



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Blumar S.A.

Marzo 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A- En Observación
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2019 <sup>1</sup>

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 948 de 22.05.19
Línea de bonos	Nº 949 de 22.05.19

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos de actividades ordinarias	449.805	325.861	383.738	328.579	503.324	390.702
Costo de ventas	-348.039	-288.762	-321.761	-249.121	-353.502	-316.196
Costos de distribución	-16.086	-13.442	-16.079	-13.835	-18.553	-19.945
Gasto de administración	-16.772	-15.205	-17.848	-20.100	-23.674	-24.229
Ajuste Fair Value	-5.022	-11.981	38.597	-9.799	2.311	-3.191
Costos financieros	-4.383	-3.927	-3.952	-4.368	-5.630	-10.149
Ganancia (pérdida)	33.991	-6.323	44.189	25.629	67.137	12.159
EBITDA <sup>2</sup>	91.740	32.919	49.582	66.865	128.563	51.975

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2019 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<sup>2</sup> 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.

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Activos corrientes	233.234	194.123	247.923	232.783	308.893	344.619
Activos no corrientes	362.099	363.011	345.180	386.696	362.119	489.471
<b>Total de activos</b>	<b>595.333</b>	<b>557.134</b>	<b>593.103</b>	<b>619.479</b>	<b>671.012</b>	<b>834.090</b>
Pasivos corrientes	119.032	102.000	86.898	105.181	110.574	167.880
Pasivos no corrientes	141.301	134.184	146.355	143.170	166.250	267.172
Total pasivos	260.333	236.184	233.253	248.351	276.824	435.052
Patrimonio total	335.000	320.950	359.850	371.128	394.188	399.038
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>595.333</b>	<b>557.134</b>	<b>593.103</b>	<b>619.479</b>	<b>671.012</b>	<b>834.090</b>
Deuda financiera	123.101	122.819	124.964	116.367	129.987	252.722

## 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.

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 2019, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 390,7 millones, una ganancia de US\$ 12,1 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 51,9 millones. Al cierre de 2019, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US\$ 252,7 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 399 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.

Se han incluido, además, las ventajas que presenta Chile como país productor de salmones, 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 salmonera 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 impuesta a la pesca de jibia, 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.

La clasificación incorpora, además, la calidad y capacidad de apoyo de los accionistas grupo Sarquis (37,5%) y Las Uribinas (41,3%), 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.

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), factores de relevancia para empresas insertas en industria con elevada variabilidad en sus resultados.

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 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 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 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 el 28% 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 positivamente 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 relación con la crisis provocada por el Covid-19, en opinión de la clasificadora, los ingresos de **Blumar** se verían afectados debido a una eventual contracción de la demanda de salmón en el mercado EE. UU. y una contracción de la demanda de Jurel congelado en el mercado de Nigeria producto de las medidas de aislamiento tomadas por ambos países y, en el caso de Nigeria, país exportador de petróleo, la demanda se contraería debido a la caída del precio internacional de este *commodity*. No obstante, de acuerdo a lo informado por la compañía, esos menores ingresos se verían más que compensados por las mayores cosechas de 35 mil toneladas producto de la consolidación del proyecto de la XII región y la recuperación de volúmenes de cosecha de la XI región. Sin embargo, la caja disponible, en conjunto con una deuda concentrada en el largo plazo, le permitirían a la compañía afrontar con una adecuada liquidez la menor actividad esperada para los próximos cuatro meses. Más aún, la compañía dispone de líneas de capital de trabajo con diversos bancos de la plaza, así como líneas de bonos inscritas, que podrían ser utilizadas en caso de un estrés financiero transitorio.

### 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 a septiembre de 2019

A septiembre de 2019, **Blumar** obtuvo ingresos por US\$ 425,9 millones (UDM), cifra que representa una caída de 15% respecto de 2018, explicado por las ventas de los segmentos acuícolas que registraron una variación de -25%; la línea de pesca creció 1%. En el segmento acuícola, la baja obedece a un menor volumen vendido debido a menores cosechas, mientras que en el segmento pesca el alza se explica principalmente por mayor volumen de jurel congelado, harina y aceite de pescado y jurel congelado.

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, cayó en 73%. En caso de que se excluyera el efecto *fair value*, la ganancia bruta hubiese disminuido en 35%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio a septiembre 2019 (UDM) correspondió a una ganancia de US\$ 20,6 millones y un EBITDA (excluyendo *fair value*) de US\$ 73,3 millones.

Con fecha 31 enero de 2019 la emisora adquirió Salmones Ice-Val, que cuenta con 5 concesiones de mar en la XI región, donde opera tres centros de cultivo y una producción anual de aproximadamente 7.000 toneladas wfe<sup>3</sup> de salmón coho.

## Definición categoría 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.

### Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## 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

<sup>3</sup> Whole Fish Equivalent

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 baja correlación entre los segmentos acuícola y pesquero le permitió a la compañía, en períodos de precios de salmón deprimidos (2015), registrar un EBITDA consolidado positivo.

