que se aplican a la industria salmonera en Chile

estabilización de precios, pero que, por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015, llegando a US\$5.02/kg. Durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, alcanzando a US\$8,99/kg en mayo de 2018.

Concentración de clientes: Según la última información, dentro del área de salmones, los seis primeros clientes representan el 43% de sus ventas. Si bien se ha visto una mejora con respecto al año anterior, la concentración por clientes o nivel de actividad produce una alta sensibilidad de los ingresos.

Concentración en los centros de cultivo: Actualmente la empresa cuenta con un 66,5% de su superficie en uso para cultivos mientras que el resto se encuentra en descanso⁷. Si bien existen concesiones en tres regiones, una de ella (en la IV región) se destina para el cultivo de ostiones mientras que las dos restantes, en la X y XI región es para la producción de salmones. Esto hace que cualquier restricción legal, inconveniente de la naturaleza o de cualquier tipo en la zona, redunde en importantes mermas en la cosecha de productos.

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 tales como el *bloom* de algas, sin poder descartarse la aparición de nuevas enfermedades. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas, para lo cual se reconoce la relevancia de las medidas que tanto la industria como la empresa misma han tomado en los últimos años con el objeto de mitigar este riesgo, detalladas más adelante en este informe cuando se analiza la industria.

Concentración en un producto: En el 2013 se liquidaron las últimas reservas de salmón coho y trucha, productos que ya no eran rentables para la compañía, por lo que se decidió descontinuar su producción y comercialización. Con la reapertura de un centro productor de coho, los ingresos se concentran en cerca de 94% en salmón (atlántico o coho), en tanto que el resto proviene de la venta de ostiones, lo que hace que cualquier eventualidad que ocurra sobre al primer segmento afecte directamente al ingreso total.

Concentración en mercados: A diciembre de 2018, el 39,3% de las ventas fueron destinadas al mercado norteamericano. Esto hace que cualquier evento que provoque una reducción de la demanda en Estados Unidos, afecte a una parte importante de los ingresos de la compañía. Luego le sigue Japón que concentra un 6,7% de los ingresos de la compañía.

⁷ Se excluye la concesión "Astillero Calbuco"

Antecedentes generales

Historia

La empresa 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 el emisor ha ido implementando por etapa una estrategia de integración vertical con el objeto de gestionar más eficazmente la calidad de sus productos.

Dentro de los hitos de la sociedad se encuentra su apertura a la bolsa en 2005.

En el pasado, **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, adicionada en julio de 2008, la que permitió aumentar la capacidad productiva, reducir la estacionalidad de las cosechas y acrecentar las posibilidades de control sanitario. Como consecuencia 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.

En septiembre de 2012, la compañía vende su participación de 50% que mantenía en la empresa de alimentos Salmofood S.A. a Alicorp Holdco España S.L., en tanto que a comienzos de 2015 el 79,9% de la propiedad de la emisora fue adquirida por Alimentos Marinos S.A. (Alimar), pasando a ser el nuevo controlador.

En diciembre de 2018 se informó que, como parte de una reorganización empresarial, **Invermar** absorbe a la empresa relacionada Surmar S.A.. Como resultado de lo anterior, se incorporan a la consolidación, a) la sociedad Pesquera la Portada S.A, compañía dedicada a la producción y comercialización de harinas y aceites de pescado, provenientes principalmente de desechos de salmón (segmento Salmones), b) La Península S.A., dedicada a prestar servicios a la industria salmonera, en el transporte de peces vivos con barcos acondicionados para dicho efecto (Well Boats) y c) Astilleros Calbuco S.A., efectuando labores en barcos y otros artefactos navales, construcción de pontones para alimentación automática o ensilaje para centros de cultivo de la industria salmonera (estas dos últimas compañías se incorporan a un nuevo segmento de "Servicios").

