



Razón reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analistas
Ignacio Peñaloza F.
Carlos García B.
Tel. 56 – 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Invermar S.A.

Septiembre 2015

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	C
Tendencia	En Observación
Acciones (INVERMAR)	Segunda Clase
Tendencia	Estable¹
EEFF base	30 de junio de 2015

Estados de Resultados Consolidados, IFRS						
M US\$	2011	2012	2013	2014	Ene-Jun 2014	Ene-Jun 2015
Ingresos ordinarios	123.648	147.018	134.700	99.538	47.046	31.473
Costo de ventas	-100.890	-165.100	-121.433	-98.306	-44.316	-32.771
Ajuste a biomasa	23.371	-28.398	22.904	-8.380	-6.801	-6.380
Gastos de administración y distribución	-14.639	-19.244	-14.233	-7.458	-4.189	-3.400
Costos financieros	-6.860	-8.185	-7.526	-5.363	-3.138	-1.311
Ganancia (pérdida)	21.146	-57.963	7.236	-14.021	-10.555	70.993
EBITDA	18.836	-24.903	10.686	5.638	4.734	315

Estados de Situación Financiera Consolidado, IFRS					
M US\$	2011	2012	2013	2014	Junio 2015
Activos corrientes	165.067	103.888	113.400	100.378	95.989
Activos no corrientes	130.554	119.726	110.939	108.796	110.729
Total de activos	295.621	223.614	224.339	209.174	206.718
Pasivos corrientes	68.260	62.341	64.801	198.353	122.966
Pasivos no corrientes	163.437	154.058	136.741	0	2.368
Patrimonio total	63.924	7.215	22.797	10.821	81.384
Total pasivos y patrimonio	295.621	223.614	224.339	209.174	206.718

¹ Tendencia anterior: En Observación.

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 ostiones. Desde la perspectiva operativa, la compañía ha absorbido las actividades que anteriormente realizaban diversas empresas filiales, a excepción de Invertec Ostimar (cultivo de ostiones).

En 2014 el emisor logró ventas por US\$ 99,6 millones, con un EBITDA de US\$ 5,6 millones y una pérdida final de US\$ 14,0 millones, versus US\$ 134,7 millones, US\$ 10,7 millones y una ganancia de US\$ 7,2 millones en 2013, respectivamente. A junio de 2015 los ingresos llegaron a US\$ 31,5 millones, el EBITDA alcanzó US\$315 miles, y el resultado final fue una ganancias de US\$ 71 millones.

La clasificación de solvencia de la sociedad en "Categoría C" se explica por su escasa capacidad de generación de flujos y la necesidad de recurrir a su matriz para financiar la operación. En efecto, a junio de 2015 la compañía presentaba una deuda con empresas relacionadas, ascendiente a US\$ 96 millones y en los últimos doce meses corridos, el EBITDA de **Invermar** fue de US\$ 1,6 millones (sin considerar las variaciones por ajuste de biomasa que no representan flujos efectivos). Esto, sumado a la caída de residuo volcánico desde el Calbuco en la piscicultura Lago Verde, hacen poco probable que se logre generar el flujo de caja necesario para la devolución del préstamo. Si bien la clasificadora reconoce como positivo el cambio de controlador, básicamente por el plan de fortalecimiento financiero, cualquier modificación en la categoría de riesgo requerirá mayor conocimiento de las políticas a implementar y su efecto en los resultados (sobre todo que a junio de 2015 la sociedad presenta un margen bruto negativo).

La clasificación recoge como factores adversos la 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 prima por sobre el precio del salmón como *commodity*.

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 al modelo de negocio desarrollado hasta antes de dicho evento, incorporando todo lo aprendido en el tiempo, a través de nuevas normativas que impidan una caída de las proporciones antes experimentadas. También se observa de forma positiva la cadena integrada verticalmente de la firma, que le permite obtener gran parte de las necesidades de ovas y smolts de manera segura.

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*", dado que desde 2015 cuenta con nuevos controladores (específicamente la empresa Alimentos Marinos S.A.), los que tienen como objetivo la recuperación financiera de la compañía, el fortalecimiento de su liquidez y el aprovechamiento de sinergias con sus empresas relacionadas, por lo que se espera a futuro ver mejoras en la operación y en los resultados.

