



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A.

Septiembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia Tendencia	B+ En Observación
Acciones Tendencia	Segunda Clase Estable
EEFF base	30 Junio de 2011

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)			
M US\$	31-12-2009	31-12-2010	30-06-2011
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.942	14.960	5.921
Inventarios	5.467	17.159	14.267
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.521	18.513	7.740
Activos biológicos	19.972	56.696	111.003
Propiedades, planta y equipo	74.497	69.143	71.464
Total de activos	182.164	249.248	279.771
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	5.388	12.391	21.904
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar	9.100	18.083	22.432
Otros pasivos financieros	157.665	162.276	165.203
Total pasivos	191.029	206.288	224.998
Capital emitido	48.214	85.395	85.395
Ganancias (pérdidas) acumuladas	-73.109	-58.674	-46.838
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	-10.418	41.964	53.820
Patrimonio total	-8.864	42.960	54.773
Total pasivos y patrimonio	182.165	249.248	279.771

Estado de Resultados Consolidado IFRS				
M US\$	2009	2010	Ene-Jun 2010	Ene-Jun 2011
Ingresos ordinarios	59.379	51.410	19.014	41.840
Costo de ventas	-85.835	-51.015	-19.822	-39.316
Ajuste a biomasa	-13.725	23.355	14.660	23.455
Gastos de administración	-6.846	-8.050	-3.112	-4.013
Resultado operacional ¹	-47.027	15.700	10.740	21.966
Costos financieros	-7.332	-7.365	-3.419	-3.314
Ganancia (perdida)	-45.255	14.479	7.001	11.793
EBITDA	-40.008	25.002	15.363	27.162
EBITDA sin ajuste de biomasa	-38.781	6.035	703	3.707

¹Ingresos -costo de venta +ajuste por biomasa -gastos de administración

Estado de Resultados Consolidado PCGA

M US\$	2004	2005	2006	2007	2008
Ingreso operacional	44.187	55.767	80.891	69.995	80.531
Costo explotación	-34.805	-40.646	-57.205	-53.065	-105.267
Gastos adm. y ventas	-3.692	-4.828	-5.607	-7.175	-7.885
Resultado operacional	5.690	10.293	18.079	9.755	-32.621
Resultado no operacional	-1.505	-787	-342	-3.044	-7.830
Costos financieros	-2.099	-2.761	-2.945	-4.451	-7.923
Utilidad (pérdida)	3.218	7.562	15.371	6.080	-33.856
EBITDA	8.846	14.043	22.811	16.882	-25.057

Balance General Consolidado PCGA

M US\$	31-Dic-04	31-Dic-05	31-Dic-06	31-Dic-07	31-Dic-08
Activo circulante	41.742	57.718	64.737	98.804	114.294
Activo fijo	28.166	33.874	46.320	70.729	79.407
Otros activos	12.952	13.970	16.882	19.150	24.538
Total activos	82.860	105.562	127.939	188.683	218.239
Pasivo circulante	37.498	23.833	23.890	49.211	180.645
Pasivo largo plazo	11.053	22.924	32.208	65.322	1.666
Interés minoritario	943	1.040	1.184	1.034	972
Patrimonio	33.366	57.765	70.657	73.116	34.956
Total pasivos	82.860	105.562	127.939	188.683	218.239
Deuda financiera	34.627	27.799	28.631	70.038	127.363

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 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), Smoltecnicos (desarrollo de smolts), Invertec Ostimar (cultivo de ostiones), Invertec Seafood (procesamiento de alimentos marinos) y Cexpromar (comercialización).

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 se tradujo en una fuerte reducción de la biomasa de la compañía y le generó pérdidas operacionales y de última línea a la empresa. En 2010 el

emisor logró ventas por US\$ 51,4 millones, con un EBITDA de US\$ 29,9 millones y un ganancia final de US\$ 14,4 millones, versus US\$ 59,4 millones, -US\$ 40 millones y -US\$ 45,3 millones en 2009, respectivamente.

El aumento de la clasificación de solvencia de la sociedad a "*Categoría B+*" (desde "*Categoría B-*") responde a la mejora operacional de la empresa como consecuencia del aumento en la actividad productiva de salmones y a la disminución en los indicadores de mortalidad derivada de las condiciones sanitarias más estrictas adoptadas por la compañía y por el sector. Sin embargo, la clasificación permanece bajo grado de inversión debido al elevado nivel de endeudamiento de **Invermar** en relación con su actual capacidad de generación de flujos. Si bien al año móvil terminado en junio de 2011 obtuvo un EBITDA de US\$ 36,8 millones, este indicador incluye ingresos por ajuste de biomasa que no representan flujos efectivos, siendo el EBITDA real de alrededor de US\$ 9 millones, lo que se considera elevado en comparación con la deuda financiera de US\$ 165,2 millones al 30 de junio de 2011.

