



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analistas
José Manuel Eléspuru P.
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
jose.elespuru@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

Blumar S.A.

Octubre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones (BLUMAR) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	30 de junio de 2020

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Ingresos de actividades ordinarias	325.861	383.738	328.579	503.324	390.702	243.017
Costo de ventas	-288.762	-321.761	-249.121	-353.502	-316.196	-199.898
Costos de distribución	-13.442	-16.079	-13.835	-18.553	-19.945	-12.344
Gasto de administración	-15.205	-17.848	-20.100	-23.674	-24.229	-9.129
Ajuste Fair Value	-11.981	38.597	-9.799	2.311	-3.191	-51.184
Costos financieros	-3.927	-3.952	-4.368	-5.630	-10.149	-6.379
Ganancia (pérdida)	-6.323	44.189	25.629	67.137	12.159	-29.695
EBITDA ¹	32.919	49.582	66.865	128.563	51.975	32.098

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Activos corrientes	194.123	247.923	232.783	308.893	344.619	384.607
Activos no corrientes	363.011	345.180	386.696	362.119	489.471	511.087
Total de activos	557.134	593.103	619.479	671.012	834.090	895.694
Pasivos corrientes	102.000	86.898	105.181	110.574	167.880	276.290
Pasivos no corrientes	134.184	146.355	143.170	166.250	267.172	249.044
Total pasivos	236.184	233.253	248.351	276.824	435.052	525.334
Patrimonio total	320.950	359.850	371.128	394.188	399.038	370.360
Total de patrimonio y pasivos	557.134	593.103	619.479	671.012	834.090	895.694
Deuda financiera	122.819	124.964	116.367	129.987	252.722	307.861

¹ EBITDA calculado como ganancia bruta pre *Fair Value* + gastos de distribución y administración + depreciación y amortización + otros ingresos y gastos por función – ajuste por *bloom* de algas.

Opinión

Fundamento de clasificación

Blumar S.A. (Blumar) es una sociedad que participa del negocio acuícola y pesquero, que nace el año 2011 como resultado de la fusión entre Itata y El Golfo, empresas fundadas en 1948 y 1962, respectivamente, con incursión en el segmento salmónes desde 2006. En la línea pesquera destaca la comercialización de jurel congelado para el consumo humano y la venta de harina y aceite de pescado como insumo; por su parte, en el segmento acuícola toma relevancia el salmón fresco y congelado. El presente informe tiene como objeto clasificar los títulos accionarios de la sociedad.

La empresa cuenta con 55 concesiones acuícolas en las regiones X, XI y XII. Además, dispone de seis barcos de cerco operativos y dos de pesca blanca operativos, cuatro plantas de harina de pescado y cinco de consumo humano, más tres frigoríficos. En el segmento pesquero, la empresa cuenta con el 20% de la cuota industrial de jurel en la zona centro-sur, 21% de la cuota industrial de sardina en la zona centro-sur y 22% de la anchoveta en zona centro-sur.

En el primer semestre de 2020, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 243 millones, una pérdida de US\$ 29 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 32,1 millones. Al cierre del primer semestre, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US\$ 307,86 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 370 millones.

La clasificación en "*Primera Clase Nivel 3*", asignada a los títulos accionarios de **Blumar**, se fundamenta tanto en la liquidez bursátil que presentan los instrumentos para los accionistas, que puede ser calificada como adecuada, y en el nivel de solvencia de la compañía, calificada en A-, representado una elevada viabilidad de largo plazo.

En cuanto a la liquidez bursátil de las acciones, ésta se ha situado en 39% a agosto de 2020, medida como el promedio de los últimos 12 meses, reforzado por el hecho que los títulos disponen de *market maker*.

La evaluación de la sociedad incorpora, para efecto de la evaluación de su solvencia, el modelo de negocio desarrollado el cual, al operar simultáneamente en los segmentos acuícola y pesquero, le permite disponer de una base de ingresos menos volátil (para los estándares de la industria), característica relevante para firmas que operan en industrias procesadoras de activos biológicos con productos *commodities*, sujetas recurrentemente a *shocks* fitosanitarios, restricciones de captura y volatilidad de precios finales. En este contexto, se puede observar que no existe correlación significativa entre la industria pesquera y la acuícola; además, la producción de harina de pescado, que genera ingresos en el área pesquera y que constituye un insumo al segmento acuícola, permite atenuar parcialmente la variabilidad de los resultados finales de la empresa.

Se han incluido, además, las ventajas que presenta Chile como país productor de salmónes, con condiciones climáticas y geográficas que han hecho de nuestro país el segundo mayor productor a nivel mundial, concentrando junto a Noruega cerca del 80% del total de la producción mundial de salmón atlántico. A ello,

como factor positivo, se agrega la tendencia a la mayor consolidación de la industria salmoneera chilena lo que podría contribuir a atenuar incrementos sustanciales en la producción que presionen la baja el precio del producto.

