



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:  
Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Invermar S.A.**

**Septiembre 2016**

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	C
Tendencia	En Observación
Acciones (INVERMAR)	Segunda Clase
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio de 2016

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2011	2012	2013	2014	2015	jun-16
Ingresos ordinarios	123.648	147.018	134.700	99.538	67.811	72.366
Costo de ventas	-100.890	-165.100	-121.433	-98.306	-71.315	-68.677
Ajuste a biomasa	23.371	-28.398	22.904	-8.380	-18.190	-25
Gastos de administración y distribución	-8.171	-7.928	-6.098	-5.142	-4.529	-1.547
Costos financieros	-6.860	-8.185	-7.526	-5.363	-2.769	-1.040
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>21.146</b>	<b>-57.963</b>	<b>7.236</b>	<b>-14.021</b>	<b>56.867</b>	<b>96</b>
EBITDA	18.836	-24.903	10.686	5.638	-17.667	1.637

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)						
M US\$	2011	2012	2013	2014	2015	jun-16
Activos corrientes	165.067	103.888	113.400	100.378	120.436	124.118
Activos no corrientes	130.554	119.726	110.939	108.796	102.907	103.285
<b>Total de activos</b>	<b>295.621</b>	<b>223.614</b>	<b>224.339</b>	<b>209.174</b>	<b>223.343</b>	<b>227.403</b>
Pasivos corrientes	68.260	62.341	64.801	198.353	157.326	161.515
Pasivos no corrientes	163.437	154.058	136.741	0	2.368	2.142
Patrimonio total	63.924	7.215	22.797	10.821	63.649	63.746
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>295.621</b>	<b>223.614</b>	<b>224.339</b>	<b>209.174</b>	<b>223.343</b>	<b>227.403</b>

## 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 y restaurantes de Estados Unidos, Europa, y otros países, donde destaca Brasil. Su principal negocio es la venta de porciones individuales y otros productos en base a salmón atlántico, contando además con negocios secundarios en ostiones. Desde la perspectiva operativa, la compañía ha absorbido las actividades que anteriormente realizaban diversas empresas filiales, a excepción de Invertec Ostimar (cultivo de ostiones).

La clasificación de solvencia de la sociedad en “*Categoría C*” se explica por su escasa capacidad de generación de flujos y la necesidad de recurrir a su matriz para financiar la operación. En efecto, a junio de 2016 la compañía presentaba una deuda con empresas relacionadas, ascendiente a US\$ 122,0 millones y en los últimos doce meses corridos, el EBITDA de **Invermar** fue de -US\$ 12,6 millones (sin considerar las variaciones por ajuste de biomasa que no representan flujos efectivos) el cual es mejor al registrado al cierre de 2015 al alcanzar -US\$ 17,7 millones. Si bien la clasificadora reconoce como positivo el cambio de controlador, básicamente por el plan de fortalecimiento financiero, cualquier modificación en la categoría de riesgo requerirá mayor conocimiento de las políticas a implementar y su efecto en los resultados.

La clasificación recoge como factores adversos la exposición de la empresa a las fluctuaciones propias en el precio de los productos comercializados y los riesgos propios de la naturaleza a los que está afecta la actividad. Atenúa lo anterior la estrategia de negocio adoptada por **Invermar**, que implica establecer relaciones de largo plazo con sus clientes, ofrecer –dentro de las limitantes propias del rubro– un producto diferenciado (de mayor valor agregado) y contratos de venta a plazo fijo con precios y volúmenes conocidos, que le permiten obtener una prima por sobre el precio del salmón como *commodity*.

Sin perjuicio de lo anterior, **Humphreys** reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, ha demostrado la capacidad para revertir los magros resultados que se dieron como resultado de la crisis del virus ISA, con cambios en relación al modelo de negocio desarrollado hasta antes de dicho evento, incorporando todo lo aprendido en el tiempo, a través de nuevas normativas que impidan una caída de las proporciones antes experimentadas.