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. En ese sentido, la categoría de riesgo de la compañía considera la disminución de la incertidumbre respecto del marco legal que regirá a los productores salmoneros ante la entrada en vigencia de la nueva ley de pesca, aun cuando aún existen tópicos particulares por definir.

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. En 2010 lo anterior redundó en una posición de caja mejorada y en poder aprovechar los peces de cosecha anticipada a consecuencia del ISA. Sin perjuicio de ello, en opinión de la clasificadora esta situación aún no puede ser vista como un hecho consolidado.

También se destaca que la reestructuración de la deuda, efectuada durante 2010, implica un perfil de pago que reconoce la actual estrechez de generación de caja de la empresa derivada de la disminución de su biomasa a 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.

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*”², ya que la clasificadora continúa evaluando aspectos tales como la implementación del nuevo marco legal para la industria, la evolución de las cifras de producción y resultados de la compañía y las proyecciones para los siguientes. Si bien se han mostrado mejoras, aún se espera la consolidación más definitiva de éstas. La tendencia de la clasificación de acciones se califica como “*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. 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, en particular de aquellos que puedan implicar mayores costos para la compañía.

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 2010

En 2010 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 51,4 millones, una baja de 13,4% respecto de 2009 que se explicó por el menor nivel de ventas de salmón del atlántico (6.162 toneladas versus 8.554 ton un año atrás), de salmón del pacífico (854 toneladas contra 5.339 ton en 2009), parcialmente compensado con el inicio en la venta de trucha (4.285 ton, especie que no se ve afectada por el virus ISA), por el aumento del precio promedio de venta originado en la menor oferta mundial, la mayor venta de porciones (que alcanzan precios mayores que el salmón entero) y por el incremento en los ingresos en la venta de ostiones. Por segmentos, las ventas de salmónidos cayeron 17,2% hasta US\$ 45,6 millones, mientras que las de ostiones crecieron 34,4% hasta US\$ 5,8 millones.

El costo de ventas de 2010 fue de US\$ 27,7 millones, lo que representó una caída de 72,2%. Dentro de este ítem se registran las variaciones en el valor de existencia de activos biológicos, que fueron de US\$ 27,1 millones en 2010, comparados favorablemente con los -US\$ 1,2 millones de pérdida en 2009, por los menores niveles de mortalidades y mayor peso promedio de los ejemplares. El costo de explotación propiamente tal pasó de US\$ 85,8 millones hasta US\$ 51 millones, entre otras razones por el menor volumen producido.

Con lo anterior, el margen bruto fue de US\$ 23,7 millones en 2010 (46,2% de los ingresos), revirtiendo la pérdida de -US\$ 40,2 millones de 2009. Los gastos de administración, por su parte, llegaron a US\$ 8,1 millones, incrementándose 17,6% a consecuencia del mayor nivel de actividad del período. Con ello, el resultado operacional legó a US\$ 15,7 millones (30,5% de los ingresos), contra la pérdida de -US\$ 47 millones en 2009. El EBITDA también se recuperó pasando de -US\$ 40 millones a US\$ 29,9 millones (US\$ 2,8 millones si no se considera el ajuste en el valor de la biomasa), mientras que similar tendencia registró el resultado final, que pasó de una pérdida de -US\$ 45,3 millones a una ganancia de US\$ 14,5 millones.

Resultados primer semestre 2011

²Corresponde 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.

En la primera mitad de 2011 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 41,8 millones, creciendo así 120% respecto de igual lapso de 2010. Lo anterior se explica por la recuperación en los volúmenes de venta de salmónidos, especialmente el del Atlántico, más un incremento en precios de todas las especies (continuando con la política de venta de productos con mayor valor agregado), implicando con ello que los retornos monetarios de este segmento se incrementarían 123% hasta US\$ 39,1 millones, mientras que en el de ostiones las ventas crecieron 83,7% hasta US\$ 2,8 millones (por incremento en volúmenes y precios).

El costo de venta del semestre llegó a US\$ 39,3 millones, incrementándose en 98%, derivado de la mayor actividad del período. Por su parte, el beneficio por variación de la biomasa creció en 60%, alcanzando US\$ 23,5 millones, con lo que finalmente el margen de explotación del período fue de casi US\$ 26 millones (62% de los ingresos), creciendo 88% respecto de los US\$ 13,9 millones (72% de los ingresos) de un año atrás.

