



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Blumar S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Enero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Acciones (BLUMAR) Tendencia	A- Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	30 septiembre 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 948 de 22.05.19
Línea de bonos	N° 949 de 22.05.19

Estados de Resultados IFRS						
M US \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Ingresos de actividades ordinarias	328.579	503.324	390.702	463.716	626.449	513.767
Costo de ventas	-249.121	-353.502	-316.196	-441.930	-493.661	-365.593
Costos de distribución	-13.835	-18.553	-19.945	-25.681	-27.786	-22.142
Gasto de administración	-20.100	-23.674	-24.229	-19.556	-29.071	-18.119
Ajuste Fair Value	-9.799	2.311	-3.191	-19.934	13.418	4.571
Costos financieros	-4.368	-5.630	-10.149	-14.067	-14.661	-12.154
Ganancia (pérdida)	25.629	67.137	12.159	-51.334	48.969	65.972
EBITDA ¹	66.865	128.563	51.975	2.630	100.264	122.011

Estados de Situación Financiera IFRS consolidado						
M US \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	232.783	308.893	344.619	366.393	372.234	396.507
Activos no corrientes	386.696	362.119	489.471	557.582	548.209	550.270
Total activos	619.479	671.012	834.090	923.975	920.443	946.777
Pasivos corrientes	105.181	110.574	167.880	147.480	161.899	175.001
Pasivos no corrientes	143.170	166.250	267.172	379.331	326.068	313.706
Total Pasivos	248.351	276.824	435.052	526.811	487.967	488.707
Patrimonio	371.128	394.188	399.038	397.164	432.476	458.070
Total patrimonio y pasivos	619.479	671.012	834.090	923.975	920.443	946.777
Deuda Financiera	116.367	129.987	259.354	324.111	309.136	284.843

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

Opinión

Fundamentos de la 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.

En 2021, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 626,4 millones, una ganancia y EBITDA² de US \$ 49,0 millones y US \$ 100,3 millones, respectivamente. Al cierre de 2021, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US \$ 309,1 millones, correspondientes principalmente a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US \$ 432,5 millones.

La clasificación de riesgo de las líneas de bonos, en “*Categoría A-*”, se fundamenta en el modelo de negocio desarrollado por la compañía 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.

La clasificación también considera el fuerte posicionamiento en el segmento pesca (medido a través de las cuotas de pesca) y el crecimiento esperado de la demanda mundial, sustentado en los beneficios del salmón para la salud. Se han incluido, además, las ventajas que presenta Chile como país productor de salmónes, con condiciones climáticas y geográficas que han permitido posicionarlo como el segundo mayor productor de salmón a nivel mundial.

En el caso del segmento pesca, más allá de los cuestionamientos al sector y las restricciones impuestas en el pasado a la pesca de jibia, se valora la estabilidad normativa asociada a esta actividad, y que depende, 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.

La clasificación incorpora, además, la calidad y capacidad de apoyo de los accionistas, los cuales cuentan con dilatada experiencia y una amplia cartera de negocios entre los que se cuentan los negocios *retail*, energético, inmobiliario y centros comerciales, entre otros.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo 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 de la biomasa de peces en engorda en mar (en el caso de los

² En adelante, cualquier mención al EBITDA, será entendida como al valor *pre fair value*, a menos que se explicito lo contrario.

salmones) o restricciones a su captura (en el segmento de pesca), 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 y harina de pescado, variables que se encuentran fuera del control de **Blumar**. 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 alimento para 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, particularmente en Estados Unidos.

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.

Como parte del proceso de clasificación, no se puede ignorar los cuestionamientos al sector pesquero y a la promulgación de la ley que los rige en Chile. Aun cuando **Humphreys**, asigna baja probabilidad de cambios radicales en la normativa o de medidas que afecten los derechos de la industria, entiende que genera incertidumbre en los inversionistas y, por lo tanto, no es inocuo su impacto en el acceso a las fuentes de financiamiento (exigencia de mayor premio por riesgo). Por ejemplo, en el pasado se promulgó una ley que impide la pesca de arrastre para la jibia y otras especies, disposición que, con todo, ha tenido efectos poco significativos en los resultados de la compañía. En cuanto a la moción de derogar la ley de pesca, esta clasificadora estima que se trataría de una iniciativa legal con baja probabilidad de concretarse, más allá que puedan realizarse ajustes a algunos articulados (por lo demás, en el improbable escenario de nuevas licitaciones de cuotas de pesca, los actuales operadores del sector, dada las inversiones ya realizadas, tendrían ventajas al participar en dichos procesos).

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 empresa. No obstante, la compañía atenúa este efecto mediante la administración del riesgo cambiario que afecta su balance.

La tendencia de la clasificación se califica como “*Estable*” ya que, en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

En términos de ESG³, el enfoque de gestión de la sociedad se basa en una matriz de materialidad que trabaja con los grupos de interés involucrados. Además, cabe mencionar que **Blumar** fue la primera empresa del sector en suscribir un crédito sindicado bajo la modalidad de *Sustainability Linked Loan*, liderado por Rabobank, a través del cual, se compromete a establecer una estrategia de cambio climático. De esta manera, **Blumar** lleva a cabo la medición de reducción de emisiones, gestión de la energía, gestión del agua, gestión de residuos, gestión de olores, programas en búsqueda de océanos más limpios, protección de la biodiversidad, manejo sostenible de recursos naturales y cambio climático. En términos de gobernanza, destacan los programas de ética y gestión de riesgos (la responsabilidad de la gestión de riesgo recae en la gerencia de auditoría interna y en el encargado de prevención de delito), y en comunidad la firma promueve el desarrollo de proyectos y actividades como iniciativas de apoyo a infraestructura vecinal, vida sana, cultura y turismo.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Fuerte posición en segmento pesca (medido a través de las cuotas de pesca).
- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.
- Apoyo de controladores y dilatada experiencia en la industria.

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).
- 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 controlado por la sociedad).
- Concentración de mercados (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).

³ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

Hechos recientes

Resultados 2021

En 2021, **Blumar** obtuvo ingresos por US \$ 626,4 millones, cifra que representa un incremento de 35,1% respecto de 2020, explicado por mayores ventas tanto del segmento pesca (16,7% superior al año anterior), como del segmento acuícola (49,1% superior al ejercicio previo), asociado al incremento de volumen de la mayor parte de sus productos (excepto harina de pescado y pesca blanca que disminuyeron levemente la cantidad vendida) y por mayor precio promedio (excepto aceite de pescado y pesca blanca que exhibieron una contracción de 3,6% y 8,1%, respectivamente).

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, se incrementó en 7.794,5% en relación a 2020 (el margen de 2020 fue históricamente bajo por los efectos de la contingencia mundial). En caso de que se excluyera el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta aumentaría 509,5%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2021 correspondió a US\$ 49,0 millones y un EBITDA de US \$ 100,3 millones.

Resultados septiembre 2022

En septiembre de 2022, **Blumar** obtuvo ingresos por US \$ 513,8 millones, cifra que representa un incremento de 5,1% respecto del mismo periodo de 2021, explicado por mayores ventas en segmento pesca (alza de 13,7% superior), compensado levemente por menores ventas en el segmento acuícola (0,7% inferior).

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró un incremento de 39,8% en septiembre de 2022 respecto a septiembre de 2021. En caso de que se excluyera el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta se hubiera incrementado en 44,7%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio a septiembre 2022, correspondió a una ganancia de US \$ 66,0 millones y un EBITDA de US \$ 122 millones.

Definición de categorías de riesgo

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.

Signo (-): El signo “-” corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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.

Oportunidades y fortalezas

Modelo de negocios que aprovecha sinergias de segmentos pesca y acuícola (así como diversificación de riesgo): Blumar mantiene operaciones en el sector pesquero y en la crianza de salmónidos. Uno de los productos del segmento pesca corresponde a la harina de pescado, que, a su vez, representa uno de los principales componentes de costo en la producción de salmones. Dado ello, cambios en el precio de la harina de pescado, que afectan los márgenes del área pesquera inciden de manera opuesta en el sector acuícola, aun cuando la compensación es sólo parcial. Más aún, la correlación entre los segmentos acuícola y pesquero (la correlación del EBITDA de ambos segmentos de los últimos 13 años es de 23%) le permite a la compañía reducir la variabilidad de sus resultados, considerando que el segmento pesca representó el 55% del EBITDA en 2022 (UDM) y 67% en 2021.

Fuerte posición en segmento pesca: Blumar es un actor relevante en la industria pesquera, con participaciones significativas en las principales especies de pesca industrial local. En los hechos, la sociedad cuenta con el 20,8% de la cuota industrial de jurel en la zona centro-sur, 21,3% de la cuota industrial de sardina común en la zona centro-sur y 20,0% de la anchoveta en zona centro-sur⁴.

Concesiones en barrios de mejor desempeño bio-sanitario: Blumar participa en el negocio acuícola desde 2006. Actualmente posee 55 concesiones propias, 41 ubicadas en la Región de Aysén (XI), una en la Región de Los Lagos (X) y 13 concesiones en la Región de Magallanes (XII)⁴. Por condiciones climáticas, se estima que las concesiones de la XII región están menos propensas a enfermedades, requiriendo menor consumo de antibióticos.

En los hechos, de acuerdo al último Informe Sanitario publicado por Sernapesca⁵, durante 2022 en centros marinos, los mayores índices de mortalidad son explicados por Los Lagos (1,55%), sector donde **Blumar** mantiene solo una concesión, en comparación a Magallanes (0,58%) y Aysén (1,53%) donde concentra las otras 54 concesiones. Cabe mencionar, que esta tendencia se replica en el tiempo (al menos entre 2018 y

⁴ Memoria **Blumar** 2021.

⁵ Informe Sanitario Con Información Sanitaria De Agua Dulce Y Mar 1° Semestre Año 2022.

2022). La misma fuente, señala que para el caso de la especie salmón del Atlántico, la causa de mortalidad reportada más importante fue ambiental (35,5%) e infecciosa (18,8%) y del total de causas infecciosas el 54,2% de la mortalidad fue clasificada como Piscirickettsiosis (SRS) y 34,0% en Tenacibaculosis.