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

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

La tendencia de la clasificación de acciones se califica “*Estable*”, puesto que el corto plazo no se considera probable que la clasificación de solvencia cambie a grado de inversión.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Operación integrada verticalmente y apoyo del controlador.

#### Fortalezas complementarias

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

#### Fortalezas de apoyo

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

#### Riesgos considerados

- Alto endeudamiento e incapacidad de pago con flujos actuales (riesgo que está afectando liquidez).
- Volatilidad del precio de salmónidos (propio de la industria).
- Concentración de clientes (riesgo de impacto medio).
- 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

### Resultado diciembre 2015

En 2015 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 67,8 millones, una disminución de 31,9% respecto de 2014 que se explicó por el menor nivel de toneladas producidas, pasando de un total de 11.043 toneladas totales a 14.820.

El costo de ventas de 2015 fue de US\$ 71,3 millones, disminuyendo un 27,5% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue de menos US\$ 21,7 millones (-32,0% de los ingresos), inferior a los menos US\$ 7,1 millones obtenidos en 2014. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 6,0 millones, disminuyendo 19,2% a consecuencia del menor nivel de actividad del período.

El EBITDA finalmente, cayó de US\$ -2,7 millones a US\$ -17,7 millones, mientras que el resultado final pasó de US\$ -14,0 millones a US\$ 56,8 millones por otras ganancias registradas.

## Resultados junio 2016

En el primer semestre de 2016 los ingresos consolidados llegaron a US\$ 72,4 millones, aumentando un 129,9% respecto de igual lapso de 2015, que responde principalmente a un aumento en el volumen de salmón atlántico, el cual se incrementó en 297,1% respecto a igual período del año.

El costo de venta del período alcanzó los US\$ 68,7 millones, aumentando un 109,6%, lo que es concordante con el aumento de la producción.

Los gastos de administración y distribución, en tanto, decrecieron 24,0% hasta alcanzar US\$ 2,6 millones, producto de la reducción de los gastos de administración. Finalmente, la ganancia del período fue de US\$ 96 mil, a diferencia de la ganancia registrada por US\$ 71,0 millones registrada durante el primer semestre de 2015. El resultado final se explica fundamentalmente ingresos por impuesto a las ganancias que compensaron las pérdidas antes de impuesto por US\$ 467 mil.

## Cambio de propiedad

Con fecha 30 de marzo de 2015, Alimentos Marinos S.A. (Alimar) adquiere 230.636.398 acciones de la empresa, adjudicándose el 79,9% de la propiedad, pasando a ser su nuevo controlado. Como parte del proceso de acuerdo de compra, Alimar otorgó un préstamo por US\$ 70 millones, de los cuales US\$ 62,4 millones fueron usados para pagar deuda con los bancos. El resto del pasivo bancario fue condonado, a excepción de una deuda de US\$ 2,3 millones mantenida con Banco Estado.

## 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 y apoyo del controlador:** La estrategia de integración vertical de la compañía (en producción de agua dulce desde la etapa que le sigue a las ovas, de alimentos para peces y comercialización) permite asegurar la disponibilidad de buena parte de las necesidades de materia prima y capacidad de procesamiento. Más importante aún, le permite cumplir con las exigencias de calidad de los procesos y trazabilidad de los clientes del segmento en el que compete. Con el cambio de controlador a Alimar, se pueden aprovechar varias sinergias de diversos procesos. Aun así, se reconoce la carga en términos de costos que impone a la compañía.

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

**Integración vertical y apoyo del controlador:** 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** con terceros asciende a US\$ 2,4 millones. No obstante, la deuda financiera total, incluyendo aquella con empresas relacionadas, alcanza a más de US\$ 122,3 millones, existiendo además deudas con proveedores por US\$ 41,2 millones, lo que se considera alto respecto al EBITDA actual de la compañía, el cual al año móvil a marzo de 2016 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 16 años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechado a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Con todo, se reconoce que los productos de **Invermar**, por sus características, presentan un premio por sobre los precios del salmón con bajo nivel de elaboración, además de trabajar con contratos a largo plazo. De acuerdo a la información del FMI, en el período 1980 a 2016 el precio por kilo fluctuó, en términos nominales, entre US\$ 7,45 y US\$ 8,01, con un precio mínimo de US\$ 2,40 en ese rango.