Los gastos de administración, en tanto, crecieron 29% hasta US\$ 4 millones, con lo que el resultado operacional lo hizo en 105% hasta US\$ 22 millones (53% de los ingresos contra 57% un año atrás). Finalmente, la ganancia del período fue de US\$ 11,8 millones, expandiéndose 68% respecto de un año antes como reflejo de la mejora operacional, mientras que el EBITDA fue de US\$ 27,2 millones (aumento de 77% y representando 65% de los ingresos versus 81% en el primer semestre de 2010) y de US\$ 3,7 millones si no se incluye la variación en biomasa.

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.

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.

Oportunidades y Fortalezas

Diferenciación del producto y consistencia de la estrategia: La compañía destaca por su amplio *mix* de productos y capacidad de innovación. Actualmente produce más de cien productos distintos al año, en base a ostiones y salmónidos, 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 congeladas, pre-cocidas o marinadas. 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. Los contratos se están cerrando a un plazo que fluctúa entre tres y seis meses³, debido a las contingencias actuales, pero hasta 2008 estos tenían una duración promedio de un año. 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 compete. Aún así, se reconoce la carga en términos de costos que impone a la compañía. A la fecha, debido a las circunstancias que afectan a la industria, cuenta con capacidad ociosa en plantas de procesamiento, disponibilidad de alimentos (Salmofood), entre otros.

Diversificación geográfica de las concesiones: Las 30 concesiones de la empresa se encuentran distribuidas en 16 de los 58 barrios de manejo sanitario conjunto distribuidos entre la X y XI región. Esto le permite diversificar los riesgos productivos y da flexibilidad en el caso de que se apruebe la modificación a la legislación vigente que establece un descanso obligatorio coordinado por zona.

Factores de Riesgo

Alto endeudamiento: Según la última información disponible, la deuda financiera de **Invermar** asciende a US\$ 165,2 millones, existiendo además una deuda con el proveedor Salmofood (empresa relacionada) por US\$ 21,9 millones, lo que se considera alto respecto al EBITDA actual de la compañía (US\$ 36,9 millones durante el año móvil terminado al 30 de junio de 2011 y US\$ 9 en flujos reales sin considerar el ajuste de biomasa).

Volatilidad del precio de salmónidos: Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. En particular, en la actualidad el precio de estos productos está experimentando un ciclo de valores altos que no parece sustentable a la luz del incremento de la producción chilena de salmón luego de la recuperación del ataque del ISA en 2008-2009.

³ Según la última información entregada por la compañía.

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 50% de las ventas de salmónidos de la compañía se concentró en seis 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. 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 dos años con el objeto de mitigar 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 la totalidad de sus ingresos en dólares, pero sólo un 50% de sus costos en dicha moneda. Si bien el principal costo de los salmónes 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

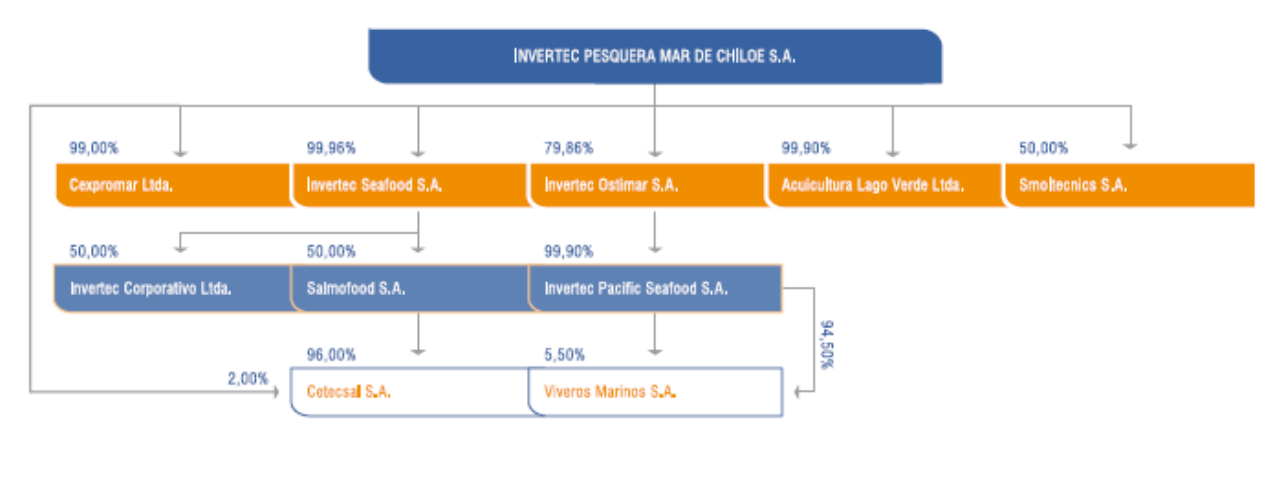
Invertec Pesquera Mar de Chiloé S.A. nació en 1988 al alero de la sociedad Inversiones y Tecnología, la que desde 1987, a través de la incorporación de tecnología, se ha orientado al desarrollo de productos alimentarios con mayor valor agregado. El objeto específico de esta sociedad es desarrollar, producir 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 salmónes, actualmente la única de su tipo de capitales chilenos 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 Smoltecnicos 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.

