



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. 56 – 2 – 2433 52 00

ignacio.penaloza@humphreys.cl

Invermar S.A.

Septiembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	B-¹
Tendencia	En Observación
Acciones	Segunda Clase
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de Junio de 2013

Estado de Resultados Consolidado IFRS					
M US\$	2010	2011	2012	Ene-Jun 2012	Ene-Jun 2013
Ingresos ordinarios	51.410	123.648	147.018	77.950	62.689
Costo de ventas	-45.042	-100.890	-165.100	-74.877	-61.742
Ajuste a biomasa	17.379	23.371	-28.398	-9.770	10.451
Gastos de administración y distribución	-8.050	-14.639	-19.244	-9.502	-7.342
Resultado operacional	15.697	31.490	-65.724	-16.199	4.056
Costos financieros	-7.365	-6.860	-8.185	-4.559	-4.052
Ganancia (perdida)	14.478	21.146	-57.963	-18.794	2.202
EBITDA	24.999	42.207	-53.301	-10.090	9.889
EBITDA sin ajuste de biomasa	7.620	18.836	-24.903	-320	-562

¹ Anterior Clasificación: B+

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)

M US\$	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-06-2013
Efectivo y equivalentes al efectivo	14.960	11.116	3.380	2.781
Inventarios	17.159	23.389	9.203	3.980
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	18.513	20.540	20.849	12.027
Activos biológicos	56.696	102.276	63.089	85.575
Propiedades, planta y equipo	69.143	72.739	65.997	61.309
Total de activos	238.478	295.621	222.254	218.459
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	12.391	23.555	0	0
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	18.008	40.168	57.572	50.517
Pasivos financieros	162.259	165.760	156.554	157.389
Total pasivos	195.518	231.697	215.039	209.128
Capital emitido	85.395	85.395	85.395	85.395
Ganancias (pérdidas) acumuladas	-58.674	-37.694	-95.036	-92.726
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	41.964	62.762	6.629	8847
Patrimonio total	42.960	63.924	7.215	9331
Total pasivos y patrimonio	238.478	295.621	222.254	218.459

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, restaurantes y hoteles de Europa, Estados Unidos y Asia. Su principal negocio es la venta de porciones individuales y otros productos en base a salmón atlántico, contando además con negocios secundarios en truchas, coho y ostiones (truchas y coho están siendo liquidados a la fecha). Desde la perspectiva operativa, funciona integrada verticalmente, a través de sus filiales Acuicultura Lago Verde (cultivo de salmones en agua dulce), Smoltechnics (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, y debido a cambios en la regulación chilena, su estrategia es mantener una producción estable de entre 20.000 y 25.000 toneladas anuales de producto.

En 2012 el emisor logró ventas por US\$ 147 millones, con un EBITDA de US\$ -53,3 millones y una pérdida final de US\$ 58 millones, versus US\$ 123,6 millones, US\$ 42,2 millones y ganancia de US\$ 21,1 millones en 2011,

respectivamente. A junio de 2013 los ingresos llegaron a US\$ 62,7 millones y el resultado final fue una ganancia de US\$ 2,2 millones.

El cambio de clasificación, desde “Categoría B+” a “Categoría B-” obedece a la reducción de los niveles esperados de producción por parte emisor en relación con lo inicialmente previsto. En efecto, se proyecta que a futuro la producción **Invermar** se situé en orden de las 25 mil toneladas, inferior al supuesto de 30 mil toneladas con que se trabajaba el año 2012. Si bien la decisión de la empresa de interrumpir la cosecha de trucha y coho es consecuencia de los bajos márgenes que tales productos exhiben en la actualidad (y que afectan negativamente su liquidez), en una perspectiva de largo plazo implica menor capacidad de generación de flujos.

La clasificación de solvencia de la sociedad en “Categoría B-” se explica por su elevado nivel de endeudamiento en relación con su actual capacidad de generación de flujos. En efecto, a junio de 2013 la compañía presentaba una deuda financiera ascendiente a US\$ 157,4 millones y en dicho semestre el EBITDA de **Invermar** fue de US\$ 9,9 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. 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. A junio de 2013 la compañía mostró cifras deficientes en términos de EBITDA y resultados, a raíz de la existencia del virus SRS en el último centro de trucha cosechado por la empresa, así como al bajo precio del salmón atlántico y coho durante la primera mitad del año. Con todo, se reconoce una tendencia a la mejora en el segundo trimestre del año.