**Concesiones en barrios de mejor desempeño bio-sanitario:** **Blumar** participa en el negocio acuícola desde 2006. Actualmente posee 55 concesiones propias, una de ellas ubicada en la X región, 41 en la XI región y 14 en la XII región. Por condiciones climáticas, se estima que las concesiones de la XII región están menos propensas a enfermedades, requiriendo menor consumo de antibióticos.

**Experiencia de los accionistas mayoritarios:** Los accionistas mayoritarios 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.

**Fortaleza de Chile en producción de salmónidos:** Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmones y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, claridad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo (desde la Región de los Lagos a la de Magallanes), cercanía a la producción de insumos (especialmente harina de pescado), entre otras. Con ello, las empresas chilenas adquieren una ventaja frente a competidores del resto del mundo (Noruega, Islas Faroe, Escocia, principalmente), en particular, en términos del tiempo empleado de engorda y el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. También comercialmente favorece el hecho que Chile es reconocido en el mundo entre los principales oferentes. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 32%<sup>4</sup> de la producción mundial, según datos al 2018 (23,9% al 2016).

**Potencial de la demanda mundial:** De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna presentó un nivel de producción bastante plano entre 1967 y 2007, no así la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también confirmando esa tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana.

El crecimiento de la población mundial, sumado al aumento de los ingresos en los países emergentes, ha provocado un crecimiento en la demanda de alimentos saludables como el Salmón. Es por este motivo, que a los mercados tradicionales del salmón como Europa, Estados Unidos o Japón se han ido incorporando nuevos mercados como Brasil y Rusia.

En el caso de **Blumar**, sus exportaciones tienen como principal destino el mercado de EE. UU., que representa un 28% del total de ventas de la emisora.

---

<sup>4</sup> Fuente: Kontali Analyse.

## 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, que es un parámetro para la determinación de la cuota de extracción; o bien, en el caso del segmento acuícola, la biomasa en reproducción y crecimiento en agua dulce y posteriormente en agua mar, la empresa está expuesta a enfermedades tales como 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. Con todo, aun cuando se reduzca la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo, persiste su carácter de elevada magnitud.

Por su parte, en el caso del recurso pesquero, la biomasa disponible para captura puede registrar variaciones respecto a los valores utilizados para la determinación de cuotas de captura producto de las actividades de pesca ilegal en el Pacífico Sur.

**Exposición al tipo de cambio:** La compañía realiza operaciones tanto en dólares como en pesos chilenos, lo que genera un descalce. No obstante, se reconoce que la administración realiza una política de cobertura del balance, que permite que las fluctuaciones del tipo de cambio afecten en forma acotada la situación financiera de la compañía.

**Concentración de mercados:** Estados Unidos, y los mercados latinoamericanos (Brasil y Perú) representan aproximadamente un 46% 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:** Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. 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, productor relevante a nivel mundial, debido al ataque del ISA en 2008-2009, un. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015. 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 (100.000 toneladas, equivalente al 5% de la cosecha a nivel mundial).



Por su parte, 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. Es así como durante los primeros meses de 2010 este producto exhibió incrementos de precios anuales superiores a 50%, seguido por caídas de casi 30% a inicios de 2012. En lo más reciente, los precios oscilaron entre una disminución anual de 8,3% en febrero de 2019, a un incremento de 23% en marzo de 2018, para mostrar actualmente una caída anual de 7,2% en septiembre de 2019, debido a la base de comparación más exigente.<sup>5</sup>

**Regulación del sector salmonero chileno:** Aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces, 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, recientemente se dictó un decreto para la pesca de la jibia que puede tener 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.

## 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 y EBITDA, lo cual se acrecenta con la reciente adquisición de Ice-Val.

### Accionistas y estructura societaria

A continuación, se presentan los 12 principales accionistas de **Blumar** a diciembre de 2019:.

Accionista	Participación
Sociedad de Inversiones Petrohué S.A.	29,98%
Moneda S.A. A.F.I. para Pionero Fondo de Inversión	12,49%
Inversiones Baracaldo Ltda.	9,07%
El Condor Combustible	9,06%
Inversiones Marte SPA	8,76%
Nogadela Energía Ltda.	5,03%
Inversiones Orontes S.A.	2,83%
Cia de Rentas e Inversiones San Ignacio Pesqueras Dos S.A.	2,27%

<sup>5</sup> <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=fish-meal&months=120>

Cía de Rentas e Inversiones San Ignacio Pesqueras S.A.	2,27%
Inversiones Temqui Ltda	2,06%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,03%
Inversiones Caunahue Ltda	1,92%
Resto	12,33%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

## Directorio y ejecutivos

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Sergio Rodrigo Sarquis Said	Presidente
Juan Pablo Santa Cruz Negri	Vicepresidente
Julio Fernández Taladriz	Vicepresidente
Alberto Romero Silva	Director
Carlos Gonzalo Sarquis Said	Director
Andrés Santa Cruz Lopez	Director
Alfredo Enrione Caceres	Director

## Antecedentes de la industria pesquera chilena

En Chile la actividad pesquera se rige por la Ley N°18.892, de 1989, denominada “*Ley General de Pesca y Acuicultura (LGPA)*”. La ley N°20.657, que rige a contar del 1° de enero de 2013 introdujo profundas transformaciones a la LGPA, poniendo término a la modalidad de administración pesquera denominada “límite máximo de captura por armador” que reguló la ley N°19.713, de 2001, en forma complementaria a la LGPA.

