



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Tendencia de Clasificación**

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

Blumar S.A.

Marzo 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A- Estable ¹
Acciones (BLUMAR) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2020 ²

Categoría de Riesgo	
Línea de bonos	Nº 948 de 22.05.2019
Línea de bonos	Nº 949 de 22.05.2019

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de actividades ordinarias	325.861	383.738	328.579	503.324	390.702	463.716
Costo de ventas	-288.762	-321.761	-249.121	-353.502	-316.196	-441.930
Costos de distribución	-13.442	-16.079	-13.835	-18.553	-19.945	-25.681
Gasto de administración	-15.205	-17.848	-20.100	-23.674	-24.229	-19.556
Ajuste Fair Value	-11.981	38.597	-9.799	2.311	-3.191	-19.934
Costos financieros	-3.927	-3.952	-4.368	-5.630	-10.149	-14.067
Ganancia (pérdida)	-6.323	44.189	25.629	67.137	12.159	-51.334
EBITDA ³	32.919	49.582	66.865	128.563	51.975	2.630

¹ Tendencia anterior: En Observación.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2020 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.

³ EBITDA calculado como ganancia bruta pre *Fair Value* + gastos de distribución y administración + depreciación y amortización + otros ingresos y gastos por función.

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos corrientes	194.123	247.923	232.783	308.893	344.619	383.342
Activos no corrientes	363.011	345.180	386.696	362.119	489.471	543.859
Total de activos	557.134	593.103	619.479	671.012	834.090	927.201
Pasivos corrientes	102.000	86.898	105.181	110.574	167.880	147.480
Pasivos no corrientes	134.184	146.355	143.170	166.250	267.172	382.557
Total pasivos	236.184	233.253	248.351	276.824	435.052	530.037
Patrimonio total	320.950	359.850	371.128	394.188	399.038	397.164
Total de patrimonio y pasivos	557.134	593.103	619.479	671.012	834.090	927.201
Deuda financiera	122.819	124.964	116.367	129.987	259.354	325.143

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.

En 2019, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 390,7 millones, una ganancia de US\$ 12,2 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 52 millones. Al cierre de 2019, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US\$ 259,4 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 355,8 millones.

El cambio de la tendencia de clasificación desde “*En Observación*” a “*Estable*” se debe a la constatación, en los hechos, que las eventuales interrupciones en el proceso productivo o en la cadena logística han sido enfrentados mediante la aplicación de severos protocolos sanitarios, lo que se ha traducido, más allá de alguna pérdida de productividad transitorias o incremento de los costos, en una operación estable durante los meses de mayores restricciones a la movilidad durante 2020.

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 explosivo aumento del volumen de exportaciones del sector acuícola chileno (salmón atlántico y trucha arcoíris) que entre 2012 y 2015 tuvo un crecimiento promedio anual de 12%⁴, siendo EEUU y Japón los principales destinos. Con posterioridad, no obstante, la oferta chilena ha mostrado un importante grado de estabilidad, la cual se estima se mantenga en el futuro, como resultado del nuevo marco normativo que rige a la industria, y que desincentiva incrementos abruptos de producción y, por ende, bajas pronunciadas en el nivel de precio (al menos por este factor, ya que, en sí, el precio de la harina de pescado y del salmón son variables). En el mismo sentido podría operar la posible consolidación del sector.

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.

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 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 Urbinas (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.

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) 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 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.

⁴ Fuente: Salmonchile.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos representó aproximadamente el 24% de los ingresos totales de la compañía durante 2019.

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). Al respecto, en meses recientes se ha promulgado la ley que impide la pesca de arrastre para la jibia y otras especies, disposición que tendría efectos poco significativos en los resultados de la compañía. En cuanto a la moción de derogar la ley de la 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 compañía. No obstante, la compañía atenúa este efecto mediante la administración del riesgo cambiario que afecta su balance.

La clasificación de los títulos accionarios es “*Primera Clase Nivel 3*” dado que a enero de 2021 mantiene una presencia bursátil de 31%, reforzado por el hecho que los títulos disponen de *market maker*.

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 controladores.

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 2019

En 2019 **Blumar** obtuvo ingresos por US\$ 390,7 millones, cifra que representa una caída de 22,4% respecto de 2018, explicado principalmente por una contracción de los ingresos del segmento acuícola (-33,1%) y de una caída de menor magnitud en el segmento pesca (-4,4%). La disminución en las ventas del segmento acuícola se debió a menores cosechas, mientras que en el segmento pesca la baja se explica principalmente por los menores volúmenes asociados a la caída de las ventas de jibia.