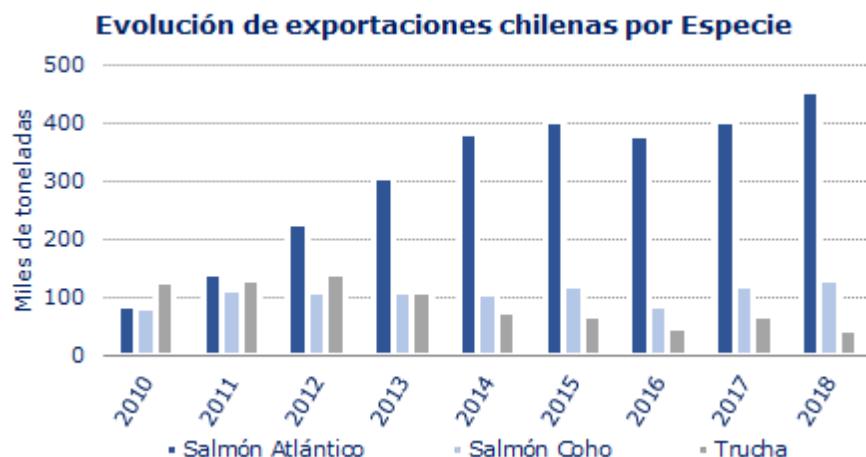
Propiedad

Invermar es controlada por la familia Izquierdo Menéndez a través de Alimar, que mantiene a la fecha el 99,78% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante desconcentrada.

Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

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

Ilustración 1



La industria salmonera chilena se vio fuertemente afectada desde 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones y afectando en el largo plazo a la industria (cambio de regulaciones). Entre sus consecuencias se tuvo un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector. El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas⁸ que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la acuicultura chilena haya sufrido en los últimos 30 años, produciendo una pérdida de aproximadamente 28 millones de peces y que redujo el volumen de producción final del país en aproximadamente 100 mil toneladas de salmones y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada. El año 2018 se registró un incremento de las toneladas exportadas, alcanzando más de 631 toneladas.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, para volver a caer el 2015. El 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el bloom de

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

algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "Sea Lice" en el caso de Noruega), el precio presentó una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una leve caída en 2018.

Regulaciones

A consecuencia de la crisis que experimentó la industria salmonera chilena entre 2007 y 2010, derivada de la aparición de la variable patógena del virus ISA (existe una variante completamente inocua), las empresas que conforman este mercado y en particular la autoridad (a través del Congreso y la Subsecretaría de Pesca, Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o minimizar la probabilidad de aparición de nuevas enfermedades y disminuir los efectos sobre los activos biológicos de la industria.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley Nº 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios.

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

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

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

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

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

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el bloom de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al período anterior, denominado “Programa de Reducción de Siembras” (PRS), que comenzó a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados “lomos de toro”, que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