La estructura de la sociedad, sus filiales y coligadas es la siguiente:



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.

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 (post aumento de capital). El resto de la propiedad se encuentra bastante diseminada.

A continuación se describen los diez principales accionistas a junio de 2011:

Nombre	N° de Acciones	% de Propiedad
Inversiones y Tecnología Ltda.	156.153.494	54,07%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	23.766.983	8,23%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	20.333.298	7,04%
Rentas SolinLtda	13.063.307	4,52%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	11.621.908	4,02%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	6.418.116	2,22%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	6.323.790	2,19%
Administradora Alekine S.A./ FipAlekine	6.036.673	2,09%
FitResearch Corredores de Bolsa S.A.	4.685.922	1,62%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	4.562.226	1,58%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	3.298.194	1,14%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	3.266.877	1,13%

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

Nombre	Cargo
Mario Montanari Mazzarelli	Presidente del Directorio
Alberto Montanari Mazzarelli	Vicepresidente del Directorio
HemirObilinovic Arrate	Director
Juan Pablo Montalva Rodríguez	Director
Gonzalo Jordan Fresno	Director
Jorge Quiroz Castro	Director

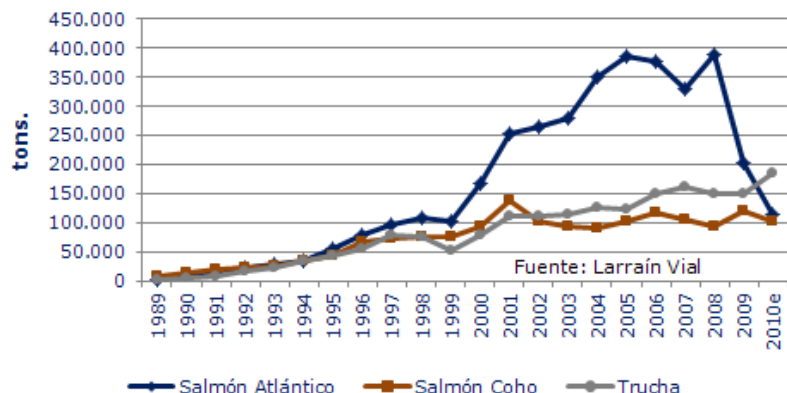
Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Andrés Parodi	Gerente general
Carlos Vásquez Rosales	Gerente de adm. y finanzas
Felipe Marambio Hurtado	Gerente comercial
Patricio Urbina Koning	Gerente de producción
Felipe González Gerhards	Gerente de planta
Stefano Montanari Valdés	Gerente de gestión y desarrollo

Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón de cultivo proviene principalmente de Noruega y de Chile (que compiten a través de salmón de cultivo) y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos 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.

Evolución de los volúmenes de exportación chilenos de salmón y trucha



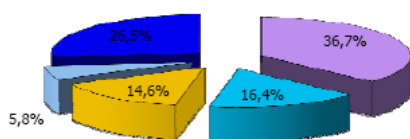
La industria salmonera chilena se vió afectada por el virus ISA, aparecido a mediados de 2007 en la zona centro de Chiloé, y que se propagó paulatinamente al resto de las concesiones. Entre sus consecuencias se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector.

Si bien el incumplimiento de *covenants* y la renegociación de la deuda financiera tendió a ser prácticamente transversal en toda la industria, cada situación particular ha sido tratada por separada, aunque bajo plazos, mecanismos y términos relativamente similares. Dentro de los mecanismos comunes asociados al proceso de negociación se encuentran, entre otros, la entrega en prenda de las acciones en poder de los controladores, el otorgamiento de periodos de gracia para el pago de la deuda consistentes con la realidad actual de la industrial y el compromiso de aumento de capital por parte de los accionistas.

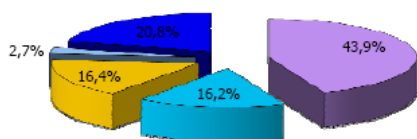
Las exportaciones chilenas de salmónidos alcanzaron los US\$ 2.131,7 millones en 2010, un 2% menos que en 2009, mientras que en términos de volumen los embarques sumaron 352,6 mil toneladas netas de producto, implicando una disminución del 23%, explicado por una baja de 37% en salmones que se vio compensada parcialmente por un aumento de 27% en los envíos de truchas, especie que ayudó a los productores a paliar la baja de producción y ventas de la variedades del atlántico. Respecto a los mercados de destino, Japón fue el principal con un 43,2% de las ventas valoradas, seguido por EE.UU. con un 21,9%, y en tercer lugar se ubica América Latina con un 16,8%.