**Concentración de clientes:** Según la última información, tres clientes concentraban menos del 40% de las ventas mientras que el 80% de las ventas se concentran en 18 clientes. Si bien se ha visto una mejora con respecto al año anterior, la concentración por clientes o nivel de actividad produce una alta sensibilidad de los ingresos.

**Concentración en los centros de cultivo:** Actualmente la empresa cuenta con un 78% de su superficie en uso para cultivos mientras que el resto se encuentra en descanso. Si bien existen concesiones en tres regiones, una de ella (en la IV región) se destina para el cultivo de ostiones mientras que las dos restantes, en la X y XI región es para la producción de salmónes. Esto hace que cualquier restricción legal, inconveniente de la naturaleza o de cualquier tipo en la zona, redunde en importantes mermas en la cosecha de productos.

**Exposición a riesgos de la naturaleza:** La industria salmonera, al igual que algunas agroindustrias, se encuentra constantemente expuesta a los riesgos de este tipo. Dentro de ellos no sólo se encuentra la posibilidad de nuevos brotes de ISA o mutaciones de éste, sino otros recurrentes como el *bloom* de algas, sin poder descartarse la aparición de nuevas enfermedades o como recientemente, erupciones volcánicas. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas.

**Concentración en un producto:** En el 2013 se liquidaron las últimas reservas de salmón coho y trucha, productos que ya no eran rentables para la compañía, por lo que se decidió discontinuar su producción y comercialización. Esto hace que cerca del 95% de los ingresos se concentren en el salmón atlántico, lo que hace que cualquier eventualidad que ocurra sobre este producto en particular, afecte directamente al ingreso total. Sin embargo, durante el 2016 se volvió a tener un centro de coho.

**Concentración en mercados:** Al cierre de junio de 2016, el 53% de las ventas fueron destinadas al mercado norteamericano. Esto hace que cualquier evento que provoque una reducción de la demanda en Estados Unidos, afecte a una parte importante de los ingresos de la compañía. A esto se suma que las ventas allá se hacen a través de tres distribuidores, incrementando la exposición al riesgo de una caída de los ingresos si uno de estos intermediarios reemplaza o suspende su demanda. Luego le sigue Europa con un 19% de las ventas de salmón. El 22% corresponde a otros destinos donde destaca Brasil.

## Antecedentes generales

### Historia

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

Desde sus inicios el emisor ha ido implementando por etapa una estrategia de integración vertical con el objeto de gestionar más eficazmente la calidad de sus productos.

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

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



En septiembre de 2012, la compañía vende su participación de 50% que mantenía en la empresa de alimentos Salmofood S.A. a Alicorp Holdco España S.L., en tanto que a comienzos de 2015 el 79,9% de la propiedad de la emisora fue adquirida por Alimentos Marinos S.A. (Alimar), pasando a ser el nuevo controlador.

## Propiedad y administración

**Invermar** es controlada por la familia Izquierdo Menéndez a través de Alimar, que mantiene a la fecha el 79,86% de las acciones de la sociedad. El resto de la propiedad se encuentra bastante desconcentrada. A continuación, la Tabla 1 describen los accionistas a junio de 2016.

Tabla 1: Listado de los 12 principales accionistas

Nombre	% de propiedad
Alimentos Marinos S.A.	79,86%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	9,79%
Santander Corredores De Bolsa Limitada	1,35%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,28%
Consortio Corredores de Bolsa S.A.	1,27%
Corpbanca Corredores De Bolsa S.A.	0,95%
Larrain Vial S.A. Corredora De Bolsa	0,90%
BCI Corredores de Bolsa S.A.	0,76%
MBI Corredores De Bolsa S.A.	0,70%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	0,66%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	0,60%
Itau BBA Corredores de Bolsa Ltda.	0,28%
Otros	1,60%

El directorio a la fecha de la clasificación se estructuraba por las personas que se presenta en la Tabla 2 mientras que los principales ejecutivos se encuentran en la Tabla 3.

## Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene mayoritariamente de Noruega y Chile, ambos compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos que se producen y exportan desde Chile son la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico<sup>1</sup>, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

<sup>1</sup> Cabe recordar que **Invermar** se especializa en este producto.

Tabla 2: Composición actual del directorio

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

Tabla 3: Principales ejecutivos

Nombre	Cargo
Felipe Pulido Justiniano	Gerente General
Cristian Fernández Jeria	Gerente Zonal
Christian Alberto Franco Borja	Gerente Comercial

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

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio internacional descendiera a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas hacia 2012 en toda la industria nacional. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, pero en 2015 nuevamente ha habido una baja considerable del precio, la cual se reversionó en el transcurso del 2016.

## 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 N° 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios. El otorgamiento de nuevas concesiones en la Región de Los Lagos y en la de Aysén, se encuentra suspendido hasta cinco años desde la dictación de la ley (hasta el año en curso). La normativa apuntó a regular la forma en que los barcos de transporte se mueven entre zonas y macro-zonas, de manera de evitar que se propaguen enfermedades entre áreas afectadas y aquellas libres de brotes infecciosos, estableciendo para ello desinfecciones. Las concesiones deben mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada asignadas ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual caso a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigencia de la ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona puede tener más de un 20% de superficie concesionada de una región.

Una de las principales innovaciones correspondió al proceso de producción simultáneo que debe existir en cada barrio o grupo de concesiones. En efecto, todas las empresas con concesiones en un determinado barrio deben iniciar al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de tres meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deben ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en aquel. La autoridad también define la densidad de peces por cultivo.

En términos sanitarios, las nuevas disposiciones establecen procesos de desinfección de elementos productivos y vacunación de peces. Asimismo, en caso de detectarse una concesión con detección de virus ISA, los peces deben ser cosechados de manera inmediata. Si un 30% o más de las jaulas de una concesión resultan positivas de ISA patógeno, entonces la totalidad de los peces en engorda en la concesión tienen que ser eliminados.

También, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros, y cuya función era asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se había alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le asignó, estaba el definir si se podía realizar el proceso de smoltificación en lagos, ríos y estuarios; definir ciertas materias de las macro-zonas y macro-barrios; establecer una metodología para determinar el riesgo de un centro de cultivo (a través de asignación de puntaje) y definir la densidad de cultivos. En 2012 este panel fue reemplazado por ocho Comités Científicos Técnicos encargados de tomar las principales decisiones de administración pesquera, poniendo el énfasis en la preservación de los recursos por sobre los resultados económicos. Los expertos en estos Comités duran cuatro años en el cargo, con renovaciones parciales cada dos.

Si bien la dictación de este conjunto de normas eleva los costos de producción de las empresas del sector, se busca como contrapartida una disminución de los riesgos de adquisición de enfermedades, lo que en el mediano plazo podría significar un aumento de los rendimientos por menor mortalidad de los peces (aunque tal situación no ha sido ratificada en los hechos).

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 Estados Unidos, Europa, y otros mercados donde destaca Brasil, 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* (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, pre-cocidas 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 2015 el 8,2% de las ventas totales.

Actualmente la compañía produce más de cien productos distintos en base a salmón atlántico. Las ventas se concentran en los mercados de Europa y principalmente Estados Unidos, a través de supermercados y *food services*. El negocio se fundamenta en relaciones de largo plazo con los distribuidores, con los cuales se realiza un trabajo conjunto para el diseño de los productos de manera que se responda a exigencias de calidad y trazabilidad, y a las necesidades específicas a cada tipo de cliente.

