



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista

Ignacio Peñaloza F.

Tel. 56 – 22433 52 00

ignacio.penalozahumphreys.cl

Invermar S.A.

Septiembre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia Tendencia	C En Observación
Acciones Tendencia	Segunda Clase Estable
EEFF base	30 de junio de 2014

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	Ene-Jun 2013	Ene-Jun 2014
Ingresos ordinarios	51.410	123.648	147.018	134.700	62.689	47.046
Costo de ventas	-45.042	-100.890	-165.100	-121.433	-64.142	-44.316
Ajuste a biomasa	17.379	23.371	-28.398	22.904	10.451	-6.801
Gastos de administración y distribución	-8.050	-14.639	-19.244	-14.233	-4.942	-4.189
Costos financieros	-7.365	-6.860	-8.185	-7.526	-4.052	-3.138
Ganancia (pérdida)	14.478	21.146	-57.963	7.236	2.202	-10.555
EBITDA	7.620	18.836	-24.903	10.686	-562	4.734

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)					
M US\$	2010	2011	2012	2013	Jun-14
Activos corrientes		165.067	103.888	113.400	96.227
Activos no corrientes		130.554	119.726	110.939	114.281
Total de activos	238.478	295.621	223.614	224.339	210.508
Pasivos corrientes		68.260	62.341	64.801	61.377
Pasivos no corrientes		163.437	154.058	136.741	136.741
Patrimonio total	42.960	63.924	7.215	22.797	12.390
Total pasivos y patrimonio	238.478	295.621	223.614	224.339	210.508

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, 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), y Cexpromar (comercialización).

En 2013 el emisor logró ventas por US\$ 134,7 millones, con un EBITDA de US\$ 10,7 millones y una ganancia final de US\$ 7,2 millones, versus US\$ 147,0 millones, US\$ -24,9 millones y pérdida de US\$ 58,0 millones en 2012, respectivamente. A junio de 2014 los ingresos llegaron a US\$ 47,0 millones y el resultado final fue una pérdida de US\$ 10,6 millones.

La clasificación de solvencia de la sociedad en "*Categoría C*" se explica por su elevado nivel de endeudamiento en relación con su actual capacidad de generación de flujos. En efecto, a junio de 2014 la compañía presentaba una deuda financiera ascendiente a US\$ 156,3 millones y en los últimos doce meses corridos, el EBITDA de **Invermar** fue de US\$ 16,0 millones (sin considerar las pérdidas por ajuste de biomasa que no representan flujos efectivos). Esto sumado al evento reciente en que se detectó virus ISA en el centro Traiguén I (en donde se obligó a cosechar tempranamente el producto, viendo así reducida la cosecha esperada sobre un 12%) hacen improbable que se logre generar el flujo de caja necesario para pagar las cuotas de deuda. En efecto, la cuota que venció originalmente en enero ya ha sido postergada más allá de julio, al igual que la vencida en julio, habiéndose así postergado el pago de más de US\$ 12 millones.

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 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 en 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 la empresa está trabajando con terceros en la búsqueda de un socio que aporte capital y entregue la liquidez necesaria para cumplir a tiempo con los compromisos financieros pactados. En caso que lo anterior se cumpla, la clasificación sería revisada.

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.

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 salmónidos (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 2013

En 2013 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 134,7 millones, una disminución de 8,4% respecto de 2012 que se explicó por el menor nivel de toneladas despachadas en el año producto de dejar de vender salmón coho y trucha arcoíris, en el que de 22.563 toneladas se pasó a 14.390. El alto precio obtenido por el salmón atlántico, contrarrestó en gran medida esta caída haciéndola menos abrupta.

El costo de ventas de 2013 fue de US\$ 121,4 millones, disminuyendo un 26,4% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue de US\$ 13,3 millones (9,8% de los ingresos), muy superior a los US\$ -18,1 millones obtenidos en 2012. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 14,2 millones, disminuyendo 26,0% a consecuencia del menor nivel de actividad del período.