En el caso del segmento pesca, más allá de los cuestionamientos al sector y las restricciones impuestas en algunas ocasiones, se valora la estabilidad normativa asociada a esta actividad, y que dependen, en definitiva, de la cantidad de biomasa disponible para su captura, la cual, a su vez, está supeditada tanto de factores biológicos, como a la asignación de cuotas por país.

Adicionalmente, la categoría de riesgo asume como un factor positivo el hecho que la sociedad ha mantenido un balance que muestra desde 2014 holgados indicadores de liquidez y un acotado nivel de endeudamiento en relación con el patrimonio (aunque menos evidente en 2019 y 2020), factores de relevancia para empresas insertas en industria con elevada variabilidad en sus resultados. Con todo, se observa cierta tendencia negativa en el tiempo.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de **Blumar** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces, que sumado a los desastres naturales pueden traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la biomasa de peces en engorda en mar (en el caso de los salmones), restricciones a su captura (en el segmento de Pesca) o cambios en las cuotas de pesca asignadas a las empresas, que podrían significar una caída abrupta en los ingresos de la compañía. En opinión de la clasificadora, para efectos de la clasificación de riesgo, esta característica conlleva a que la industria, tal como ya se ha señalado, deba administrarse con bajo endeudamiento y elevada liquidez

También restringe la clasificación la exposición que tienen los ingresos a la volatilidad del precio de venta de sus productos, principalmente Salmones, jurel congelado y Harina de Pescado, variables de la cual **Blumar** no posee gran control. Con todo, cabe volver a señalar que, en el caso de la Harina de Pescado, este producto se utiliza como el principal insumo en la producción de Salmones, razón por la cual la compañía presenta una suerte de *hedge* natural, aunque parcial, entre ambos segmentos ante cambios en el precio de este insumo.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos representa aproximadamente el 25% de los ingresos totales de la compañía.

Un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que los acuerdos alcanzados por la industria en el área de salmones implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos. En cuanto al segmento pesca, se incorpora la sujeción a las normativas tanto nacionales como internacionales, que podrían, eventualmente, afectar la capacidad de extracción del recurso.

Adicionalmente, considerar el hecho de que parte importante de los ingresos de la compañía son en moneda extranjera, por lo que un descalce en el tipo de cambio podría afectar, ya sea positiva o negativamente los resultados de la compañía.

Se ha considerado, además, la exposición que tiene la compañía a las fluctuaciones de tipo de cambio, debido a que, a pesar de que su moneda funcional es el dólar estadounidense, la compañía mantiene un descalce

entre activos y pasivos en pesos, así como entre ingresos y costos, por lo que las fluctuaciones del valor de la divisa pueden afectar los resultados de la compañía. No obstante, la compañía atenúa este efecto mediante la administración del riesgo cambiario que afecta su balance.

En cuanto a la crisis provocada por el Covid-19, la compañía ha presentado una contracción importante en cuanto a la exportación total de salmón atlántico, esto producto de las medidas de cierres de restaurant, hoteles, cruceros y demás lugares de consumo de alimentos fuera del hogar, tomadas por los gobiernos de los diferentes países, además del cierre de diferentes mercados internacionales importantes para la compañía (Rusia y China), en efecto a junio de 2020 se presenta una baja de un 21% en el monto de exportación en comparación al mismo periodo de 2019. Además, el precio *spot* en los principales destinos de exportación como EE.UU y Brasil ha presentado una baja notoria con respecto al mismo precio del año pasado, por lo cual se espera que los resultados de la compañía presenten un deterioro producto de la caída del precio. A pesar de lo mencionado anteriormente la compañía ha tomado diversas medidas para mitigar los diversos efectos negativos producidos por la pandemia, es por ello que la compañía ha realizado esfuerzos para proteger la liquidez de la compañía mediante el resguardo de la caja, el *stock* de líneas de crédito y capital de trabajo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocios que aprovecha las sinergias de la industria pesquera y acuícola.
- Dilatada experiencia en la industria.

Fortalezas complementarias

- Cuotas relevantes de pesca en industria en vías de consolidación.
- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.
- Apoyo de accionistas mayoritarios.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Exposición a factores biológicos adversos, enfermedades y virus (riesgo persistente y con probabilidad de impacto severo).
- Riesgo de cambios en asignación de cuotas pesqueras (riesgo de baja ocurrencia, pero administrable).
- Exposición a variaciones en los precios de mercado (riesgo de alto impacto, en particular si se tienen elevados niveles de apalancamiento financiero).
- Exposición al tipo de cambio (riesgo alto por su recurrencia, pero con factibilidad de controlar su impacto).
- Concentración de mercados (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).