En los siete primeros meses de 2011 ha continuado el repunte de la industria, con exportaciones por US\$ 1.650 millones y 210,9 miles de toneladas, con incrementos de 50,2% y 27,5%, respectivamente, explicados por avances en las variedades del atlántico y coho y truchas.

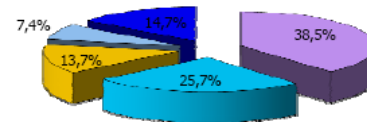
CANTIDAD
Enero - Diciembre 2009 / January - December 2009



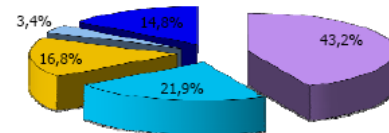
Enero - Diciembre 2010 / January - December 2010



VALOR
Enero - Diciembre 2009 / January - December 2009



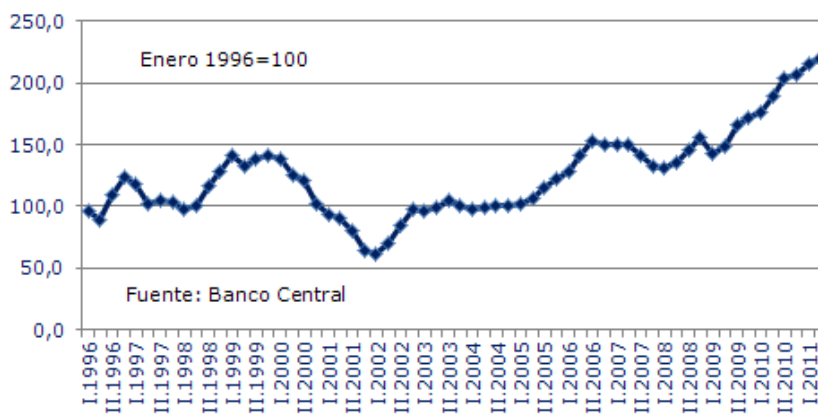
Enero - Diciembre 2010 / January - December 2010



Fuente: DirectorioAqua.com

Los precios en esta industria son volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmónes silvestres y a la situación económica internacional. El siguiente gráfico muestra la evolución de un índice de precios de salmón y trucha para las exportaciones chilenas de salmónidos. En él se aprecia el fuerte repunte que ha tenido desde finales de 2009, impulsado entre otras razones por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico

Evolución de los precios de exportación de salmón y trucha chilenos



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, cabiendo destacar que por lo reciente de la situación sanitaria aún existe la posibilidad de nuevos ajustes a la normativa y mayor tiempo para evaluar la efectividad de la misma.

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 se encuentran suspendidas hasta cinco años desde la dictación de la ley, mientras que en la Región de Aysén la suspensión es por dos años. La normativa apunta a regular también 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 por brotes infecciosos y aquellas libres de éstos, para lo cual establece 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 plazo a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigencia de esta ley mantendrán el carácter de indefinido. 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 el cultivo al mismo tiempo en él, 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 titulares de concesiones en él. 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 eliminado.

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); definir la densidad de cultivos (hoy en 17 kg/m³).

Si bien la dictación de este conjunto de normas elevará los costos de producción de las empresas del sector, ello busca tener como contrapartida la 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 de éstos. Existe un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión, el que representó en 2010 el 11,4% 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 *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 clientes.

El salmón coho se distribuye principalmente a Japón, a través de grandes *traders* 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 y, en el mediano plazo, no se observan perspectivas de crecimiento importantes si se le compara con el segmento salmónes.

Adicionalmente, se debe mencionar que los ingresos han mostrado una alta estacionalidad que es característica del negocio. El uso de la piscicultura de recirculación lago verde, disminuiría en parte la volatilidad de los ingresos originados por el salmón atlántico.

Distribución de ingresos

Respecto a la distribución de los ingresos del negocio principal, venta de salmónes, se observa una alta concentración por cliente, con seis clientes que representan el 50% de la facturación.

Además, destaca la importancia de los clientes de *retail* dentro de la cartera, con un 45% de las ventas de 2010, seguido por el 40% de intermediarios y el 15% de los *foodservices*. 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 salmónes 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.

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, siendo incluso excedentarios en 2010; 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.