Por otro lado, los indicadores en agua dulce tienden a tener un comportamiento más irregular por región, de modo que en 2022 la mortalidad fue explicada principalmente por Maule (12,09%), Magallanes (8,57%), Aysén (7,04%), Araucanía (4,96) y Los Lagos (4,29%), mientras que en 2021 por Aysén (7,37%), Los Ríos (4,73%), Magallanes (4,64%), Maule (4,28%) y Los Lagos (4,26%). No obstante, la mayor causa de muerte en estos casos está dada principalmente por eliminación productiva (54% en 2022 y 45% en 2021), por otras razones como fallas de salmones en la adaptación entre agua dulce y agua de mar (12,3% en 2022 y 11,9% en 2021) y en menor medida por elementos relacionados a infección (10,8% en 2022 y 13,2% en 2021).

Experiencia de los accionistas: Los accionistas de la empresa cuentan con experiencia no sólo en el rubro, sino que también en varias industrias de manera exitosa, contando con la solvencia necesaria para apoyar a los distintos proyectos embarcados por **Blumar**, así como generar la confianza de que pueden cumplir con sus compromisos. Considerados los ejercicios de 2011, 2012 y 2013, la compañía tuvo pérdidas en torno a los US \$ 68 millones; habiendo realizado aumentos de capital por US \$ 48 millones entre septiembre de 2013 y junio de 2014. Asimismo, durante el último trimestre de 2020 se materializó un aumento de capital por US \$ 40 millones que permitió enfrentar las pérdidas por más de US \$ 50 millones registradas ese año.

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: De acuerdo a información publicada por el Consejo del Salmón, Chile cuenta con condiciones privilegiadas para el cultivo de salmónidos. Lo anterior se explica por la extensa costa del país, y la abundancia de fiordos con temperaturas y condiciones hidrográficas adecuadas, principalmente en el sur, que en definitiva, representan importantes ventajas comparativas naturales para la salmonicultura en relación al resto del mundo. La misma entidad destaca que Chile cuenta con un mar de gran biodiversidad que permite que en la zona sur, desde La Araucanía a Magallanes, existan condiciones que benefician el desarrollo de la salmonicultura; entre estas condiciones se incluyen temperatura del agua entre los 10° y 12° grados, corrientes marinas y mares interiores que protegen a los cultivos, aguas puras con niveles de oxígeno apropiados para la producción, entre otros. De esta manera, las empresas chilenas adquieren una ventaja en términos del tiempo empleado de engorda y el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. En los hechos, según datos publicados por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (Food and Agriculture Organization, "FAO") Chile es reconocido entre los principales oferentes de salmónidos (considerando salmón del Atlántico, Coho y trucha Arcoíris), siendo el segundo productor más importante en el mundo, con volúmenes del orden de 1,1 millones de toneladas anuales (2020), lo que representa un 27,7% de la oferta mundial (Noruega mantiene un 38,0% de participación, siendo el más importante).

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo a estadísticas de la FAO⁶, se prevé que para 2030, el pescado seguirá siendo clave para la dieta mundial y desempeñará un papel fundamental, sobre todo para las comunidades costeras y del interior que dependen en gran medida del pescado como parte de sus dietas. De esta manera, se prevé que el consumo de pescado comestible seguirá creciendo en la próxima

⁶ OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2021-2030.

década y la cantidad destinada a consumo humano se expandirá en todos los continentes. El crecimiento estaría dado por una combinación del aumento de los ingresos y la urbanización, la expansión de la producción de pescado, la mejora de los canales de distribución, la innovación de productos, la bajada esperada de los precios de la carne, además del creciente reconocimiento del pescado como un alimento saludable y nutritivo por parte de muchos consumidores, que se espera sigan aumentando durante la década.

En los hechos, según los últimos datos publicados por FAO, el crecimiento del mercado se evidencia al analizar la producción mundial acuícola y captura (peces, crustáceos y moluscos), que exhibe fuertes alzas desde 126 millones de toneladas en el año 2000 (32,4 millones de toneladas acuícola y 93,6 millones de toneladas captura) a 177,8 millones de toneladas en 2020 (87,5 millones de toneladas acuícola y 90,3 millones captura). Por su parte, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoíris) también ha presentado fuertes crecimientos pasando de 1,5 millones de toneladas en el año 2000 a 3,9 millones en 2020. Cabe mencionar, que esta tendencia de crecimiento global también se replica en Chile; de acuerdo con datos publicados por Sernapesca, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoíris) pasó de 0,3 millones de toneladas en el año 2000 a 1,0 millón de toneladas en 2021, con incrementos importantes en la Región de Aysén (XI) y Región de Magallanes (XII).

Factores de riesgo

Exposición a factores biológicos adversos: Al trabajar con activos biológicos como son, en el caso del segmento pesquero, la masa de peces existente en el mar, o bien, en el caso del segmento acuícola, la biomasa en reproducción y crecimiento en agua dulce y posteriormente en aguamar, la empresa está expuesta a enfermedades pudiendo afectar los volúmenes de producción. Un ejemplo de lo anterior es el virus ISA (que atacó a la producción nacional de salmón Atlántico en 2008) y el florecimiento de algas que enturbian las aguas. Estas últimas se han visto en Chile en los últimos años y no ha podido descartarse la aparición de nuevos patógenos o factores negativos a futuro.

El principal problema de las situaciones descritas es que pueden llegar a afectar la producción completa de la empresa, impidiéndole obtener retornos monetarios por la inversión realizada anteriormente, lo cual puede extenderse por varios períodos, por cuanto el ciclo completo de crecimiento del salmón (segmento acuícola) puede significar varios años hasta su recuperación. Con todo, las medidas tomadas por la industria salmonera a nivel agregado y las nuevas normativas que rigen al sector, debiera disminuir a futuro la probabilidad de ocurrencia de este tipo de eventos. De esta manera, aun cuando se reduzca la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo, persiste su carácter de elevada magnitud.

Para mitigar estos riesgos en el negocio del salmón, **Blumar** cuenta con activos para monitorear la salud de los peces, realiza programas de vacunación en todos sus centros y lleva a cabo protocolos enfocados en la prevención y detección temprana de patologías, así como también protocolos de bioseguridad en el acceso a los centros de cultivo. Cabe mencionar, que la sociedad también cuenta con seguros para la biomasa en aguamar.

Exposición al tipo de cambio: Dada la naturaleza exportadora del negocio pesquero y acuícola, el riesgo de tipo de cambio corresponde al riesgo de variación del dólar respecto a las monedas en las cuales **Blumar** y sus filiales tienen derechos y obligaciones. La exposición al riesgo de tipo de cambio de la compañía corresponde a la posición neta entre activos y pasivos denominados en divisas distintas a la moneda funcional. Esta posición neta se genera principalmente por el diferencial entre la suma de cuentas por cobrar, el efectivo equivalente, préstamos a pescadores artesanales, préstamos a empresas coligadas y el crédito fiscal por la ley austral en el negocio de salmones por el lado del activo y cuentas por pagar, provisiones y deuda financiera por el lado del pasivo, todos ellos denominados en pesos chilenos.

Para mitigar y gestionar el riesgo de tipo de cambio, la compañía monitorea en forma semanal la exposición neta, de esta manera, la sociedad divide la exposición neta en dos grupos; en primer lugar la exposición generada por las cuentas asociadas al movimiento de capital de trabajo (por el lado del activo las cuentas por cobrar y el efectivo y por el lado del pasivo las cuentas por pagar) lo cual mitiga con compra y venta de moneda. En segundo lugar, la exposición neta por posiciones estructurales de la compañía de largo plazo (por el lado del activo son; préstamos a pescadores artesanales, préstamos a empresas coligadas y el crédito fiscal de la ley austral, por el lado del pasivo son; provisiones en pesos chilenos y deuda financiera en pesos chilenos) lo cual gestiona ajustando la porción de deuda financiera en pesos chilenos.

Concentración de mercados: Estados Unidos, y los mercados latinoamericanos representan aproximadamente un 44,5% de las ventas de **Blumar**, por lo que cualquier suceso particular en estos países, puede mermar significativamente los ingresos que ambos mercados generan para la empresa.

Volatilidad del precio de los productos: Los precios de los productos están fijados en el mercado internacional, por lo que **Blumar** no tiene influencia en su determinación. Al respecto, la sociedad va ajustando la velocidad de sus ventas de acuerdo con las fluctuaciones de los precios en el mercado.

Al analizar la división diez (fabricación de productos alimenticios) del índice de precios al productor, desde 2017 a la fecha, se observa que el índice de filete y carne de salmón y trucha es el que presenta mayor volatilidad con un coeficiente de variación de 28,1%. En cuanto a harina de pescado, si bien es menos variable, también se encuentra dentro del primer tercio más volátil, y mantiene un coeficiente de variación de 17,0% en el mismo periodo, un poco por debajo de las carnes de bovino y cerdo que superan el 20%.

En lo particular, el precio de los salmónidos se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Por consiguiente, una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, debido al ataque del ISA en 2008-2009 (la cosecha mundial de salmón⁷ cayó 2% en 2010, mientras que la chilena lo hizo en un 23% el mismo año según cifras FAO; y el precio promedio de salmón del Atlántico percibido por **Blumar** fue de US \$ 5,51 por kg wfe en 2011 en comparación al US \$ 4,90 por kg wfe del 2009). Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que posteriormente se revirtió con una importante baja en 2015 (el precio de salmón del Atlántico percibido por **Blumar** fue de US \$ 4,75 por kg wfe). Luego, durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, debido en parte al *bloom* de algas que afectó al sector durante 2016 (la cosecha mundial de salmones se contrajo

⁷ Salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoiris.

un 1% y 2% en 2015 y 2016, respectivamente en tanto que la cosecha chilena se contrajo 13% y 12% en esos años).

Por su parte, el año 2020 se caracterizó por fuertes bajas en el precio del salmón (el precio promedio percibido por **Blumar** fue uno de los más bajos a nivel histórico alcanzando los US \$ 4,05 por kg de wfe, lo que representa una caída de 31% respecto a 2019). Lo anterior debido a la contingencia sanitaria asociada al Covid-19, que implicó oscilaciones en la demanda, debido a la caída de la actividad mundial.

