

Solvencia	Dic.16	May.17
Perspectivas	BB	BB+
	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes			
	2016	Mar. 16	Mar. 17
Margen Operacional Ajustado ⁽¹⁾	9,1%	-1,6%	15,7%
Margen Ebitda Ajustado ⁽¹⁾	13,2%	1,7%	22,0%
Leverage	0,0	0,0	0,0
Leverage Financiero ⁽³⁾	0,3	1,9	0,2
Ebitda Ajust. ⁽¹⁾ / Gastos Fin.	8,4	0,4	15,4
Deuda Fin Ajust. / Ebitda Ajust. ⁽¹⁾⁽²⁾	2,1	98,5	0,8

(1) Menos ajustes por valor justo de activos biológicos.

(2) Endeudamiento financiero incluye deuda con empresas relacionadas

(3) Indicadores a marzo se presentan anualizados.

Perfil de Negocios: Vulnerable					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Riesgos climáticos y sanitarios					
Requerimientos de capital de trabajo					

Posición Financiera: Intermedia					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad y Generación de flujos					
Exposición a volatilidad de precios de venta y principales insumos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					

Contacto: Esteban Sánchez
esteban.sanchez@feller-rate.cl
(562) 2757-0400
Claudio Salin
claudio.salin@feller-rate.cl
(562) 2757-0400

Fundamentos

El alza en la clasificación desde "BB" a "BB+" asignada a la solvencia de Invermar S.A., considera el proceso de reestructuración y cambio de control hacia Alimentos Marinos S.A. (Alimar), con manifiesto apoyo financiero, y la definición de su estrategia para la compañía.

En contrapartida, la clasificación refleja la alta exposición operacional a variaciones en las condiciones climáticas y oceanográficas, en conjunto con la sensibilidad a las variaciones en precios internacionales del salmón y de sus principales insumos.

La clasificación de las acciones en "Segunda Clase" se fundamenta, principalmente, en su débil posición de solvencia, así como en aspectos relacionados con la liquidez de los títulos.

La empresa participa en el ciclo completo de producción del salmón: crianza en agua dulce, engorda en agua salada, procesamiento y comercialización.

Los resultados de Invermar evidencian la alta volatilidad inherente a la industria salmoniculora, sujeta a fuertes fluctuaciones de precios y a una producción variable en función de las condiciones sanitarias, climáticas y oceanográficas.

Recientemente la industria se vio enfrentada a desfavorables condiciones, con importantes mermas en la producción nacional derivadas de eventos climáticos. Dichos eventos no afectaron de manera importante a Invermar, lo que, en conjunto con la favorable evolución en los precios internacionales, redundó en una recuperación de la generación de flujos operativos de la compañía.

A marzo de 2017, la compañía presenta ingresos por US\$64,7 millones, superiores a los US\$34,1 millones obtenidos en igual periodo de 2016. Al respecto, durante el trimestre se incrementaron las toneladas de producto final, alcanzando las 5.797 toneladas. El precio de mercado se ha mantenido por sobre lo evidenciado durante los primeros

meses de 2016.

Coherentemente con lo anterior, el margen ebitda ajustado evidenció un aumento desde 1,7% a marzo de 2016 a 22,0% al primer trimestre de 2017. Esto, apoyado también por el mayor peso promedio por salmón cosechado.

Tras el cambio de controlador, la deuda financiera con terceros se redujo de forma importante, tanto por la condonación de cerca del 55% de la deuda, como por el pago del remanente, financiado a través de un préstamo del propietario.

En marzo de 2016, el controlador propuso a los accionistas efectuar un aumento de capital, mediante la capitalización de parte de la deuda relacionada que mantenía Invermar, por un monto cercano a los US\$119 millones. De esta forma, al cierre de 2016, la deuda relacionada alcanzó US\$50,1 millones.

La estructura financiera de la compañía se ha mantenido sin presiones, aunque los requerimientos de capital de trabajo siguen siendo cubiertos por el controlador, en atención al bajo acceso al mercado financiero que actualmente tiene Invermar. Lo anterior, en conjunto con una recuperación en la generación de flujos operativos, redundaron en una liquidez "Satisfactoria".

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Considera que se mantenga el grado de respaldo financiero y operacional que hasta ahora ha otorgado el nuevo controlador. Adicionalmente, esperamos que la compañía continúe con las políticas financieras, manteniendo un adecuado nivel de liquidez e indicadores de cobertura en los rangos actuales.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría producir frente a un debilitamiento en la generación de flujos de caja de la compañía por sobre las estimaciones, así como por la pérdida de respaldo por parte del controlador.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS:

Factores Clave

- Integración vertical del proceso productivo.
- Relaciones de largo plazo con clientes.
- Alta exposición a variaciones en las condiciones climáticas y oceanográficas; además de la aparición de patologías en peces.
- Ventajas competitivas de la industria chilena de salmones, con positivas perspectivas de demanda en el largo plazo.