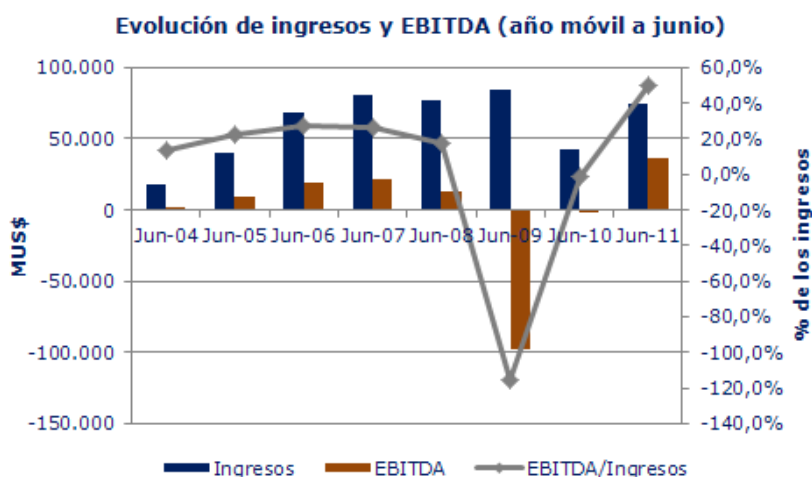
Para los procesos de engorda en agua salada **Invermar** se encuentra aplicando el nuevo paradigma de la industria salmonera chilena: cultivo en barrios con introducción de *smolts* cosecha de ejemplares adultos simultánea entre todas las empresas presentes en el barrio, con una menor densidad de peces 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 Financiero⁴

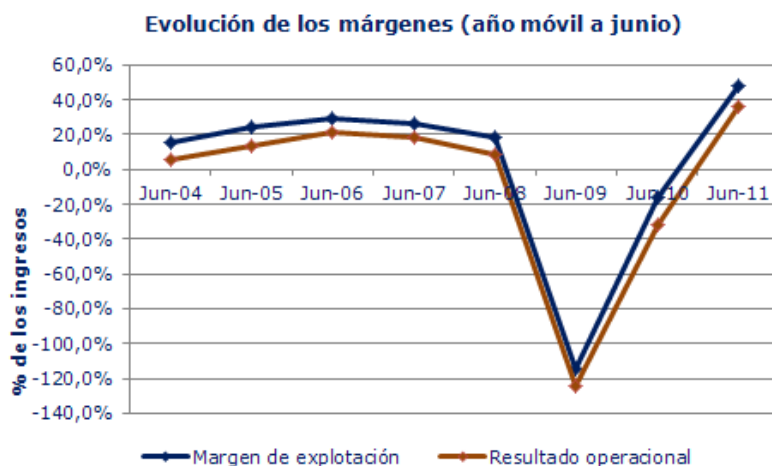
Evolución de ingresos, resultados de explotación y EBITDA

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\$ 21 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.

⁴A partir de 2009 la empresa presenta información bajo la norma IFRS, aunque existe información de flujos bajo esta norma para el año 2008.



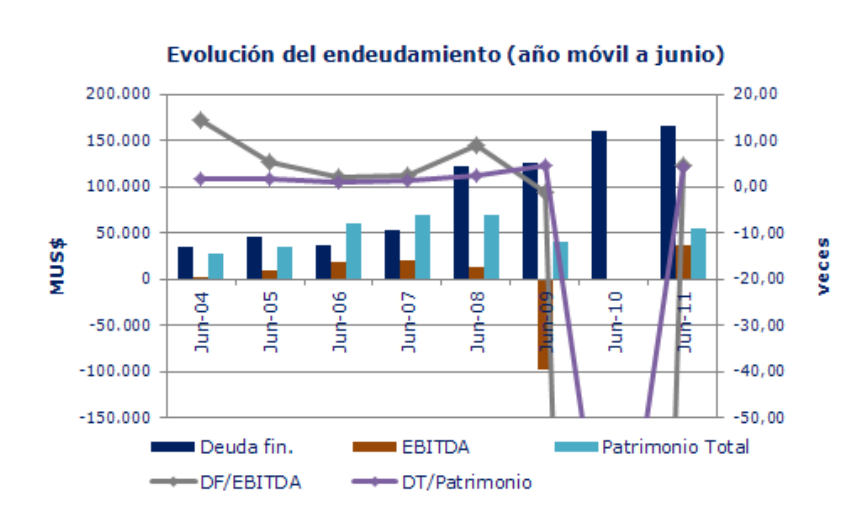
Por su parte, los márgenes presentaron un comportamiento más o menos estable hasta 2008, oscilando en torno al 20%, cayendo fuertemente el año siguiente y recuperándose a partir de 2010. En este último período debe tenerse en cuenta que, al aplicarse la normativa IFRS, se incluye en los ingresos operacionales el crecimiento de los activos biológicos, que no representa un flujo de caja inmediato.