Por otro lado, la harina de pescado presenta fuertes oscilaciones en su precio, debido a los cambios en la disponibilidad de biomasa y los planes de producción de los principales productores mundiales. En lo más reciente, durante 2019 los precios promedio de harina de pescado percibidos por **Blumar** exhibieron una contracción de 9% debido a una fuerte baja en la demanda en el mercado chino atribuida a la crisis en el cultivo de cerdos. Asimismo, el precio del aceite de pescado, sufrió una importante disminución en 2021 que se atribuye a la alta oferta proveniente desde Perú.

Regulación del sector salmonero chileno: La actividad pesquera en Chile se rige por la "Ley General de Pesca y Acuicultura -(LGPA)- cuyo texto refundido consta en la ley N°18.892, de 1989, la que a partir de enero de 2013 fue modificada por la ley N°20.657, y que introdujo profundas transformaciones (modificaciones en el ámbito de la sustentabilidad de recursos hidrobiológicos, acceso a la actividad pesquera industrial y artesanal y regulaciones para la investigación y fiscalización).

Al respecto, aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces (se presentan exigencias de densidad de cultivo, estableciendo el número de ejemplares máximo a ingresar a las estructuras de cultivo al inicio de la etapa de engorda del ciclo productivo considerando a lo menos la profundidad útil de las estructuras, la mortalidad esperada y el peso promedio de los ejemplares a la cosecha), lo que tendrá como consecuencia, se estima, una reducción de la respuesta de la oferta chilena de salmón respecto a aumentos de precio, no es del todo descartable cambios en el entorno normativo que pudiera afectar la rentabilidad de la industria.

Por otro lado, el segmento pesquero, ha presentado cuestionamientos a su marco regulatorio. De hecho, en 2019 se dictó un decreto para la pesca de la jibia que tuvo efectos negativos en su proceso de extracción. Con todo, esta clasificadora considera de baja probabilidad de ocurrencia una anulación de la ley de pesca, sino que se estima que las modificaciones corresponderán a modificaciones parciales de su articulado.

En definitiva, los cambios regulatorios en materias sanitarias, medioambientales, concesiones u otros (tales como cambios en asignación de cuotas pesqueras) pueden afectar significativamente en la operación, desarrollo y resultado del negocio. Cabe mencionar que, en el ámbito pesquero, la autoridad fija las cuotas de pesca, determina su fraccionamiento, otorga licencias transables de pesca e impone multas y sanciones por incumplimiento a la normativa; mientras que en la industria del salmón, la autoridad podrá aplicar sanciones o restricciones en caso de manejo inadecuado de las concesiones acuícolas, de incumplimiento de las normas para la sustentabilidad y funcionamiento de la industria y de inactividad de las concesiones sin causa justificada ni autorización.

Antecedentes generales

La compañía

Los orígenes de **Blumar** se remontan al año 2011, producto de la fusión de Pesquera Itata y el Golfo, empresas constituidas los años 1948 y 1962, respectivamente. Dado ello, la actividad pesquera del emisor se remonta a los orígenes de las empresas fusionadas; en tanto, el cultivo de salmón comienza en 2006. No obstante, actualmente esta última línea de negocio es la más importantes en términos de ingresos.

El Grupo posee 55 concesiones, una ubicada en la X Región de Los Lagos, 41 en la XI de Aysén y 13 en la XII Región de Magallanes⁸. Además, dispone de ocho barcos operativos (seis barcos de cerco y dos de pesca blanca), cuatro plantas de harina y aceite de pescado y seis de consumo humano, más un frigorífico. En el segmento pesquero, la empresa cuenta con el 20,8% de la cuota industrial de jurel en la zona centro-sur, 21,3% de la cuota industrial de sardina común en la zona centro-sur y 20,0% de la anchoveta en zona centro-sur⁴.

Plantas	Cantidad	Región	Consumo Humano
Harina y aceite	1	Atacama	Indirecto
Harina y aceite	2	BioBío	Indirecto
Harina y aceite	1	Los Ríos	Indirecto
Congelado jurel	2	BioBío	Directo
Procesamiento Salmones	1	BioBío	Directo
Procesamiento Salmones	1	Magallanes	Directo

Tabla 1: Plantas^{8,9}

Los principales accionistas son Sociedad de Inversiones Petrohué S.A. con un 34% de la propiedad accionaria e Inversiones Marte Spa (10,73%).

⁸ Según estados financieros a septiembre de 2022.

⁹ Adicionalmente, según lo informado por la compañía, **Blumar** cuenta con una planta de apanados y otra de merluza; ambas de consumo humano.

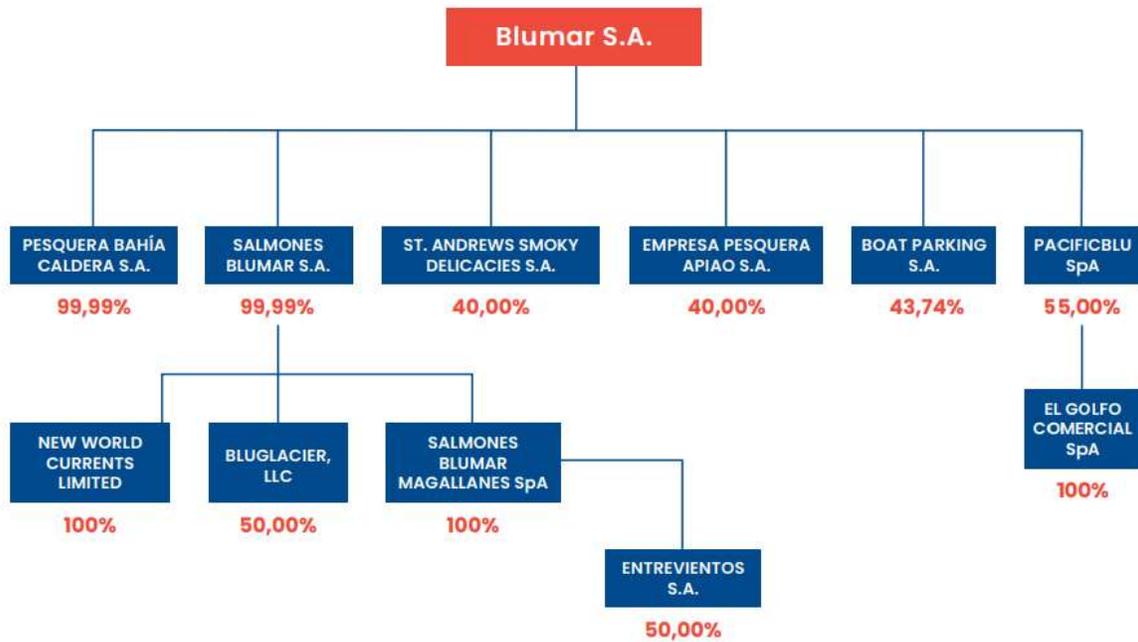


Ilustración 1: Malla Societaria ¹⁰

Composición de los flujos

A continuación, se muestra la distribución de las ventas por tipo de producto, para el período 2017-2022 (últimos doce meses terminados en septiembre de 2022). Se aprecia que *post* 2019, por el aumento de los volúmenes vendidos y alza de los precios, la venta de salmón del Atlántico ha recuperado su importancia relativa en la generación de ingresos (pasó de 46% en 2019 a 56% en 2022, considerando que previamente en 2017 y 2018 era cerca de un 60%). Por otro lado, en la última observación el 2% de los ingresos es explicado por el salmón Coho y el resto por el segmento pesca (principalmente harina y aceite de pescado con un 20% de los ingresos, y, en menor medida, de jurel congelado y otros).

¹⁰ Memoria **Blumar** 2021; con respecto a la malla societaria, de acuerdo a lo informado por la compañía, actualmente New World Currents Limited sería Blumar Asia.

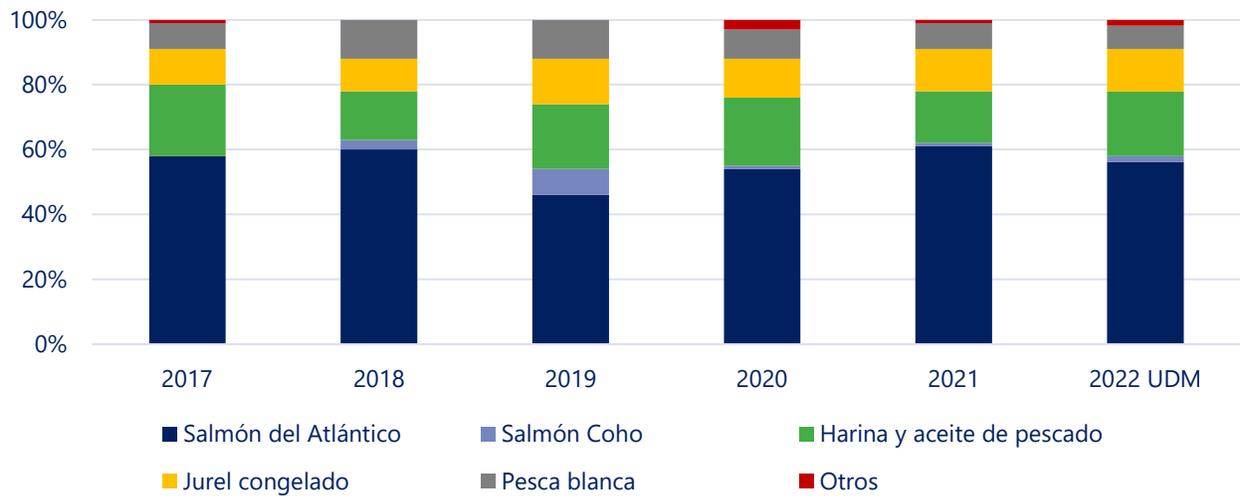


Ilustración 2: Estructura de ingresos por segmento

En términos de destino, se aprecia que EE. UU. es el principal mercado de exportación con 33,2% del total. Cabe mencionar, que hasta 2020 se exhibe una tendencia decreciente en la concentración en este mercado (pasando de 33,0% en 2017 a 25,6% en 2020), aunque dicho comportamiento se revierte en 2021 explicado por la pandemia y cierre de los mercados. Por otro lado, desde 2018 a la fecha, se observa una mayor diversificación en otros mercados (Ilustración 3).