POSICIÓN FINANCIERA:

Factores Clave

- Capacidad de generación de flujos operativos altamente volátil.
- Acotado nivel de endeudamiento luego del cambio de controlador.
- Altos requerimientos de capital de trabajo para financiar el extenso ciclo productivo.

Solvencia	BB+
Perspectivas	Estables

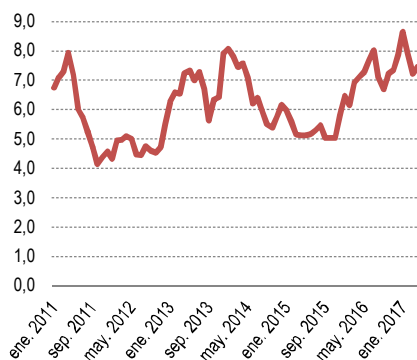
Propiedad

Invermar es controlada en un 82,73% por la sociedad Alimentos Marinos S.A. (Alimar), perteneciente a la familia Izquierdo Menéndez. El 17,27% restante corresponde al free float de la compañía, la que se abrió a bolsa en el año 2005.

De forma adicional a la industria pesquera, la familia Izquierdo Menéndez participa en los rubros industriales y maderero.

Evolución precio de salmón

(US\$/kg)



PERFIL DE NEGOCIOS

Vulnerable

- La empresa participa en el ciclo completo de producción del salmón, desde la crianza en agua dulce, engorda en agua salada, procesamiento y comercialización.
- Para la fase de agua dulce, la compañía posee tres pisciculturas, dos centros de lago y una piscicultura de recirculación, equipada con avanzada tecnología. Esta última, reconstruida con puesta en operación durante el tercer trimestre del año 2016, luego de ser dañada por la erupción del Volcán Calbuco.
- Invermar en el segmento salmónes dispone de 32 concesiones en agua de mar (84% en la X Región y 16% en la XI Región), emplazadas en 15 barrios diferentes de acuerdo a lo establecido por la Ley General de Pesca y Acuicultura. (LGPA). Lo anterior, equivale a una presencia de 2,7% dentro del total de concesiones. Actualmente, cuenta con 12 concesiones en operación.

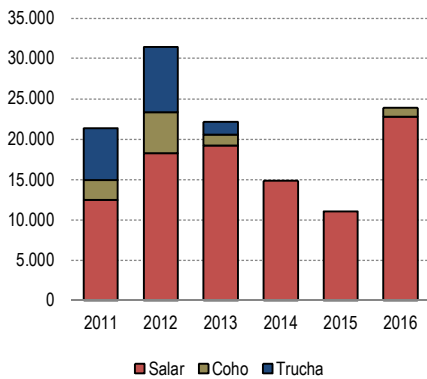
Pertenencia a una industria inherentemente volátil, con fuertes riesgos climáticos e intensiva en capital

- La salmonicultura está expuesta a riesgos significativos. Estos riesgos guardan relación con la volatilidad, tanto de los precios de venta de los productos finales, como del costo del alimento, principal insumo productivo. Asimismo, los rendimientos de la producción de salmónidos son altamente sensibles a las condiciones climáticas y al desarrollo de patologías o problemas sanitarios, que pueden derivar en problemas en el crecimiento, calidad y fuertes aumentos de la mortalidad en los planteles de peces.
- Al respecto, durante 2015 la compañía se vio enfrentada a dos eventos naturales con un relevante impacto en sus operaciones. El primero fue la erupción del Volcán Calbuco, en la décima región, que afectó a la piscicultura de Lago Verde debido a que el peso de la ceniza volcánica hizo colapsar parte de la estructura, implicando la pérdida completa de la producción de alevines y un 32% de las ovas, por un monto cerca a los US\$2,9 millones.
- Luego, en el mes de septiembre se generó un terremoto con posterior tsunami en la Cuarta Región, lo que sumado a marejadas importantes en la Bahía de Tongoy (en agosto del mismo año), implicaron la muerte del 30% de la biomasa de ostiones y destrucción en material a flote. No obstante, la compañía registró una recuperación de la semilla necesaria para cumplir con el plan de crecimiento objetivo.
- Sin embargo, los problemas climáticos que afectaron a la Bahía de Sechura en Perú, afectaron de manera importante a la industria de ostiones de dicho país, con pérdidas en biomasa equivalentes a un 90% del total de la producción. Lo anterior, redundó en un incremento de los precios internacionales, registrando, a diciembre de 2016, un promedio de US\$12,3/Kg., lo que representa un aumento anual de un 21,8%.
- En 2016 se generó un florecimiento anormal de algas, situación que implicó una importante disminución en el oxígeno de las aguas, afectando a las zonas del Seno de Reloncaví y el norte de la Isla de Chiloé. Si bien este fenómeno no generó mortalidad significativa dentro de los centros de Invermar (pero sí en otras salmoneras), la menor oxigenación de las aguas a nivel general produce mermas en el factor de conversión (y niveles de crecimiento) de los salmónes.
- Sin embargo, la disminución en la oferta, en conjunto con el aumento de la demanda internacional, redundó en el incremento de los precios internacionales a partir de marzo de 2016, impactando positivamente en los resultados de la compañía.
- Por otra parte, el largo ciclo productivo de los salmónidos expone a los productores a cambios en los precios de mercado entre los periodos de siembra y comercialización, y a la necesidad de financiar importantes requerimientos de capital de trabajo.
- La compañía mantiene políticas de cobertura que mitigan parcialmente los riesgos inherentes a la industria. De esta forma, cuenta con seguros para la biomasa en agua mar, los que consideran riesgos de la naturaleza y *bloom* de algas. Adicionalmente, la política de riesgos considera pólizas para sus equipos e instalaciones.

