



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Invermar S.A.

Septiembre 2017

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	BB ⁻¹
Tendencia	Favorable ²
Acciones (INVERMAR)	Segunda Clase
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de junio de 2017

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2012	2013	2014	2015	2016	jun-17
Ingresos ordinarios	147.018	134.700	99.538	67.811	144.995	117.145
Costo de ventas	-165.100	-121.433	-98.306	-71.315	-128.434	-91.699
Ajuste a biomasa	-28.398	22.904	-8.380	-18.190	2.823	-113
Gastos de administración y distribución	--19.244	-14.233	-7.458	-6.033	-6.156	-3.777
Costos financieros	-8.185	-7.526	-5.363	-2.768	-2.270	-634
Ganancia (pérdida)	-57.963	7.236	-14.021	56.867	10.787	14.226
EBITDA	-24.903	10.686	5.638	522	19.154	26.322

Balance Consolidado, por liquidez IFRS (partidas seleccionadas)						
M US\$	2012	2013	2014	2015	2016	jun-17
Activos corrientes	103.888	113.400	100.378	120.436	161.104	141.351
Activos no corrientes	119.726	110.939	108.796	102.907	98.332	97.562
Total de activos	223.614	224.339	209.174	223.343	259.436	238.913
Pasivos corrientes	62.341	64.801	198.353	157.326	98.046	63.320
Pasivos no corrientes	154.058	136.741	0	2.368	1.964	1.907
Patrimonio total	7.215	22.797	10.821	63.649	159.426	173.686
Total pasivos y patrimonio	223.614	224.339	209.174	223.343	259.436	238.913

¹ Clasificación anterior: Categoría C.

² Tendencia anterior: En Observación.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Invermar S.A. (Invermar) es una empresa del sector acuícola, que desde 1988 se orienta a desarrollar, producir y elaborar productos en base a salmón, destinados al consumidor final, enfocándose en canales de distribución masivos como supermercados 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).

El cambio de clasificación desde "Categoría C" a "Categoría BB-" se basa en la mejora en la capacidad de generación de flujos registrada en las recientes observaciones, que se traduce en un EBITDA de US\$40 millones en el año móvil finalizado en junio de 2017 que se compara favorablemente con el valor registrado en junio de 2016, cuando alcanzaba a US\$ 5,6 millones, sustentada tanto por mejores precios, como en incrementos en la producción. Con todo, la clasificación se ve restringida por la necesidad de recurrir a su matriz para financiar la operación, que ha significado la mantención de una deuda con empresas relacionadas, que a junio de 2017 asciende a US\$ 21 millones.

La tendencia de la clasificación se modifica desde "En Observación" a "Favorable" en atención a la mejora que se observa en la capacidad de generación de flujos, la cual, de consolidarse, podría conllevar mejoras en la clasificación de riesgo.

Aun cuando la clasificadora reconoce como positivo el cambio de controlador, básicamente por el plan de fortalecimiento financiero que se ha implementado, cualquier modificación en la categoría de riesgo requerirá mayor conocimiento de las políticas a implementar y su efecto en los resultados, toda vez que los mayores niveles de EBITDA responden básicamente al mayor precio del salmón en los mercados internacionales.

De esta manera, la clasificación recoge como factores adversos dicha 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 mayor estabilidad en los ingresos.

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 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

- 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 2016

En 2016 los ingresos consolidados de **Invermar** llegaron a US\$ 145 millones, un aumento de 113,8% respecto de 2015 que se explicó por un incremento en la producción de salmónes, pasando de un total de 11.043 toneladas en 2015, a 23.873 toneladas en 2016.

El costo de ventas de 2016 fue de US\$ 128,4 millones, disminuyendo un 80,1% respecto del año anterior. Con ello, el margen bruto fue US\$ 16,6 millones (11,4% de los ingresos), cifra que se compara favorablemente con el registro negativo de US\$ 3,5 millones obtenido en 2015. Los gastos de administración y costos de distribución, por su parte, llegaron a US\$ 3,5 millones, disminuyendo 21,9%, pese al mayor nivel de actividad durante 2016.

El EBITDA finalmente, se incrementó desde US\$0,5 millones en 2015 a US\$19,2 millones en 2016, mientras que el resultado final disminuyó desde US\$56,9 millones en 2015 (influido por el incremento de "Otras Ganancias") a US\$10,8 millones en 2016.

Resultados junio 2017

Durante el primer semestre de 2017 los ingresos totalizaron US\$117 millones, lo que representa un incremento de casi 62% respecto a lo registrado en igual período del año anterior, debido a una mayor producción así como incremento en los precios del salmón.