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, se reduce en 53,1%. En caso que se excluyera el efecto *fair value*, la ganancia bruta caería 50,3%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2019 correspondió a una ganancia de US\$ 12,2 millones y un EBITDA (excluyendo *fair value*) de US\$ 52 millones.

Resultados a septiembre 2020

A septiembre de 2020, **Blumar** obtuvo ingresos por US\$ 448,5 millones (UDM), cifra que representa un incremento de 14,8% respecto de 2019, explicado por las ventas de los segmentos acuícolas que registraron una variación de 18,8%, en tanto que la línea de pesca creció en 10,1%.

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, registró una caída de US\$ 95,7% respecto de 2019. En caso de que se excluyera el efecto *fair value*, la ganancia bruta hubiese disminuido en 41,4%. Tras lo

mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio a septiembre 2020 (UDM) correspondió a una ganancia de US\$ 46,6 millones y un EBITDA (excluyendo fair value) de US\$ 22 millones.

Hechos recientes

Durante 2020 la compañía registró un escape de peces desde el centro Caicura, ubicado en el estuario del Reloncaví. La compañía implementó un plan de acción que permitió la recaptura de aproximadamente un 30% de los peces escapados y actualmente se encuentra en proceso de liquidación de los seguros comprometidos, no existiendo certeza si la compañía será sometida a procesos sancionatorios.

Durante el cuarto trimestre de 2020 la compañía refinanció sus pasivos, con lo cual disminuyen sus pasivos corrientes. Asimismo, se efectuó un aumento de capital por US\$ 40 millones, que compensó en parte la pérdida registrada en el período.

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.

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 sinergías 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 baja correlación entre los segmentos acuícola y pesquero le permite a la compañía reducir la variabilidad de sus resultados entre un 40% y 70% respecto de la situación en que no existiera el segmento pesca (Ver Ilustración 5).

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 del grupo controlador: Los controladores 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 habría materializado un aumento de capital por US\$ 40 millones.

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmónes 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%⁵ de la producción mundial, según datos al 2019 (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 EEUU, que representaron un 24% del total de ventas de la emisora durante 2019.

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

⁵ Fuente: Kontali Analyse.

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 35% 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), en tanto que las recientes observaciones se han caracterizado por la volatilidad asociada al Covid-19, con oscilaciones en la demanda, debido a la caída de la actividad mundial y cambios en los patrones de consumo, y en la oferta, por problemas en la cadena logística, lo que ha redundado en cambios en los precios del producto.

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, durante el comienzo de 2020, producto de la pandemia, los precios mostraron caídas de hasta 7,7% en mayo del año pasado, seguido de una recuperación, que incluso mostró tasas de crecimiento anual de 9,6% en diciembre.⁶

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, 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.

Antecedentes generales

La compañía

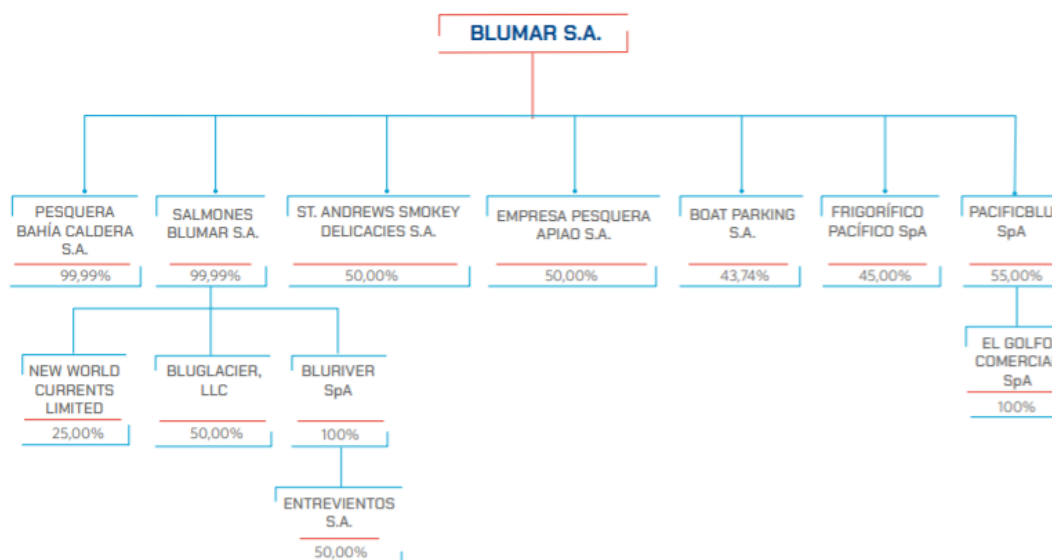
Los orígenes de **Blumar** se remontan al año 2011, producto de la fusión de Pesquera Itata y el Golfo, empresas constituidas los años 1948 y 1962, respectivamente. Dado ello, la actividad pesquera del emisor se remonta a los orígenes de las empresas fusionadas; en tanto, el cultivo de salmón comienza 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 adquisición de IceVal en 2019.