Hechos recientes

Resultados del primer semestre de 2020

A junio de 2020, **Blumar** obtuvo ingresos por US\$ 243 millones, cifra que representa un aumento de un 17% respecto de 2019, explicado por un aumento en la facturación de los segmentos de la compañía, donde el segmento pesca aumento un 15% sus ventas producto principalmente por la harina y aceite de pescado los cuales presentaron mayores volúmenes y precios, en cuanto al segmento acuícola el alza fue de un 18%, principalmente por mayores volúmenes de venta.

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, cayó en 120,3%. En caso de que se excluyera el efecto *fair value*, la ganancia bruta hubiese disminuido en 21,5%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio a junio 2020 correspondió a una pérdida de US\$ 29,7 millones y un EBITDA (excluyendo *fair value*) de US\$ 32,1 millones siendo un 25% inferior a lo presentado en la misma fecha de 2019.

A junio de 2020 la compañía presenta una deuda financiera de US\$307,9 millones lo que representa un aumento de un 21,8% (US\$ 55,1 millones), la cual se utilizó para fortalecer la liquidez y para financiar proyecto de inversión en el segmento acuícola, los cuales fueron compra de Salmones Iceval en la XI región y puesta en marcha de Bluriver en la XII región, por otro lado, la caja paso de US\$ 9,1 millones en diciembre 2019 a US\$ 41,9 millones en junio 2020. En el primer semestre de 2020 la compañía registra un patrimonio por US\$ 370,4 millones.

Definición categoría de riesgo

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena 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.

Ratios Financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Liquidez (veces)	1,23	1,29	1,46	1,51	1,34	1,27
Razón Circulante (Veces)	1,90	2,85	2,21	2,63	2,05	1,39
Razón Ácida (veces)	1,39	2,37	1,78	2,01	1,65	1,07
Rotación de Inventarios (veces)	5,94	6,87	5,73	6,20	4,64	4,16
Promedio Días de Inventarios (días)	61,44	53,13	63,71	58,89	78,58	87,77
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,94	12,76	9,57	9,08	10,30	6,58
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	45,97	28,62	38,14	40,19	35,45	55,48
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,13	5,95	3,36	4,88	2,80	2,35
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	88,45	61,33	108,77	74,84	130,20	155,44
Diferencia de Días (días)	42,48	32,71	70,62	34,65	94,74	99,96
Ciclo Económico (días)	-18,96	-20,42	6,92	-24,24	16,16	12,19

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Endeudamiento (veces)	0,42	0,39	0,40	0,40	0,52	0,59
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,74	0,65	0,68	0,68	1,09	1,42
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,76	0,59	0,75	0,66	0,63	1,11
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,63	1,84	1,39	0,88	3,48	4,70
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,38	0,54	0,72	1,13	0,29	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	52,00%	53,57%	47,37%	46,83%	59,61%	59,30%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,80%	3,14%	2,51%	2,93%	1,43%	0,31%
Veces que se gana el Interés (veces)	-3,47	15,54	6,87	19,01	1,17	-2,85

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Margen Bruto (%)	11,38%	16,15%	24,18%	29,77%	19,07%	14,74%
Margen Neto (%)	-1,94%	11,52%	6,58%	15,37%	3,11%	-5,05%
Rotación del Activo (%)	58,49%	64,70%	53,91%	73,26%	46,84%	47,50%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-1,10%	7,68%	3,60%	11,93%	1,60%	-2,51%
Inversión de Capital (%)	59,84%	50,46%	52,00%	55,72%	68,50%	69,87%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,54	2,38	2,58	2,80	2,21	3,93
Rentabilidad Operacional (%)	5,29%	10,82%	13,94%	26,82%	8,85%	6,55%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-1,93%	12,98%	5,98%	20,01%	3,01%	-5,45%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	81,01%	77,61%	68,37%	66,06%	74,72%	79,01%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	88,62%	83,85%	75,82%	70,23%	80,93%	85,26%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,67%	4,65%	6,12%	4,70%	6,20%	5,41%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	6,68%	12,96%	16,40%	32,63%	12,44%	10,06%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	14,33%	17,74%	25,51%	29,24%	19,08%	15,58%

Otros Ratios						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	2,53%	7,94%	5,78%	6,74%	5,28%	6,16%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	5,09%	5,16%	5,67%	5,59%	3,90%	3,23%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,82%	4,26%	4,82%	3,80%	3,32%	5,01%
Capital sobre Patrimonio (%)	90,43%	80,66%	79,77%	70,89%	72,74%	78,37%

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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".