



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Verónica Vargas M.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

veronica.vargas@humphreys.cl

**Invermar S.A.**

Septiembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo		Categoría
Tipo de instrumento		
Solvencia		<b>B+</b>
Tendencia		<i>En Observación</i>
Acciones		<b>Segunda Clase</b>
Tendencia		<b>Estable</b>
EEFF base		30 Junio de 2012

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2009	2010	2011	Ene-Jun 2011	Ene-Jun 2012
Ingresos ordinarios	59.379	51.410	123.648	41.840	77.950
Costo de ventas	-85.835	-45.042	-106.628	-37.296	-74.877
Ajuste a biomasa	-13.725	17.379	23.371	23.455	-9.770
Gastos de administración y distribución	-6.846	-8.050	-8.901	-6.033	-9.502
Resultado operacional	-47.027	15.697	31.490	21.966	-16.199
Costos financieros	-7.332	-7.365	-6.860	-3.314	-4.559
Ganancia (perdida)	-45.255	14.478	21.146	11.793	-18.794
EBITDA	-40.008	24.999	42.207	27.162	-11.003
EBITDA sin ajuste de biomasa	-38.781	7.620	18.836	3.707	-320

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)				
M US\$	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	30-06-2012
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.942	14.960	11.116	6.999
Inventarios	5.467	17.159	23.389	12.799
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.521	18.513	20.540	18.390
Activos biológicos	19.972	56.696	102.276	97.957
Propiedades, planta y equipo	74.497	69.143	72.739	70.533
<b>Total de activos</b>	<b>182.165</b>	<b>238.478</b>	<b>297.140</b>	<b>281.345</b>
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5.388	12.391	23.555	35.114
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	9.100	18.008	40.168	29.744
Pasivos financieros	157.665	162.259	165.760	167.718
<b>Total pasivos</b>	<b>191.029</b>	<b>195.518</b>	<b>233.216</b>	<b>236.131</b>
Capital emitido	48.214	85.395	85.395	85.395
Ganancias (pérdidas) acumuladas	-73.109	-58.674	-37.694	-55.776
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	-10.418	41.964	62.762	44.773
<b>Patrimonio total</b>	<b>-8.864</b>	<b>42.960</b>	<b>63.924</b>	<b>45.214</b>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>182.165</b>	<b>238.478</b>	<b>297.140</b>	<b>281.345</b>

### 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, 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 Acuicultura Lago Verde (cultivo de salmones en agua dulce), Smoltecnics (desarrollo de smolts), Invertec Ostimar (cultivo de ostiones), y Cexpromar (comercialización).

Hasta 2008 **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, generándole pérdidas operacionales y de última línea a la empresa. Actualmente su estrategia es mantener una producción estable de 30.000 toneladas anuales, a la luz de la actual contracción de los precios del salmón.

En 2011 el emisor logró ventas por US\$ 123,6 millones, con un EBITDA de US\$ 42,2 millones y un ganancia final de US\$ 21,1 millones, versus US\$ 51,4 millones, US\$ 25 millones y US\$ 14,5 millones en 2010, respectivamente. A junio de 2012 los ingresos llegaron a US\$ 77,9 millones y el resultado final fue una pérdida de US\$ 18,8 millones.

Se asignó una clasificación de solvencia *“Categoría B+”* a la sociedad, por su elevado nivel de endeudamiento en relación con su actual capacidad de generación de flujos. En efecto, a junio de 2012 la compañía presentaba una deuda financiera ascendiente a US\$ 165,8 millones y en dicho semestre el EBITDA de **Invermar** fue de US\$ -0,3 millones, previa corrección por las pérdidas por ajuste de biomasa que no representan flujos efectivos, pero que si se contabilizan dentro de los costos de la compañía.

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 por su mayor valor agregado) y los riesgos propios de la naturaleza a que está afecta la actividad.

Sin perjuicio de lo anterior, **Humphreys** reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, ha demostrado la capacidad para revertir los magros resultados que se dieron como resultado de la crisis del virus ISA, con cambios en relación con el modelo de negocio desarrollado hasta antes de dicho evento.

Asimismo, la evaluación incorpora como elemento positivo la estrategia de negocio adoptada por **Invermar**, la que implica establecer relaciones de largo plazo con sus clientes, ofrecer un producto diferenciado (de mayor valor agregado) y contratos de venta a plazo fijo con precios y volúmenes conocidos, que le permiten disminuir la volatilidad de sus ingresos y una mejor optimización de los costos operacionales. Lo anterior redundó en una posición de caja mejorada a partir de 2010. No obstante, en opinión de la clasificadora esta situación aún no puede ser vista como un hecho consolidado.