Solvencia **BB+**
Perspectivas **Estables**

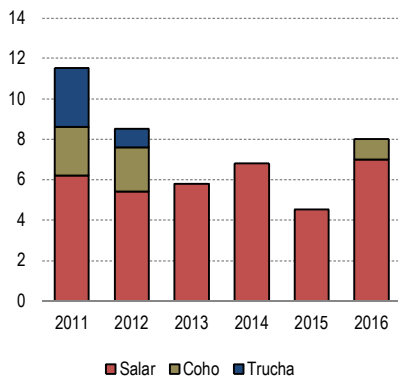
Ventas Totales

Cifras en miles de toneladas WFE



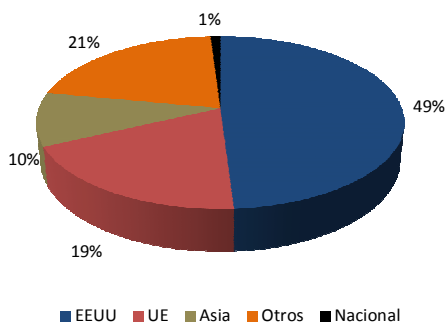
Siembras en agua de mar

Cifras en millones de unidades



Distribución ventas por país

Cifras a diciembre de 2016



Flexibilidad productiva asociada a las condiciones de demanda internacional

- Sus instalaciones industriales y de crianza cuentan con avanzadas tecnologías y con certificaciones de procesos, lo que le permite generar productos de mayor elaboración.
- La producción se destina fundamentalmente a la exportación, la que hasta el año 2013 estaba dividida en tres tipos de salmónidos: Atlántico (Salar), Trucha y Coho. Durante el 2012, la empresa decidió focalizar su producción en el salmón Atlántico, especie que presenta una mayor versatilidad productiva, permitiendo la elaboración de productos de valor agregado y cuyos precios exhibieron una evolución positiva durante la primera parte de ese año.
- A contar del año 2016, la compañía volvió a sembrar salmones del tipo Coho, los que se caracterizan por tener un periodo de maduración menor en relación al salmón atlántico (un año, versus 18 meses del salmón atlántico) y por estar dirigidos a otro mercado (Japón), lo que ayuda a diversificar la operación.
- A diciembre de 2016, la siembra alcanzó cerca de los 8,0 millones de *smolt*, de los cuales un 87,5% pertenecen a la especie salmón atlántico y el resto a salmón Coho. Este incremento respecto de 2015 (donde se sembraron 4,5 millones) responde, principalmente, al plan de recupero de los volúmenes productivos, asociado a la disponibilidad de capital de trabajo por parte de su controlador.
- La orientación hacia productos de mayor valor agregado, ha permitido a la compañía posicionarse como un proveedor de porciones exactas congeladas de salmón Salar para varios de los grandes *retailers* a nivel mundial, destacando Costco, con quien mantiene relaciones de largo plazo.