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 2012

En 2012 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 147 millones, un aumento de 18,9% respecto de 2011 que se explicó por el mayor nivel de toneladas despachadas en el año, alcanzando las 22.563, un 66% superior a las de 2011. Por otro lado, el bajo nivel de precios del salmón del segundo semestre de 2012, más la abrupta caída de precios del coho y la trucha, generaron un impacto negativo en el rendimiento de los productos comercializados por la compañía, contrarrestando los beneficios del gran aumento de toneladas vendidas.

El costo de ventas de 2012 fue de US\$ 165,1 millones, aumentando 63,6% respecto del año anterior. Con ello, sumando el ajuste por biomasa, el margen bruto fue de US\$ -46,5 millones en 2012 (-31,6% de los ingresos), disminuyendo un 200,8% respecto de 2011. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 19,2 millones, incrementándose 31,6% a consecuencia del mayor nivel de actividad del período. Con ello, el resultado operacional legó a US\$ -65,7 millones (-44,7% de los ingresos), contra los US\$ 31,5 millones de 2011, que representaban un 25,5% de los ingresos. El EBITDA también disminuyó, pasando de US\$ 42,2 millones a US\$ -53,3 millones, mientras que similar tendencia registró el resultado final, que pasó de US\$ 21,1 millones a US\$ -58 millones.

Resultados junio 2013

En el primer semestre de 2013 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 62,7 millones, cayendo así 19,6% respecto de igual lapso de 2012. Lo anterior se explica por la descontinuación paulatina del salmón coho y la trucha en la producción de la compañía y en la baja de los precios de venta (sobre el 50% el primer trimestre para los productos coho y trucha) El costo de venta del período alcanzó los US\$ 61,7 millones, cayendo en 17,5%, lo que es concordante con la caída 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 al aumento de precio en el alimento de los peces, costo que representa el 55% del total. Por su parte, el resultado por variación de la biomasa pasó de US\$ -9,8 millones, a US\$ 10,5 millones con lo que finalmente el margen de explotación del período fue US\$11,4 millones (18,2% de los ingresos), aumentando 270% respecto de los US\$ -6,7 millones (-8,6% de los ingresos) de un año atrás.

Los gastos de administración y de distribución, en tanto, decrecieron 22,7% hasta US\$ 7,3 millones, con lo que el resultado operacional aumentó hasta US\$4,1 millones. Finalmente, la ganancia del período fue de US\$ 2,2 millones, con una gran mejora respecto de los US\$ -18,8 millones alcanzados hace un año, mientras que el EBITDA fue de US\$ 9,9 millones y de US\$ -0,6 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, fueron destinados al pago de capital e intereses de deuda bancaria.

En enero de 2013, el directorio tomó conocimiento de que Salmones Cupquelán S.A. realizó una oferta para comprar el porcentaje de acciones propiedad de Inversiones y Tecnología Limitada (54,07% del patrimonio), hecho que luego no se concretaría debido a que no se cumplieron con la totalidad de las condiciones del contrato, siendo finalmente cancelada la operación en julio del mismo año.

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 incurrir en pérdida de intereses y capital.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con menor 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 salmónidos, estos últimos en su versión atlántico.

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: 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 e incapacidad de pago con flujos actuales: Según la última información disponible, la deuda financiera de **Invermar** asciende a US\$ 157,4 millones, existiendo además deudas con proveedores por US\$ 50,6 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 2013 y que de no mejorar notoriamente hará necesario una renegociación o refinanciamiento de la deuda.

Volatilidad del precio de salmonidos: Si bien la demanda mundial de salmonidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años y el precio ha tendido a crecer en el último año, mejorando notablemente las expectativas, éste se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmon de cultivo cosechado a nivel mundial, a las capturas de salmon silvestre y a la situación económica internacional. Con todo, se reconoce que los productos de **Invermar**, por sus características, presentan menor volatilidad de precios que el salmon con bajo nivel de elaboración.

Concentración de clientes: Según la última información, el 55% de las ventas de salmonidos 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.

Concentración en los centros de cultivo: Actualmente 13 de las 25 concesiones en uso se encuentran en la X región, 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 recurrentes 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.

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.

Concentración en un producto: En el 2013 se están liquidando las últimas reservas de salmon coho y trucha, productos que ya no eran rentables para la compañía por lo que se decidió no venderlos más. Esto hace que sobre el 90% de los ingresos se concentre en el salmon atlántico, lo que hace que cualquier eventualidad que ocurra sobre este producto en particular, afecte directamente al ingreso total.