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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Operación integrada verticalmente y apoyo del controlador.

Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Alto endeudamiento e incapacidad de pago con flujos actuales (riesgo que está afectando liquidez).
- Volatilidad del precio de salmones (propio de la industria).
- Concentración de clientes (riesgo de impacto medio-alto).
- Concentración en los centros de cultivo (riesgo elevado).
- Riesgos de la naturaleza (riesgo del sector y elevado impacto).
- Concentración en un producto (riesgo medio).

Hechos recientes

Resultados 2014

En 2014 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 99,5 millones, una disminución de 26,1% respecto de 2013 que se explicó por el menor nivel de toneladas de salmón atlántico despachadas, sumado a que se dejó de vender salmón coho y trucha arcoíris, pasando de un total de 14.391 toneladas totales a 8.415. El mejor precio obtenido por el salmón atlántico, contrarrestó en alguna medida esta caída haciéndola menos abrupta.

El costo de ventas de 2014 fue de US\$ 98,3 millones, disminuyendo un 19,0% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue de US\$ 1,2 millones (1,2% de los ingresos), inferior a los US\$ 13,3 millones obtenidos en 2013. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 7,5 millones, disminuyendo 47,6% a consecuencia del menor nivel de actividad del período.

El EBITDA finalmente, cayó de US\$ 10,7 millones a US\$ 5,6 millones, mientras la misma tendencia descendente registró el resultado final, que pasó de US\$ 7,2 millones a US\$ -14,0 millones.

Resultados junio 2015

En el primer semestre de 2015 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 31,5 millones, cayendo así 33,1% respecto de igual lapso de 2014, que responde principalmente a una contracción en el volumen de salmón atlántico, el cual se redujo en 37,7% respecto a igual período del año pasado atenuado parcialmente por un leve incremento en los precios promedio acumulado al primer semestre.

El costo de venta del período alcanzó los US\$ 32,8 millones, cayendo un 26,1%, lo que es concordante con la caída en los ingresos.

Los gastos de administración y distribución, en tanto, decrecieron 18,8% hasta US\$ 3,4 millones, producto de la menor operación. Finalmente, la ganancia del período fue de US\$ 70,9 millones, lo que se compara favorablemente con la pérdida de US\$ 10,5 millones registrada durante el primer semestre de 2014. El resultado final se explica fundamentalmente por la condonación de parte de la deuda financiera de la emisora, por parte de los bancos acreedores de un crédito sindicado, en el marco del cambio de propiedad de la compañía.

Cambio de propiedad

Con fecha 30 de marzo de 2015, Alimentos marinos S.A. (Alimar) adquiere 230.636.398 acciones de la empresa, adjudicándose el 79,9% de la propiedad, pasando a ser su nuevo controlado. Como parte del proceso de acuerdo de compra, Alimar otorgó un préstamo por US\$ 70 millones, de los cuales US\$ 62,4 millones fueron usados para pagar deuda con los bancos. El resto del pasivo bancario fue condonado, a excepción de una deuda de US\$ 2,3 millones mantenida con Banco Estado. Cabe señalar que durante junio y julio, Alimar ha realizado nuevos préstamos con el objetivo de financiar la operación, por un monto cercano a los US\$ 50 millones.

En abril, la erupción del volcán Calbuco, produjo importantes daños en la biomasa de la piscicultura Lago Verde, propiedad de la empresa, por lo que los estados financieros a junio presentan un ajuste al valor de la biomasa por US\$ 2,9 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría C

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

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

Integración vertical 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, de alimentos para peces y 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. Aun así, se reconoce la carga en términos de costos que impone a la compañía.

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: 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, claridad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo (desde la región de los Lagos a la región de Magallanes), cercanía a la producción de insumos (especialmente harina de pescado), entre otras. Con ello las empresas chilenas adquieren una ventaja frente a competidores del resto del mundo (Noruega, Islas Faroe, Escocia, principalmente), en particular en términos del tiempo empleado de engorda y del rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en mejores rendimientos en términos de eficiencia. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes, representando el 26,2% de la producción mundial de salmón atlántico en 2014.

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo con estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna ha presentado un nivel bastante pleno entre 1967 y 2007. No ha sucedido lo mismo con la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también apuntando hacia esta tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana, además de considerarse que las capturas de salmón salvaje tienen un tope natural.