Buen posicionamiento del producto a nivel internacional, con un escenario de precios al alza producto de la menor oferta del mercado nacional

- Chile cuenta con ventajas competitivas tales como sus condiciones geográficas, oceanográficas y climáticas. Lo anterior, ha permitido que el país se haya posicionado como el segundo productor de salmones de cultivo a nivel mundial, después de Noruega.
- En los últimos años se ha observado una tendencia hacia una alimentación más saludable, lo que se ha traducido en un creciente y sostenido incremento en la demanda global por salmones. Esto, junto con los aún bajos niveles de consumo observados a nivel mundial, son indicativos de un importante potencial de crecimiento.
- El 2015, los exportadores nacionales se vieron afectados por una mayor fortaleza del producto noruego, debido principalmente al debilitamiento de la corona noruega respecto del dólar norteamericano (principal consumidor de salmón nacional) y a una sobreoferta derivada de la restricción a las importaciones europeas, por parte de Rusia.
- Rusia, como destino relevante de la producción de salmones noruegos, obligó a redireccionar la producción de Noruega, principalmente hacia el resto de Europa y Estados Unidos. Esto, generó un entorno de mayor competencia que puso presión sobre los precios en dichos mercados.
- Adicionalmente, Costco (el segundo mayor supermercadista de Estados Unidos y uno de los principales demandantes a nivel mundial) restringió la compra de producto chileno (en el segmento de salmón fresco), reemplazándolo con salmones de Noruega. Esta decisión estaría asociada a que en la producción nacional existe un mayor uso de antibióticos, lo que iría en contra de la tendencia hacia productos más orgánicos.
- En 2016, la industria del salmón se vio impactada por el *bloom* de algas que generó pérdidas en torno al 15% del volumen total de la producción del tipo atlántico (la compañía no evidenció mortalidad significativa). La menor oferta esperada, en conjunto con la mejor posición relativa de los exportadores chilenos, generaron un alza en los precios internacionales en los principales mercados, así como en los mercados alternativos.
- De esta forma, el precio promedio del salmón atlántico en Estados Unidos registró un incremento del 42,0% respecto de 2015. Asimismo, en Brasil (principal consumidor a nivel latinoamericano), aun ante una situación macroeconómica ajustada, con una fuerte

Solvencia
Perspectivas

BB+
Estables

depreciación del real respecto al dólar, se evidenció un incremento anual en los precios promedios del 58,0%.

Consolidación de la industria local favorecería mayor estabilidad en los precios en el largo plazo

- La industria del salmón en Chile cuenta con un importante grado de fragmentación, a pesar de que se ha observado una tendencia hacia una mayor concentración en los últimos años. Al primer trimestre de 2017, las 10 mayores empresas productoras representaron cerca del 67,0% de las exportaciones de salmón atlántico.
- Esto, ha sido propiciado por los elementos incorporados en la nueva normativa –tales como periodos de descanso entre siembras en los distintos barrios productivos, el establecimiento de densidades máximas de cultivo y la suspensión del otorgamiento de nuevas concesiones– en conjunto los altos requerimientos de capital de trabajo en un escenario de reducida capacidad de generación interna de fondos y de un acceso a financiamiento vía deuda restringido (derivado en gran medida por la aparición del virus ISA en 2009 y la caída de los precios en 2012), son factores que han generado un ambiente propicio para la consolidación de la industria.
- Se estima que una mayor concentración favorecerá una mayor estabilidad en los precios a largo plazo, considerando que esto permitirá un mayor ordenamiento sobre las variables productivas y facilitará el control sobre las medidas sanitarias.

Adecuación del marco normativo hacia condiciones sanitarias de producción más sustentables

- La industria acuícola está sujeta, tanto en Chile como en otros países productores, a un marco normativo que regula la actividad. El marco legal regula el otorgamiento y derechos de operación de concesiones acuícolas y fija las normas sanitarias.
- En marzo de 2010, se realizó una modificación a la Ley de Pesca y Acuicultura, orientada a mejorar el ordenamiento territorial de la salmonicultura e instaurar medidas sanitarias más estrictas a todo el proceso productivo, fortaleciendo, al mismo tiempo, las acciones preventivas y de fiscalización por parte del Servicio Nacional de Pesca. Destaca la creación de áreas de manejo sanitario o “barrios” productivos, donde los operadores de una misma región deben establecer procesos comunes de cultivo y cosecha, así como periodos de descanso y determinados aspectos logísticos. Asimismo, se realizaron cambios en el otorgamiento, duración y usos alternativos (como garantías financieras) de las concesiones acuícolas,
- En 2012, se promulgaron nuevas modificaciones al marco regulatorio que, entre otras iniciativas, establecen incrementos en las multas y la suspensión y la caducidad de las concesiones en el caso de reiteración de las faltas; la implementación de corredores libres de producción, configurando adicionalmente agrupaciones, macrozonas y centros de cultivo según distancias.
- Asimismo, se suspendió hasta el 2020, el otorgamiento de nuevas concesiones en las Regiones de Aysén y Magallanes (similar a lo establecido para la Región de Los Lagos), permitiéndose la relocalización de concesiones cuando estas queden dentro de corredores entre macrozonas que sean consideradas como incompatibles con la acuicultura.
- Actualmente está en proceso una nueva normativa cuyo objetivo es restringir la producción salmonera, con el fin de disminuir las densidades máximas y así evitar problemas sanitarios. El mecanismo que se utilizará todavía está en discusión, de forma tal que el impacto que podría tener esta medida sobre el precio del salmón y la producción de Invermar aún es incierto.
- Por otra parte, la tramitación para llevar a cabo una reforma laboral podría implicar un potencial cambio en la industria, principalmente asociado a la propuesta sobre la eliminación del reemplazo en huelga, considerando que los procesos de la salmonicultura requieren de supervisión constante.