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.

A diciembre de 2020 los principales accionistas son Sociedad de Inversiones Petrohué S.A. con un 29,91% de la propiedad accionaria, Moneda S.A. A.F.I. para Pionero Fondo de Inversión (11,97%) e Inversiones Baracaldo Ltda. (9,08%).

⁶ <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=fish-meal&months=120>.

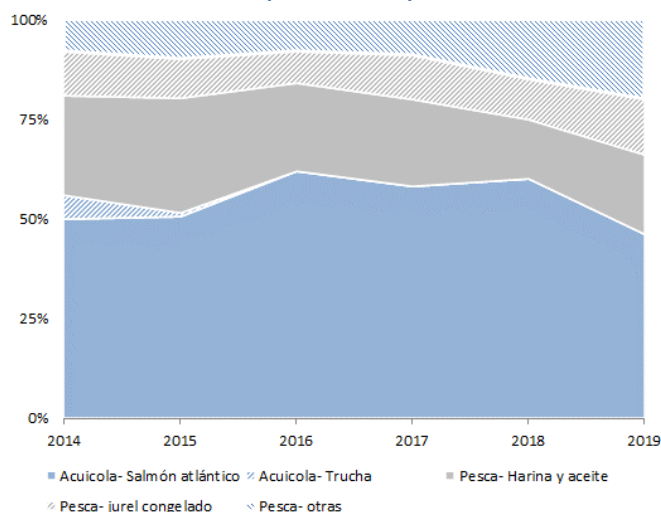
Malla Societaria



Composición de los flujos

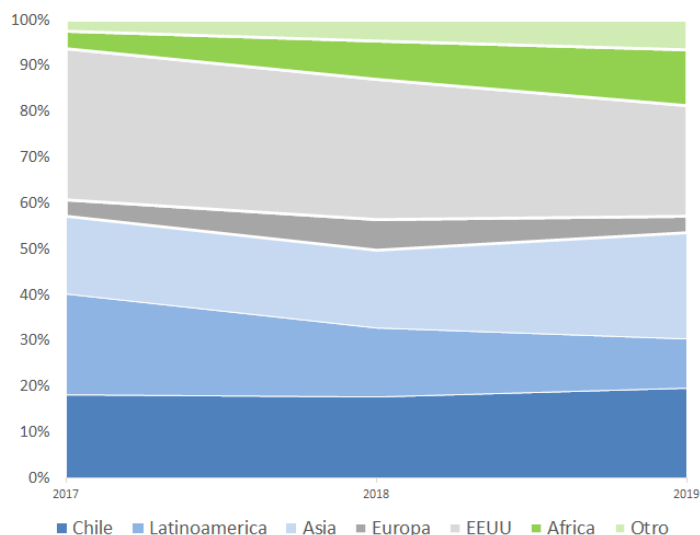
A continuación, se muestra la distribución de las ventas por tipo de producto, para el período 2014-2019. Se aprecia que durante 2019 la caída de las cosechas de salmón significó una baja de la participación del segmento acuícola, que representaron un 46% de los ingresos, en tanto que el 54% de los ingresos provino del segmento pesca, principalmente de harina y aceite de pescado, y, en menor medida, de jurel congelado y otros.

Ilustración 1
Estructura de ingresos por segmento
(2014-2019)



En términos de destino, se aprecia que EEUU es el principal mercado de exportación, pero ha mostrado una tendencia decreciente dentro de la estructura de envíos de **Blumar**. Por otro lado, la información más reciente disponible muestra incremento en la participación de Asia y Africa (ver Ilustración 2).