Las principales unidades de pesquería de la zona centro-sur, donde opera Blumar S.A., se encuentran declaradas en estado y régimen de plena explotación, lo que es aplicable a la explotación de los recursos jurel, anchoveta, sardina común y merluza de cola, entre otras especies.

A partir de 2013 la nueva normativa legal pesquera estableció como su objetivo prioritario la conservación y el uso sustentable de los recursos hidrobiológicos, mediante la aplicación del enfoque precautorio, de un enfoque ecosistémico en la regulación pesquera y la salvaguarda de los ecosistemas marinos en que existen esos recursos; sistemas y recursos que quedan expresamente sometidos a la soberanía del Estado de Chile, el que tiene el derecho de regular y administrar aquellos.

De este modo, se organiza y regula el acceso a la actividad pesquera tanto industrial como artesanal, introduciendo nuevas obligaciones y cargas para quienes intervengan en ella como también regulaciones para la investigación y mayores facultades de fiscalización.

Dado el cambio de regulación y considerando los derechos que tenían quienes eran titulares de autorizaciones de pesca otorgadas bajo la normativa anterior, se facultó a sus titulares para optar por un canje de dichas autorizaciones por licencias transables de pesca clase A, que equivalen al mismo coeficiente de participación

de cada armador en la cuota industrial anual; las que tienen una duración de 20 años renovables cumpliéndose ciertas condiciones, pero que tienen la característica de ser divisibles, transferibles y susceptibles de cualquier negocio jurídico, separado de la nave, como venta, arriendo u otro contrato, lo que marca una gran diferencia con el régimen aplicable a las autorizaciones de pesca, todo lo cual produce un trascendental cambio en toda la institucionalidad.

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 A, sujeto por lo tanto a las regulaciones de la nueva normativa.

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.

A su vez, la nueva 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; subasta que para algunas especies la Subsecretaría de Pesca ha convocado a partir de diciembre de 2015.

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.

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.

La Tabla 1 muestra que **Blumar** corresponde a un actor relevante en la industria pesquera, con participaciones significativa en las principales especies de pesca industrial en nuestro país, como el Jurel de la zona centro-sur, las Sardina en la zona centro-sur y la anchoveta en la zona centro-sur.

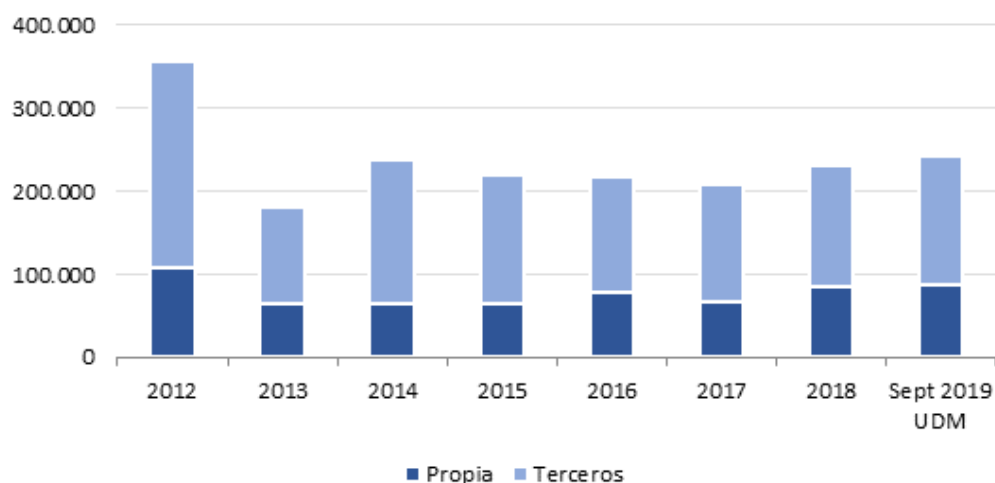
**Tabla 1**  
**Cuota Industrial 2017-2019 (toneladas)**

Recurso	Cuota Industrial				Cuota Blumar				Participación Blumar			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Jurel III-X Región	237.630	278.538	285.796	328.841	56.791	56.584	58.059	66.803	23,9%	20,3%	20,3%	20,3%
Sardina Común V-X Región	72.402	74.242	76.024	69.234	15.420	15.812	16.191	14.745	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Anchoveta V-X Región	12.558	12.795	27.381	35.083	2.953	3.008	6.438	7.836	23,5%	23,5%	23,5%	22,3%
Anchoveta III-IV Región	25.062	22.522	37.941	45.469	11.784	9.475	15.962	19.129	47,0%	42,1%	42,1%	42,1%
Sardina Española III-IV Región	875	875	875	875	524	524	524	524	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%
Merluza de Cola V-X Región	21.977	25.369	23.348	-	3.180	7.505	5.951	-	14,5%	29,6%	25,5%	-
Merluza de Cola XI-XII Región	14.652	16.912	15.566	-	6	6	6	-	0,0%	0,0%	0,0%	-
Merluza Común IV-Paralelo 41°28,6' L.S.	14.760	14.760	17.856	22.363	6.137	11.554	13.256	15.728	41,6%	78,3%	74,2%	70,3%
<b>Total</b>	<b>399.916</b>	<b>446.013</b>	<b>484.787</b>	<b>501.865</b>	<b>96.795</b>	<b>104.468</b>	<b>116.387</b>	<b>124.765</b>				

Con todo, las variaciones en la cuota de extracción pueden ser administrable 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 1.