Solvencia **BB+**
Perspectivas **Estables**

POSICION FINANCIERA *Intermedia*

Resultados y márgenes

Resultados altamente volátiles y recuperación en los márgenes asociada a precios internacionales

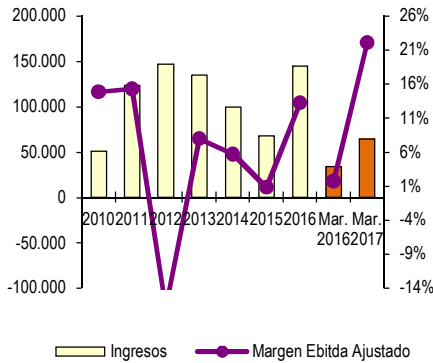
- Los resultados de Invermar reflejan la alta volatilidad inherente a la industria salmuncultra, sector sujeto a fuertes fluctuaciones de precios y a una producción variable en función de las condiciones sanitarias, climáticas y oceanográficas. Es debido precisamente a estos factores que, durante los últimos años, la generación de flujos de caja operativos se ha mantenido mayoritariamente deficitaria.
- En 2016, las ventas de la compañía evidenciaron un incremento de un 113,8% en consideración al cierre de 2015, alcanzando los US\$145,0 millones. Al respecto, junto con un mayor volumen derivado de mayores cosechas (se vendieron 23.873 toneladas de producto final, frente a las 11.043 vendidas en 2015), se evidencia un fuerte aumento en los precios internacionales del salmón, asociado a las pérdidas de biomasa a nivel de industria nacional, producto del *bloom* de algas registrado en 2016.
- El margen ebitda ajustado, a diciembre de 2016, fue de 13,2%, porcentaje superior en comparación al año anterior (0,8%). Esto, se debe tanto a la evolución de los precios de venta, como a los menores costos relativos a la producción, asociado al proceso de toma de control y optimización de las operaciones, así como a la contención de los efectos derivados de las catástrofes naturales que afectaron a la compañía en los periodos anteriores.
- A marzo de 2017, la compañía registra ingresos por US\$64,7 millones, superior a los US\$34,1 millones de igual periodo de 2016. Al respecto, durante el primer trimestre Invermar exhibió un incremento en las toneladas de producto final cosechadas, alcanzando las 5.797. En relación al precio de mercado, este se ha mantenido por sobre lo evidenciado durante el los primeros meses de 2016.
- Coherentemente, el margen ebitda ajustado evidenció un aumento desde 1,7% a marzo de 2016 a 22,0% al primer trimestre de 2017. Esto, apoyado también por el mayor peso promedio por salmón cosechado.
- En consideración a la situación actual de la industria, Feller Rate espera que durante 2017 se evidencie una contención en el alza de los precios internacionales, aunque manteniéndose en niveles superiores a los evidenciados en los últimos periodos. Esto, junto con una cosecha superior respecto de 2016, generaría un resultado de operación positivo hacia final de año.

Endeudamiento y coberturas

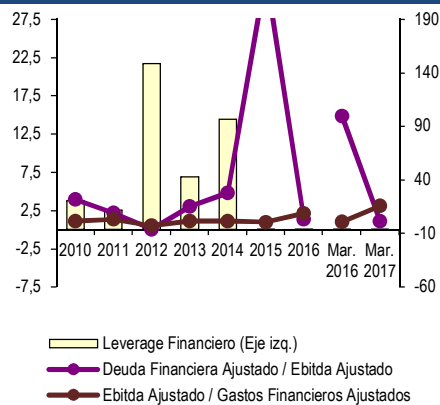
Significativo menor nivel de endeudamiento con terceros tras reestructuración de pasivos asociada al cambio de controlador