Ilustración 2
Estructura Ventas por Mercado
(2017-2019)



Líneas de negocios

Segmento acuícola

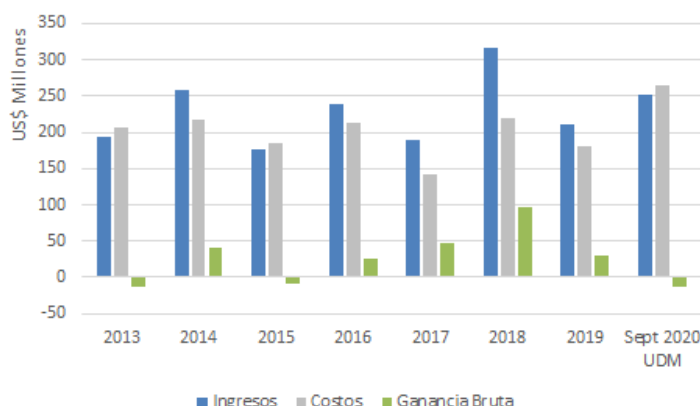
Como se dijo, para el negocio acuícola **Blumar** dispone de 55 concesiones propias, 41 ubicadas en la XI Región de Aysén, 1 en la X Región de Los Lagos y 13 concesiones en la XII Región de Magallanes. La producción es procesada en una planta propia, emplazada en Talcahuano y con capacidad de producción de aproximadamente 57.000 toneladas wfe⁷ al año, y, además, se encuentra en puesta en marcha, en conjunto con Multiexport Foods, de una planta de procesamiento en la XII región que aportará, en régimen, aproximadamente 20.000 toneladas de salmón procesado al año.

⁷ Whole Fish Equivalent.

Evolución Ingresos y Margen bruto

La Ilustración 3 muestra la trayectoria de ingresos y margen bruto 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.

Ilustración 3
Ingresos, Costos y Ganancia Bruta. Segmento Acuícola
(2013-Sept 2020 UDM)



Segmento pesca

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, la Sardina en la zona centro-sur y la Anchoveta en la zona centro-sur.

Tabla 1
Participación Blumar en Cuota Industrial 2017-2021
(porcentajes)

	Participación Blumar				
	2017	2018	2019	2020	2021
Jurel III-X Región	23,9%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Sardina Común V-X Región	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Anchoveta V-X Región	23,5%	23,5%	23,5%	22,3%	21,2%
Anchoveta III-IV Región	47,0%	42,1%	42,1%	42,1%	42,1%
Sardina Española III-IV Región	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%
Merluza de Cola V-X Región	14,5%	29,6%	25,5%	-	-
Merluza de Cola XI-XII Región	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
Merluza Común IV-Paralelo 4'	41,6%	78,3%	74,2%	70,3%	69,0%

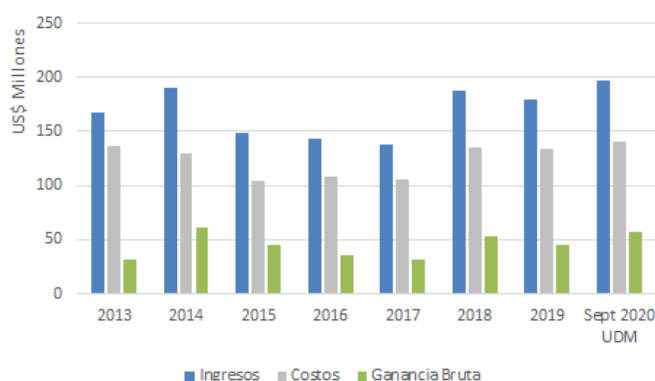
Los principales productos del negocio pesquero de la compañía son: (i) Harina y Aceite de Pescado que corresponden a productos de consumo humano indirecto, para lo cual **Blumar** dispone de cuatro plantas de procesamiento; (ii) Jurel Congelado que corresponde a un producto de consumo humano directo, y actualmente es el principal productor a nivel nacional, contando con dos plantas de congelados; (iii) 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; (iv) Choritos y Salmón Ahumado. Para la producción de choritos dispone de concesiones de mar en Chiloé.

Evolución Ingresos y Margen bruto

La Ilustración 4 muestra la trayectoria de ingresos y margen bruto del segmento pesca. Se aprecia que el margen bruto presenta una mayor estabilidad que el segmento acuícola, explicado principalmente por variaciones en la captura y, en menor medida, por fluctuaciones en el precio del producto.