Con todo, como se dijo anteriormente, la compañía está expuesta a cambios en el entorno regulatorio, como fue la aprobación de la reforma a la ley de pesca en lo concerniente a la pesca de la jibia, prohibiendo su pesca mediante arrastre. Este producto representó un 3,99% de los ingresos de la compañía a septiembre de 2019. Se estima que, dados los ajustes que implementaría la compañía, en términos de cierre de las plantas de procesamiento, el efecto de esta modificación no debería representar mayores impactos en la capacidad de generación de flujos de la emisora.

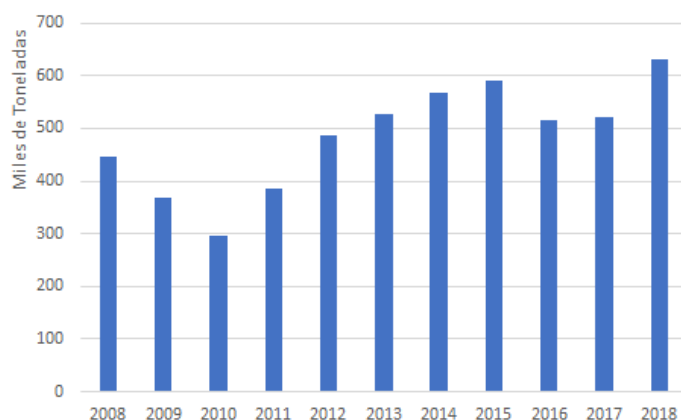
Ilustración 1  
**Capturas propias y compras de pesca. Blumar**  
(Toneladas. 2012-Sept 2019)



## Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile, que 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 Atlántico.

Ilustración 2  
**Evolución de exportaciones Salmón y Trucha**  
Miles de toneladas  
(2010-2018)



La industria salmonera chilena se vio fuertemente afectada desde 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones y afectando en el largo plazo a la industria (cambio de regulaciones). Entre sus consecuencias se tuvo un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector. El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas<sup>6</sup> que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la acuicultura chilena haya sufrido en los últimos 30 años, produciendo una pérdida de aproximadamente 28 millones de peces y que redujo el volumen de producción final del país en aproximadamente 100 mil toneladas de salmones y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada. El año 2018, último período para el que se dispone información, se registró un incremento de las toneladas exportadas, alcanzando más de 631 toneladas, como muestra la

<sup>6</sup> Los Florecimientos de Algas Nocivas (FAN) son fenómenos que ocurren con cierta frecuencia en todos los mares y océanos del mundo, normalmente con efectos leves a moderados en las actividades de acuicultura. El evento del 2016 ha sido considerado, por su magnitud, un hecho extraordinario.

## Ilustración 2.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional. Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, para volver a caer el 2015. El 2016, 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 una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una reducción de 1,1% a septiembre de 2019 con respecto al precio a diciembre de 2018.

## Regulaciones

A consecuencia de la crisis que experimentó la industria salmonera chilena entre 2007 y 2010, derivada de la aparición de la variable patógena del virus ISA (existe una variante completamente inocua), las empresas que conforman este mercado y en particular la autoridad (a través del Congreso y la Subsecretaría de Pesca, Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o minimizar la probabilidad de aparición de nuevas enfermedades y disminuir los efectos sobre los activos biológicos de la industria.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley N° 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios.

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

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

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

Si bien la dictación de este conjunto de normas eleva los costos de producción de las empresas del sector, se busca como contrapartida una disminución de los riesgos de adquisición de enfermedades, lo que en el mediano plazo podría significar un aumento de los rendimientos por menor mortalidad de los peces.

Se han ido instaurando nuevas normativas, una que regula las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios.

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el *bloom* de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al periodo anterior, denominado "Programa de Reducción de Siembras" (PRS), que comenzó a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados "lomos de toro", que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

