

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A.

Mayo 2010

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Solvencia Tendencia Acciones	B- En Observación Segunda Clase	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Bárbara Lobos M. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 diciembre de 2009	Tipo de Reseña	Cambio de Clasificación

Estado de Resultados Consolidado				
(US\$ millones)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Ingreso Operacional	55.767	80.891	69.995	80.531
Costo explotación	- 40.646	-57.205	- 53.065	-105.267
Gastos Adm. y Ventas	- 4.828	-5.607	- 7.175	- 7.885
Resultado Operacional	10.293	18.079	9.755	-32.621
Resultado no Operacional	- 0.787	- 0.342	-3.044	- 7.830
Utilidad Neta	7.562	15.371	6.080	- 33.856

Balance General Consolidado				
(US\$ millones)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Activo Circulante	57.718	64.737	98.804	114.294
Activo Fijo	33.874	46.320	70.729	79.407
Otros Activos	13.970	16.882	19.150	24.538
Total Activos	105.562	127.939	188.683	218.239
Pasivo Circulante	23.833	23.890	49.211	180.645
Pasivo Largo Plazo	22.924	32.208	65.322	1.666
Interés Minoritario	1.040	1.184	1.034	0.972
Patrimonio	57.765	70.657	73.116	34.956
Total Pasivos	105.562	127.939	188.683	218.239

Estado de Resultados Consolidado IFRS

(Miles de Pesos de cada periodo)	Dic-08	Dic-09
Total Ingresos Ordinarios	80.531	59.379
Total Costo de Venta	157.402	99.560
Otros Ingresos Operacionales	0	0
Costos de Administración	8.641	6.846
Ganancia atribuible a los accionistas	-73.720	-44.870

Balance General Consolidado IFRS

(Miles de Pesos de cada periodo)	Dic-08	Dic-09
Total de Activos	258.347	211.732
Total de Pasivo	191.665	190.072
Patrimonio Neto Total	66.682	21.660
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	258.347	211.732

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. (Invermar) es una empresa del sector acuícola, que desde 1988 se orienta a desarrollar, producir y elaborar productos en base a salmón, destinados al consumidor final, enfocándose en canales de distribución masivos como supermercados, restaurantes y hoteles de Europa, Estados Unidos y Asia. Su principal negocio es la venta de porciones individuales y otros productos en base a salmón atlántico, contando además con negocios secundarios en salmón coho y ostiones. Desde la perspectiva operativa, funciona integrada verticalmente, a través de sus filiales Invertec Seafood, Cexpromar, Invertec Ostimar, Acuicultura Lago Verde y Smoltecnicos.

Durante los últimos cuatro años **Invermar** implementó un plan de crecimiento cuyo objetivo fue aumentar significativamente los niveles de cosechas para los años 2009 y 2010 (pasar de 15.000 a 40.000 toneladas anuales). Sin embargo, el virus ISA que afectó a la industria salmonera conllevó una fuerte reducción de la biomasa de la compañía. La sociedad fue afectada por dicho virus en junio de 2008, producto de lo cual durante ese año la empresa, no obstante tener una venta de US\$ 80,5 millones, arrojó pérdidas por US\$ 33,8 millones y un *ebitda* negativo de US\$ 25 millones. La caída en los resultados y en los niveles de biomasa, llevaron a que comenzara un proceso de renegociación de su deuda con los bancos, proceso que finalizó el 30 de diciembre de 2009. Durante 2009, por la

persistencia de los efectos de ISA, la empresa vio reducidos sus ingresos en relación al año anterior alcanzando US\$ 59,3 millones –principalmente debido a la menor producción- registrando pérdidas de US\$ 44,8 millones (relacionadas a la persistencia de las eliminaciones de biomasa).

El cambio de clasificación, desde “*Categoría C*” a “*Categoría B-*”, responde principalmente a la mejor posición del emisor –desde la perspectiva de su capacidad para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras- respecto al vencimiento de sus pasivos, producto del acuerdo alcanzado con los bancos acreedores. En este sentido, se destaca que la reestructuración de la deuda implica un perfil de pago que reconoce la actual estrechez de generación de caja de la empresa derivada de la disminución de su biomasa como consecuencia del impacto del virus ISA en la producción de salmones.

El acuerdo con los acreedores, junto con estructurar un nuevo perfil de pago para los pasivos, implica la conversión de deuda con Salmofood en préstamos bancarios y el compromiso de los accionistas de eventualmente aumentar el capital de la sociedad.

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

Asimismo, el proceso de evaluación no desconoce que los términos de la ley podrían influir respecto a la percepción del sistema financiero en relación con el riesgo de la actividad salmonera, debido - entre otras razones-, a la mayor claridad sobre los estándares sanitarios mínimos y la posibilidad de constituir hipotecas sobre las concesiones, afectando con ello el financiamiento para capital de trabajo y para nuevas inversiones.

En la misma línea, los cambios que se produzcan al interior del sector y de la empresa con el objeto de evitar brotes de nuevas infecciones, así como el acceso a capital de trabajo que permita dar continuidad a la operación en el corto plazo, determinarán la rentabilidad de largo plazo del negocio el cual, a juicio de **Humphreys**, es probable que disminuya en relación con los exhibidos en el pasado.

Con todo, la actual categoría responde fundamentalmente al elevado nivel de endeudamiento de **Invermar** en relación con su presente capacidad de generación de flujos, los cuales aún son

susceptibles de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía, pudiendo incurrir en pérdida de intereses y capital.