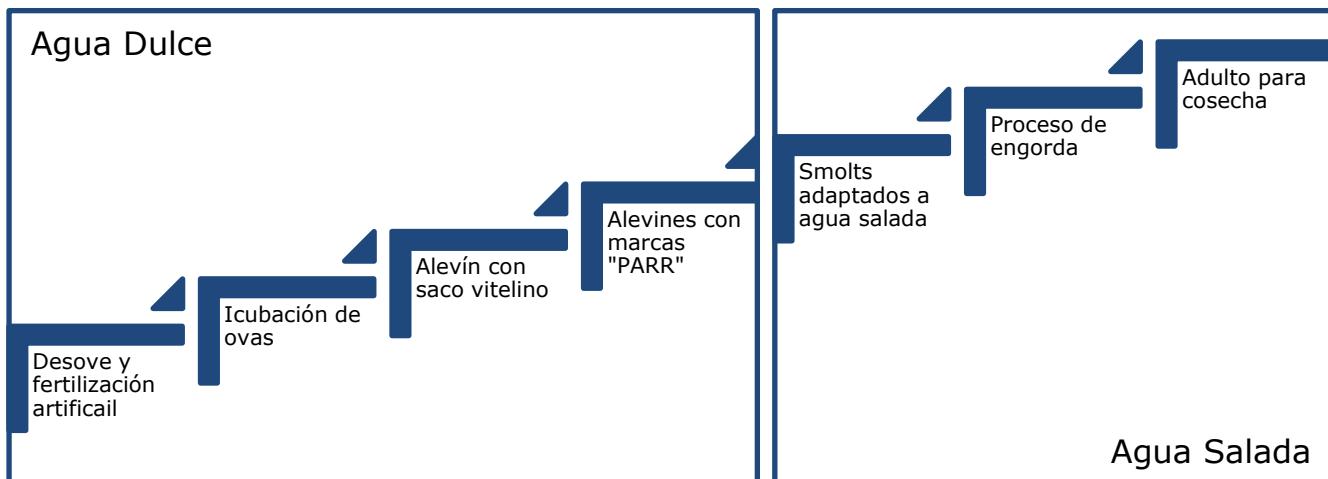
Descripción del negocio

Invermar tiene como principal negocio la elaboración de productos en base a salmón para los mercados de Estados Unidos, Europa, y otros mercados donde destaca Brasil, de acuerdo a los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. La empresa opera, principalmente, a través de tres canales de distribución: intermediarios, *food service* (restaurantes) y *retail*. A los clientes de este último segmento, el de mayor importancia en las ventas, se les ofrecen “porciones” listas para servir que se comercializan, en la mayoría de los casos, a través de marcas propias de supermercados, y en buena parte de los casos bajo las instrucciones de envasado y etiquetado de estos. Existe un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión, el que representó en 2017 el 3,9% de las ventas totales.

Proceso productivo y sanitario 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 esquema presentado en la Ilustración 2.

Ilustración 2
Proceso de producción



La empresa cultiva ovas en la piscicultura de Lago Verde, Ensenada, comuna de Puerto Varas, región de Los Lagos, en la que se aplican las medidas sanitarias tendientes a minimizar el riesgo de introducción de patógenos a las ovas que se encuentran en el lugar.

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2012 y el año móvil finalizado en abril de 2019.

Ingresos, resultados de explotación y EBITDA

En 2012 los ingresos totalizaron casi US\$ 150 millones. No obstante, el margen EBITDA resultó ser negativo, en torno a 17%. Como resultado de lo anterior, la compañía decidió detener la producción de salmón coho y trucha, en virtud de sus márgenes negativos. La interrupción de la producción y comercialización de estas especies se reflejó en una caída en las ventas, pero una recuperación del EBITDA. Posteriormente, la caída de los precios mermó el nivel de ingresos hasta el año 2016 en que los precios se incrementan hacia el final del período, tendencia que se ha mantenido, con altibajos, hasta el primer trimestre de 2019. Durante la última observación, se aprecia un incremento, tanto por el desempeño del segmento salmones, como por las

operaciones de un nuevo segmento de servicios que surge como consecuencia de la fusión entre **Invermar** y Surmar S.A. (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Evolución de los ingresos y EBITDA
(US\$ Miles y porcentaje)

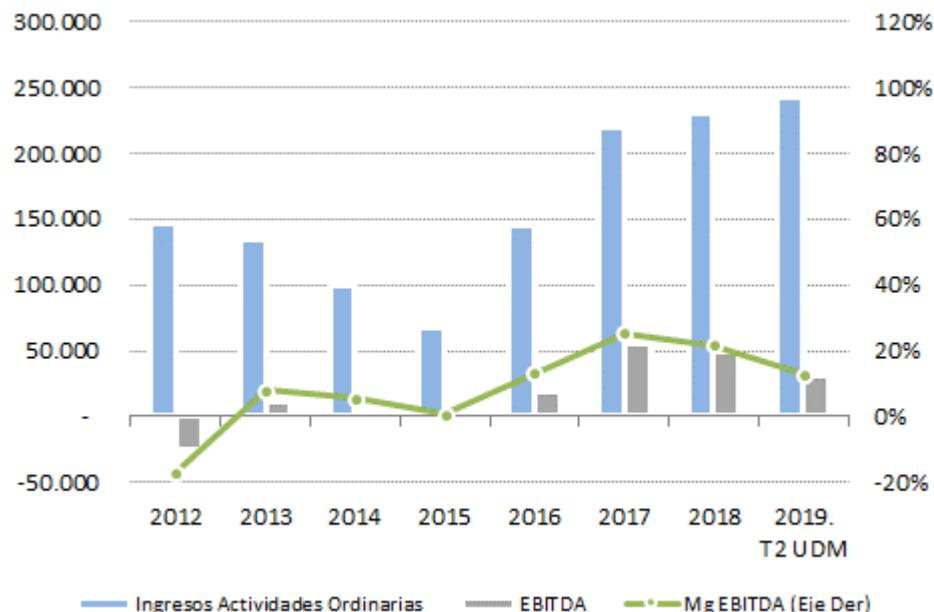
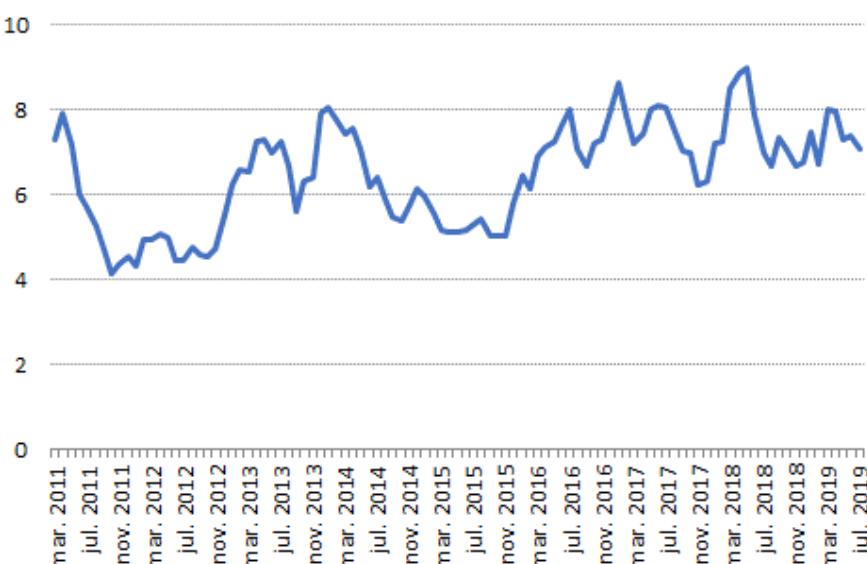