## Antecedentes de producción y ventas

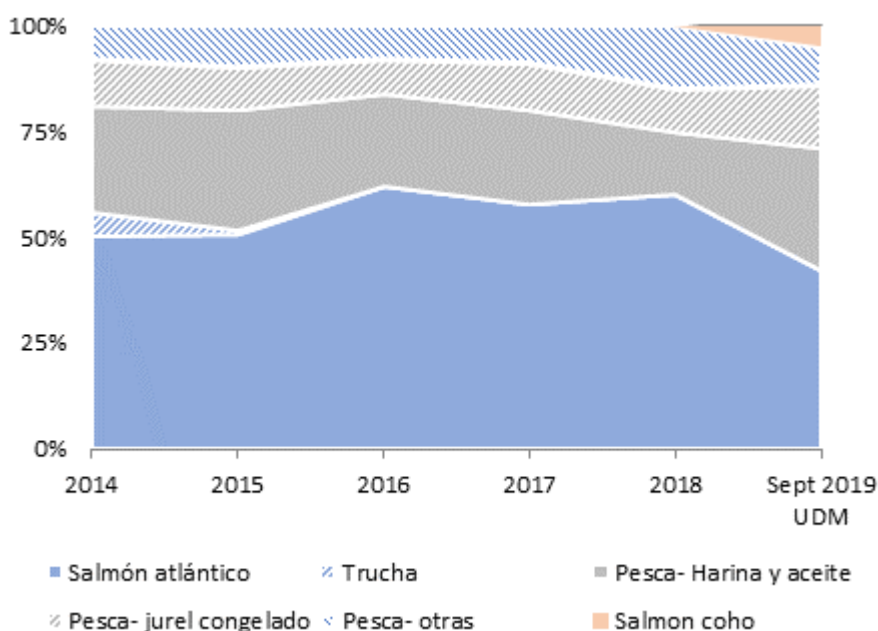
### Proveedores

Las principales empresas proveedoras de **Blumar** corresponden a empresas que le venden alimentos para peces, vacunas, activos en agua salada y confección y mantención de redes. Desde el punto de vista de servicios, los más relevantes son los servicios de maquila, transporte de peces hacia y desde los centros de cultivo en mar, y combustible.

### Ventas por segmento

A continuación, se muestra la distribución de las ventas por tipo de producto, para el período 2014-2018. Se aprecia que hacia 2019, el 47% de los ingresos provinieron del segmento acuícola, en tanto que el 53% restante del segmento pesca, principalmente de harina y aceite de pescado, y, en menor medida, de jurel congelado y otros.

Ilustración 3  
**Estructura de ingresos por segmento**  
(2014-Sept 2019)



### Ventas por mercado

Las ventas de salmón se encuentran orientadas principalmente al mercado de EE.UU. (51%), Latinoamérica (18%) y Asia (13%), como se puede apreciar en la Ilustración 4. Por su parte, las ventas del segmento Pesca tienen como principal destino el mercado nacional (35%), seguido de Nigeria (15%) y Perú (11%) (ver Ilustración 5).

Ilustración 4  
**Estructura Ventas Salmón por Mercado**  
(2018)

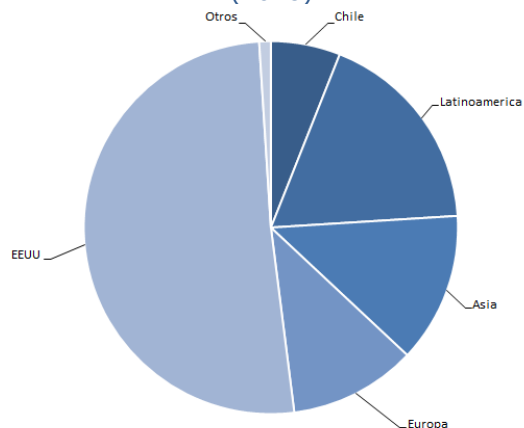
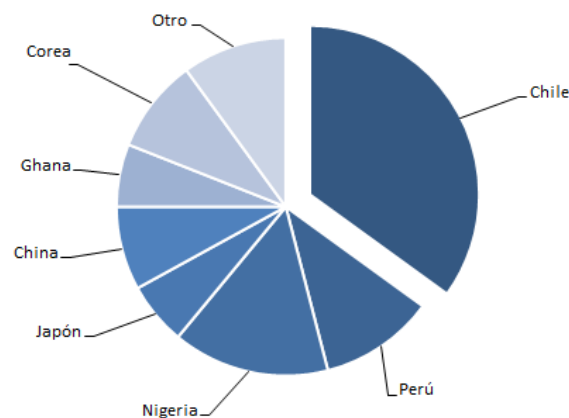


Ilustración 5  
**Estructura Ventas Pesca por Mercado**  
(2018)

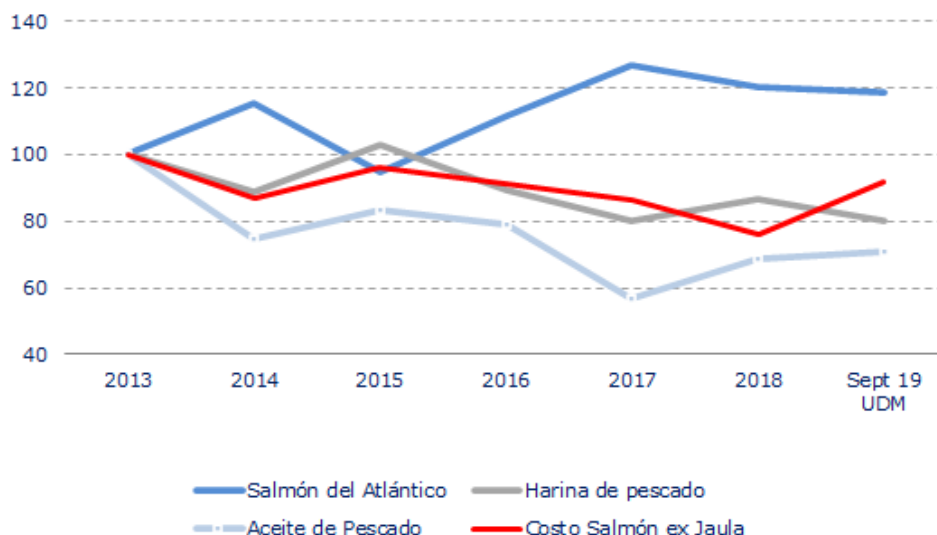


Como se dijo anteriormente, los segmentos de pesca y acuícola presentan sinergias a través de la utilización de la harina de pescado como insumo en la producción de salmón. La Ilustración 6 muestra la trayectoria de