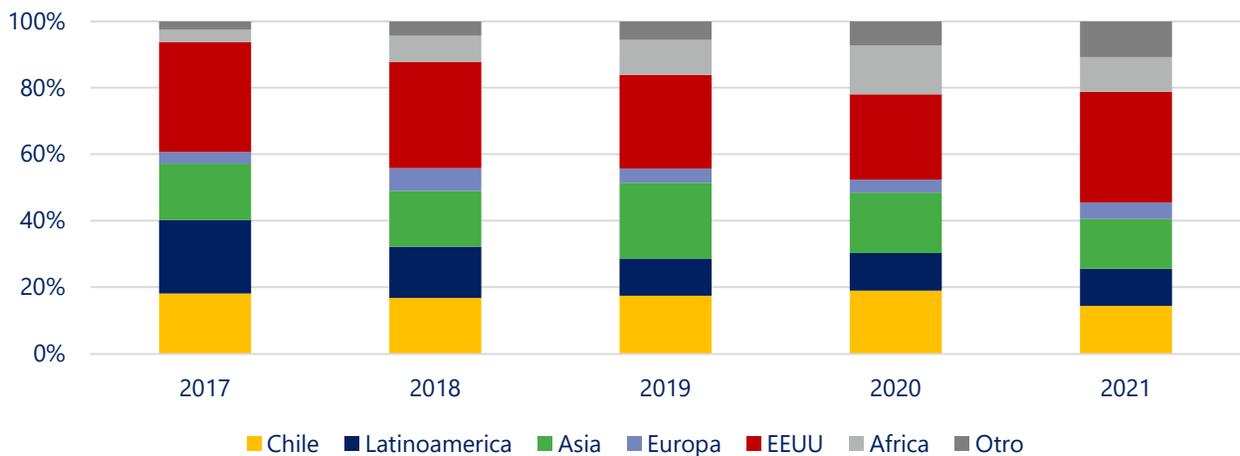


Ilustración 3: Estructura de ingresos por mercado de destino

Líneas de negocio

Segmento acuícola

Cada uno de los centros de cultivo está preparado para producir entre 2.000 y 7.000 toneladas por cada ciclo de producción, el cual es de 16 meses promedio para el salmón Atlántico en la Región de Aysén y 20 meses en la Región de Magallanes. La producción de Aysén es procesada en una planta propia, emplazada en Talcahuano y con capacidad de producción de 57.000 toneladas wfe¹¹ al año, mientras que la producción de Magallanes es procesada en la planta Entrevientos, la cual tiene una capacidad de 50.000 toneladas wfe al año (esta última es de propiedad compartida con Salmones Multiexport, cada uno con 50% de participación).

Evolución Ingresos y EBITDA

La Ilustración 4 muestra la trayectoria de ingresos y EBITDA del segmento acuícola. Este último muestra una importante volatilidad, asociado a las variaciones de precios del salmón, así como fluctuaciones en el nivel de toneladas cosechadas. Cabe mencionar, que los ingresos exhiben un comportamiento al alza desde 2020, apalancado por mayor precio y volumen vendido (aunque en el último periodo se presentó una baja en el volumen vendido de salmón del Atlántico, lo cual habría sido compensado con mayores precios los cuales han presentado niveles históricamente altos). En 2020 el EBITDA se contrajo fuertemente explicado principalmente por el efecto de menores precios producto de la pandemia, acompañado de un alza en los costos de ventas y distribución.

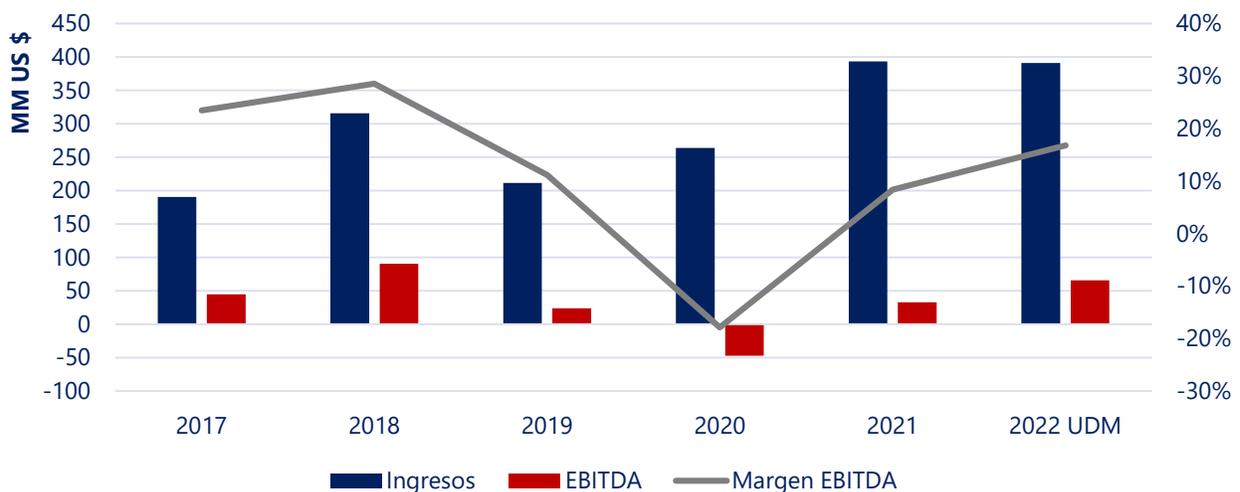


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA Segmento Acuícola

¹¹Whole Fish Equivalent: es la unidad de medida de la materia prima, correspondiente al peso vivo ayunado y desangrado de los peces.

Segmento Pesca

La Tabla muestra que **Blumar** corresponde a un actor relevante en la industria pesquera, con participaciones significativas en las principales especies de pesca industrial en nuestro país, como el Jurel de la zona centro-sur, la Sardina en la zona centro-sur y la Anchoveta en la zona centro-sur.

	Participación Blumar					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Jurel III-X Región	23,9%	20,3%	20,3%	20,8%	20,8%	20,8%
Sardina Común V-X Región	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Anchoveta V-X Región	23,5%	23,5%	23,5%	22,3%	22,2%	20,0%
Anchoveta III-IV Región	47,0%	42,1%	42,1%	44,1%	44,1%	44,1%
Sardina Española III-IV Región	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%
Merluza de Cola V-X Región	14,5%	25,5%	25,5%	25,5%	29,7%	29,7%
Merluza de Cola XI-XII Región	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Merluza Común IV-Paralelo 41°28,6' L.S.	41,6%	74,2%	74,2%	70,6%	69,3%	66,7%

Tabla 2: Participación **Blumar** en Cuota Industrial ¹²

Los principales productos del negocio pesquero de la compañía son harina y aceite de pescado que corresponden a productos de consumo humano indirecto, para lo cual **Blumar** dispone de cuatro plantas de procesamiento; Jurel congelado que corresponde a un producto de consumo humano directo, y actualmente es el principal productor a nivel nacional, contando con dos plantas de congelados (localizadas en San Vicente y Rocuant, capaces de producir en conjunto 752 toneladas por día); Merluza y otros de pesca blanca. La merluza es un producto de consumo humano directo, produciéndose en sus modalidades congelada, fresca y apanada, contando para ello con una planta de congelados y otra de apanados; choritos y salmón ahumado (para la producción de choritos dispone de concesiones de mar en Chiloé).

Evolución Ingresos y EBITDA

La Ilustración 5 muestra la trayectoria de ingresos y EBITDA del segmento pesca. Se aprecia que el EBITDA presenta una mayor estabilidad que el segmento acuícola (coeficiente de variación de 41% en relación al 167% de acuícola entre 2017 y 2022), y desde 2020, los flujos se han incrementado por mayor volumen de harina y aceite de pescado, así como mayores precios con respecto al comportamiento histórico. Asimismo, destaca el mayor aprovechamiento de jurel congelado y alzas en las ventas de este producto.

¹² Según estados financieros de cada año.

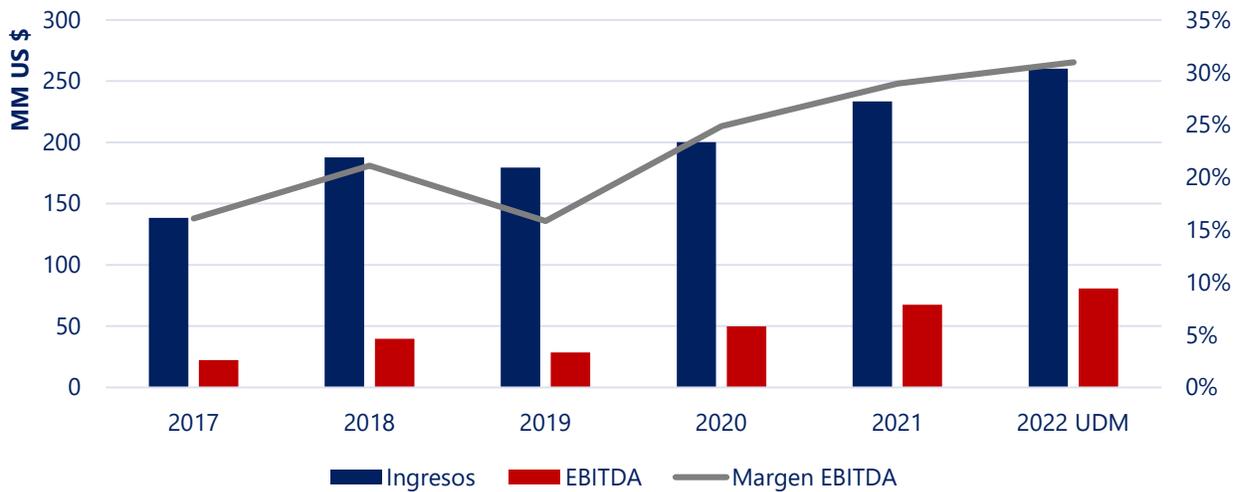


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA Segmento Pesca

Sinergias entre segmentos

Como se dijo anteriormente, los segmentos de pesca y acuícola presentan sinergias a través de la utilización de la harina de pescado como insumo en la producción de salmón. La Ilustración 6 muestra la trayectoria de precios promedio de **Blumar** del salmón del Atlántico, con una acentuada variabilidad, y del resto de los productos ofrecidos por la sociedad.