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 de solvencia se califica "*En Observación*", ya que la clasificadora continúa evaluando aspectos tales como la evolución de las cifras de producción y resultados de la compañía y las proyecciones para los siguientes años. Si bien se observan mejorías, a junio 2012 la compañía mostró cifras deficientes en términos de EBITDA y resultados, a raíz de hechos puntuales como el virus SRS que afectó a la trucha, y el conflicto de Aysén y bloqueo de caminos que impidieron a la compañía el control de la enfermedad, perdiendo así aproximadamente el 40% de la biomasa.

La tendencia de la clasificación de acciones se califica "*Estable*", puesto que el corto plazo no se considera probable que la clasificación de solvencia cambie a grado de inversión.

A futuro, la clasificación de solvencia de **Invermar** podría verse favorecida si se observan fortalecimientos relevantes y sustentables de sus flujos de caja reales, condicionado a que los términos de la deuda sean consistentes con su situación y capacidad de pago.

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

### Resultados 2011

En 2011 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 123,6 millones, un aumento de 140,5% respecto de 2010 que se explicó por el mayor nivel de toneladas despachadas en el año, alcanzando las 13.535, un 154% mayor a las de 2010. Por otro lado, la baja en el nivel de precios del salmón del segundo semestre de 2011, no genera un impacto tan profundo para los productos comercializados por la compañía, por lo que los ingresos del emisor no se vieron mermados por este efecto.

El costo de ventas de 2011 fue de US\$ 106,6 millones, aumentando 109,0% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue de US\$ 40,4 millones en 2011 (32,7% de los ingresos), aumentando un 70,1% respecto de 2010. Los gastos de administración, por su parte, llegaron a US\$ 8,9 millones, incrementándose 10,6% a consecuencia del mayor nivel de actividad del período. Con ello, el resultado operacional legó a US\$ 31,5 millones (25,5% de los ingresos), contra los US\$ 15,7 millones de 2010, que representaban un 30,5% de los ingresos. El EBITDA también se incrementó, pasando de US\$ 24,9 millones a US\$ 42,2 millones, mientras que similar tendencia registró el resultado final, que pasó de US\$ 14,5 millones a US\$ 21,1 millones.

### Resultados primer semestre 2012

En la primera mitad de 2012 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 77,9 millones, creciendo así 83,6% respecto de igual lapso de 2011. Lo anterior se explica por el mayor volumen de producción de la compañía, un 159% mayor al primer semestre de 2011, llegando a 14.580 toneladas. El costo de venta del período alcanzó los US\$ 74,9 millones, incrementándose en 100,8%, lo que no es concordante con el aumento en los ingresos, y es consecuencia de factores como mayores costos incurridos por la pérdida del 40% de la biomasa que afectó a la trucha, y principalmente a la caída internacional en los precios del salmón que no pudo ser atenuada totalmente por el mayor volumen de ventas. Por su parte, el resultado por variación de la biomasa

pasó de US\$ 23,5 millones, a una pérdida de US\$ 9,7 millones con lo que finalmente el margen de explotación del período fue US\$ 3,1 millones (96,1% de los ingresos), disminuyendo 32,4% respecto de los US\$ 4,5 millones (89,1% de los ingresos) de un año atrás.

Los gastos de administración y de distribución, en tanto, crecieron 57,5% hasta US\$ 9,5 millones, con lo que el resultado operacional disminuyó hasta US\$ -16,2 millones. Finalmente, la pérdida del período fue de US\$ 18,8 millones, contrayéndose respecto de los US\$ 11,8 millones de utilidad alcanzados un año, mientras que el EBITDA fue de US\$ -11,0 millones y de US\$ - 0,3 millones si no se incluye la variación en biomasa.

### Eventos recientes

En junio de 2012, y en el marco de una reorganización de las filiales de **Invermar**, ésta adquirió las acciones de Invertec Seafood S.A. que estaban en poder de minoritarios, participando así en un 100% del capital de dicha compañía. Posteriormente, en julio, se produjo la disolución de Invertec Seafood S.A., pasando sus activos y pasivos a manos de **Invermar**.