El costo de ventas, por su parte, se expandió un 33,5%, al totalizar US\$91,6 millones en el período. Los gastos de administración y distribución, por su parte, se expandieron en 46,2%. De esta manera, el EBITDA alcanzó los US\$26,3 millones, lo que representa un incremento de 385%. Finalmente, la ganancia del período totalizó US\$14,2 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BB

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

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

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

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

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 y su 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 28% de la producción mundial de salmón de cultivo en 2016.

Perspectivas de crecimiento en el mediano plazo: Aun cuando la FAO estima la tasa de crecimiento del consumo de pescado para alimentación se reduzca desde 3,1% registrado en la década anterior, a un 1,8% durante la próxima década,³ se espera que la demanda en los mercados en desarrollo crezca con más fuerza que la proveniente de los países desarrollados. Con todo, se espera que el consumo per cápita de pescado crezca desde los actuales niveles de 20,2 kg, a 21,8kg en 2025. Se estima que en este período el crecimiento más relevante a nivel mundial sea en Brasil,⁴ donde Chile presenta ventajas comparativas en acceso al mercado, lo que representa una oportunidad para empresas como **Invermar**.

Factores de riesgo

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

³ <http://www.fao.org/3/a-i5778s.pdf>.

⁴ OECD-FAO Agricultural Outlook 2016-2025.

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\$ 8,64, con un precio mínimo de US\$ 2,40 en ese lapso de tiempo.

Concentración de clientes: Según la última información, dentro del área de salmónes, los seis primeros clientes representan el 50% de sus ventas. 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 64,5% 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 en el pasado, 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 diciembre de 2016, el 35% 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. Luego le sigue Japón con un 20% y América Latina con 19%.

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 (actualizar a junio).

Tabla 1: Listado de los 12 principales accionistas

Nombre	% de propiedad
Alimentos Marinos S.A.	82,83%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	10,42%
MBI Corredores De Bolsa S.A.	2,44%
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	1,28%
Consortio Corredores de Bolsa S.A.	0,49%
Santander Corredores De Bolsa Limitada	0,45%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	0,42%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,30%
Larrain Vial S.A. Corredora De Bolsa	0,27%
Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa	0,25%
Negocios y Valores S.A. Corredores de Bolsa	0,21%
Itau BBA Corredores de Bolsa Ltda.	0,19%
Otros	0,45%

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.

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
Juan Agustín Izquierdo Etchebarne	Director
Gustavo Subercaseaux Phillips	Director

Tabla 3: Principales ejecutivos

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

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 Atlántico⁵, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

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. Se menciona este hecho por cuanto tuvo un efecto severo y negativo en la industria en general, con secuelas indirectas que aún persisten.

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 se registró nuevamente una baja considerable del precio. Posteriormente, el precio ha mostrado una recuperación durante 2016 y lo que va corrido de 2017.

Durante 2016 la industria salmonera experimentó un evento de "Bloom de Algas" que significó la pérdida de biomasa en diversos barrios, pero que, en el caso específico de **Invermar**, no tuvo efectos en su *stock* disponible, por lo que la compañía se vio favorecida con la posterior alza de precios del salmón. No obstante que este episodio no afectó negativamente a la compañía, lo anterior da cuenta de los riesgos fitosanitarios a los que se enfrenta la industria.

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.

⁵ Cabe recordar que **Invermar** se especializa en este producto.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley Nº 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios.

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 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.

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.

Si bien la dictación de este conjunto de normas ha elevado los costos de producción de las empresas del sector, se estima que, como contrapartida, disminuirá 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.

Más aún, posteriormente se han ido instaurando 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.

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el *bloom* de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades

masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al periodo anterior, denominado “Programa de Reducción de Siembras” (PRS) y que empezará a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados “lomos de toro”, que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