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 salmon 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. 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 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. También como ya se comentó en la sección de hechos recientes, hubo un intento infructífero por vender la compañía.

Recientemente la empresa optó por dejar de lado la venta de trucha y salmón coho debido entre otras cosas, a lo poco rentables que resultaron ser en los dos últimos años y a una restricción impuesta a la producción, dependiente del nivel de mortalidad, lo que hace poco atractiva la producción de ambos.

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 54,07% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante diseminada.

A continuación se describen los accionistas a junio de 2013:

Nombre	% de propiedad (*)
Inversiones y Tecnología Ltda.	54,07%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	10,35%
Rentas SolinLtda	4,52%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	3,78%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	3,78%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	2,81%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	2,34%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	2,33%
Administradora Alekine S.A./ FipAlekine	2,09%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	1,82%
Santander S.A. Corredores de Bolsa	1,73%
FitResearch Corredores de Bolsa S.A.	1,36%
Otros Accionistas	9,02%

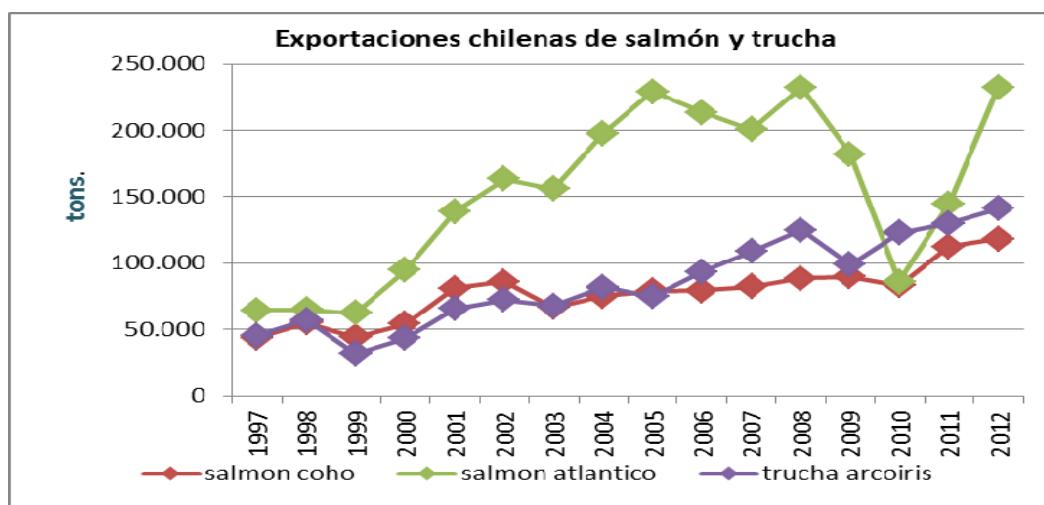
El directorio a la fecha de la clasificación se estructuraba por las siguientes personas:

Nombre	Cargo
Mario Montanari Mazzarelli	Presidente
Alberto Montanari Mazzarelli	Vicepresidente
Luis Bravo Forster	Director
Ricardo Merino Goycoolea	Director
Hemir Obilinovic Arrate	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 ²	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 por el virus ISA, aparecido 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. Luego hubo una fuerte baja del precio, pero aun así hubo un aumento de los ingresos dado por mayores volúmenes exportados. Actualmente el precio ha vuelto a aumentar considerablemente, siendo uno de los más altos de la historia.

² Recientemente cesó sus funciones.

Recientemente, Sernapesca suspendió temporalmente el ingreso de ovas desde otros países, con el propósito de mantener el control sobre dos nuevas patologías que no se han dado a conocer, hecho que limitara la producción para quienes no cuentan con reproducción propia y cuyos efectos se verán posteriormente. Esta suspensión se mantendrá mientras se lleva a cabo un análisis de riesgos.

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.,.

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 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 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.

Recientemente se instauraron dos nuevas normativas, una que restringe las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión. Ambas tienen un impacto directo en la producción, ya que por ejemplo, la trucha presenta niveles de mortalidad mucho más altos que el salmón atlántico y la producción se limita al no contar con un mayor espacio físico.

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 2012 el 3,5% de las ventas totales.

Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos. En el negocio del salmón se trabajaban 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, pero recientemente se decidió la especialización en el salmón atlántico..

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 6,9% en 2011 a 3,6% en 2012.