## 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 esquema presentado en la Ilustración 1.

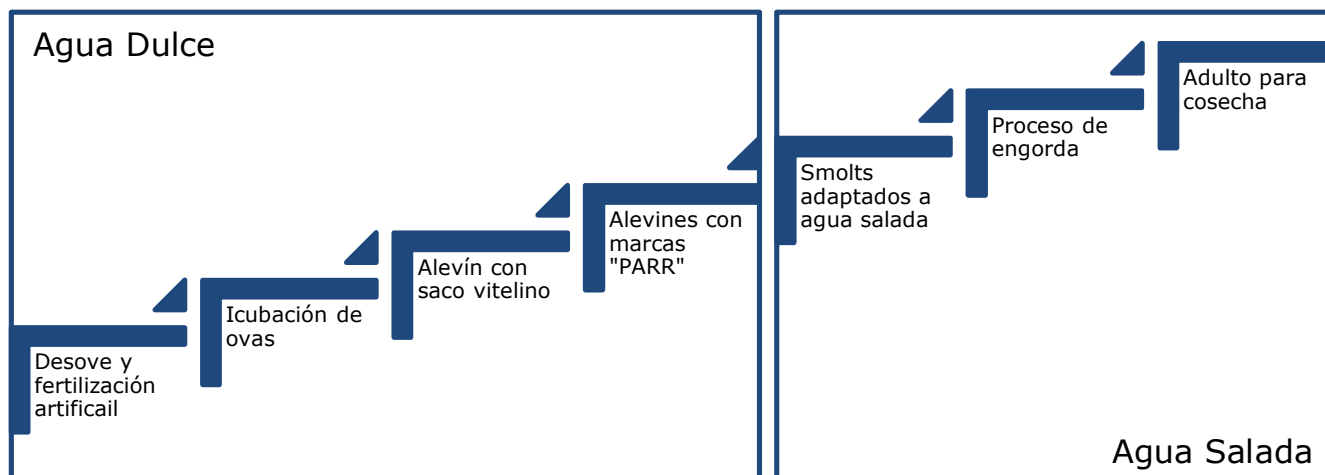


Ilustración 1: Proceso de producción

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.

**Invermar** como modalidades de abastecimiento la compra de terceros, incluyendo a 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.

## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2011 y junio de 2016.

### Ingresos, resultados de explotación y EBITDA

Como consecuencia de la crisis del virus ISA que afectó a la industria, la compañía cerró el año 2008 con una cifra negativa de US\$ 78 millones. Durante 2009, la compañía mostró una baja en los ingresos generada principalmente por las menores cosechas en toneladas comparadas con el año anterior. A partir de 2010 se vio una recuperación tanto de ingresos y EBITDA producto de la retoma de la siembra de peces y las mejores medidas sanitarias aplicadas. En 2012, dados los márgenes negativos presentados por el salmón coho y la trucha, se decidió dejar de producirlos, lo que se refleja en una caída en las ventas, pero una recuperación del EBITDA. Posteriormente, la caída de los precios ha mermado más el nivel de ingresos. En la Ilustración 2 se observa la evolución de ingresos y EBITDA desde 2010.