El EBITDA por ende aumentó, pasando de US\$ -24,9 millones a US\$ 10,7 millones, mientras que similar tendencia registró el resultado final, que pasó de US\$ -58,0 millones a US\$ 7,2 millones.

Resultados junio 2014

En el primer semestre de 2014 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 47,0 millones, cayendo así 25,0% respecto de igual lapso de 2013. Lo anterior se explica por la discontinuación del salmón coho y la trucha en la producción de la compañía y atenuado por el mayor precio de venta. El costo de venta del período alcanzó los US\$ 44,3 millones, cayendo un 30,9%, lo que es concordante con la caída en los ingresos.

Los gastos de administración y distribución, en tanto, decrecieron 15,2% hasta US\$ 4,2 millones, producto de la menor operación. Finalmente, la pérdida del período fue de US\$ 10,6 millones, viéndose reducida respecto de la ganancia de US\$ 2,2 millones alcanzados hace un año, mientras que el EBITDA fue de US\$ 4,7 millones, sobre los US\$ -0,6 millones anteriores.

Eventos recientes

En enero de este año, se confirmó la presencia del virus ISA en dos jaulas del centro Traiguén I, ubicado en la zona centro de la isla de Chiloé y perteneciente a la compañía. Tras el respectivo monitoreo, Sernapesca declaró la zona en estado de emergencia sanitaria, obligando a la cosecha temprana de más de 100 mil peces y empeorando drásticamente la situación financiera de la emisora. Ante esta situación, **Invermar** negoció un *wavier* para la no aplicación de los *covenants* financieros y logró aplazar la cuota vencida en enero.

Paralelamente, la empresa presentó un recurso de protección ante la justicia ordinaria, la que finalmente falló en contra y obligó a cosechar tempranamente el centro, reduciendo la cosecha de alrededor de 19.000 toneladas esperadas a cerca de 16.700.

Tanto la cuota inicialmente aplazada, como la vencida en julio, se lograron aplazar hasta diciembre, previa revisión de la situación mes a mes en conjunto con los bancos.

Actualmente, en conjunto con terceros, se está en la búsqueda de un socio capitalista. Hasta el momento del informe, han adquirido las bases de venta ocho empresas, pero no ha habido mayores noticias.

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.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

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: La estrategia de integración vertical de la compañía (en producción de agua dulce, 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 compete. Aún 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 23,3% de la producción mundial de salmón atlántico en 2013.

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 plano 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** asciende a US\$ 156,3 millones, existiendo además deudas con proveedores por US\$ 40,0 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 2014 alcanza a US\$ 16,0 millones. Esta estrechez de flujos se manifiesta en la necesidad que tuvo la empresa de renegociar los vencimientos de deuda.

Volatilidad del precio de salmónidos: Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años y el precio ha tendido a crecer en el último año, mejorando notablemente las expectativas, éste se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de 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.

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, mientras que el resto 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. 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 discontinuar su producción y comercialización. Esto hace que sobre el 97% 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.

Antecedentes generales

Historia

La sociedad nació en 1988 al alero de la sociedad Inversiones y Tecnología, la que desde 1987, a través de la incorporación de tecnología, se ha orientado al desarrollo de productos alimentarios con mayor valor agregado. El objeto específico de esta sociedad es desarrollar, producir y elaborar productos en base a salmón, destinado al consumidor final, enfocándose en canales de distribución masivos como supermercados, restaurantes y hoteles.

Desde sus inicios el emisor ha ido implementando por etapa una estrategia de integración vertical con el objeto de gestionar más eficazmente la calidad de sus productos. En 1993 la compañía ingresó a la propiedad de Invertec Seafood S.A., sociedad que cuenta con una planta que permite procesar alimentos de mar, en particular, productos en base a salmón. Posteriormente participó en Salmofood, empresa de alimentos para salmones, y que adicionalmente es dueña de Cetecsal S.A., empresa dedicada a la investigación medioambiental en salmonicultura y de Invertec Corporativo Asesorías e Inversiones Ltda, que presta servicios de asesoría a Invermar en el área de contraloría, informática y administración.