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.. Actualmente la empresa busca homogenizar la producción durante el año y mantenerse entre las 20 mil y 25 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 coho 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.

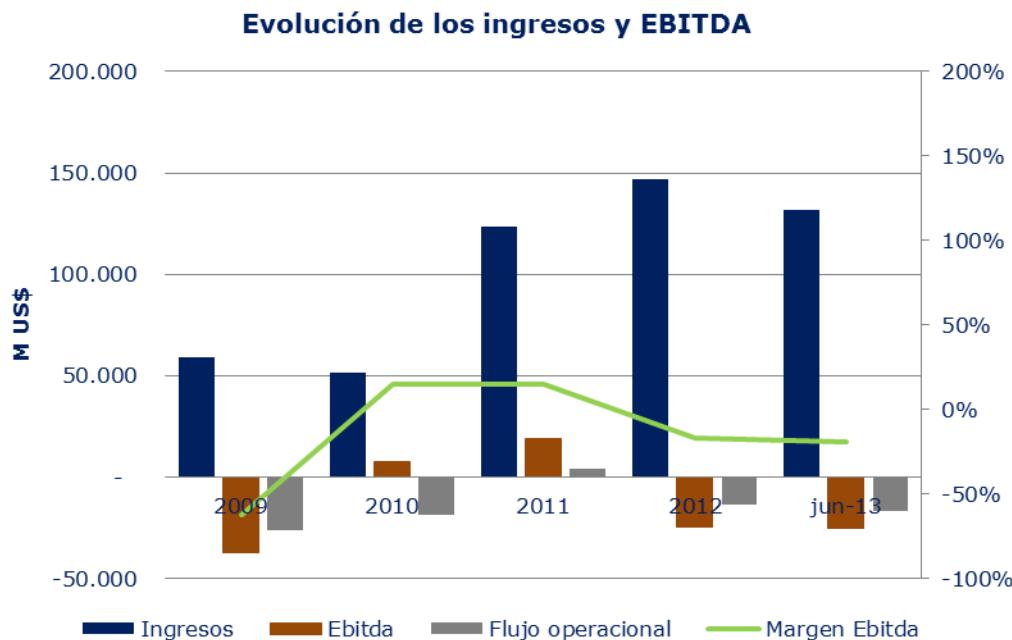
Para los procesos de engorda en agua salada **Invermar** se encuentra aplicando el nuevo paradigma de la industria salmonera chilena: cultivo en barrios con introducción de *smolts* y cosecha de ejemplares adultos simultánea entre todas las empresas presentes en el barrio, con una menor densidad de peces 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 2009 y junio 2013³.

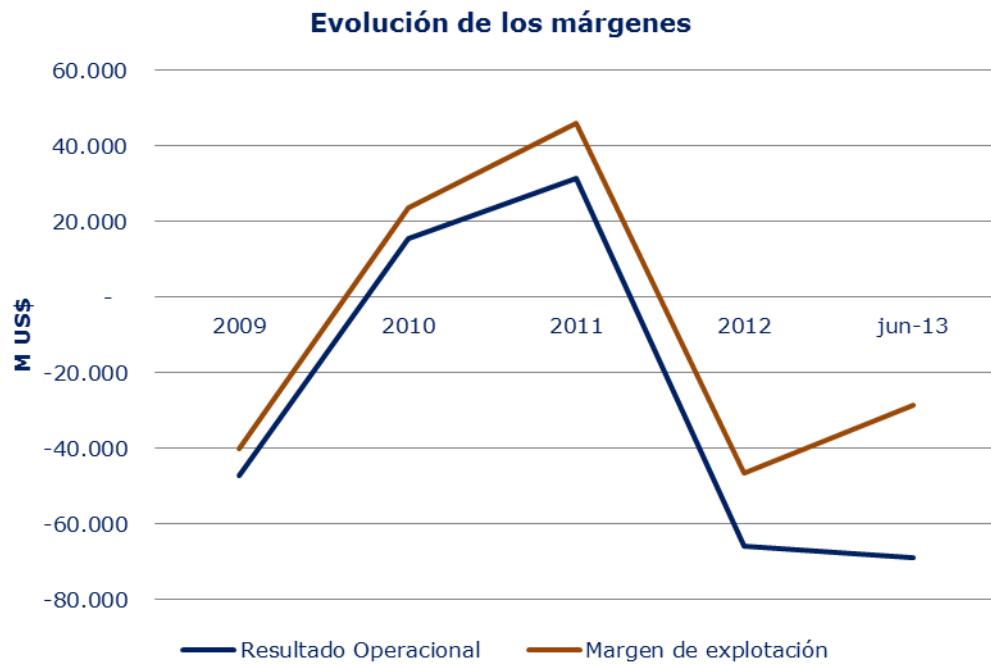
Evolución de ingresos, resultados de explotación y EBITDA