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 2011 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 4,1 veces y la deuda financiera sobre EBITDA a 4,5 veces. Este mayor endeudamiento se debe tanto 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\$ 74,6 millones en marzo de 2008 a -US\$ 8,8 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, producto del virus ISA

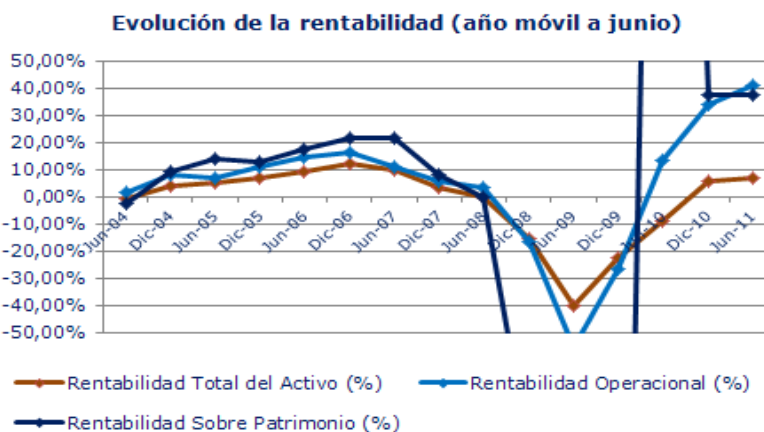
y de menores ventas. Cabe señalar que la estructura de deuda actual se adecua a la generación de flujos esperada por la compañía y al acuerdo alcanzado con los bancos, productos de la crisis sanitaria que se vivió en la industria.



Adicionalmente, se deja constancia de la existencia de una deuda vigente con Salmofood por US\$ 28,3 millones (según la información de los estados financieros de junio de 2011) relacionada directamente con la operación de la sociedad.

Evolución de la rentabilidad^{5,6}

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. Los siguientes gráficos ilustran lo descrito:

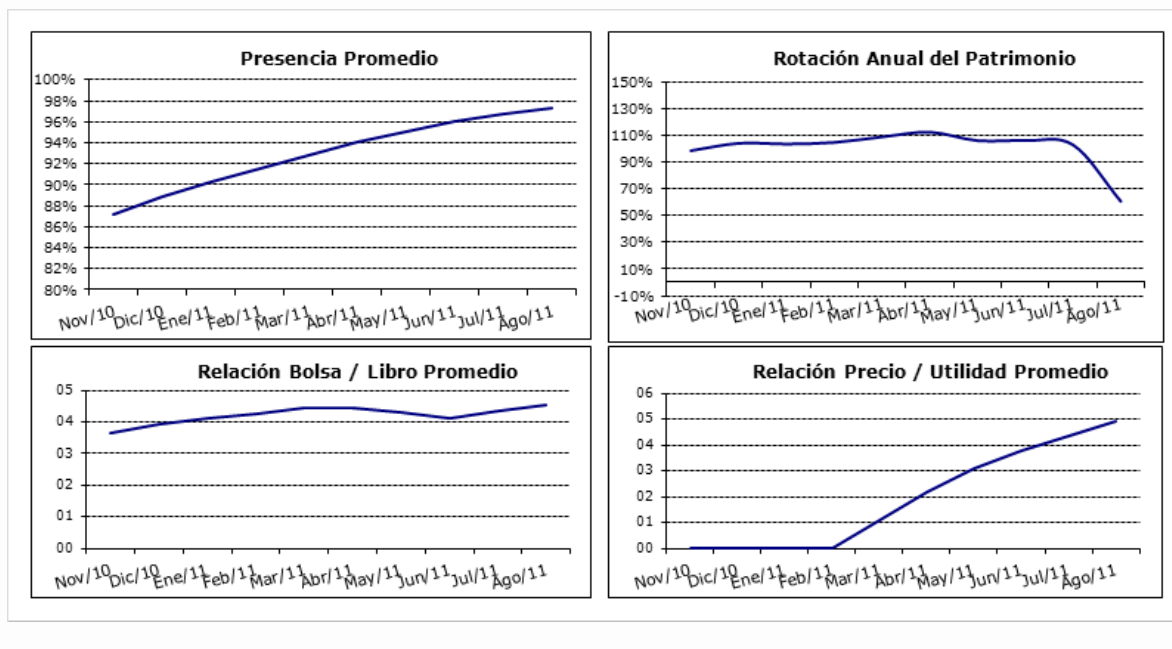


⁵ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

⁶ En ciertos periodos, por los acontecimientos productivos descritos desde 2008, los valores de las rentabilidades salen de los parámetros usuales y han sido truncados en el gráficos.