Entre otras sociedades en las que **Invermar** ha adquirido participación se encuentran Acuicultura Lago Verde Ltda. (1996) y 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.

Dentro de los hitos de la sociedad se encuentra su apertura a la bolsa en 2005.

Durante los últimos años, **Invermar** desarrolló un plan de crecimiento que implicó entre 2005 y 2008 inversiones en activo fijo por US\$ 77 millones. Como resultado del mismo, se esperaba duplicar la producción para el período 2009-2010, en especial, considerando la incorporación de la piscicultura de recirculación lago verde, estrenada en julio de 2008, la que permitió aumentar la capacidad de producción, reducir la estacionalidad de las cosechas y acrecentar las posibilidades de control sanitario. Producto de lo anterior se lograron niveles de existencia significativamente elevados en relación con años anteriores; sin embargo, el virus ISA y el *bloom* de algas obligaron a la eliminación de parte importante de la biomasa de la compañía, reduciendo abruptamente su capacidad productiva y, por ende, su capacidad para generar flujos.

En abril de 2012, la junta de accionistas decidió cambiar el nombre de la sociedad a Invermar S.A. y en mayo del mismo año, Invertec Seafood S.A. se disolvió, dejando así el 50% de la propiedad de Salmofood que ésta poseía, en manos de **Invermar**, la que luego igualmente fue vendida a comienzos de 2013. También como ya se comentó en la sección de hechos recientes, hubo un intento infructífero por vender la compañía.

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

Propiedad y administración

Invermar es controlada por los hermanos Montanari Mazzarelli a través del *holding* Inversiones y Tecnología Ltda., que mantiene a la fecha el 54,07% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante desconcentrada.

A continuación se describen los accionistas a junio de 2014:

Nombre	% de propiedad (*)
Inversiones y Tecnología Ltda.	54,07%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	11,16%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	8,53%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	4,81%
Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa	2,98%
Santander S.A. Corredores de Bolsa	2,31%
Consorcio Corredores de Bolsa S.A.	2,15%
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	2,10%
Administradora Alekine S.A./ FipAlekine	2,09%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	0,96%
BCI Corredora de Bolsa S.A.	0,92%
Penta Corredora de Bolsa S.A.	0,91%
Otros Accionistas	7,01%

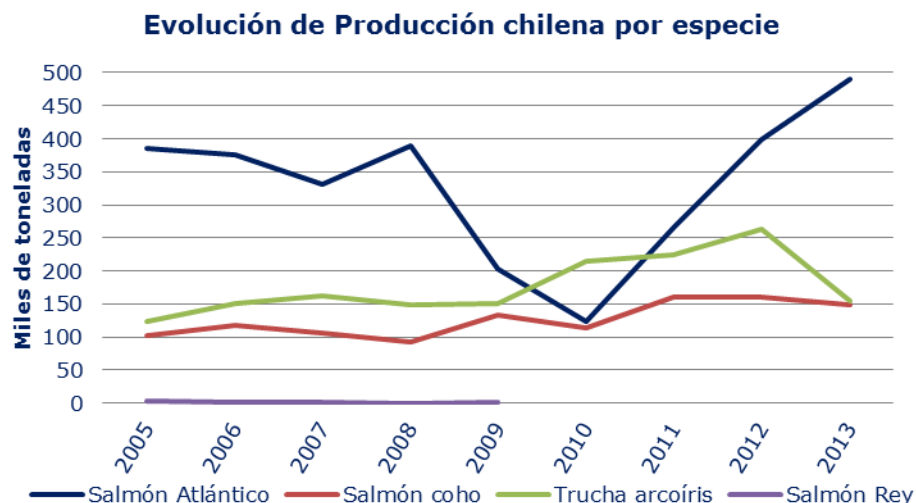
El directorio a la fecha de la clasificación se estructuraba por las siguientes personas:

Nombre	Cargo
Mario Montanari Mazzarelli	Presidente
Alberto Montanari Mazzarelli	Director
Gonzalo Insunza Figueroa	Director
Antonio Schneider Chaigneau	Director
Marisol Montanari Valdés	Director
Jorge Leblanc Matthaei	Director
Stefano Montanari Valdés	Director

Los principales ejecutivos se presentan a continuación:

Nombre	Cargo
Andrés Parodi Taibo ¹	Gerente general
Heinrich Strelow Fiedler	Gerente de adm. y finanzas
Felipe Marambio Hurtado	Gerente comercial
Patricio Urbina Konig	Gerente Farming

Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena



La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile, los cuales compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de 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.