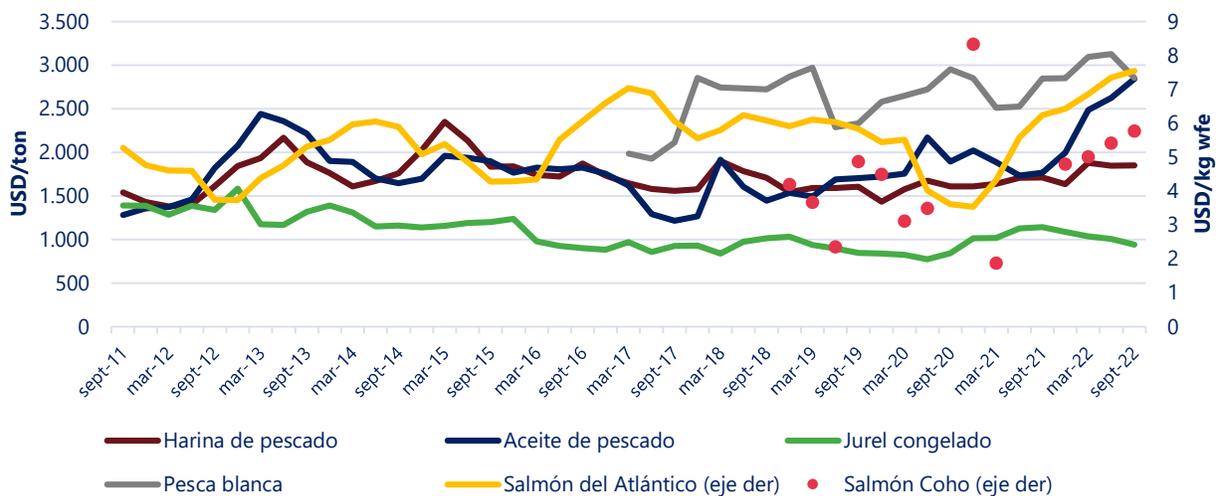


Ilustración 6: Precio de venta promedio de **Blumar** por producto

Antecedentes de la industria

Salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile, los cuales compiten a través de salmón de cultivo, y de aquellos países que aportan salmón silvestre. Las principales especies de salmónidos producidas en Chile son: la trucha, el salmón Coho y el salmón del Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

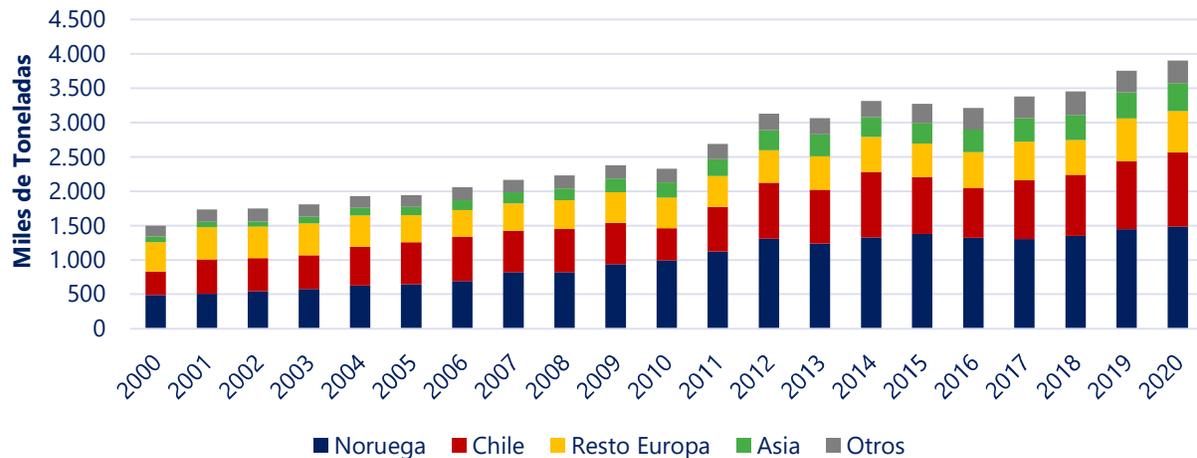


Ilustración 7: Producción mundial de salmones (salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoiris) ¹³

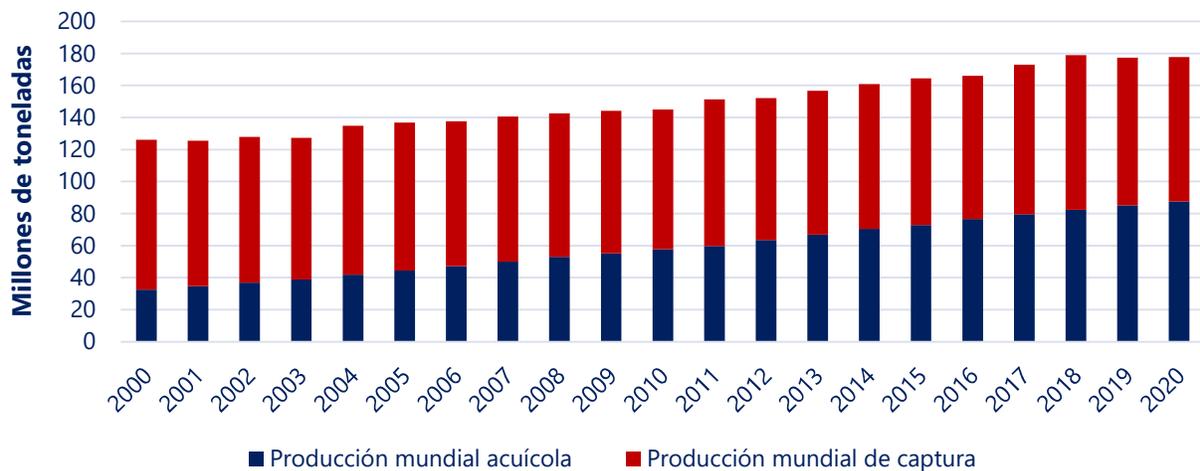


Ilustración 8: Producción mundial acuícola y captura ¹³

¹³ Datos obtenidos de FAO.

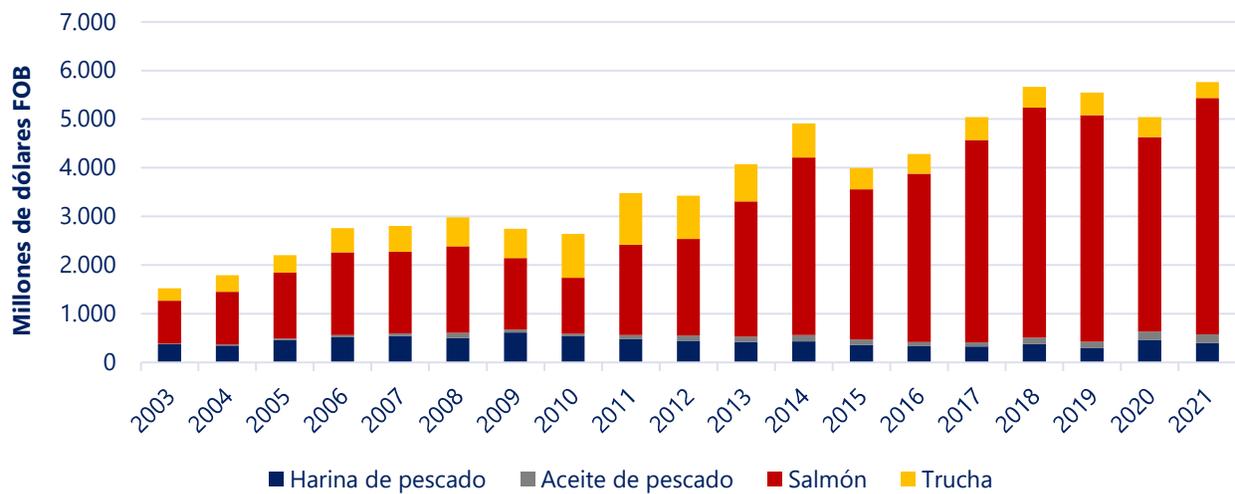


Ilustración 9: Evolución de exportaciones de salmón, trucha, harina y aceite de pescado ¹⁴

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. Es así como en 2016¹⁵, debido a la disminución de la oferta mundial (por el *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "Sea Lice" en el caso de Noruega), el precio presentó un fuerte incremento, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una caída en 2018. Posteriormente en 2020 el precio tuvo una fuerte baja que se revierte en 2021 y 2022, exhibiéndose precios particularmente altos en estos últimos periodos en relación con el comportamiento histórico.

Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce que *post* aplicación del nuevo reglamento sanitario de salmones en 2017, la volatilidad del precio del salmón se ha reducido, producto del comportamiento más estable de la oferta, y en los últimos periodos, ha exhibido importantes correcciones al alza.



Ilustración 10: Precio del Salmón ¹⁶

¹⁴ Datos obtenidos del Banco Central de Chile.

¹⁵ Según cifras de prensa internacional, a partir de información de Urnerbarry, Índice de salmón fresco.

¹⁶ Para la industria chilena, el precio referencia del salmón del Atlántico es el del mercado de filetes frescos en Estados Unidos, por ende, se considera el Índice de salmón fresco de Urner Barry como referencia.