- Al cierre de 2014, la posición financiera de la compañía se encontraba fuertemente debilitada, con un *stock* de deuda financiera que alcanzaba los US\$156,2 millones. Se evidenciaba también, un incumplimiento en los *covenants* tras la expiración de un *waiver* de no medición que la compañía mantenía vigente desde diciembre de 2013.
- El 30 marzo de 2015, es anunciado mediante hecho esencial el cambio de controlador, luego de que se declarara exitosa la OPA de Alimar, lanzada con fecha 17 de febrero de 2015. La operación incluyó un acuerdo entre el nuevo controlador y los bancos acreedores de Invermar, el que implicó la condonación de cerca del 55% de lo adeudado (con excepción de la deuda contraída con Banco Estado). Adicionalmente, se eliminaron las garantías que gravaban activos de Invermar, asociadas al préstamo otorgado.
- Junto con el acuerdo, se realizó el pago del remanente de deuda, lo que fue financiado a través de un préstamo proveniente de la matriz. Con lo anterior, a diciembre de 2015 el *stock* de deuda financiera alcanzó los US\$2,4 millones, compuesto íntegramente por el préstamo de Banco Estado. A igual periodo, considerando la deuda con relacionados, los pasivos financieros alcanzaban los US\$121,3 millones.
- Con fecha 18 de marzo de 2016, la compañía anunció mediante hecho esencial la propuesta formulada por el controlador para efectuar un aumento de capital mediante la capitalización

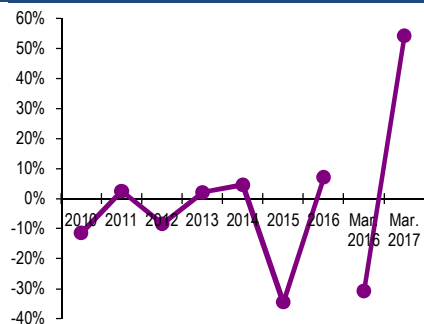
Recuperación en los márgenes operativos



Evolución del endeudamiento e indicadores de solvencia



Indicador de cobertura: FCNOA/Deuda Financiera Ajustada



Solvencia	BB+
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes a marzo de 2017, por US\$12,6 millones.

Principales Usos de Liquidez

- Gastos financieros acordes al calendario.
- Requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo productivo.
- CAPEX asociado al plan de inversiones.

de la mayor parte de la deuda relacionada que mantenía Invermar, por un monto cercano a los US\$119 millones. De esta forma, a marzo de 2017, considerando la deuda con relacionados, los pasivos financieros de Invermar alcanzan los US\$37,7 millones.

- Luego del aumento de capital, la estructura financiera de la compañía se mantiene sin presiones, aunque los requerimientos de capital de trabajo siguen siendo cubiertos por el controlador, en atención al bajo acceso al mercado financiero que actualmente tiene la compañía.

Liquidez: Satisfactoria

Mayor holgura financiera asociada al proceso de reestructuración y cambio de controlador, con una mejoría en la generación de flujos

- Luego del proceso de renegociación y pago de la deuda derivado del cambio de controlador, y posterior capitalización de deuda relacionada, la compañía exhibe una mayor holgura en su posición de liquidez, calificada como "Satisfactoria". Al 31 de marzo de 2017, la empresa cuenta con recursos en caja por un monto cercano a los US\$12,6 millones.
- Invermar mantiene como único compromiso relevante en el corto plazo, el crédito otorgado por su matriz, con maduración de un año, el cual no presentaría problemas de refinanciamiento.
- De esta forma, los compromisos financieros de corto plazo alcanzan los US\$763.000, los que podrían cubrirse con holgura, en consideración a los recursos mantenidos en caja y equivalentes, y una capacidad de generación de flujos operacionales (FCNOA), que en términos anuales, alcanzaba los US\$20,6 millones.
- Debido a la puesta en operación de la piscicultura de Lago Verde (paralizada producto de la erupción volcánica ya mencionada) y al plan de mejora de eficiencia tecnológica de la compañía, es esperable que Invermar mantenga un nivel de inversiones similar a lo evidenciado en el último periodo.

Clasificación de títulos accionarios

- La clasificación de las acciones de la compañía en "Segunda Clase" refleja, principalmente, su débil posición de solvencia, en conjunto con factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.
- Invermar es controlada en un 82,73% por la sociedad Alimentos Marinos S.A., perteneciente a la familia Izquierdo Menéndez. El 17,27% restante corresponde al *free float* de la compañía, la cual se abrió a bolsa en el año 2005.
- El Directorio de la compañía está conformado por 7 miembros, entre ellos uno corresponde a Director Independiente.
- De conformidad con el artículo 50 bis de la Ley N°18.046 y la circular N°1.526 de la Superintendencia de Valores y Seguros, la empresa cuenta con un Comité de Directores donde participa actualmente el director independiente.
- Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica en su página Web información adecuada para sus accionistas como memoria, estados financieros trimestrales, presentaciones de resultados, hechos esenciales y actas de juntas de accionistas.