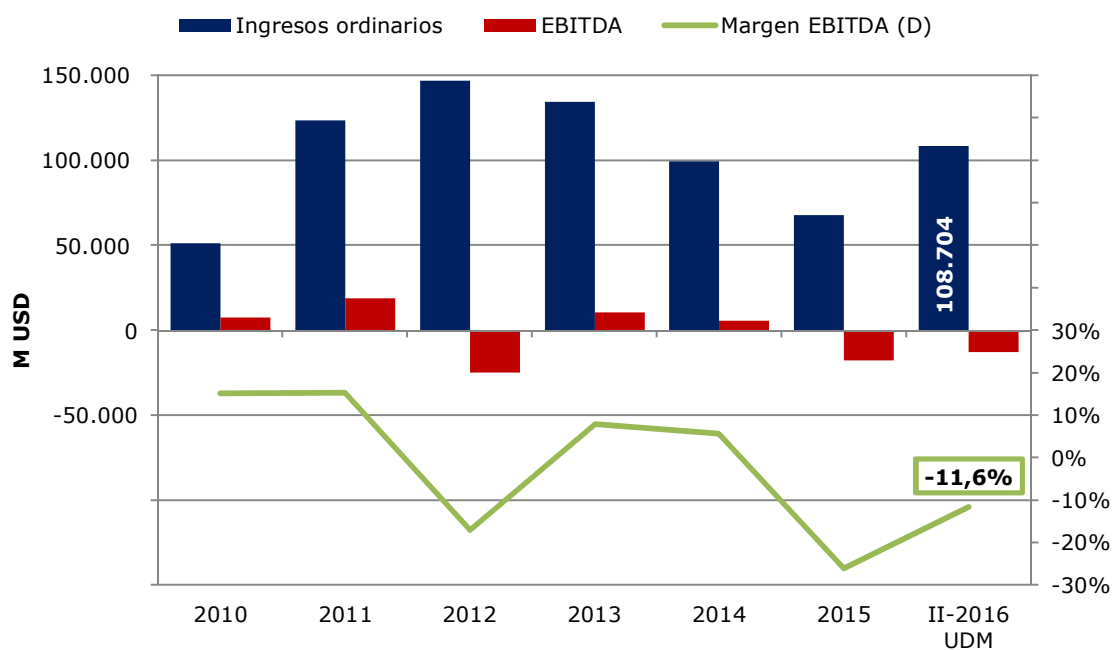


Ilustración 2: Evolución de los ingresos y EBITDA

## Endeudamiento y liquidez

A junio de 2016 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 2,6 veces, en tanto que la deuda financiera con terceros sobre EBITDA a -0,2 vez, con la consideración de que la condonación de los pasivos bancarios disminuirían casi en su totalidad. Desde 2011 el nivel de deuda financiera se había mantenido constante, pero los niveles de DF/EBITDA nunca pudieron reducirse bajo las 8,8 veces (2011 fue el año de mejores resultados). Esto hizo que la compañía se desprendiese de activos para generar caja para cumplir con las obligaciones de corto plazo; hasta que se produjo el cambio de propiedad con el que se eliminó gran parte de la deuda financiera. No obstante, si se considera la totalidad de la deuda financiera, tanto con el sistema financiero, como con empresas relacionadas, el indicador DF (incluyendo emp. Relacionadas)/EBITDA se incrementa a valores cercanos a 30 veces para cerrar este trimestre en -9,9 veces, tal como lo muestra la Ilustración 3.