Descripción del negocio

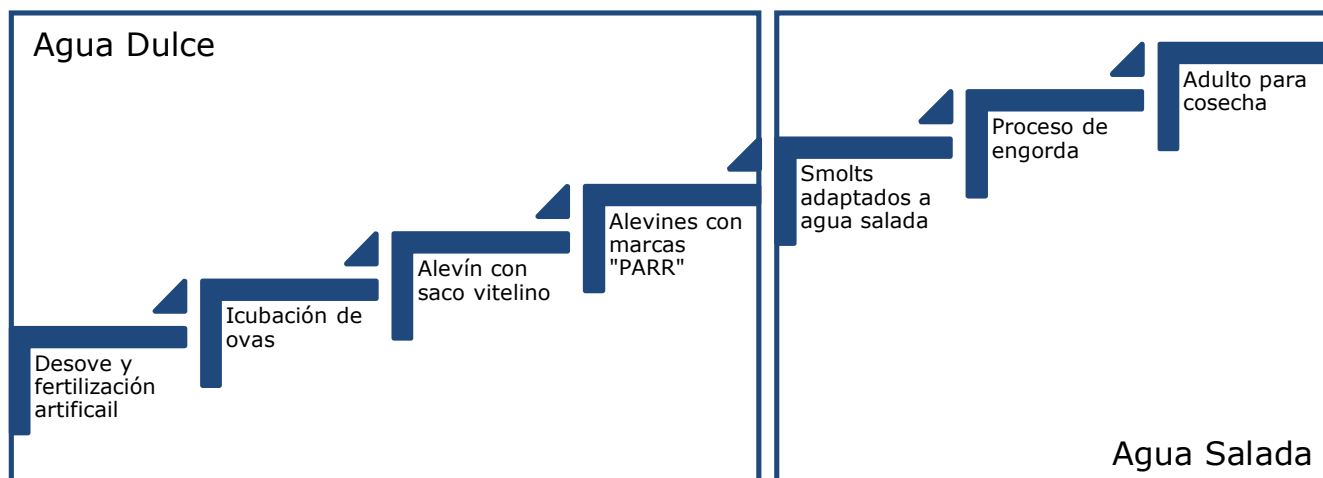
Invermar tiene como principal negocio la elaboración de productos en base a salmón para los mercados de Estados Unidos, Europa, y otros mercados donde destaca Brasil, de acuerdo a los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. La empresa opera, principalmente, a través de tres canales 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 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 2016 el 5,7% de las ventas totales.

Actualmente la compañía produce una diversidad de 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



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.

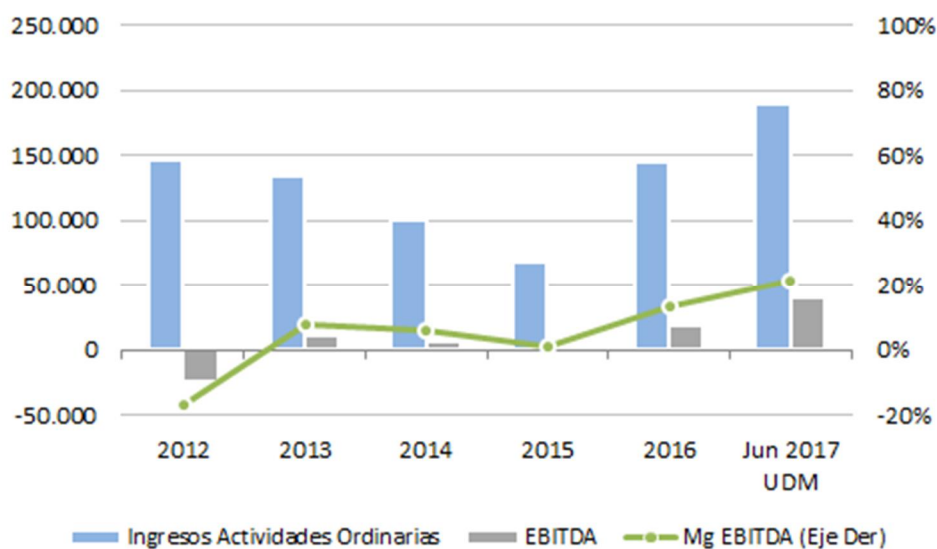
Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Invermar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2011 y junio de 2017.

Ingresos, resultados de explotación y EBITDA

En 2012 los ingresos totalizaron casi US\$ 150 millones. No obstante, el margen EBITDA resultó ser negativo, en torno a 17%. Como resultado de lo anterior, la compañía decidió detener la producción de salmón coho y trucha, en virtud de sus márgenes negativos. La interrupción de la producción y comercialización de estas especies se reflejó en una caída en las ventas, pero una recuperación del EBITDA. Posteriormente, la caída de los precios mermó el nivel de ingresos, hasta el año 2016 en que los precios se incrementan hacia el final del período, tendencia que se ha mantenido durante 2017. Lo anterior, en conjunto con una caída en los gastos de administración y ventas, se ha traducido en aumentos en el EBITDA y margen EBITDA, que se muestran en la Ilustración 1.