¹ A partir del 3 de octubre cesará sus funciones.

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

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio tuvo un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón atlántico luego de la aparición del virus ISA. Actualmente los precios se han recuperado luego del descenso del año 2012 producto de una sobreoferta luego de la recuperación de la crisis del ISA.

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 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 tres macro-zonas (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-barrios (subdivisión de las macro-zonas) y barrios. Las concesiones en la región de Los Lagos y de Aysén, se encuentran suspendidas hasta cinco años desde la dictación de la ley. 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 concesionable 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 coordinadamente al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de cuatro meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio 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 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.

En 2012 se establecieron 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 de estos. Existe un segundo negocio orientado a la venta de productos en base a ostión, el que representó en 2013 el 2,9% 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 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. Se usan ovas obtenidas de reproductores propios y a través de un contrato 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

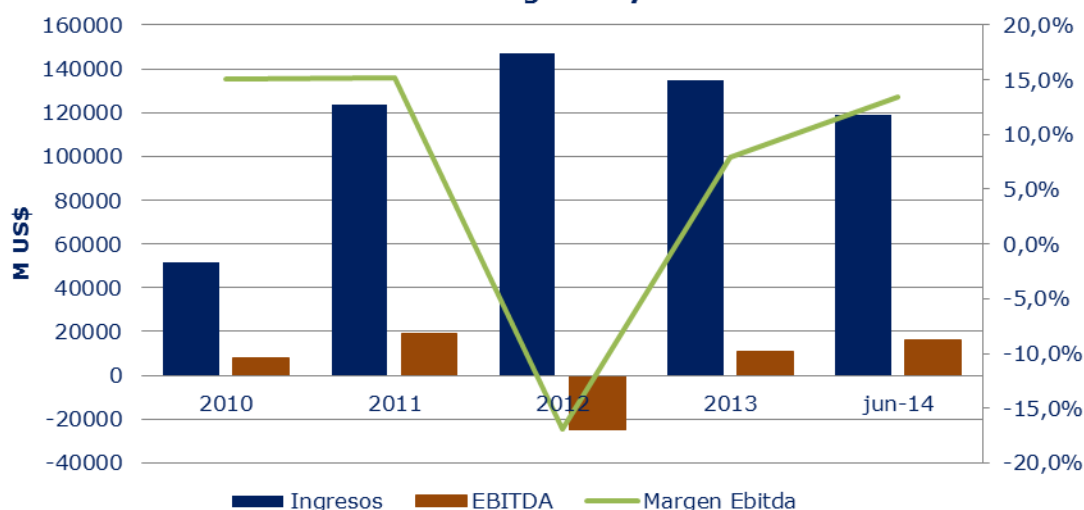
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2010 y junio de 2014².

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. En el siguiente gráfico se observa la evolución de ingresos y EBITDA desde 2010:

² Los valores mencionados en el análisis siguiente corresponden al año móvil que va desde julio de 2013 a junio de 2014.