Solvencia	02 Oct.12	30 May. 13	05 Ago. 13	21 Feb. 14	30 May. 14	06 Abr.15	29 May. 15	31 May. 16	31 May. 17
Perspectivas	B	B	B	C	C	C	BB	BB	BB+
Acciones	Negativas	CW Desarrollo	Negativas	CW Negativo	CW Negativo	Positivas	En Desarrollo	Estables	Estables
	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase	2ª Clase

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en miles de dólares

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Mar. 16	Mar. 17
Ingresos Ordinarios	59.379	51.410	123.648	147.018	134.700	99.538	67.811	144.995	34.076	64.728
Ebitda Ajustado ⁽¹⁾	-40.008	24.999	42.207	-24.903	10.686	-2.742	-17.668	21.977	1.637	12.458
Resultado Operacional	-47.027	15.697	31.490	-37.326	-966	-14.606	-27.727	13.228	-562	10.150
Gastos Financieros	-7.332	-7.365	-6.860	-8.185	-7.526	-5.363	-2.768	-2.270	-491	-359
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	-45.255	14.478	21.146	-57.963	7.236	-14.021	56.867	10.787	-542	7.869
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	-26.224	-18.725	4.006	-13.340	3.182	6.995	-41.987	3.673	-1.365	15.444
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA) ⁽²⁾	-26.224	-18.725	4.006	-13.340	3.182	6.995	-41.987	3.673	-1.364	15.516
Inversiones en Activos Fijos Netas	-1.187	-3.766	-13.694	-5.672	-3.004	-2.977	-4.666	-7.635	-502	-3.241
Inversiones en Acciones	0	0	0	28.687	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre Operacional	-32.463	-27.560	-16.960	1.237	-5.529	-2.085	-46.653	-4.160	-1.927	12.109
Dividendos Pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Disponible	-32.463	-27.560	-16.960	1.237	-5.529	-2.085	-46.653	-4.160	-1.927	12.109
Movimiento en Empresas Relacionadas	0	-144	-69	-19	0	-4	0	-532	-29	-4
Otros Movimientos de Inversiones	0	0	-89	0	4.695	-1	-605	-68	0	3.284
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	-32.463	-27.704	-17.118	1.218	-834	-2.090	-47.258	-4.760	-1.956	15.389
Variación de Capital Patrimonial	0	37.181	0	0	27	114	0	14.060	0	19
Variación de Deudas Financieras	30.104	2.525	3.571	-8.954	0	0	0	0	0	0
Otros Movimientos de Financiamiento	14	16	0	0	279	1.240	1.228	-949	-562	-239
Financiamiento con EERR	-83	0	9.703	0	0	0	47.764	264	-279	-15.053
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-2.428	12.018	-3.844	-7.736	-528	-736	1.734	8.615	-2.797	116
Caja Inicial	5.370	2.942	14.960	11.116	3.380	2.852	2.116	3.850	3.850	12.465
Caja Final	2.942	14.960	11.116	3.380	2.852	2.116	3.850	12.465	1.053	12.581
Caja y Equivalentes	2.942	14.960	11.116	3.380	2.852	2.116	3.850	12.465	1.053	12.581
Cuentas por Cobrar Clientes	7.521	18.513	20.540	26.856	26.523	18.087	9.891	19.469	15.591	21.679
Inventario	5.467	17.159	23.389	10.563	8.280	15.817	16.724	28.497	19.688	23.758
Deuda Financiera con Terceros	157.438	162.259	165.760	156.554	157.693	156.233	2.391	2.862	2.368	2.670
Deuda Financiera Ajustada (incluye deuda con EERR)	157.438	162.259	165.760	156.554	157.693	156.233	121.329	52.940	121.708	37.990
Activos Totales	182.165	238.478	295.621	223.614	224.339	209.174	223.343	259.436	227.458	247.978
Pasivos Totales	190.802	195.518	231.697	216.399	201.542	198.353	159.694	100.010	164.351	80.665
Patrimonio + Interés Minoritario	-8.863	42.960	63.924	7.215	22.797	10.821	63.649	159.426	63.107	167.313

(1) Ajustes por valor justo de activos biológicos.