Factores de riesgo

Alto endeudamiento e incapacidad de pago con flujos actuales: Según la última información disponible, la deuda financiera de **Invermar** con terceros asciende a US\$ 2,4 millones. No obstante, la deuda financiera total, incluyendo aquella con empresas relacionadas, alcanza a más de US\$ 98 millones, existiendo además deudas con proveedores por US\$ 26,3 millones, lo que se considera alto respecto al EBITDA actual de la compañía, el cual, como se mencionara anteriormente, al año móvil a junio de 2015 alcanza a US\$ 315 miles.

Esta estrechez de flujos se manifiesta en la necesidad que tuvo la empresa de renegociar los vencimientos de deuda.

Volatilidad del precio de salmonidos: Si bien la demanda mundial de salmonidos ha crecido sostenidamente en los últimos 16 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. Con todo, se reconoce que los productos de **Invermar**, por sus características, presentan un premio por sobre los precios del salmón con bajo nivel de elaboración, además de trabajar con contratos a largo plazo. De acuerdo a la información del FMI, en el período 1980.01 a 2015.08 el precio por kilo fluctuó, en términos nominales, entre US\$ 2,40 y US\$ 8,57.

Concentración de clientes: Según la última información, tres clientes concentraban más de la mitad de las ventas, 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 estos en la medida que los niveles de concentración se mantengan o aumenten.

Concentración en los centros de cultivo: Actualmente solo dos de las concesiones en uso se encuentran en la XI región, trece en la IV y once en la X. 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 o como recientemente, erupciones volcánicas. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas.

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. Esto hace que cerca del 95% de los ingresos se concentren en el salmón atlántico, lo que hace que cualquier eventualidad que ocurra sobre este producto en particular, afecte directamente al ingreso total.

Concentración en mercados: En 2014, el 65% 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. A esto se suma que las ventas allá se hacen a través de tres distribuidores, incrementando la exposición al riesgo de una caída de los ingresos si uno de estos intermediarios reemplaza o suspende su demanda.

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.

Recientemente la empresa optó por discontinuar la producción y venta de trucha y salmón coho debido, entre otras cosas, a la reducción de su rentabilidad durante 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 la familia Izquierdo Menéndez a través de Alimar, que mantiene a la fecha el 79,86% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante desconcentrada.

A continuación se describen los accionistas a junio de 2015:

Nombre	% de propiedad (*)
Alimentos Marinos S.A.	79,86%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	9,13%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	1,44%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,37%
Santander S.A. Corredores de Bolsa	1,35%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	1,11%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	0,78%
BCI Corredora de Bolsa S.A.	0,70%
MBI Corredora de Bolsa S.A.	0,70%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	0,67%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	0,65%
Eduardo Selame y Compañía Ltda.	0,25%
Otros Accionistas	1,99%

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

Nombre	Cargo
Roberto Izquierdo Menendez	Presidente
Fernando Izquierdo Menendez	Director
Vicente Izquierdo Menendez	Director
Santiago Izquierdo Menendez	Director
Paul Weber Silva	Director
Maria Ileana Taboada Bittner	Director
Juan Agustín Izquierdo Etchebarne	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Heinrich Strelow Fiedler	Gerente General
Christián Franco Boria	Gerente comercial
Patricio Urbina Koning	Gerente zonal

Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene mayoritariamente de Noruega y Chile, ambos compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos que se producen y exportan desde Chile son la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico², siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

Ilustración 1



En 2007 la industria salmonera chilena se vio afectada 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 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 internacional descendiera a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas hacia 2012 en toda la industria nacional. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, pero en 2015 nuevamente ha habido una baja considerable del precio.

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) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o

² Cabe recordar que **Invermar** se especializa en este producto.

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. El otorgamiento de nuevas concesiones en la Región de Los Lagos y en la de Aysén, se encuentra suspendido hasta cinco años desde la dictación de la ley (hasta el año en curso). La normativa apuntó 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 deben mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada asignadas ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual caso 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 concesionada 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 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. La autoridad también define 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 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.

También, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros, y cuya función era asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se había alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le asignó, estaba el definir si se podía 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. En 2012 este panel fue reemplazado por ocho Comités Científicos Técnicos encargados de tomar las principales decisiones de administración pesquera, poniendo el énfasis en la preservación de los recursos por sobre los resultados económicos. Los expertos en estos Comités duran cuatro años en el cargo, con renovaciones parciales cada dos.

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 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. Todas 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, además de los incrementos en costos.

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 estos. Existe un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión, el que representó en 2014 el 4,5% de las ventas totales.

Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos en base a salmón atlántico. Las ventas se concentran en los mercados de Europa y principalmente 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 cliente.

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.

Invermar utiliza distintas modalidades de abastecimiento de ovas, que incluyen reproductores propios y un contrato de suministro con la empresa Aquagen.

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

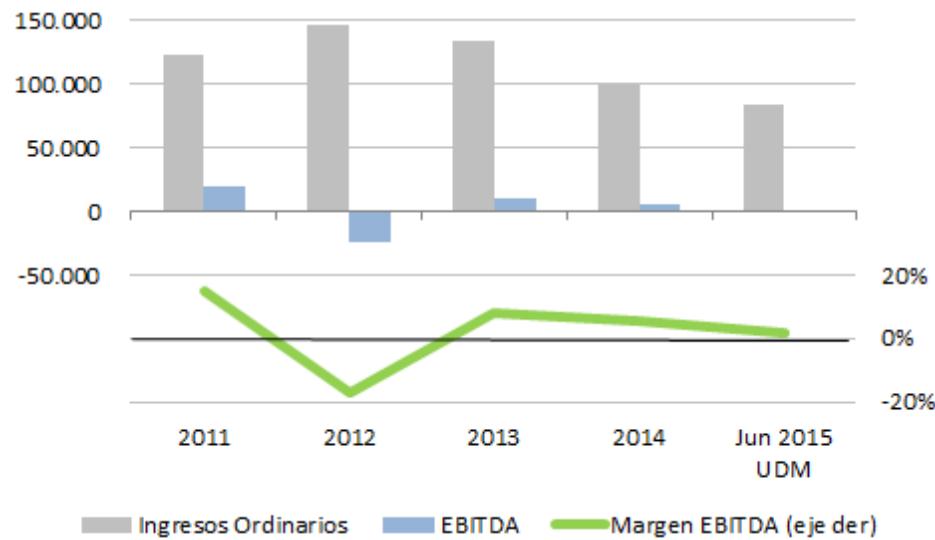
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2011 y junio de 2015³.

Evolución de ingresos, resultados de explotación y EBITDA

Como consecuencia de la crisis del virus ISA que afectó a la industria, la compañía cerró el año 2008 con una cifra negativa de US\$ 78 millones. 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 vio una recuperación tanto de ingresos y EBITDA producto de la retoma de la siembra de peces y las mejores medidas sanitarias aplicadas. En 2012, dados los márgenes negativos presentados por el salmón coho y la trucha, se decidió dejar de producirlos, lo que se refleja en una caída en las ventas, pero una recuperación del EBITDA. Posteriormente, la caída de los precios ha mermado más el nivel de ingresos. En el siguiente gráfico se observa la evolución de ingresos y EBITDA desde 2011:

³ Los valores mencionados en el análisis siguiente corresponden al año móvil que va desde julio de 2014 a junio de 2015.