En septiembre del presente año, Invermar (que con la disolución mencionada en el párrafo anterior pasó a tener el 50% de las acciones de Salmofood S.A. de manera directa) en conjunto con las sociedades Pesquera Yadrán S.A. e Inmobiliaria, Asesorías y Desarrollos Degán Limitada, vendieron el 100% de las acciones de Salmofood S.A. a Alicorp Holdco España SL, filial de la empresa peruana Alicorp S.A.A. Dicha operación implicó ingresos por US\$ 31 millones para Invermar. El uso de estos fondos fue la amortización de deuda financiera e intereses por US\$ 13,9 millones, con lo que se liberaron pagos hasta enero de 2014, fortaleciendo la liquidez de la empresa, US\$ 13,9 millones fueron directamente a la caja de la compañía y serán utilizados en el financiamiento del capital de trabajo de la sociedad y los US\$ 3,2 millones restantes quedaron como garantía (escrow) de la venta (usuales en este tipo de transacciones) a liberarse en un plazo máximo de 48 meses, los cuales, una vez percibidos, serán destinados al pago de capital e intereses de deuda bancaria.

## 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.

### Tendencia En Observación

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.

### 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.

## Tendencia Estable

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

## Oportunidades y Fortalezas

**Diferenciación del producto y consistencia de la estrategia:** La compañía destaca por su amplio *mix* de productos y capacidad de innovación, dentro de los márgenes que permite la industria. Actualmente produce más de cien productos distintos al año, en base a ostiones y salmonidos, estos últimos en sus variedades atlántico y coho, trucha, muchos de ellos de alto valor agregado, segmento en el cual la empresa ha estado enfocándose en los últimos años con el objeto de aislar el efecto de los movimientos en los precios del salmón entero (*commodity*). El grueso de las ventas de la compañía se concentra en el salmón atlántico, en la forma de porciones individuales de distintos pesos, ya sea congelado, pre-cocidas o marinado. 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 que se cosechaban anticipadamente, utilizándolos para 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, tanto bajo las marcas de éstos como las propias y también mediante locales de *foodservice*. 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 determina tanto el precio como el volumen de venta. 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 (en producción de agua dulce, de alimentos para peces y comercialización) 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.

## Factores de Riesgo

**Alto endeudamiento:** Según la última información disponible, la deuda financiera de **Invermar** asciende a US\$ 167,7 millones, existiendo además deudas con proveedores por US\$ 29,7 millones, lo que se considera alto respecto al EBITDA actual de la compañía, el cual, como se mencionara en párrafos anteriores, muestra flujos negativos a junio 2012.

**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 cosechado a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. En particular, en la actualidad el precio de estos productos está experimentando un ciclo de

valores menores en comparación a igual fecha del año anterior. Es así como en 2011 los precios del salmón atlántico y coho experimentaron disminuciones de 32% y 13%, respectivamente. Con todo, se reconoce 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 55% de las ventas de salmónidos de la compañía se concentró en tres 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, sin poder descartarse la aparición de nuevas enfermedades, como ocurrió el primer trimestre de este año con el virus SRS que afectó a las truchas, causando la mortalidad de un 40% de la especie. 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 las medidas que tanto la industria como la empresa misma han tomado en los últimos años con el objeto de controlar este riesgo.

**Exposición cambiaria:** La empresa presenta un descalce entre activos y pasivos en términos de moneda. Los principales pasivos en dólares son la deuda con los bancos y las cuentas por pagar a empresas relacionadas. En cuanto a las cuentas de resultado, la empresa presenta el 96% de sus ingresos en dólares, pero un porcentaje menor 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 pesos chilenos (remuneraciones y otros), lo que hace pensar que el descalce de moneda entre ingresos y costos debiese mantenerse.

## Antecedentes Generales

### Historia

La sociedad 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, y que adicionalmente 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 parte del ciclo productivo que corresponde a agua dulce.

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.

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.

En abril de 2012, la junta de accionistas decidió cambiar el nombre de la sociedad a Invermar S.A. y en mayo del mismo año, Invertec Seafood S.A. se disolvió, dejando así el 50% de la propiedad de Salmofood que ésta poseía, en manos de **Invermar**, la que fue vendida recientemente como se indicó con anterioridad en el informe.