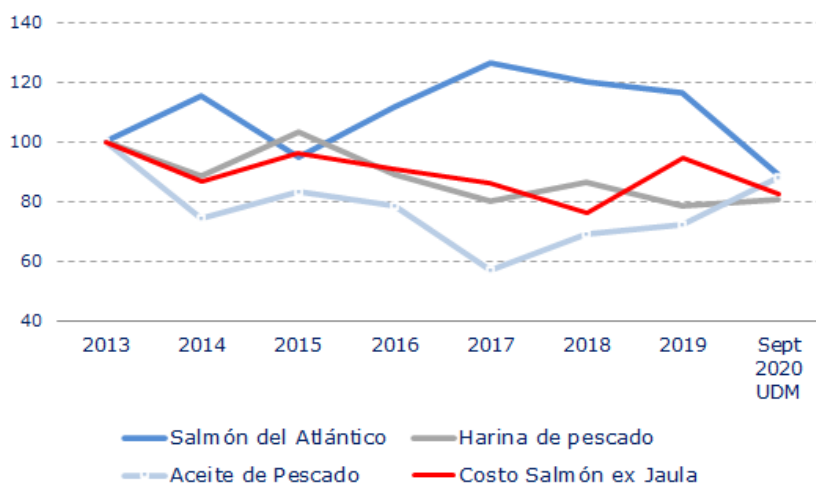
Ilustración 4
Ingresos, Costos y Ganancia Bruta. Segmento Pesca
(2013-Sept 2020 UDM)



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 5 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 5
**Precio de Venta Salmón del Atlántico, Harina de Pescado y Aceite de Pescado
Costo del Salmón ex Jaula. 2013-Sep 2020**
(2013=100)

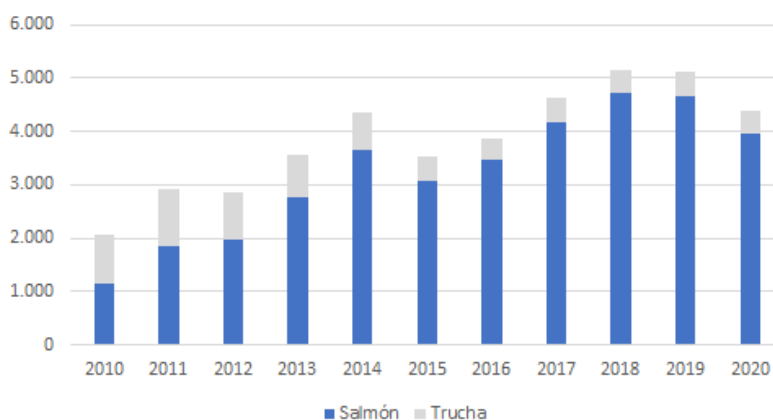


Antecedentes de la industria

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 6
Evolución de exportaciones Salmón y Trucha
US\$ Millones
(2010-2020)



El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas⁸ que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la

⁸ 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.

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. Luego del peak en 2018, el valor de las exportaciones de salmón y trucha han registrado una leve tendencia decreciente como muestra la Ilustración 6.

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. Si se considera los últimos 11 años, se observa que 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 5,2% en 2018. Con posterioridad el precio ha exhibido una tendencia decreciente, y, durante 2020, un aumento de la volatilidad.

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

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.

Industria pesquera

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 una perspectiva ecosistémica en la regulación pesquera y de 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, quien 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.

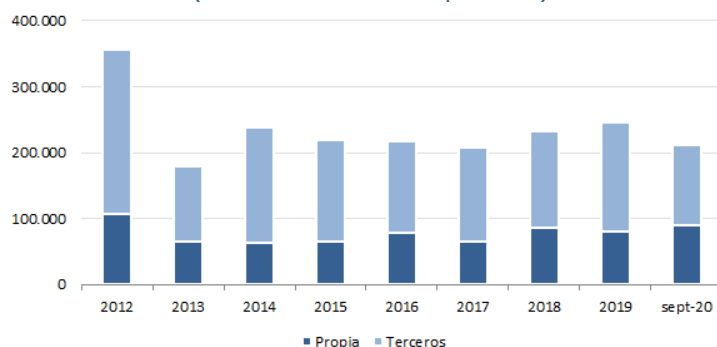
Las licencias transables de pesca clase B, al igual que las de Clase A, reúnen también las características de ser divisibles, transferibles y susceptibles de todo negocio jurídico.

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.

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 7.

Con todo, 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 representó un 4,8% de los ingresos de la compañía durante 2018.

Ilustración 7
Capturas propias y compras de pesca. Blumar
 (Toneladas. 2012-Sept 2020)



Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Blumar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2011 y septiembre 2020.