Ilustración 4
Precio del Salmón (US\$/Kg)

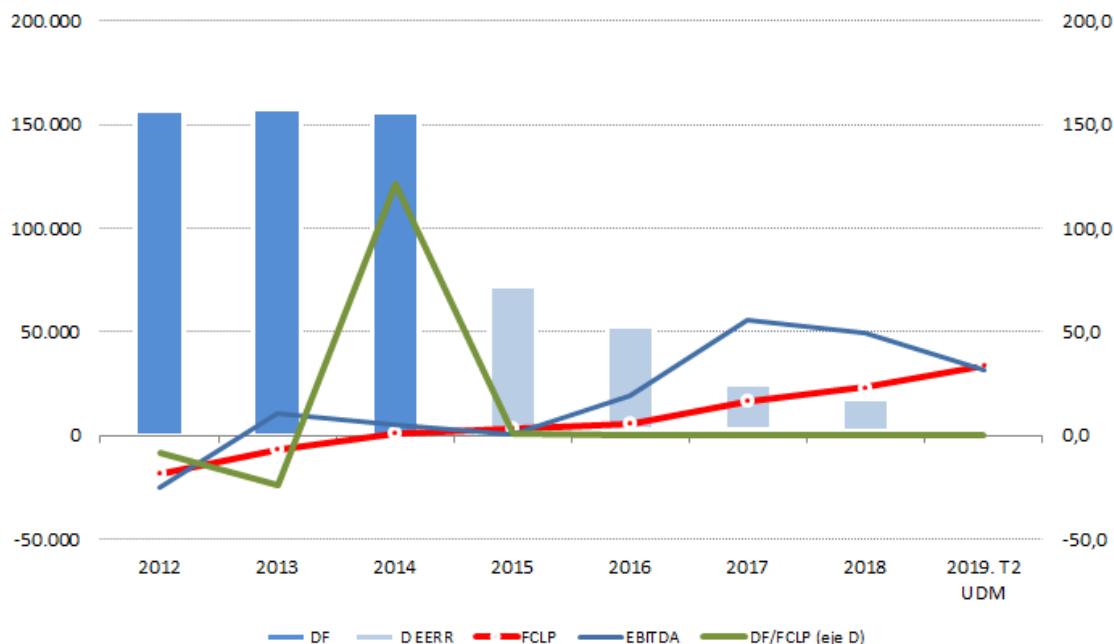


Endeudamiento y liquidez

A junio de 2019 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 0,13 veces, en tanto que la relación EBITDA sobre deuda financiera con terceros alcanzaba las 18,7 veces. No obstante, la Ilustración muestra el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), que recoge la capacidad de generación de flujos de la compañía en el mediano plazo y no incorpora las fluctuaciones anuales no recurrentes del EBITDA, ha venido exhibiendo incrementos consistentes durante las últimas cuatro observaciones.