Regulaciones¹⁷

Hasta 2012, la pesca industrial era regulada por el artículo 2° de la Ley N° 19.713 de Límites Máximos de Captura por Armador (LMCA) y sus modificaciones, mecanismo de asignación que distribuía la cuota global anual de captura establecida para el sector industrial en cada unidad de pesquería sometida a ese sistema de administración, entre los armadores inscritos en la pesquería respectiva. La modificación a la LGPA (Ley General de Pesca y Acuicultura) N°20.657 sustituyó el LMCA, permitiéndoles a los armadores optar por cambiar sus autorizaciones de pesca por Licencias Transables de Pesca (LTP) clase A, siendo estas equivalentes a la sumatoria de los coeficientes de participación relativo de cada una de sus embarcaciones autorizadas en el sistema anterior.

La actual legislación de pesca y acuicultura establece licitaciones para la pesca industrial con un plazo de 20 años, las que son renovables con causales de caducidad, divisibles, transferibles y susceptibles de todo negocio jurídico. Además, pone atención a infracciones como el descarte, no informar capturas, ingreso al área de las cinco millas exclusivas, e incumplimiento en temas laborales y de sustentabilidad.

De igual forma, la acuicultura se regula por la LGPA, en donde se establece el marco legal para: importación de recursos hidrobiológicos, acceso a áreas para la acuicultura, concesiones, condiciones ambientales y sanitarias para su ejercicio, reglas para realizar acuicultura con fines científicos u ornamentales, infracciones y sistema sancionatorio.

La actividad se caracteriza porque diversas instituciones estatales cumplen diferentes tareas respecto de ella, siendo las principales: la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, que regula la actividad y establece las condiciones técnicas bajo las cuales puede realizarse; la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas, otorga la concesiones de acuicultura y dicta las áreas apropiadas para su ejercicio; el Servicio de Evaluación Ambiental, que junto a las comisiones de evaluación, participa en la evaluación ambiental de los proyectos; mientras que el Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura y la Dirección General del Territorio Marítimo ejercen las labores de fiscalización.

La nueva normativa de acuicultura, implementada a partir del año 2009 y cuya mayor transformación se operó a través de la Ley N° 20.434 del año 2010, realizó cambios en el modelo productivo para hacerlo sustentable:

- Se coordinó la operación de agrupaciones de concesiones como una medida sanitaria, de modo que todos los centros de cultivo descansen al mismo tiempo y así se disminuyan los riesgos de enfermedades.
- Se ajustaron los indicadores ambientales, haciéndolos más exigentes y preventivos de situaciones indeseadas.
- Se prohibió la nueva siembra de peces, o continuar la operación sobre otros cultivos, cuando se obtienen informes ambientales negativos acerca de las condiciones del centro. Solo puede volverse a la operación cuando se comprueba que se han recuperado las condiciones de operación.
- Se estableció una densidad de cultivo (biomasa por m³) para los centros de salmones, de modo de prevenir eventos sanitarios indeseados. Actualmente el nuevo reglamento sanitario establece

¹⁷ Subsecretaría de Pesca y Acuicultura.

que se fijará una densidad de cultivo que será compartida por todos los centros que conforman una misma agrupación, de modo que el mal desempeño ambiental y sanitario en un sector impedirá aumentar la producción a todos los centros que se ubican en él.

- Se entrega al Estado la elaboración de los informes de seguimiento de las condiciones ambientales de los centros de cultivo, de modo de asegurar que se contratarán terceros independientes, no vinculados a la industria, para realizar los muestreos y los informes.
- Se fortaleció la normativa sobre uso de fármacos y las sanciones por el mal uso.
- Se fortaleció la normativa sobre seguridad de las estructuras de cultivo para prevenir los escapes y el desprendimiento de las especies en cultivo, cambiando el enfoque de mitigación a uno precautorio. Asimismo, se hicieron más drásticas las sanciones por no adoptar las condiciones de seguridad que propician el escape o el desprendimiento de especies presumiendo la responsabilidad del acuicultor en tales casos.
- Se crearon macro-zonas como un instrumento de contención de las enfermedades, lo que implica restricciones de transporte en momentos de brotes de enfermedad.
- Se limitó a 25 años el tiempo por el cual se otorgan las concesiones de acuicultura, pudiendo renovarse. En caso de que la mitad de los informes ambientales del período sean negativos, no podrá renovarse la concesión.
- Se fortalecieron los programas de monitoreo de enfermedades y se dictaron los programas de control de ISA, SRS y de caligus, principales enfermedades que hoy afectan a la industria de salmones.
- Se fortalecieron las facultades de fiscalización de los centros de cultivo y de los prestadores de servicios, cuya actividad incide en el desempeño ambiental y sanitario de la industria.
- Se fortalecieron las normativas sobre importación de especies hidrobiológicas, incorporando el análisis de riesgo como instrumento esencial de las decisiones, todo de conformidad con las directrices de la OIE.

Además, la última modificación a la LGPA, Ley N° 20.657 incorporó los siguientes puntos:

- Se modificó el trámite de las transferencias, arriendos y otros contratos sobre concesiones mediante un proceso más ágil y transparente, a través de un registro en línea, público y gratuito, el que se traspasa desde la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas a la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura.
- Se cerró el acceso a nuevas concesiones de mitílicos en la Región de Los Lagos para ordenar ese subsector de la acuicultura.
- Se perfeccionaron las infracciones referidas a la entrega de información sobre desempeño sanitario por parte de los acuicultores.

De esta manera, en ejercicio del derecho que otorgó la ley 20.657, como armador titular de autorizaciones de pesca, **Blumar** optó a fines de junio del año 2013 por cambiar todas aquellas autorizaciones por licencias transables de pesca clase A¹⁸, sujeto por lo tanto a las regulaciones de la nueva normativa.

¹⁸ Las licencias transables de pesca clase B, al igual que las de Clase A, reúnen también las características de ser divisibles, transferibles y susceptibles de todo negocio jurídico.

Asimismo, junto a las nuevas regulaciones, se introdujo un impuesto específico a pagar exclusivamente por los titulares de licencias transables de pesca clase A, manteniéndose el pago de patentes sobre las naves que se registren para ejercer los derechos que otorgan aquéllas; incorporándose diversas medidas de fiscalización, no solo a las naves industriales sino también a las artesanales.

Acorde a sus disposiciones, las principales unidades de pesquería de la zona centro - sur en donde opera **Blumar S.A.**, que incluye las especies jurel, anchoveta, sardina común y merluza de cola, se encuentran declaradas en régimen de plena explotación, que es aquel estado de situación de las pesquerías cuyo punto biológico está en o cerca de su rendimiento máximo sostenible, como lo define la ley. Al respecto la ley contempla en aquellas pesquerías sujeta a régimen de plena explotación y administrada con cuota global de captura, un proceso de pública subasta de hasta un máximo de 15% de la cuota industrial cuando se encuentre en un nivel igual o superior al 90% de su rendimiento máximo sostenible, dando origen a las licencias transables de pesca clase B, que tienen una vigencia de 20 años, al cabo de los cuales se vuelven a licitar.

Por consiguiente, por decretos exentos del Ministerio de Economía, para cada año calendario siguiente se han establecido las cuotas anuales de captura de las distintas unidades de pesquería sometidas a licencias transables de pesca; mientras que, por medio de la respectiva resolución de la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, se establecen las toneladas de las distintas especies hidrobiológicas que los titulares de aquellas licencias podrán capturar en las respectivas unidades de pesquería autorizadas.

Con todo, las variaciones en la cuota de extracción pueden ser administrables por la emisora, toda vez que las restricciones a la captura propia pueden ser reemplazadas por compras a terceros, como se aprecia en la Ilustración 11.

En definitiva, como se dijo anteriormente, la compañía está expuesta a cambios en el entorno regulatorio, como fue la aprobación en 2019 de la reforma a la ley de pesca en lo concerniente a la pesca de la jibia, prohibiendo su pesca mediante arrastre. Este producto representaba un 4,8% de los ingresos de la compañía durante 2018.

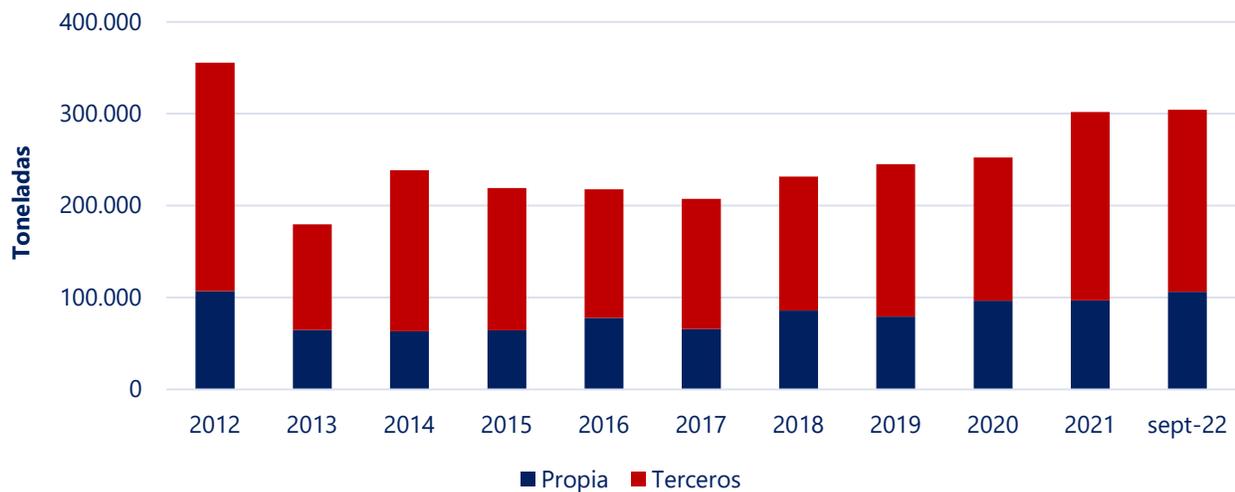


Ilustración 11: Capturas propias y compras a terceros.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Blumar** han exhibido un comportamiento al alza a excepción del 2019, donde se presentó una importante disminución tanto por menores ventas del segmento acuícola como del segmento pesca (en el segmento acuícola, por menores cosechas previstas para ese año, se obtuvo un menor volumen vendido, mientras que en el segmento pesca la baja se explica por las menores ventas de la filial PacificBlu ante la baja en venta de jibia). Posteriormente, en 2021 y 2022 (UDM), los ingresos presentaron fuertes alzas explicadas, en parte, por incrementos en el precio promedio de los productos, sobre todo del salmón (excepto aceite de pescado y pesca blanca en 2021 y jurel congelado en 2022) y en el volumen vendido (excepto harina de pescado en 2021, salmón del Atlántico en 2022 y pesca blanca en ambos años).