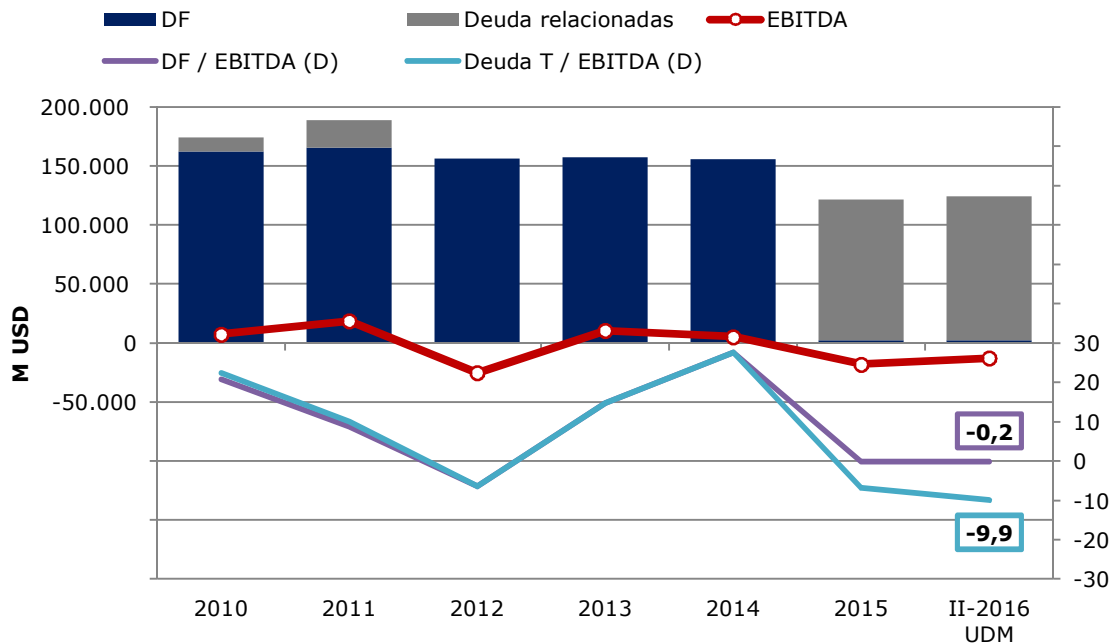


Ilustración 3: Evolución de deuda financiera

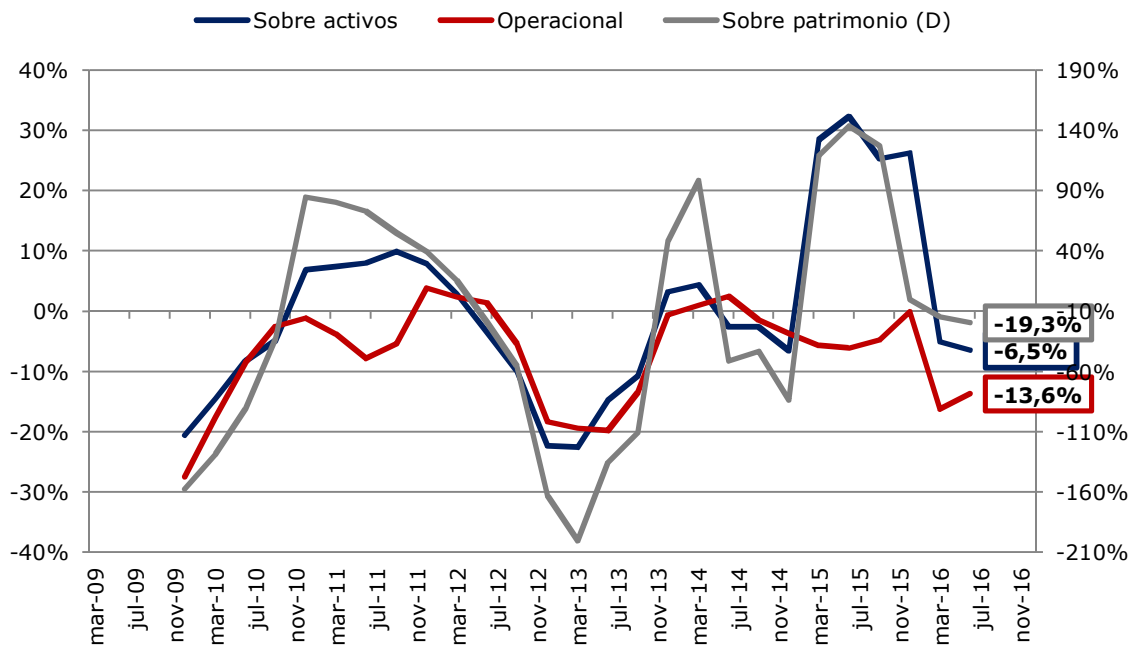


Ilustración 4: Evolución de la rentabilidad

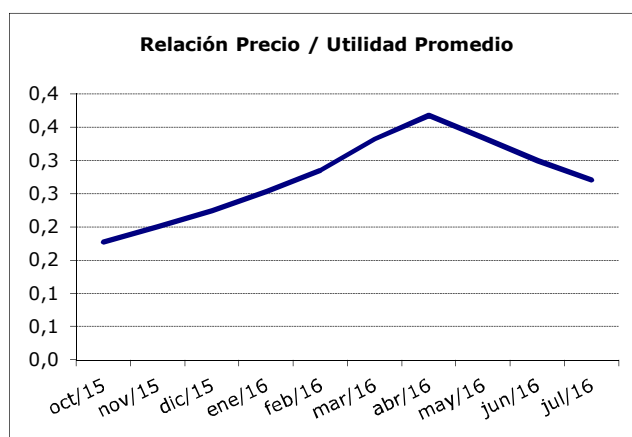
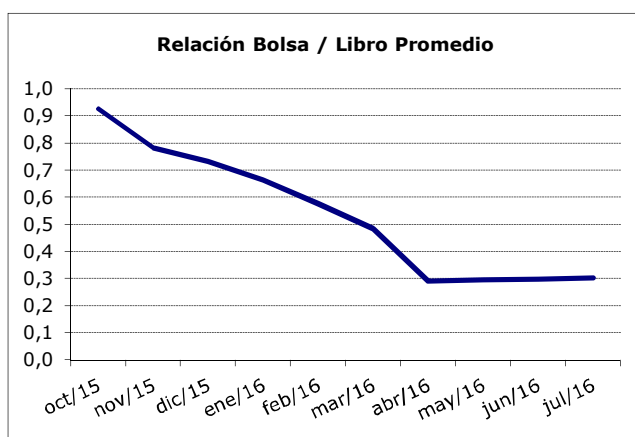
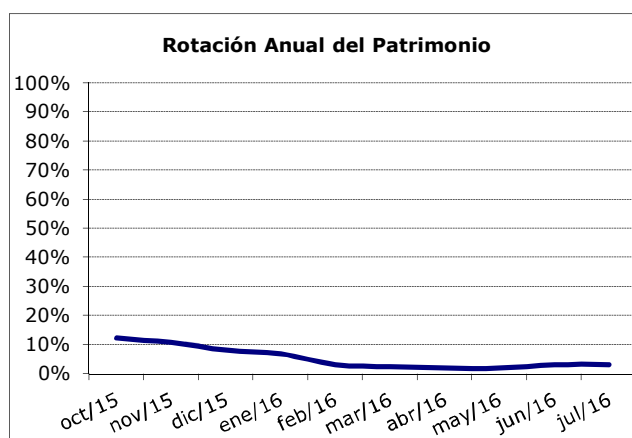
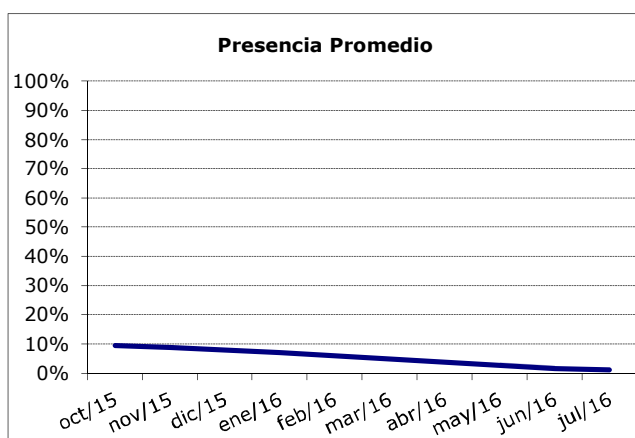
## Rentabilidad

En 2012 y 2014 se alcanzaron los niveles de precio más bajos del período analizado anterior a 2015, y eso se refleja en la rentabilidad alcanzada en dichos años, donde el rendimiento del patrimonio es muy negativo,

mientras la rentabilidad del activo se mantiene bajo 0%. Luego en el año móvil a junio de 2016, a pesar de registrar una elevada rentabilidad durante el 2015, la rentabilidad del patrimonio se reduce a niveles negativos, al igual que los retornos sobre activos y los operacionales. Lo anterior se observa en la Ilustración 4.

## 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."*