De acuerdo con la información histórica a, 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. En 2008 los ingresos de la compañía aumentaron un 15%, producto del plan de crecimiento impulsado 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 ese 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. Ya para junio de 2013 se observa una merma en el nivel de ingresos pese a la recuperación que ha tenido el precio del salmón y el EBITDA y el flujo operacional comienzan a ser negativos a partir del año 2012.



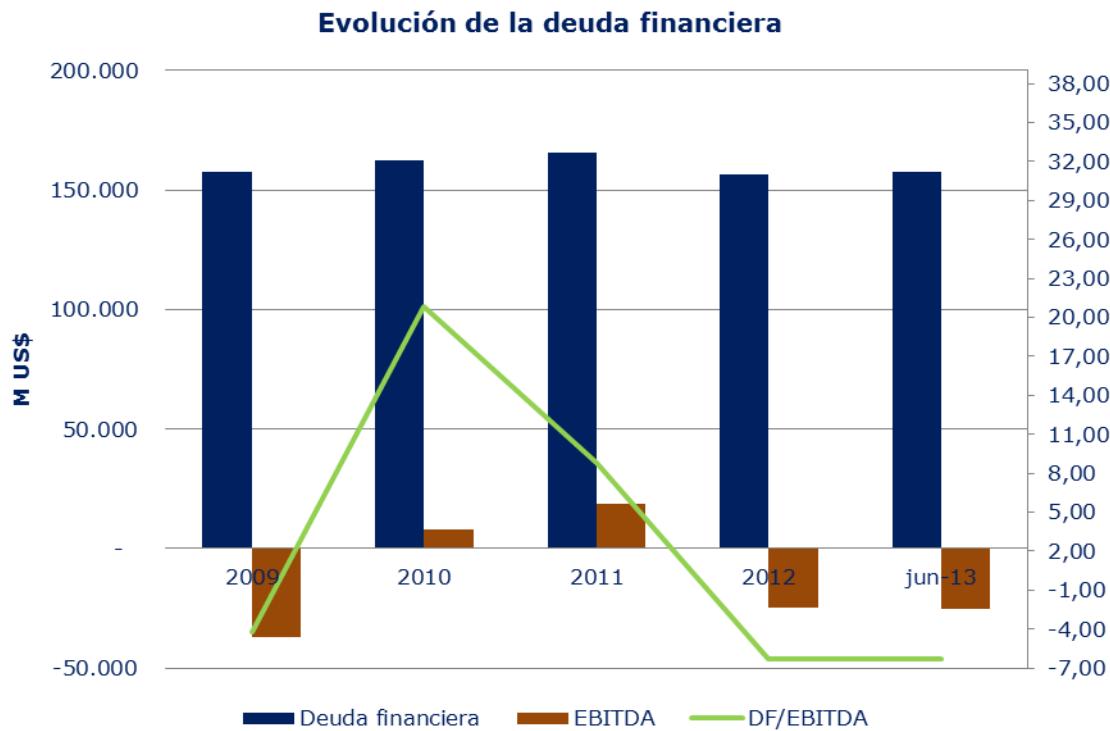
³ Los valores mencionados en el análisis siguiente corresponden al año móvil que va desde julio de 2012 a junio de 2013.

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 2012, en donde caen los precios y, por ende, los resultados. El primer semestre de 2013 sigue la línea de lo que venía del año anterior, con una leve mejora dada una importante fair value por activos biológicos el segundo trimestre. 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 2013 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 387 veces y la deuda financiera sobre EBITDA a -3 veces. Este mayor endeudamiento se debe fundamentalmente 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 millones a diciembre de 2009 y luego de US\$ 63,4 millones en diciembre de 2011 al nivel actual), ubicándose a junio de 2013 a un nivel de US\$ 0,5 millones. Asimismo, al comparar la deuda financiera de la compañía con su capacidad de generación de caja, se observa un deterioro ligado principalmente a la disminución del EBITDA, tal como se observa en los años 2008 y 2009, producto del virus ISA y su consecuente menores ventas (pérdida de biomasa); hay una recuperación en 2011 debido al alza en los precios, pero en 2012 nuevamente el EBITDA se torna negativa, hecho que se prolonga a junio de 2013..