Por su parte, el EBITDA ha exhibido un comportamiento volátil, sobre todo con las bajas de 2019 y 2020. La contracción de 2019 se explica principalmente por el segmento acuícola que presentó menor margen bruto, por bajas en volumen de ventas (asociado al menor volumen de cosecha), un mayor costo ex jaula y un menor precio promedio de salmón del Atlántico, y en menor medida por el segmento de pesca que exhibió una baja en el EBITDA de PacificBlu SpA como consecuencia de la ausencia de jibia y a lo dispuesto en las modificaciones realizadas a la Ley de Pesca, las que establecen que este recurso ya no se puede capturar por flota de arrastre. La contracción de 2020 se atribuye al segmento acuícola, producto de los menores precios obtenidos durante el año, los que fueron afectados fuertemente por la pandemia (a pesar de que se observa un alza en el volumen vendido en 2020). No obstante, ese mismo año, el EBITDA del segmento pesca presentó un incremento de 74,5% (mayor volumen de venta de jurel congelado, harina y aceite de pescado; estos dos últimos registraron, además, un aumento en el precio promedio de ventas).

En lo más reciente (2021 y 2022 UDM) el EBITDA ha evidenciado una importante recuperación, llegando a niveles históricamente altos en 2022, hasta alcanzar un total de US \$ 122 millones. En el caso del segmento acuícola, lo anterior está apalancado en mayores niveles de precio promedio del salmón del Atlántico, y en el caso del segmento pesca se atribuye a mayores ventas de jurel congelado en 2021 y harina/aceite de pescado en 2022.

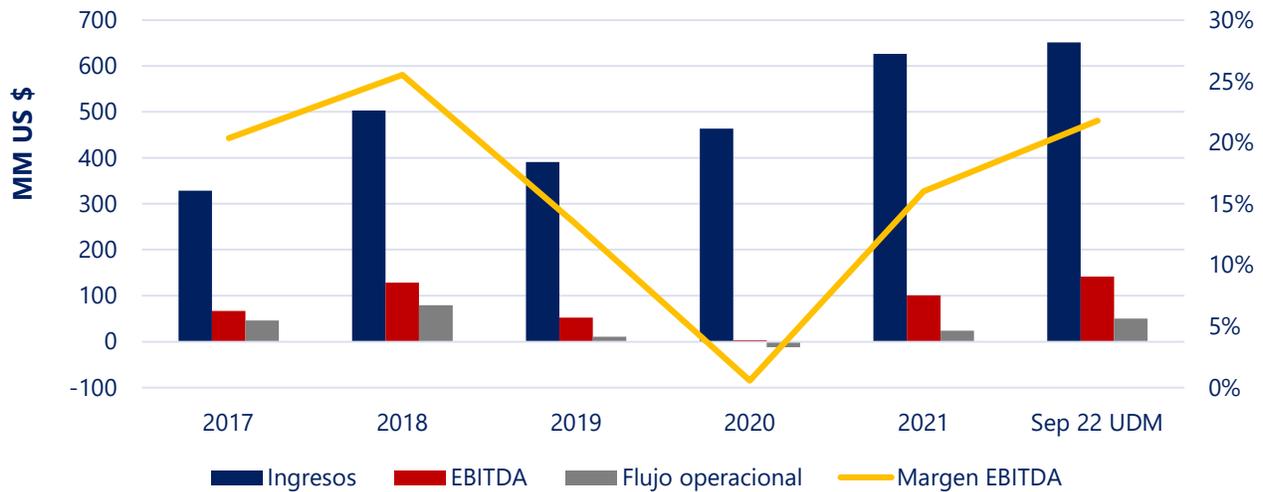


Ilustración 12: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

Evolución del endeudamiento

Desde sus valores mínimos en diciembre de 2018, la relación DF/EBITDA aumenta a 5,0 veces a fines de 2019, y, debido a la reducción de los niveles de EBITDA durante 2020 (explicado anteriormente), el *ratio* se incrementa fuertemente. Posteriormente, a partir de la recuperación de los flujos en 2021 y 2022 este indicador bajó a 3,08 veces y 2,01 veces, respectivamente.

Por su parte, el endeudamiento medido como DF / Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹⁹ ha fluctuado entre 4,8 veces en su punto más alto (2020) y 1,98 veces en su punto más bajo (2018), manteniéndose durante 2022 (UDM) en 3,63 veces. Cabe mencionar que, si se ajusta el indicador, eliminando la rentabilidad anual de los activos obtenida en 2020 (el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo), el indicador alcanza las 3,0 veces.

¹⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular. En adelante, cualquier mención al FCLP, no considera *fair value*, a menos que se explicita lo contrario.

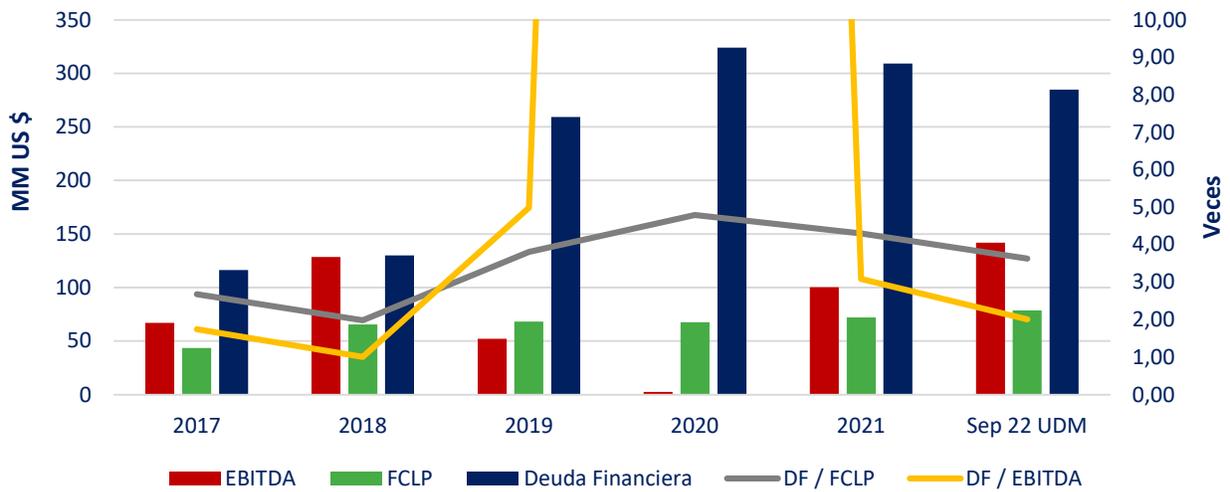


Ilustración 13: Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

La Ilustración 14 muestra el perfil de vencimientos de **Blumar**. Se aprecia que la compañía exhibe holguras respecto de su generación de flujos (considerando el Flujo de Caja de Largo Plazo de la compañía), a excepción del vencimiento entre 1 y 2 años, cuyo diferencial con el FCLP, es susceptible de refinanciarse, aunque de igual manera estaría afecto a las condiciones del mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento. No obstante, dados los resultados positivos que ha exhibido la compañía, sumado a una caja de US \$ 38,8 millones, **Humphreys** asigna una muy alta probabilidad de que no se exhiban dificultades en los pagos/refinanciamiento de las deudas estipuladas.

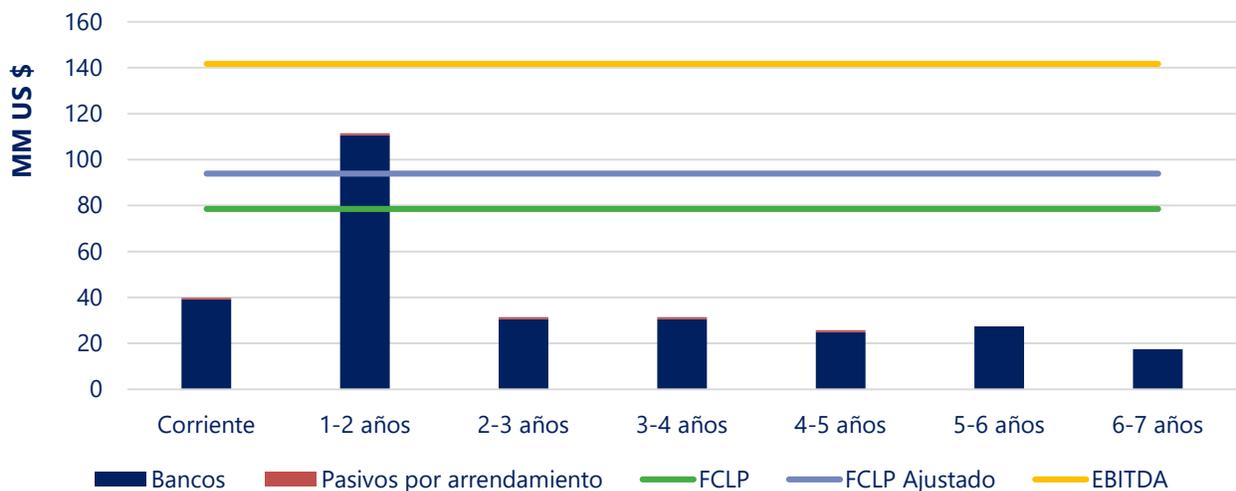


Ilustración 14: Calendario de Vencimientos, FCLP y EBITDA

Evolución de la liquidez

En relación con la liquidez, durante 2019 los indicadores mostraron una caída (la razón corriente llegó a 2,05 veces y la razón ácida a 1,65 veces), producto del aumento en la deuda de corto plazo. No obstante, este comportamiento se revierte en 2020 alcanzando una razón corriente de 2,48 veces y una razón ácida de 2,09 veces. En adelante, los indicadores exhiben un comportamiento relativamente estable, alcanzando valores en 2022 de 2,27 veces y 1,83 veces, respectivamente (ver Ilustración 15).