## 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. El resto de la propiedad se encuentra bastante diseminada.

A continuación se describen los accionistas a junio de 2012:

Nombre	% de Propiedad
Inversiones y Tecnología Ltda.	54,07%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	8,23%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	7,04%
Rentas SolinLtda	4,52%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	4,02%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	2,22%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	2,19%
Administradora Alekine S.A./ FipAlekine	2,09%
FitResearch Corredores de Bolsa S.A.	1,62%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	1,58%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	1,14%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	1,13%
Otros accionistas	10,15%

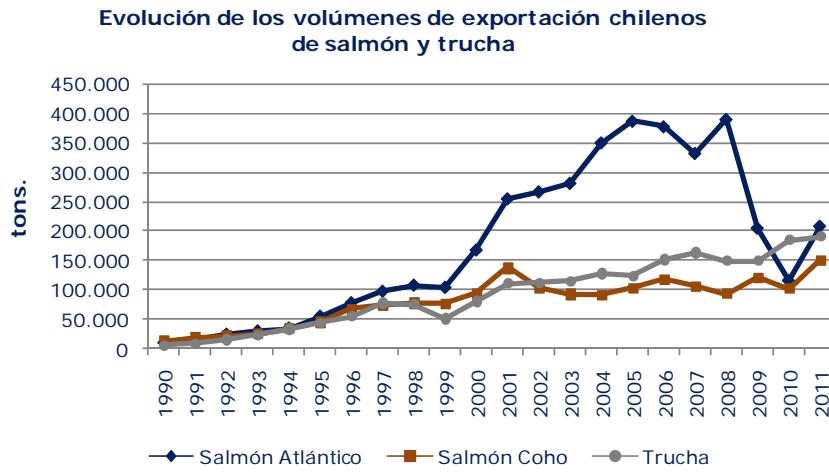
El directorio a la fecha de la clasificación se estructuraba por las siguientes personas:

Nombre	Cargo
Mario Montanari Mazzarelli	Presidente del Directorio
Alberto Montanari Mazzarelli	Vicepresidente del Directorio
Hemir Obilinovic Arrate	Director
Luis Bravo Forster	Director
Ricardo Merino Goycoolea	Director
Jorge Leblanc Matthaei	Director
Stefano Montanari Valdés	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Andrés Parodi Taibo	Gerente general
José Luis Acuña Velasco	Gerente de adm. y finanzas
Felipe Marambio Hurtado	Gerente comercial
Patricio Urbina Koning	Gerente de producción

## 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 salmonídos que se comercializan 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.

En junio de 2007 y períodos posteriores, la industria salmonera chilena se vio afectada desde junio de 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose 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.

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 tuvo un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. Actualmente los precios están en niveles más bajos que en 2011, y el aumento de los ingresos viene dado por mayores volúmenes exportados.

## 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 Parlamento y la Subsecretaría de Pesca, Subpesca) han establecido 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 N° 20.434, mientras que Subpesca ha establecido vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales medidas corresponde a la

reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose tres macro-zonas (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-barrios (subdivisión de las macro-zonas) y barrios. Las concesiones en la Región de Los Lagos y en la Región de Aysén, se encuentran suspendidas hasta cinco años desde la dictación de la ley. La normativa apunta a regular la forma en que los barcos de transporte se mueven entre zonas y macro-zonas, de manera de evitar que se propaguen enfermedades entre áreas afectadas y aquellas libres de brotes infecciosos, estableciendo para ello desinfecciones. Las concesiones deberán mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada que asigne la autoridad ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual período 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 esta ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona podrá tener más de un 20% de superficie concesionable de una región.

Una de las principales innovaciones corresponde 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 deberán iniciar coordinadamente al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de cuatro meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deberán ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en éste. La autoridad también definirá la densidad de peces por cultivo.

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 detección de virus ISA, los peces deberán ser eliminados 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 tiene que ser eliminados.

También se designó un panel de expertos de cinco miembros cuya función es asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se ha alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le han asignado está el definir si se puede realizar el proceso de *smoltificación* en lagos, ríos y estuarios; definir ciertas materias de las macro-zonas y macro-barrios; establecer una metodología para determinar el riesgo de un centro de cultivo (a través de asignación de puntaje) y definir la densidad de cultivos.

Si bien la dictación de este conjunto de normas elevará 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.

## 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 tres canales de distribución: intermediarios, *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, y en buena parte de los casos bajo las instrucciones de envasado y etiquetado del éstos. Existe un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión, el que representó en 2011 el 6,9% de las ventas totales.

Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos. 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 services*. 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, su principal destino es Europa y también buena parte de la producción se vende en Chile, aunque sus ventas no han alcanzado un tamaño significativo dentro la compañía; de hecho, su participación en los ingresos totales pasó de 11,4% en 2010 a 6,9% en 2011.

## Distribución de ingresos

Respecto a la distribución de los ingresos del negocio principal, venta de salmones, se observa una alta concentración, con tres clientes que representan el 55% de las ventas a junio 2012.

Además, destaca la importancia de los clientes de supermercados dentro de la cartera, con un 50% de las ventas a junio de 2012, seguido por el 40% a importadores mayoristas y el 10% a cadenas de *food services*. De todos modos, por el debilitamiento de la capacidad productiva y posterior recuperación, podrían observarse cambios en la composición de la cartera.

## Descripción del 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 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. Actualmente la empresa busca homogenizar la producción durante el año y mantenerse en torno a las 30 mil toneladas en los años siguientes.

**Invermar** utiliza distintas modalidades de abastecimiento de ovas: en el caso del salmón del Atlántico, se usan ovas obtenidas de reproductores propios y además a través de un contrato con la empresa Aquagen; para la

variedad cohó también cuenta con reproducción propia; para las truchas, se utilizan ovas de fuentes externas que son adquiridas mediante procesos que buscan asegurar la calidad del insumo y minimizar el riesgo de enfermedades. 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.

Para los procesos de engorda en agua salada **Invermar** se encuentra aplicando el nuevo paradigma de la industria salmonera chilena: cultivo en barrios con introducción de *smolts* y cosecha de ejemplares adultos simultánea entre todas las empresas presentes en el barrio, con una menor densidad de peces en las jaulas, aplicación de desinfecciones rutinarias en instalaciones en tierra y mar, vacunaciones, y monitoreo constante de los parámetros vitales de los ejemplares.

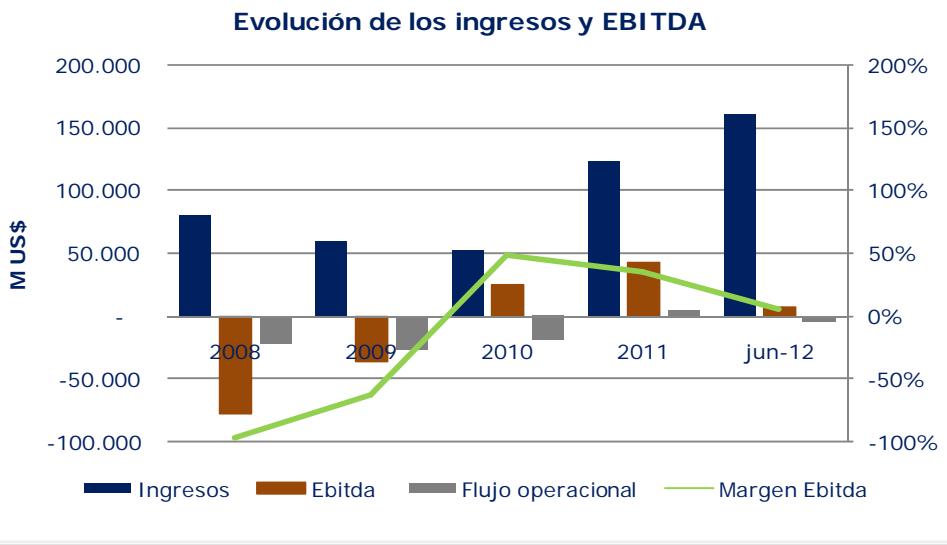
## Análisis Financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2008 y junio 2012<sup>1</sup>, cabe señalar que la información de 2008 fue adecuada a la normativa IFRS a fin de hacer comparables los ratios financieros, puesto que hasta ese año la contabilidad estaba basada en la normativa chilena.

### Evolución de ingresos, resultados de explotación y EBITDA

De acuerdo a la información histórica de la compañía, 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 llevó 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\$ 78 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 generada principalmente por las menores cosechas en toneladas comparadas con el año anterior. A partir de 2010 se observa una recuperación tanto de ingresos y EBITDA producto de la retoma de la siembra de peces y las mejores medidas sanitarias aplicadas. Si bien, a junio 2012 los ingresos continúan aumentando, la baja en los precios ha influido de manera importante en el EBITDA y en el flujo operacional de la compañía, que en 2011 había tenido una leve recuperación.