precios del salmón del atlántico, con una acentuada variabilidad, del aceite de pescado y de la harina de pescado. La trayectoria de precio de este último producto muestra una marcada correlación con el costo ex jaula del salmón, por lo cual, la integración de ambas operaciones actúa, al menos en forma parcial, como un *hedge* ante variaciones del precio internacional de la harina de pescado.

Ilustración 6  
**Precio de Venta Salmón del Atlántico, Harina de Pescado y Aceite de Pescado**  
**Costo del Salmón ex Jaula. 2013-Sept 2019**  
(2013=100)



## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Blumar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y septiembre 2019.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

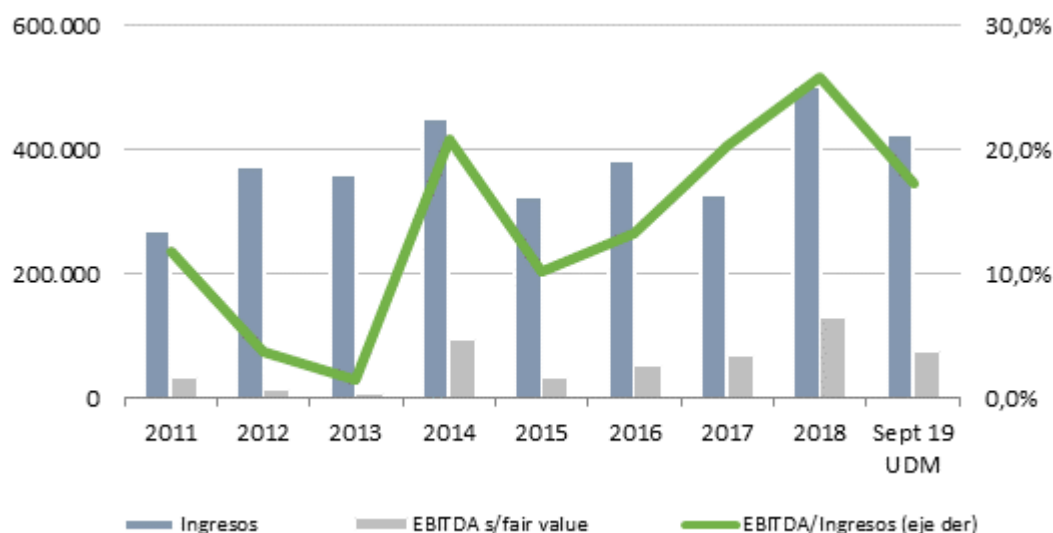
Los ingresos consolidados de **Blumar** han exhibido variaciones en función de los precios internacionales de los bienes que produce, principalmente salmón y harina de pescado, así como por la disponibilidad de biomasa.

Hasta 2014 los ingresos presentaban una tendencia creciente, pero en 2015 muestran una disminución debido a menores ventas tanto del segmento acuícola como pesca. Durante ese período el margen EBITDA (excluyendo *fair value*) se redujo desde 20,9% en 2014, a 9,6% en 2015.

Posteriormente, en 2016 los ingresos se incrementan fuertemente, debido al aumento en los precios del salmón, producto de la menor oferta proveniente de nuestro país, como consecuencia del *bloom* de algas ocurrido a inicios de ese año. A partir de ese año, el margen EBITDA se ha incrementado, alcanzando un 25,5% a fines de 2018. Durante el periodo 2019, el margen y los ingresos se ven disminuidos debido a mayores costos

en el segmento acuícola y menores resultados en pesca, lo que se traduce en una disminución del margen EBITDA, llegando a septiembre de 2019 a un 17,2%.

Ilustración 7  
**Ingresos, EBITDA (excluye fair value) y Margen EBITDA**  
(US\$ Miles y Porcentaje. 2011-Sept 2019)