Acciones

A continuación se presentan 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”

Anexo 1

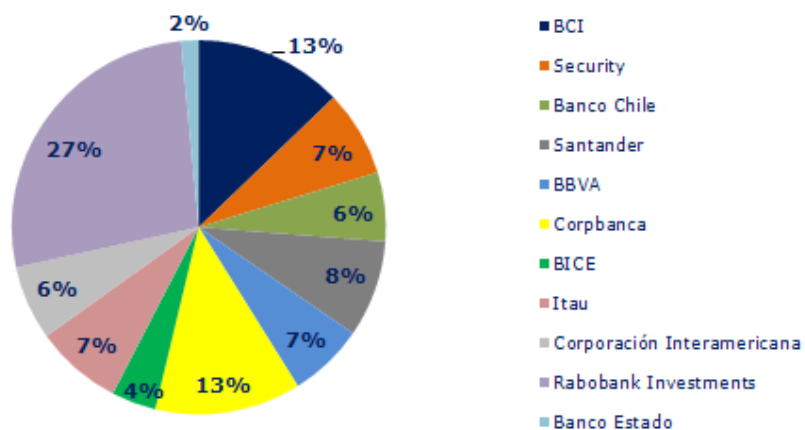
A continuación se presenta el resumen de los principales elementos de la renegociación con la banca, en términos de monto, garantías, plazos y exigencias.

- 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 del capital. Los intereses serán pagados semestralmente (sin periodo de gracia), aunque hasta diciembre de 2011 se paga un mínimo de 1,5% y la diferencia se capitaliza en el tramo C del crédito sindicado. Con porcentaje creciente de pago de deuda.
- Garantías:
 - Proporción de la biomasa y otros bienes.
 - Opción de segunda preferencia por bienes ya prendados.
 - Acciones del controlador en prenda (hoy llegan al 57,07% de las acciones de la sociedad).
- La sociedad se compromete a realizar un aumento de capital por US\$ 15 MM dentro un plazo que se extiende hasta junio 2012 (renovable). Este compromiso fue cumplido en agosto de 2010, al recaudarse fondos por US\$ 37 millones.
- 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:

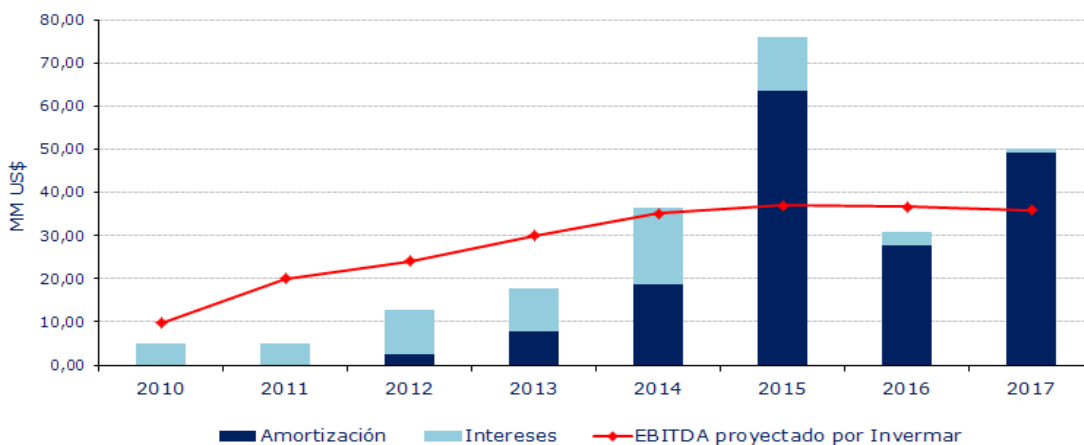
		Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Leverage	$x \leq$	s/a	s/a	9.65	6.00	3.50	2.25	1.50
Relac Endeudamiento	$x \leq$	9.75	8.75	8.00	6.00	4.25	3.50	3.00
Cobert. Gtos. Finan.	$x \geq$	2.00	1.40	1.40	1.80	2.20	2.75	3.00
Patrimonio MUS\$	$x \geq$	17,500	30,000	35,000	37,000	39,000	41,000	43,000

A continuación se presenta la estructura de la deuda, en cuanto a los bancos participantes, y el perfil de pago estimado⁷ por **Humphreys** a partir de información proporcionada por la compañía.

Estructura de la deuda financiera por acreedor



Perfil de Pago Deuda Financiera luego de repactación con bancos



⁷ En ciertos tramos, los intereses han sido pactados a tasa variable.