(2) Ajustado por intereses netos

Principales Indicadores Financieros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Mar. 16	Mar. 17
Margen Bruto	-67,7%	46,2%	37,3%	-12,3%	9,8%	-7,2%	-32,0%	13,4%	1,3%	18,5%
Margen Operacional	-79,2%	30,5%	25,5%	-25,4%	-0,7%	-14,7%	-40,9%	9,1%	-1,6%	15,7%
Margen Ebitda Ajustado ⁽¹⁾	-62,5%	14,8%	15,2%	-16,9%	7,9%	5,7%	0,8%	13,2%	1,7%	22,0%
Rentabilidad Patrimonial	510,6%	33,7%	33,1%	-803,4%	31,7%	-129,6%	89,3%	6,8%	-16,4%	11,5%
Costo/ Ventas	167,7%	53,8%	62,7%	112,3%	90,2%	107,2%	132,0%	86,6%	98,7%	81,5%
GAV/ Ventas	11,5%	15,7%	11,8%	13,1%	10,6%	7,5%	8,9%	4,2%	2,9%	2,8%
Endeudamiento Total ⁽²⁾	-21,5	4,6	3,6	30,0	8,8	18,3	2,5	0,6	2,6	0,5
Endeudamiento Financiero Ajustado ⁽²⁾	-17,8	3,8	2,6	21,7	6,9	14,4	1,9	0,3	1,9	0,2
Deuda Financiera / Ebitda ^{(2) (3)}	-4,2	21,3	8,8	-6,3	14,8	27,7	232,4	2,8	99,4	1,2
Deuda Financiera Neta. / Ebitda ^{(2) (3)}	-4,2	19,3	8,2	-6,2	14,5	27,3	225,1	2,1	98,5	0,8
Ebitda / Gastos Financieros	-5,1	1,0	2,7	-3,0	1,4	1,1	0,2	8,4	0,4	15,4
FCNO/ Deuda Financiera Neta ^{(2) (3)}	-17,0%	-12,7%	2,6%	-8,7%	2,1%	4,5%	-35,7%	9,1%	-31,1%	80,9%
Liquidez Corriente	1,9	3,4	2,4	1,7	1,7	0,5	0,8	1,6	0,8	1,9

(1) Ebitda Ajustado: Resultado Operacional + depreciación y amortización del ejercicio - ajustes por valor justo de activos biológicos.

(2) Los indicadores de endeudamiento consideran la Deuda Financiera Ajustada

(3) Indicadores a marzo se presentan anualizados.

Características de los Instrumentos

ACCIONES

Presencia ajustada ⁽¹⁾	20,0%
Rotación ⁽¹⁾	4,86%
Free Float	17,27%
Mercados en que transa	Chile
Capitalización Bursátil (US\$MM) ⁽²⁾	247

(1) Al 31 de marzo de 2017.

(2) Al 31 de mayo de 2017

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- 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 el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

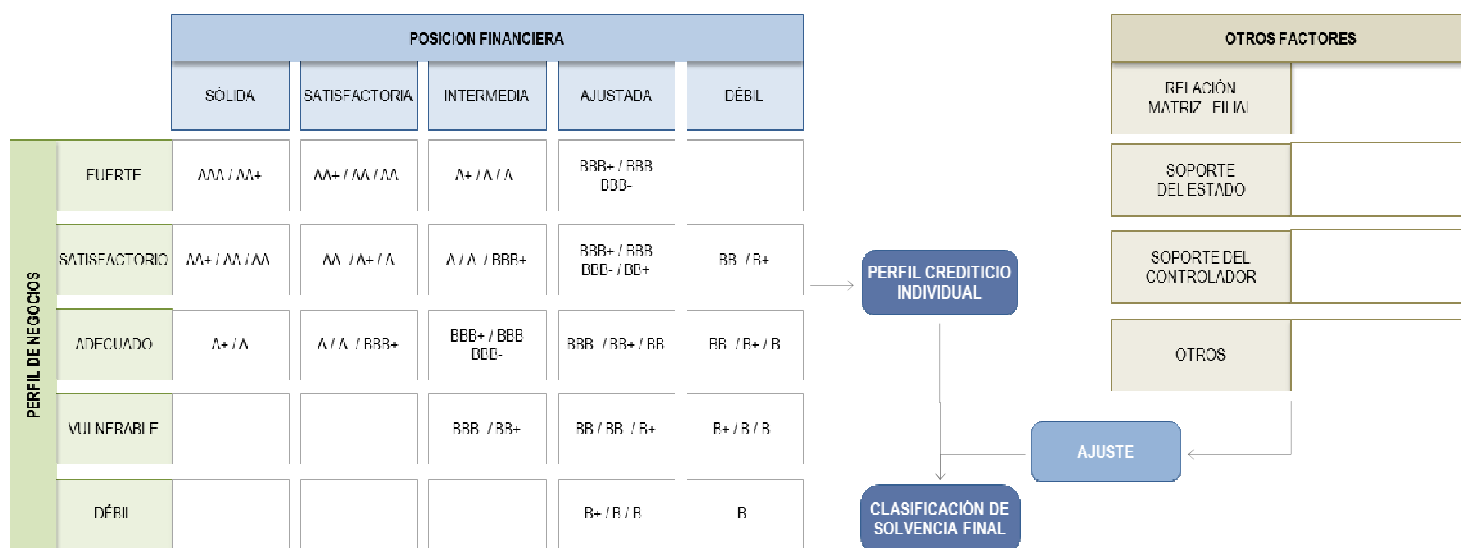
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada

Descriptor de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.