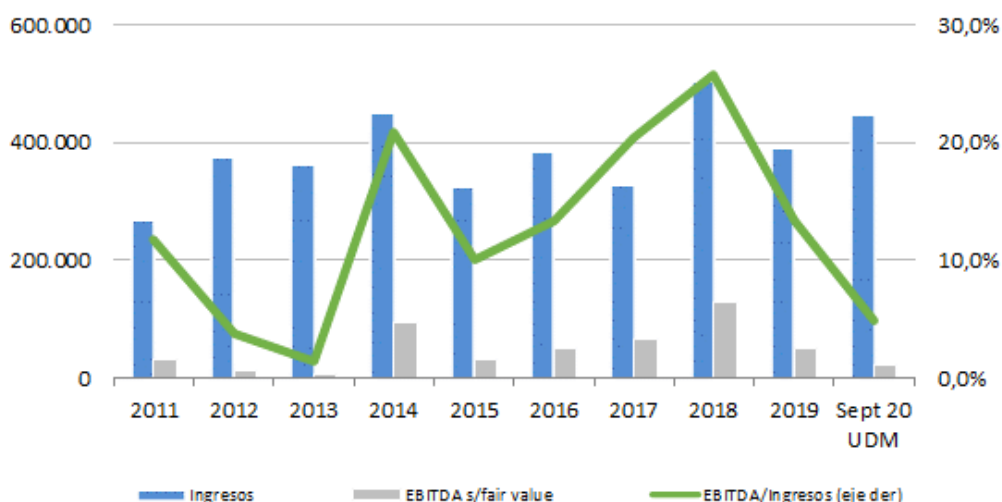
Evolución de los ingresos y EBITDA

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 incrementó, alcanzando un 25,8% a fines de 2018. Posteriormente, tanto la disminución en la captura durante 2019, como la caída en los precios en 2020 ha determinado una trayectoria decreciente en el EBITDA, totalizando 4,9% en el año móvil finalizado en septiembre 2020.

Ilustración 8
Ingresos, EBITDA (excluye fair value) y Margen EBITDA
(US\$ Miles y Porcentaje. 2011-Sept 2020)



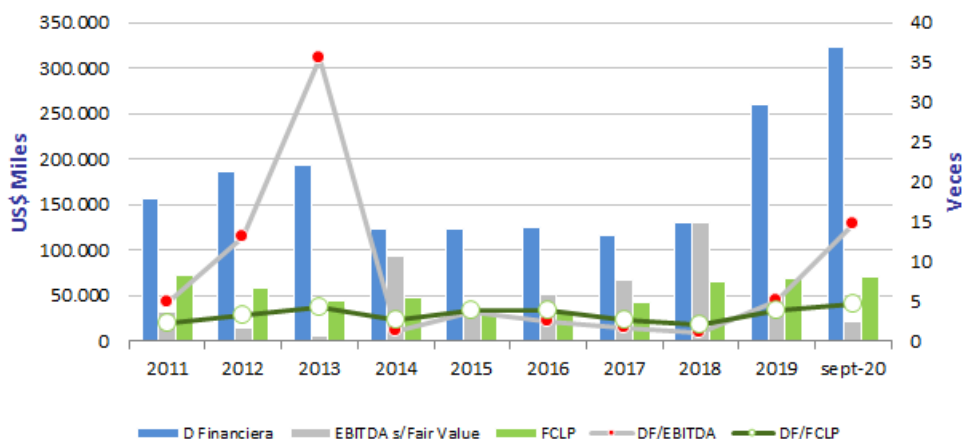
Evolución del endeudamiento

A partir de 2013 la deuda financiera ha mostrado una tendencia decreciente, que se ha revertido en las más recientes observaciones, tal como se aprecia en la Ilustración 9, con un subsecuente incremento de los indicadores de endeudamiento relativo.

Desde sus valores mínimos en diciembre de 2018, la relación DF/EBITDA aumenta a 14,7 veces en septiembre de 2020, en tanto que la relación DF / Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁹ pasa desde 2 veces a fines de 2018, a 4,6 veces en la más reciente observación de septiembre 2020.

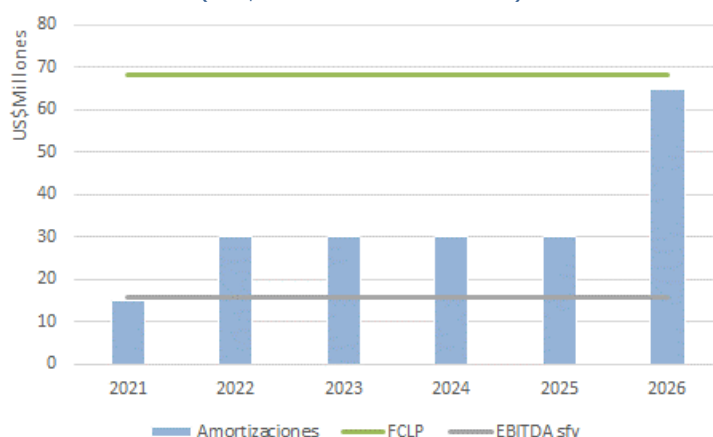
⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Ilustración 9
Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo
(US\$ Miles y Número de veces. 2011-Sept 2020)



La Ilustración 10 muestra el perfil de vencimientos de **Blumar** actualizado al cuarto trimestre de 2020, donde se aprecia que la compañía exhibe holguras respecto de su generación de flujos, considerando el Flujo de Caja de Largo Plazo de la compañía, y, por tanto, una adecuada capacidad para responder al servicio de su deuda.