Ilustración 1
Evolución de los ingresos y EBITDA
(US\$ Miles y porcentaje)



Endeudamiento y liquidez

A junio de 2017 la relación de pasivos totales sobre patrimonio llegaba a 0,38 veces, en tanto que la deuda financiera con terceros sobre EBITDA a 0,1 vez, producto de la condonación de pasivos bancarios. Si se incorpora la deuda mantenida con empresas relacionadas, este indicador se sitúa en niveles de 1,1 vez (ver Ilustración 2). De esta manera, la reorganización financiera ha permitido que los niveles de endeudamiento se sitúen en niveles más acordes con la generación de flujos. No obstante, como se ha señalado, el mayor nivel de EBITDA registrado en los últimos períodos se debe al incremento del precio del salmón, que podría sufrir oscilaciones, tales como las registradas en el pasado, y que se muestran en la Ilustración 3.

Ilustración 2
Evolución de deuda financiera
(US\$ Miles y número de veces)

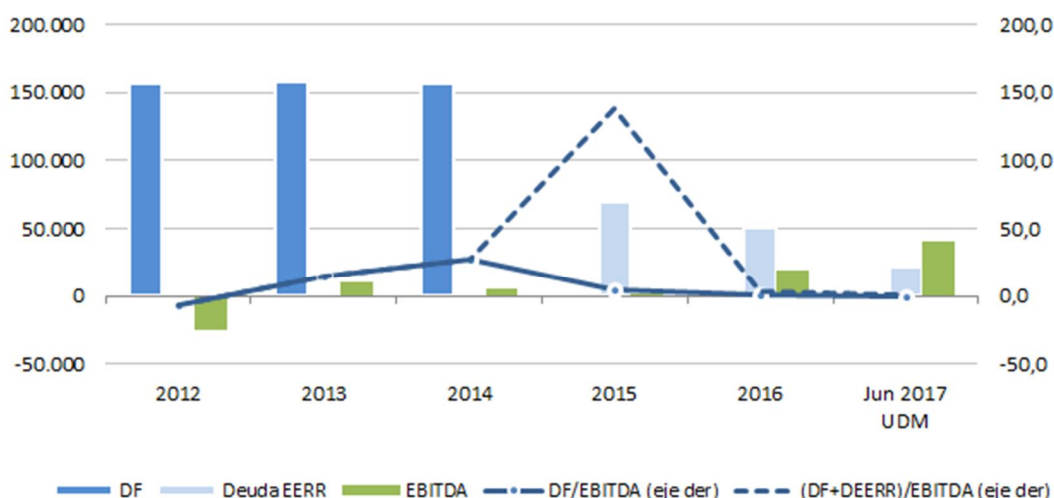
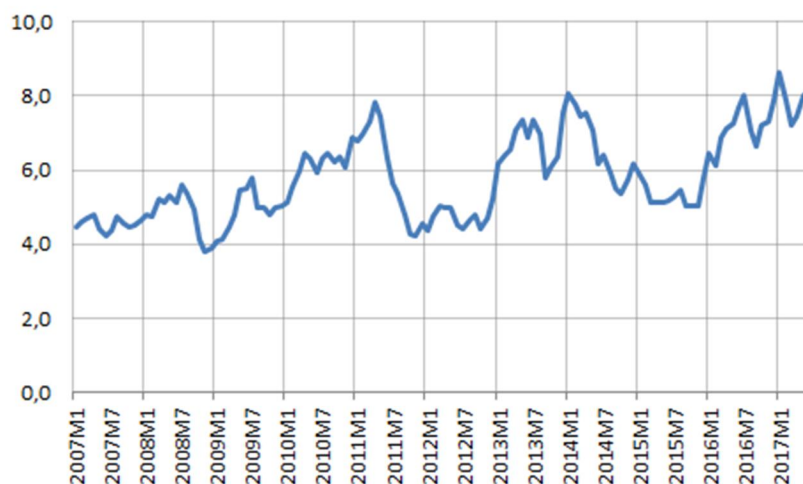


Ilustración 3
Precio del Salmón
Farm Bred Norwegian Salmon, export price(US\$/Kg)