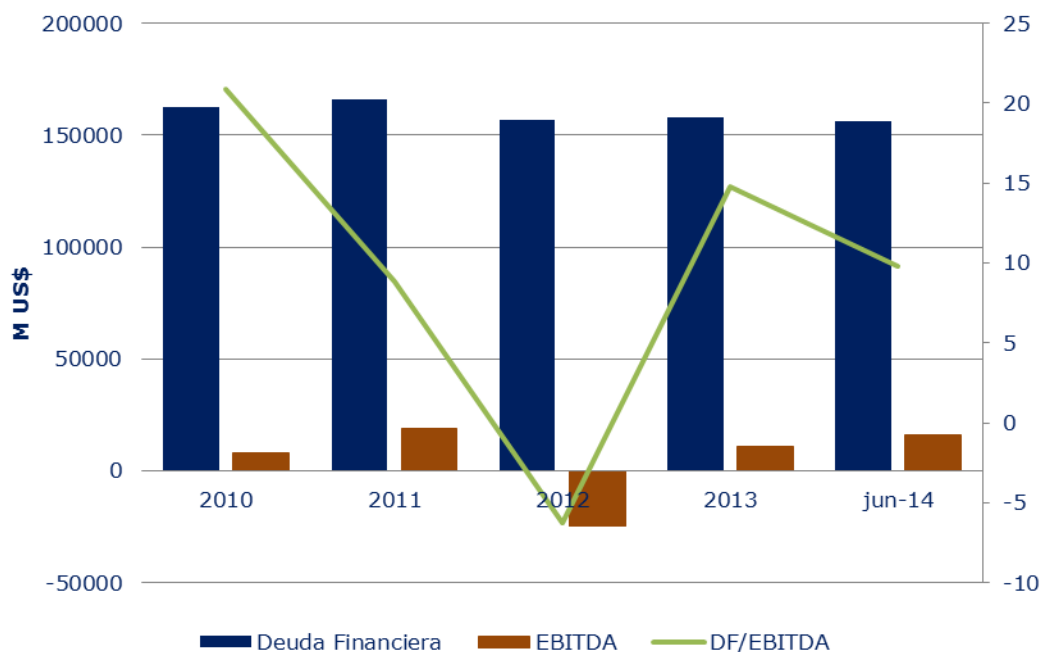
Evolución de los ingresos y EBITDA



Evolución del endeudamiento y liquidez

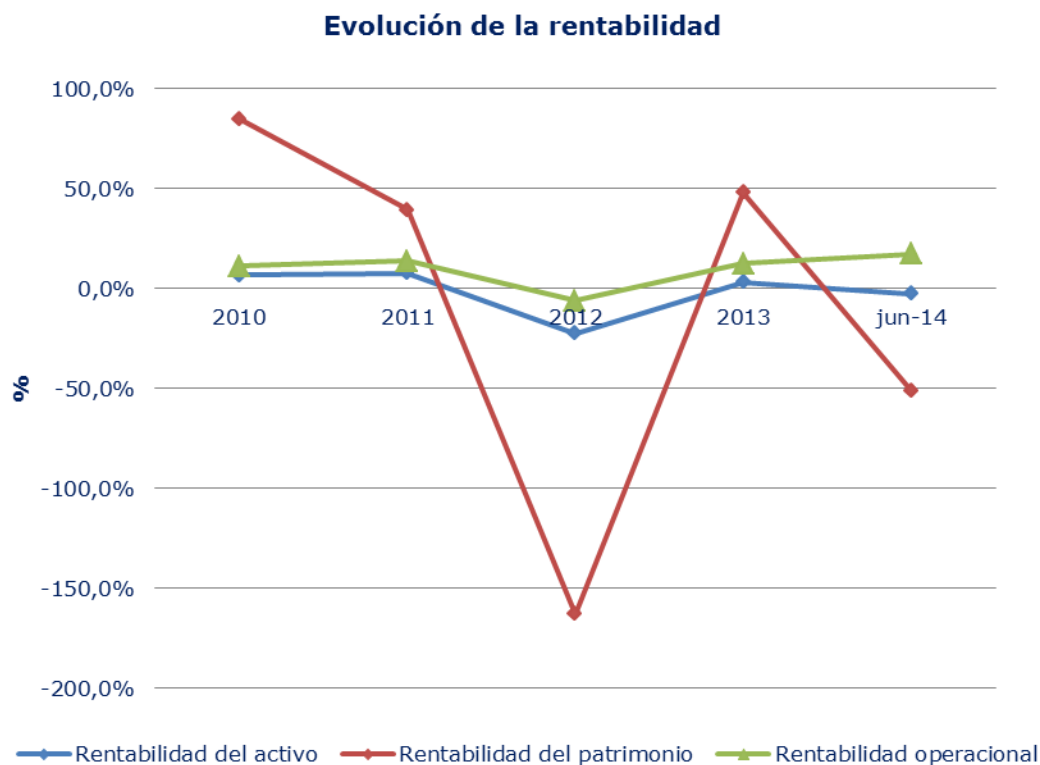
A junio de 2014 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 16,0 veces y la deuda financiera sobre EBITDA a 9,8 veces. Desde 2010 el nivel de deuda financiera se ha mantenido constante, pero los niveles de DF/EBITDA nunca pudieron reducirse bajo las 8,8 veces (2011 fue el año de mejores resultados). Esto hizo que la compañía se desprendiese de activos para generar caja para cumplir con las obligaciones de corto plazo; y eventualmente tuviese que refinanciar.