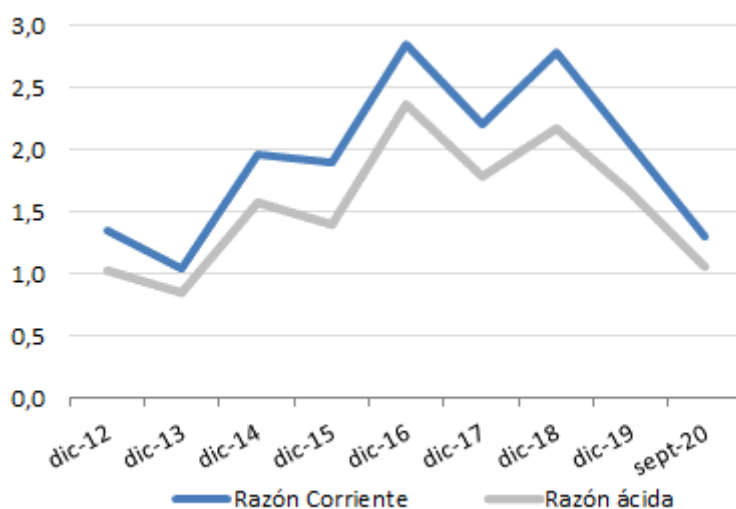
Ilustración 10
Calendario de Vencimientos, FCLP y EBITDA (sin fair value)
(US\$ Millones. 2021-2026)



Evolución de la liquidez

Con relación a la liquidez la compañía, durante 2019 y septiembre 2020 los indicadores mostraron una caída, pero, de acuerdo a lo señalado por la compañía, durante el cuarto trimestre de 2020 se habría efectuado un proceso de reprogramación de pasivos, lo que habría incrementado los indicadores de liquidez de la compañía.

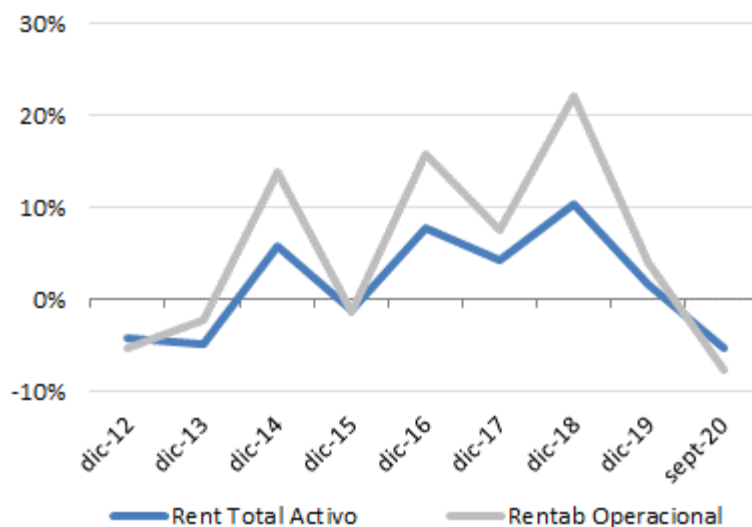
Ilustración 11
Evolución de la Liquidez
(Veces. 2012-Sep 2020)



Evolución de la rentabilidad¹⁰

La rentabilidad, tanto operacional como de los activos, han tenido un comportamiento bastante volátil, afectada directamente por las variaciones del EBITDA. Con posterioridad a los positivos resultados de 2018, estos indicadores mostraron una tendencia decreciente, llegando a mostrar, en el año móvil finalizado en septiembre de 2020, valores negativos, como se aprecia en la Ilustración 12.