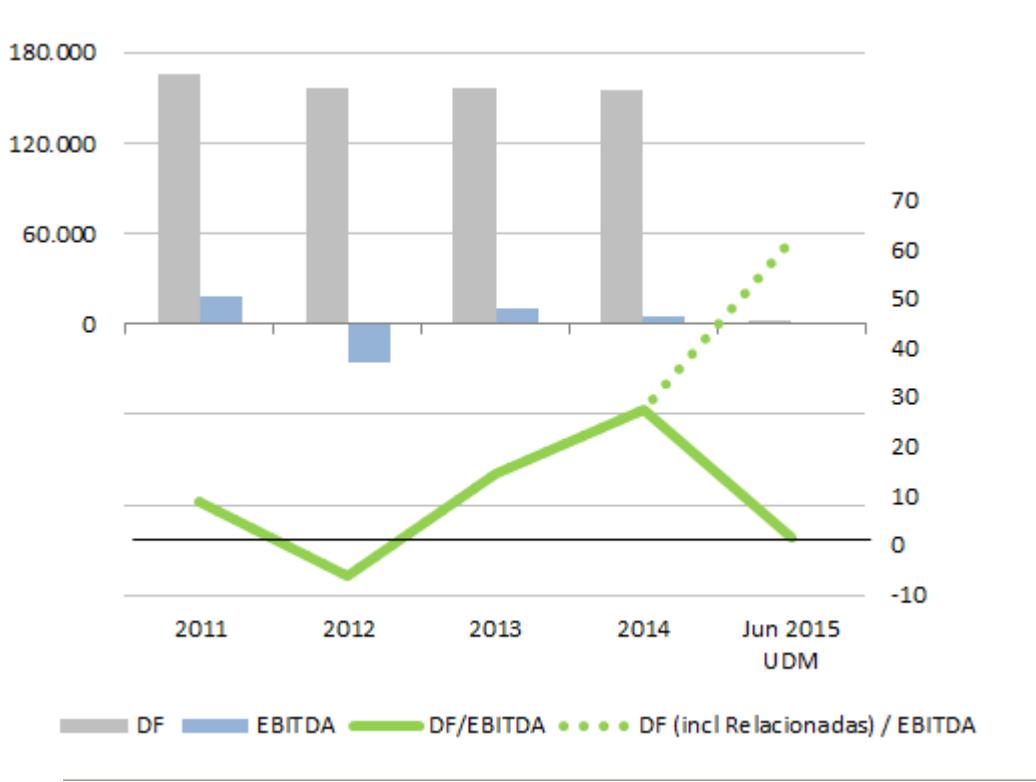
Ilustración 2
Evolución de los ingresos y EBITDA



Evolución del endeudamiento y liquidez

A junio de 2015 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 1,5 veces, en tanto que la deuda financiera con terceros sobre EBITDA a 1,0 vez, con la consideración de que la condonación de los pasivos bancarios disminuyeron casi en su totalidad y que además, le generó a la compañía una utilidad por otras ganancias por US\$ 85,5 millones, haciendo crecer el patrimonio, pero no generando más caja. Desde 2011 el nivel de deuda financiera se había mantenido constante, pero los niveles de DF/EBITDA nunca pudieron reducirse bajo las 8,8 veces (2011 fue el año de mejores resultados). Esto hizo que la compañía se desprendiese de activos para generar caja para cumplir con las obligaciones de corto plazo; hasta que se produjo el cambio de propiedad con el que se eliminó gran parte de la deuda financiera. No obstante, si se considera la totalidad de la deuda financiera, tanto con el sistema financiero, como con empresas relacionadas, el indicador DF (incluyendo emp. Relacionadas)/ EBITDA se incrementa a valores superiores a 60 veces (ver Ilustración 3).