<sup>1</sup> Los valores mencionados en el análisis siguiente corresponden al año móvil que va desde julio de 2011 a junio de 2012.



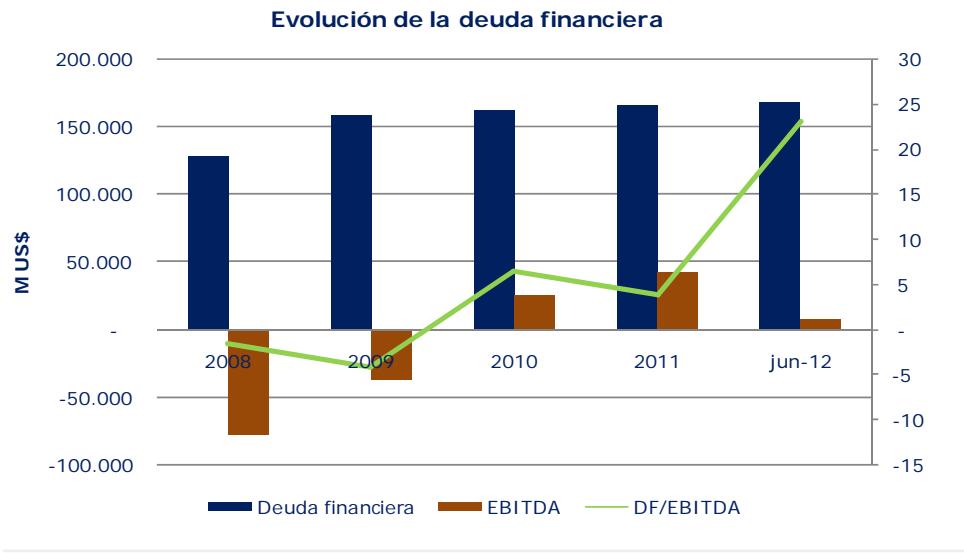
Por su parte, los márgenes presentaron un comportamiento en concordancia con los ingresos y EBITDA, y es así como en 2011 se observa un aumento en el resultado operacional y en el margen de explotación producto principalmente del buen escenario en los precios internacionales de esos años, lo que se contrasta con el primer semestre de 2012, donde en línea con los ciclos del negocio, éstos disminuyeron haciendo caer ambos resultados. En el siguiente gráfico se muestra la situación descrita:



## Evolución del endeudamiento y liquidez

En términos de endeudamiento, **Invermar** ha presentado una evolución desfavorable durante los últimos años, en particular desde 2008 cuando comenzó a aumentar la deuda financiera total. A junio de 2012 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 5,2 veces y la deuda financiera sobre EBITDA a 23,0 veces. Este mayor endeudamiento se debe tanto a un crecimiento de la deuda como al debilitamiento que sufrió el patrimonio en el mismo periodo producto de las pérdidas del ejercicio (disminuye desde US\$ 66,4 millones

en diciembre de 2008 a US\$ -8,9 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 generados por el virus ISA y a menores ventas (pérdida de biomasa); luego de un año 2011 de recuperación por el alza en los precios, en junio de 2012 nuevamente el EBITDA es insuficiente para el nivel de endeudamiento de la compañía.

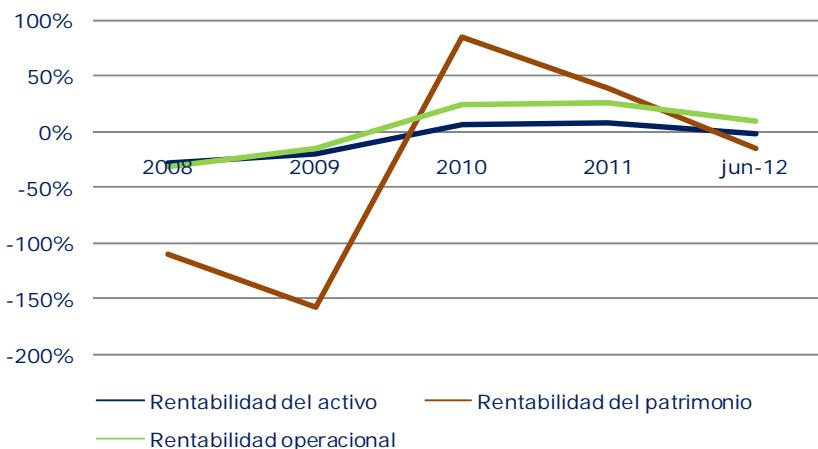


## Evolución de la rentabilidad<sup>2</sup>

De acuerdo a datos históricos, la rentabilidad de **Invermar** comenzó a presentar un deterioro a partir de mediados de 2007 y se vio fuertemente perjudicada en 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 2010, pero actualmente la tendencia muestra una nueva disminución. Los siguientes gráficos ilustran lo descrito:

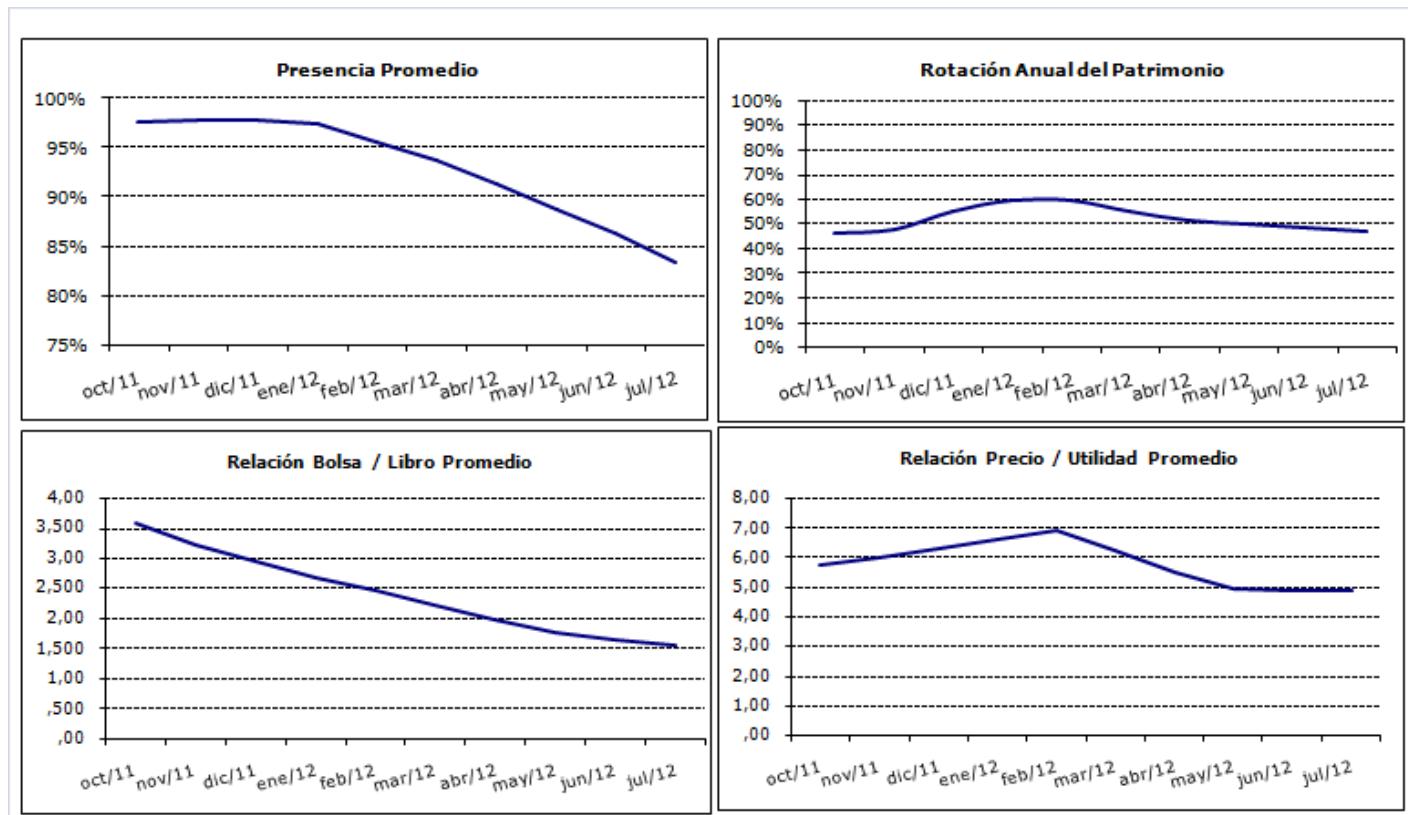
<sup>2</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

### Evolución de la rentabilidad



## Acciones

A continuación se presenta 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".*