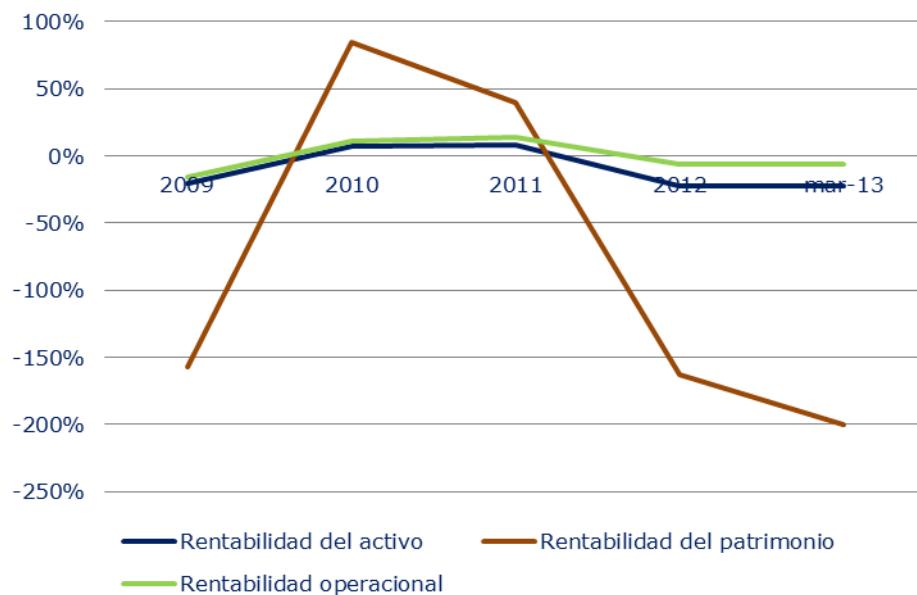


Evolución de la rentabilidad⁴

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 puntuadas 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 tendencia a empeorar, siendo las rentabilidades positivas en 2011 por última vez y con niveles actuales nada alentadores. Los siguientes gráficos ilustran lo descrito:

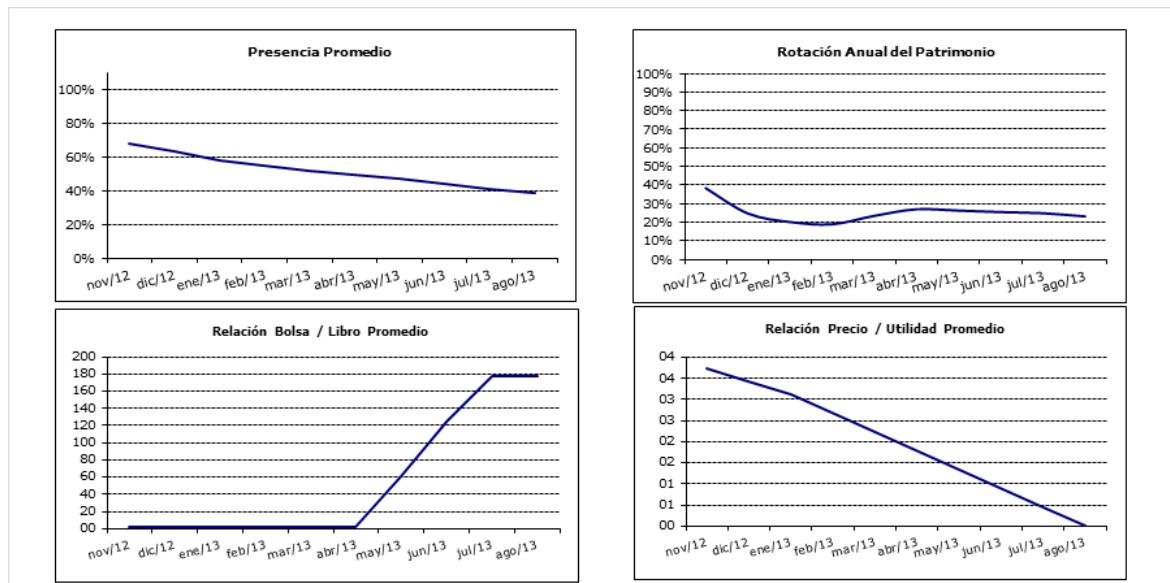
⁴ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total 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".