Evolución de los ingresos y EBITDA



Evolución de la rentabilidad³

Las magras rentabilidades obtenidas producto de la crisis del ISA, fueron revertidas en 2010, para que luego, producto de los malos precios registrados en 2012, cayeran a sus peores niveles. En los últimos períodos, debido al mejor precio obtenido por el producto y por la eliminación de aquellos que no generaban utilidad para la empresa, se han obtenido rentabilidades en algo superiores a las exhibidas en los períodos anteriores. El año móvil a junio de 2014 tiene peores rentabilidades que las de 2013 producto que ya no considera el buen resultado obtenido el segundo trimestre de 2013 debido a un ajuste de la biomasa. Lo anterior no tiene relación con el flujo de caja. El siguiente gráfico ilustra lo descrito:

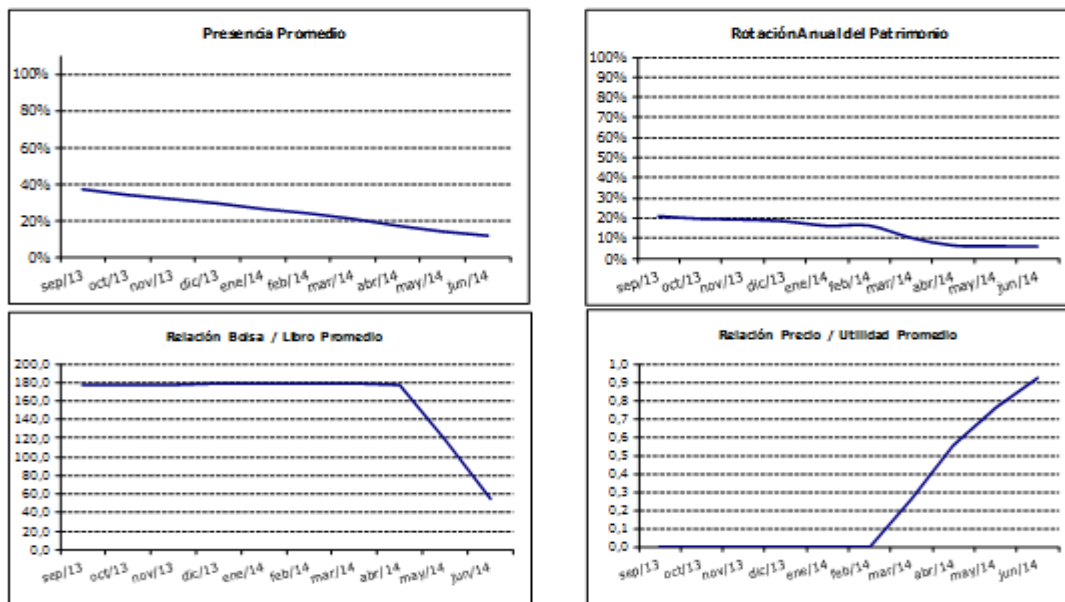


³ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); Rentabilidad operacional = resultado operacional / (Activos Corrientes, Promedio + Propiedades Planta y Equipo, Promedio); Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Jun-14 está tomado como año móvil.

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".