Con todo, dada la casi inexistencia de pasivos financieros, el indicador Deuda Financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo se sitúa en valores prácticamente nulos.

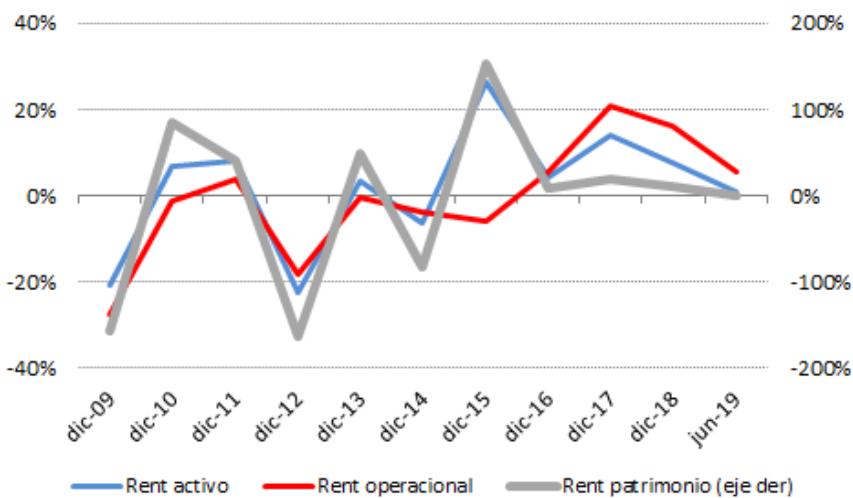
Ilustración 5
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
DF/FCLP
(US\$ Miles y número de veces)



Rentabilidad

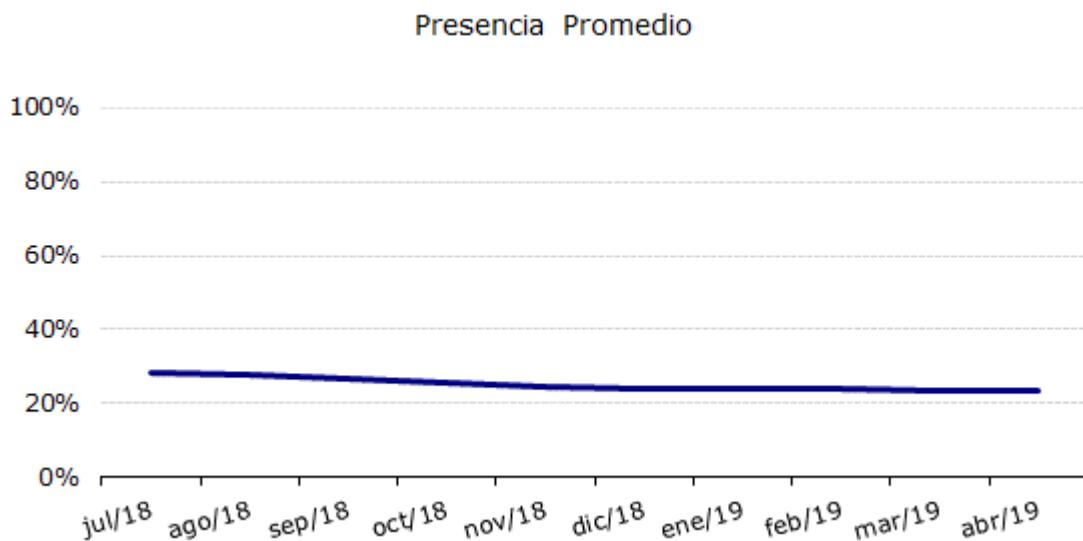
En 2012 y 2014 se alcanzaron los niveles de precio más bajos para el período analizado anterior a 2015, y eso se refleja en la rentabilidad de dichos años, donde el rendimiento del patrimonio y del activo se mantiene bajo 0%. Luego, en 2015 se recuperan los índices de rentabilidad del activo y del patrimonio, en tanto que la rentabilidad operacional se mantiene en registros negativos. En el año 2016, sin embargo, todas las medidas de rentabilidad son positivas, situación que se mantiene entre 2017 y primer semestre de 2019 (ver Ilustración 6).

**Ilustración 6
Evolución de la rentabilidad**



Acciones

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



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