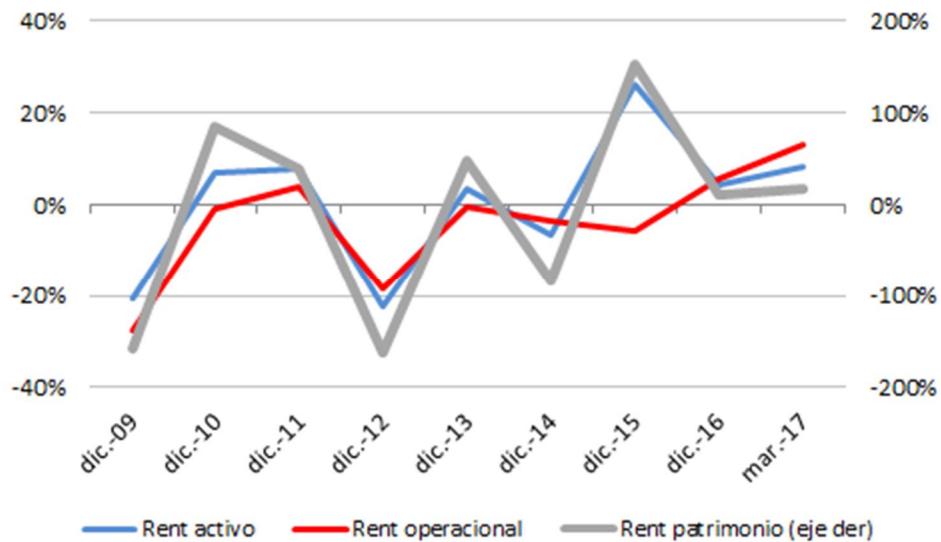
Fuente: FMI

Rentabilidad

En 2012 y 2014 se alcanzaron los niveles de precio más bajos para el período analizado anterior a 2015, y eso se refleja en la rentabilidad de dichos años, donde el rendimiento del patrimonio y del activo se mantiene bajo 0%. Luego, en 2015 se recuperan los índices de rentabilidad del activo y del patrimonio, en tanto que la rentabilidad operacional se mantiene en registros negativos. En el año 2016, sin embargo, todas

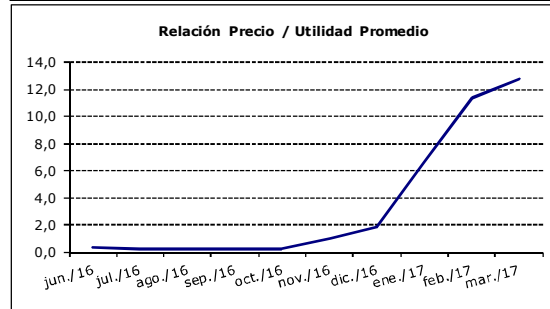
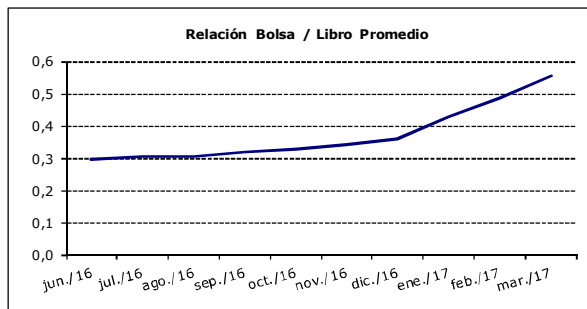
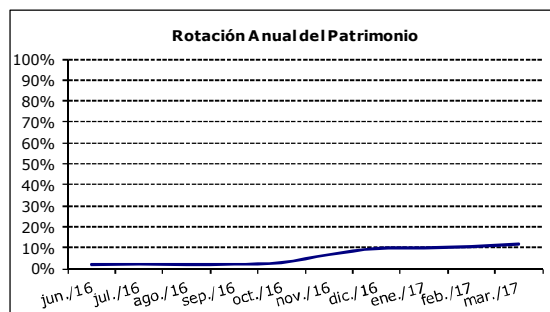
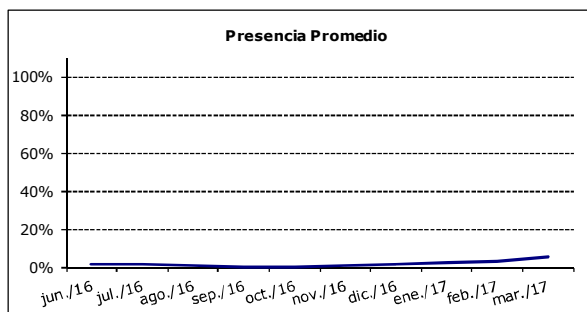
las medidas de rentabilidad son positivas, situación que se mantienen en el primer trimestre de 2017 (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Evolución de la rentabilidad



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se presenta la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro, a marzo de 2017:



"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."