## Evolución del endeudamiento y la liquidez

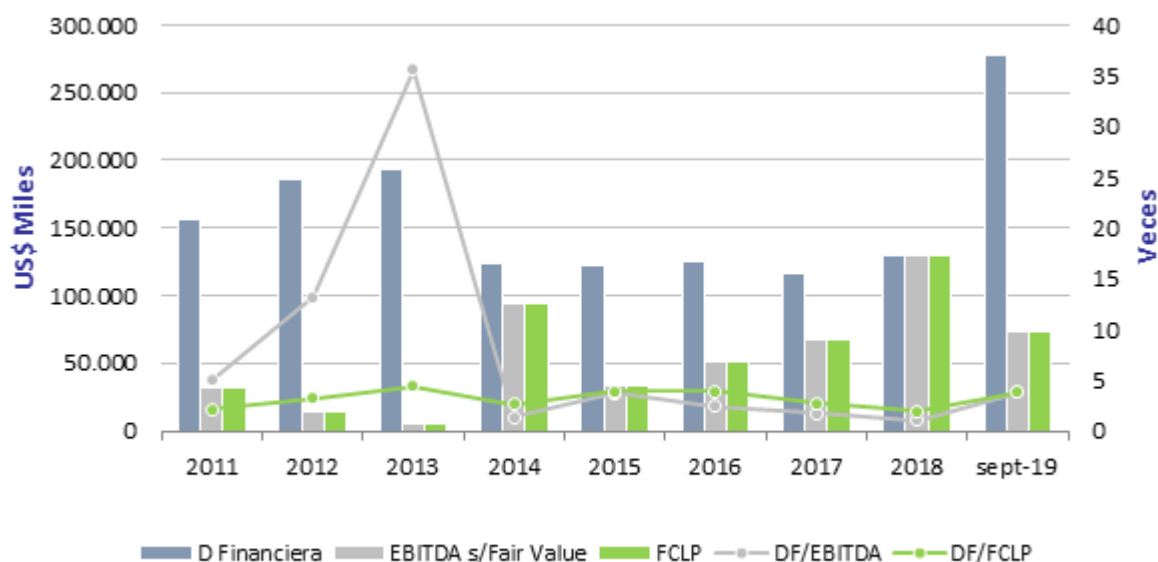
A partir de 2013, hasta 2018, la deuda financiera mostró una tendencia decreciente, que se ha revertido marginalmente en la más reciente observación, tal como se aprecia en la Ilustración 8. Por ello, el incremento en la capacidad de generación de flujos de la compañía, significó hasta 2018 una reducción en los indicadores de endeudamiento relativo.

En efecto, la relación Deuda Financiera/EBITDA, que durante 2013 alcanzó 35,6 veces (debido a la caída en el EBITDA registrada durante ese año), hacia fines de 2018 el indicador había caído a valores cercanos a la unidad. Por su parte, el permanente incremento del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>7</sup> significó que la relación Deuda Financiera/FCLP se redujese entre 2015 y 2018.

Para el año 2019, se puede apreciar un aumento de la deuda financiera en un 113%, llegando a US\$ 276,9 millones, los cuales corresponden a pasivos financieros que se utilizaron para cubrir necesidades de caja del segmento pesca y a los préstamos tomados para la compra de Salmones IceVal. De acuerdo con esto, la relación Deuda Financiera/FCLP alcanza las 3,9 veces, llegando a niveles similares a la de los años 2015 y 2016.

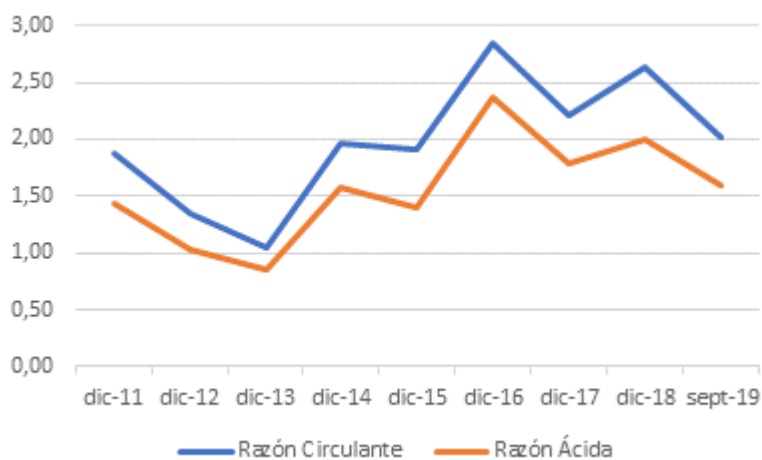
<sup>7</sup> Como se señaló más arriba, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 8  
**Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo**  
(US\$ Miles y Número de veces. 2011-Sept 2019)