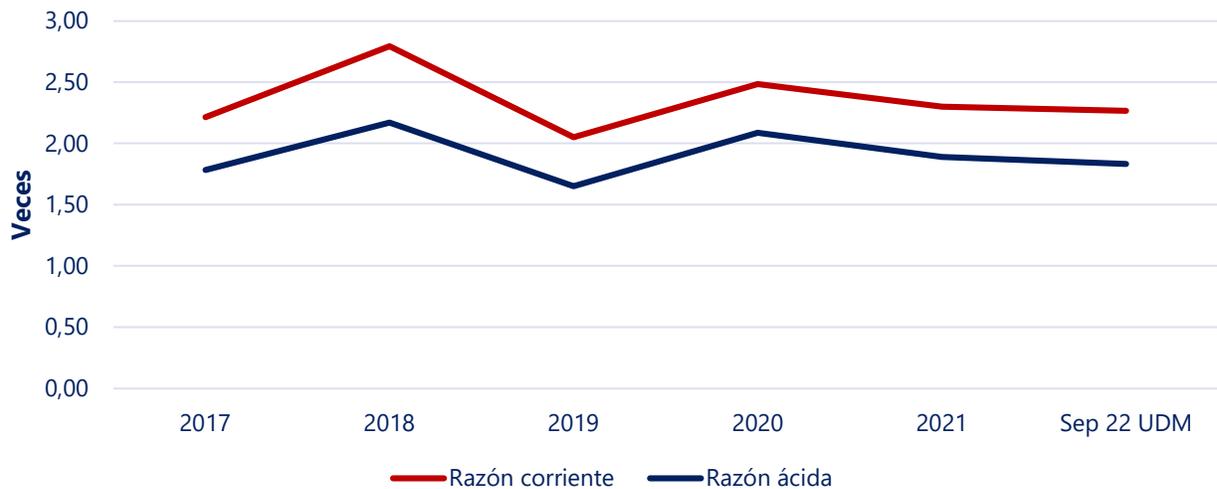


Ilustración 15: Evolución de la Liquidez

Evolución de la rentabilidad²⁰

Las rentabilidades han tenido un comportamiento volátil, afectada directamente por las variaciones del resultado operacional. Con posterioridad a los positivos resultados de 2018, estos indicadores mostraron una tendencia decreciente, llegando a mostrar valores negativos durante 2020. Con posterioridad, debido a la recuperación de precios y capturas, estos indicadores muestran una recuperación importante, alcanzando valores bastante cercanos a los obtenidos en 2018; la rentabilidad sobre activo fue de 9,2% (10,4% en 2018), la rentabilidad sobre patrimonio fue de 19,7% (17,5% en 2018) y la rentabilidad operacional fue de 17,5% (21,7% en 2018).

²⁰ Rentabilidad activos: ganancia (pérdida) / activos totales promedio, incluye *fair value*.

Rentabilidad operacional: resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio), no incluye ajuste por *fair value*.

Rentabilidad sobre patrimonio = ganancia (pérdida) / patrimonio total promedio, incluye *fair value*.

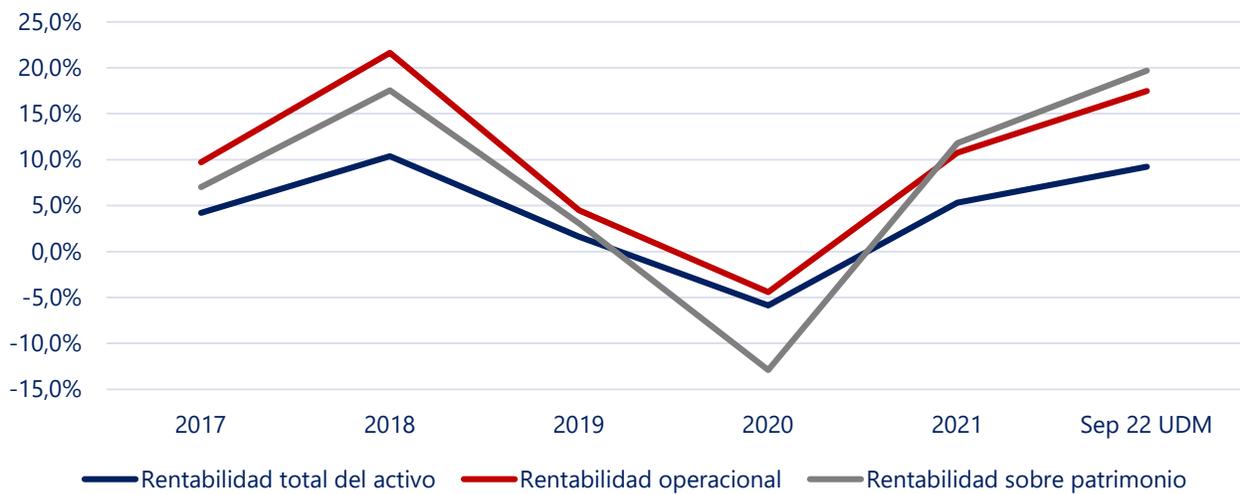


Ilustración 16: Evolución de la Rentabilidad

Acciones

La Ilustración 17 presenta el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200), siendo en su observación más reciente de 25,6% (noviembre de 2022).

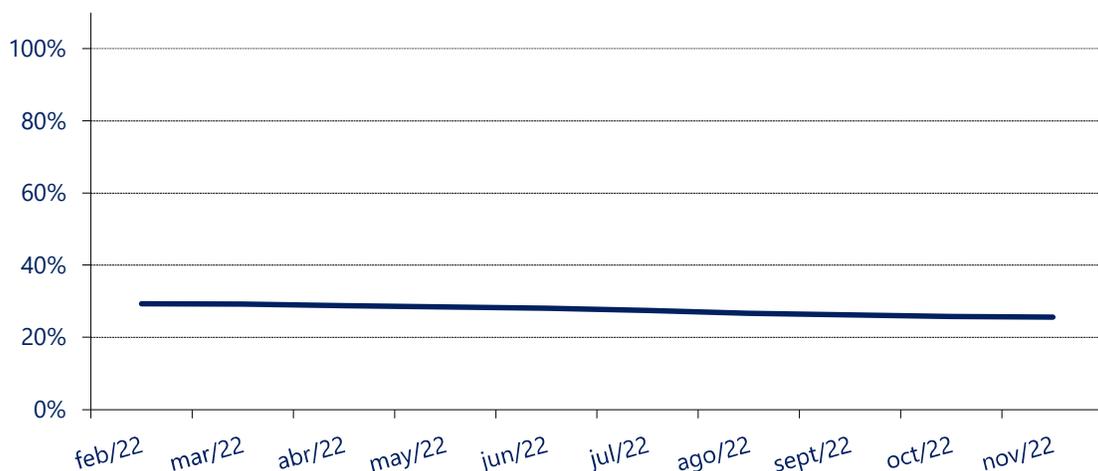


Ilustración 17: Presencia Promedio

Ratios financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Razón Circulante (Veces)	2,21	2,79	2,05	2,48	2,30	2,27
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,04	2,56	1,94	2,32	2,06	2,02
Razón Ácida (veces)	1,78	2,17	1,65	2,09	1,89	1,83
Rotación de Inventarios (veces)	5,38	5,74	4,31	6,85	7,18	6,51
Promedio Días de Inventarios (días)	67,83	63,56	84,69	53,32	50,81	56,07
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,57	9,08	10,30	11,08	12,63	14,34
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	38,14	40,19	35,45	32,95	28,89	25,46
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,50	4,80	2,82	3,23	4,57	4,34
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	104,43	75,97	129,54	112,83	79,87	84,03
Diferencia de Días (días)	66,29	35,79	94,09	79,89	50,97	58,57
Ciclo Económico (días)	-1,54	-27,78	9,40	26,57	0,16	2,51

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Endeudamiento (veces)	0,40	0,41	0,52	0,57	0,53	0,52
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,67	0,70	1,09	1,33	1,13	1,07
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,73	0,67	0,63	0,39	0,50	0,56
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,04	0,99	5,32	-18,73	2,72	1,86
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces) ²¹	0,57	0,99	0,20	0,01	0,32	0,50
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	46,86%	46,96%	59,61%	61,52%	63,35%	58,29%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,48%	2,93%	1,43%	0,33%	1,16%	6,29%
Veces que se gana el Interés (veces)	7,79	17,20	1,17	-5,20	4,67	7,71

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Margen Bruto (%) ²¹	24,18%	29,77%	19,07%	4,70%	21,20%	27,42%
Margen Neto (%)	7,80%	13,34%	3,11%	-11,07%	7,82%	13,24%
Rotación del Activo (%)	53,04%	75,01%	46,84%	50,19%	68,06%	68,78%

²¹ Pre fair value.

Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,30%	10,85%	1,73%	-6,25%	5,54%	9,70%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,23%	10,40%	1,62%	-5,84%	5,31%	9,22%
Inversión de Capital (%)	53,66%	57,87%	68,50%	68,74%	64,51%	60,98%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,58	2,54	2,21	2,12	2,98	2,94
Rentabilidad Operacional (%) ²¹	9,73%	21,65%	4,50%	-4,41%	10,74%	17,46%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,01%	17,54%	3,07%	-12,89%	11,80%	19,70%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	71,21%	65,07%	75,10%	93,05%	71,72%	66,57%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	78,80%	69,77%	81,75%	99,60%	76,66%	70,87%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,12%	4,70%	6,20%	4,22%	4,64%	4,26%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	8,79%	28,02%	5,75%	-11,97%	19,95%	28,56%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) ²¹	20,35%	25,54%	13,30%	0,57%	16,01%	21,78%

* Activos en Ejecución Descontados

Otros Ratios						
Ratios	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	5,67%	7,00%	5,28%	6,16%	9,76%	10,35%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	5,61%	5,61%	3,90%	3,28%	4,70%	4,50%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	4,75%	3,89%	3,32%	3,39%	1,89%	1,92%
Capital sobre Patrimonio (%)	78,21%	73,63%	72,74%	83,17%	76,38%	72,11%

"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."