Ilustración 3
Evolución de los ingresos y EBITDA

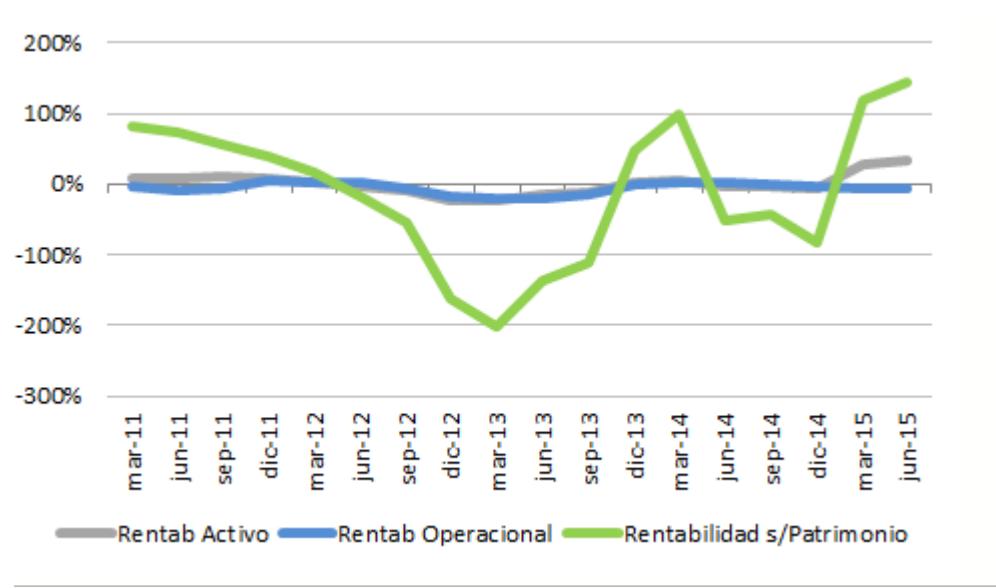


Evolución de la rentabilidad⁴

En 2012 y 2014 se alcanzaron los niveles de precio más bajos del período analizado anterior a 2015, y eso se refleja en la rentabilidad alcanzada en dichos años, donde el rendimiento del patrimonio es muy negativo, mientras la rentabilidad del activo se mantiene bajo 0%. Luego en el año móvil a junio de 2015 la rentabilidad del patrimonio se incrementa en forma importante, producto de la utilidad creada por la condonación de la deuda, pero la rentabilidad operacional, sigue estando en niveles negativos.

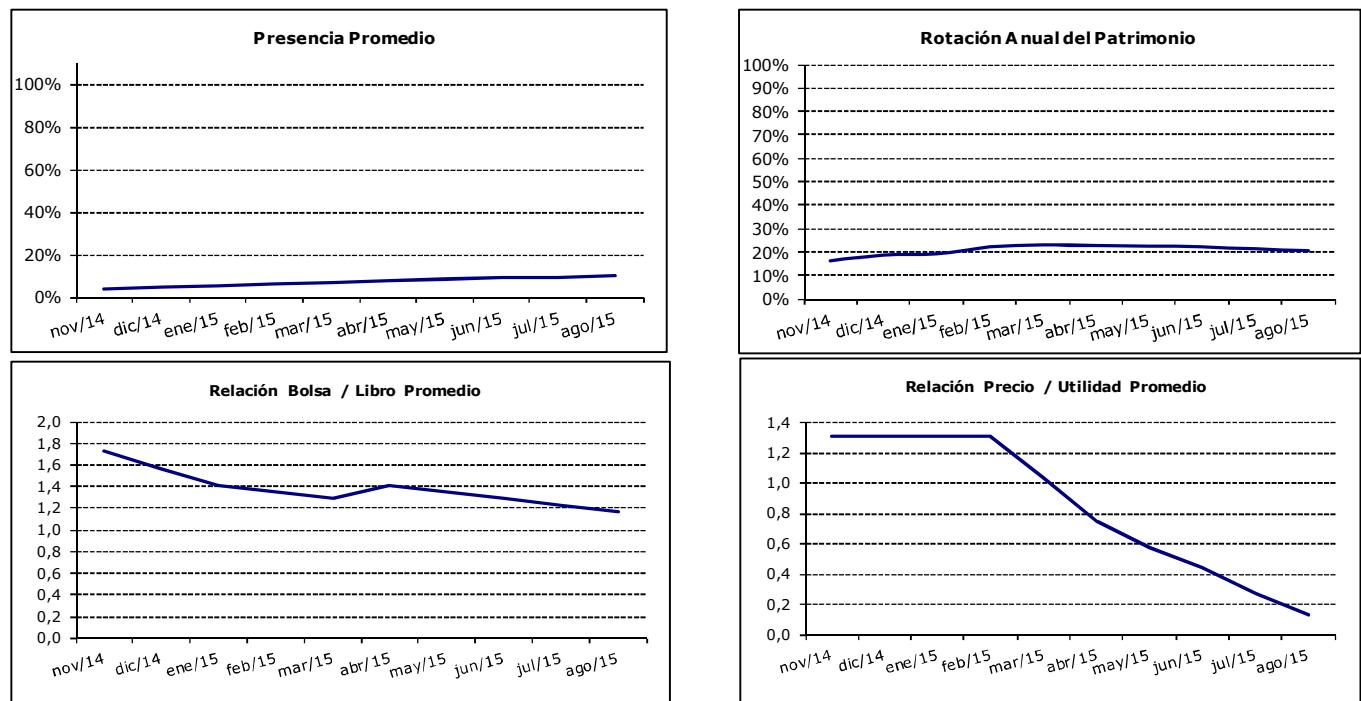
⁴ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total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

**Ilustración 4
Evolución 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".