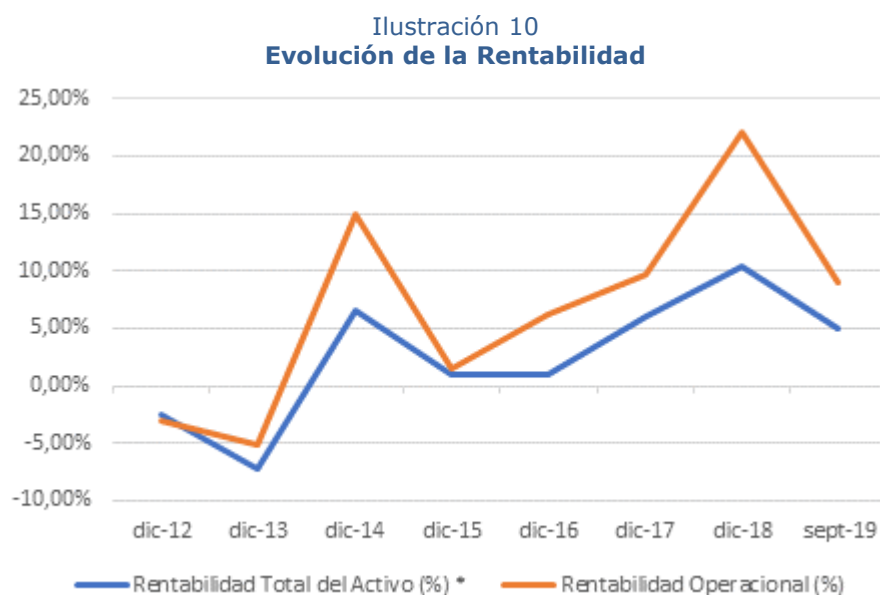
Con relación a la liquidez, la compañía ha mostrado niveles elevados y crecientes. La última observación de la razón corriente se sitúa en torno a las 2,02 veces, en tanto que la razón ácida, que descuenta los inventarios, se sitúa en torno a 1,59 veces a septiembre de 2019.

Ilustración 9  
**Evolución de la Liquidez**



## Evolución de la rentabilidad<sup>8</sup>

La rentabilidad, tanto operacional como de los activos, han tenido un comportamiento bastante volátil, afectada directamente por las variaciones del EBITDA. Sin embargo, luego de los registros negativos de 2012 y 2013, como muestra la Ilustración 10, estos indicadores muestran un aumento manteniéndose siempre positivos, llegando a su punto más alto en el 2018; sin embargo, dado los menores resultados y mayores costos mostrados en el año 2019, estos ratios tendieron a la baja este periodo, en valores de 9,03% (rentabilidad operacional) y 4,95% (rentabilidad total del activo) en la observación de septiembre de 2019.



<sup>8</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución).  
Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio).

## Ratios Financieros

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	sept-19
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez (veces)	1,41	1,24	1,30	1,47	1,53	1,40
Razón Circulante (Veces)	1,96	1,90	2,85	2,21	2,63	2,02
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,96	1,90	2,55	2,04	2,40	1,92
Razón Ácida (veces)	1,58	1,39	2,37	1,78	2,01	1,59
Rotación de Inventarios (veces)	7,91	5,40	6,32	5,16	5,76	4,83
Promedio Días de Inventarios (días)	46,17	67,64	57,74	70,80	63,35	75,64
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,84	7,94	12,76	9,57	9,08	10,41
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	41,28	45,97	28,62	38,14	40,19	35,06
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	5,18	4,10	5,92	3,35	4,82	3,91
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	70,51	89,01	61,69	109,00	75,72	93,31
Diferencia de Días (días)	29,24	43,04	33,07	70,85	35,54	58,25
Ciclo Económico (días)	-16,93	-24,60	-24,67	0,06	-27,82	-17,40
<b>ENDEUDAMIENTO</b>						
Endeudamiento (veces)	0,44	0,42	0,39	0,40	0,40	0,50
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,78	0,74	0,65	0,67	0,68	0,99
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,84	0,76	0,59	0,73	0,66	0,54
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,31	3,73	2,45	1,74	1,00	3,77
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,76	0,27	0,41	0,57	1,00	0,26
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	47,29%	52,00%	53,57%	46,86%	46,83%	66,22%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	8,28%	0,80%	3,14%	2,48%	2,93%	0,06%
Veces que se gana el Interés (veces)	11,56	-0,42	5,77	10,03	16,79	4,45
<b>RENTABILIDAD</b>						
Margen Bruto (%)	22,62%	11,38%	16,15%	24,18%	29,77%	22,79%
Margen Neto (%)	8,67%	1,74%	1,46%	10,78%	12,88%	8,29%
Rotación del Activo (%)	75,56%	58,49%	64,70%	53,04%	73,26%	50,56%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	6,59%	1,00%	0,99%	5,94%	10,35%	4,95%
Rentabilidad Total del Activo (%)	6,50%	0,98%	0,97%	5,84%	9,93%	4,56%
Inversión de Capital (%)	62,01%	59,84%	50,46%	53,66%	55,72%	68,53%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	3,94	3,54	2,38	2,58	2,80	2,86
Rentabilidad Operacional (%)	14,99%	1,56%	6,20%	9,73%	22,07%	9,03%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	12,28%	1,73%	1,64%	9,69%	16,62%	8,31%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	71,17%	80,49%	77,15%	68,23%	65,29%	71,49%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	77,38%	88,62%	83,85%	75,82%	70,23%	77,21%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,73%	4,67%	4,65%	6,12%	4,70%	5,70%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	--	--	--	--	26,88%	--
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	20,83%	10,10%	13,29%	20,35%	25,79%	17,23%
<b>OTROS INDICADORES</b>						
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	1,46%	2,53%	7,94%	5,67%	6,74%	3,91%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	4,95%	5,09%	5,16%	5,61%	5,59%	4,04%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,91%	3,82%	4,26%	4,75%	3,80%	3,47%
Capital sobre Patrimonio (%)	86,64%	90,43%	80,66%	78,21%	70,89%	68,43%

\* Activos en Ejecución Descontados

*"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".*