Complementariamente, la clasificación recoge como elemento positivo la estrategia de negocio adoptada por **Invermar**, que implica establecer relaciones de largo plazo con sus clientes, ofrecer un producto diferenciado (mayor valor agregado) y acceder a un mayor precio promedio que sus pares. Como factores adversos, se estiman la exposición de la empresa al tipo de cambio, las fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados (aunque menos volátil que el precio del salmón) y los riesgos propios de la naturaleza que afectan a la actividad.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación de riesgo reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, tiene la capacidad para revertir en el mediano plazo los magros resultados que se han dado últimamente, aunque con cambios en relación al modelo de negocio desarrollado hasta la fecha.

Por otra parte, la clasificación de solvencia de la sociedad (bajo Categoría BBB-) determina que sus títulos accionarios califiquen en **“Categoría Segunda Clase”**.

La perspectiva de la clasificación se califica **“En Observación”**¹, ya que la clasificadora continúa evaluando aspectos como la implementación del nuevo marco legal al interior de la industria, la evolución de la producción de la compañía para el presente año y las proyecciones para los siguientes. También será necesario analizar las posibles consecuencias de las crisis sanitarias del sector en las relaciones comerciales de la empresa.

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

Para la mantención de la clasificación, se hace necesario que la empresa no proceda en incumplimiento de los términos y condiciones vigentes, y acceda a los recursos necesarios para la continuidad de sus operaciones.

Hechos Recientes

A marzo de 2009, **Invermar** publicó sus primeros estados financieros según la norma contable IFRS. El siguiente análisis busca reflejar lo informado bajo esta norma para el ejercicio 2009.

Durante el periodo, la compañía alcanzó ingresos por US\$ 59,3 millones, lo que representa una disminución nominal de un 26% con respecto a igual trimestre del año anterior. La caída se explicaría por una menor cosecha de salmón atlántico, la que alcanzó a 7.765 toneladas en 2009, mientras que en 2008 se cosecharon 16.069 toneladas. Por su parte, la cosecha de salmón coho alcanzó a 4.784 toneladas, cifra inferior a las 6.578 toneladas del año anterior. Adicionalmente, se observó una disminución en el precio promedio del salmón atlántico, que se explica por la venta de peces de menor tamaño al habitual debido a la necesidad de cosechar anticipadamente sus inventarios como consecuencia del virus ISA a partir de junio de 2008, lo que se sumó a un *bloom* de algas en marzo de 2009.

El costo de ventas de la compañía ascendió a US\$ 80,8 millones, lo que significó una disminución nominal de 4% en relación a igual periodo de 2008, que se relaciona con las menores cosechas en término de volumen respecto al año anterior por los motivos ya explicados, representando 1,67 veces los ingresos del ejercicio (1,95 veces en 2008). Si bien durante el año existieron eliminaciones de biomasa relacionadas al control de las enfermedades que la afectaron -al igual que el año anterior-, estas se concentraron durante el primer trimestre.

Durante 2009 la intensidad del ISA ha decrecido, sin que a la fecha la empresa presente centros de cultivo contagiados. Aún así, la compañía no descarta la aparición de nuevos brotes, aun cuando se espera que estos, de existir, sean focalizados.

Los gastos de administración y ventas alcanzaron a US\$ 6,8 millones, registrándose una disminución de 21% con respecto del año anterior. En términos relativos, los gastos de administración y ventas ascendieron al 12% de los ingresos de explotación (11% en 2008).

A raíz de lo anterior, el resultado operacional del periodo arrojó una pérdida de US\$ 54,4 millones, la que, sin embargo, se compara favorablemente con el resultado obtenido por la compañía durante el año anterior, cuando se obtuvo una pérdida operacional de US\$ 95,6 millones.

¹ Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Con todo, el resultado del ejercicio correspondió a una pérdida de US\$ 44,8 millones, inferior a la merma de US\$ 73,7 millones del año anterior.

Los activos biológicos (biomasa), en tanto, alcanzaron los US\$ 19,9 millones, implicando una disminución de 52% respecto de diciembre de 2008, que se explica por la eliminación de biomasa en las jaulas de agua dulce, cosechas de atlántico y coho y el *bloom* de algas.

Durante 2009 la compañía presentó una disminución del patrimonio neto de un 69%, pasando de US\$ 64,5 millones al 31 de diciembre de 2008 a US\$ 19,9 millones al 31 de diciembre de 2009, que es consistente con las pérdidas registradas durante el periodo. Adicionalmente, la empresa informó deuda con instituciones financieras por US\$ 158 millones a la fecha de los últimos estados financieros, monto que incluye el refinanciamiento bancario de una deuda con el proveedor Salmofood (empresa relacionada) por US\$ 28 millones.

Además, cabe mencionar que ante la actual crisis sanitaria la compañía ha desarrollado un nuevo *mix* de productos enfocado a productos de mayor valor agregado en segmentos donde hasta ahora no participaba. De similar forma, la empresa ha modificado su estructura operativa pasando de una dotación de 2.306 personas en 2008 a 1.559 al 31 de diciembre de 2009.

Los detalles del resultado del refinanciamiento con lo bancos se presentan en el **Anexo 1**.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría B

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

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

Categoría Segunda Clase

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

Para obtener más información de **Invermar**, ver informe reseña anual de clasificación en la página de **Humphreys** (www.humphreys.cl).

Anexo 1

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

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

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

A continuación se presenta la estructura de la deuda, en cuanto a los bancos participantes, y el perfil de pago estimado² por **Humphreys** a partir de información proporcionada por la compañía.

² En ciertos tramos, los intereses han sido pactados a tasa variable.