Ilustración 12
Evolución de la Rentabilidad
(%. 2012-Sep 2020)

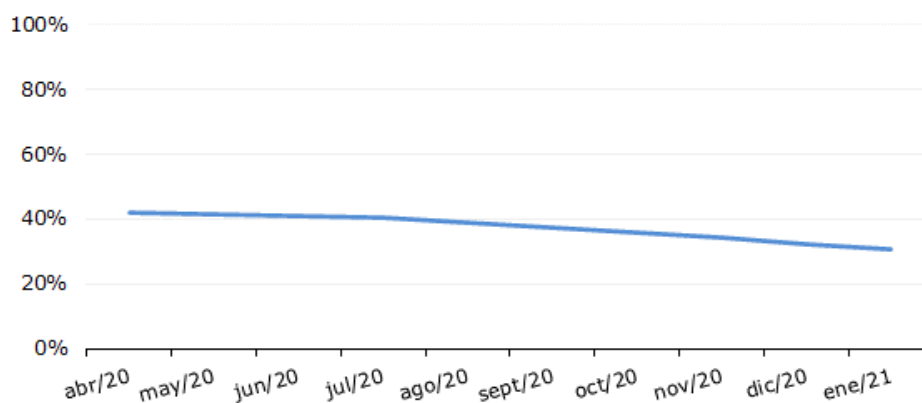


¹⁰ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución).
Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio).

Acciones

La Ilustración 13 presenta el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200) a enero 2021.

Ilustración 13
Evolución de la Rentabilidad
(%. Abr 2020-Ene 2021)



Ratios financieros

A continuación, se presentan los principales indicadores financieros de la compañía, para el período 2012-septiembre 2020.

Ratios de Liquidez									
Ratios	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Liquidez (veces)	1,13	1,20	1,38	1,19	1,49	1,40	1,54	1,33	1,06
Razón Circulante (Veces)	1,35	1,04	1,96	1,90	2,85	2,21	2,79	2,05	1,30
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,30	1,04	1,96	1,90	2,55	2,04	2,56	1,94	1,23
Razón Ácida (veces)	1,03	0,85	1,58	1,39	2,37	1,78	2,17	1,65	1,06
Rotación de Inventarios (veces)	6,63	6,85	8,03	5,64	5,50	5,38	5,72	4,31	6,64
Promedio Días de Inventarios (días)	55,02	53,31	45,45	64,68	66,40	67,83	63,80	84,69	54,97
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,15	7,96	8,84	7,94	12,76	9,57	9,08	10,30	11,20
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	39,89	45,83	41,28	45,97	28,62	38,14	40,19	35,45	32,58
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,74	4,41	5,26	4,29	5,15	3,50	4,79	2,82	3,13
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	77,08	82,71	69,42	85,12	70,94	104,43	76,26	129,54	116,52
Diferencia de Días (días)	37,20	36,88	28,15	39,15	42,32	66,29	36,07	94,09	83,93
Ciclo Económico (días)	-17,83	-16,43	-17,31	-25,53	-24,08	-1,54	-27,73	9,40	28,97

Ratios de Endeudamiento									
Ratios	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Endeudamiento (veces)	0,47	0,50	0,44	0,42	0,39	0,40	0,41	0,52	0,60
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,90	1,02	0,78	0,74	0,65	0,67	0,70	1,09	1,48
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,16	1,68	0,84	0,76	0,59	0,73	0,67	0,63	1,05
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	63,09	10,21	1,39	5,87	1,39	2,04	0,98	5,32	-13,11
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,02	0,10	0,72	0,17	0,72	0,49	1,02	0,19	-0,08
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	62,1%	63,5%	47,3%	52,0%	53,6%	46,9%	47,0%	59,6%	61,4%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,0%	0,3%	8,3%	0,8%	3,1%	2,5%	2,9%	1,4%	0,2%
Veces que se gana el Interés (veces)	-5,87	-6,86	10,41	-3,47	15,54	7,79	17,20	1,17	-5,52

Ratios de Rentabilidad									
Ratios	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Margen Bruto (%)	4,1%	8,9%	21,5%	7,7%	26,2%	21,2%	30,2%	18,3%	0,7%
Margen Neto (%)	-6,9%	-8,4%	7,6%	-1,9%	11,5%	7,8%	13,3%	3,1%	-10,3%
Rotación del Activo (%)	59,3%	59,8%	75,6%	58,5%	64,7%	53,0%	75,0%	46,8%	50,8%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-4,3%	-5,0%	5,7%	-1,1%	7,8%	4,3%	10,8%	1,7%	-6,0%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-4,2%	-4,9%	5,7%	-1,1%	7,7%	4,2%	10,4%	1,6%	-5,3%
Inversión de Capital (%)	79,7%	79,2%	62,0%	59,8%	50,5%	53,7%	57,9%	68,5%	80,0%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,69	47,48	3,94	3,54	2,38	2,58	2,54	2,21	5,60
Rentabilidad Operacional (%)	-5,4%	-2,3%	13,9%	-1,3%	15,7%	7,5%	22,1%	3,9%	-7,8%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-7,5%	-9,6%	10,7%	-1,9%	13,0%	7,0%	17,5%	3,1%	-11,8%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	88,3%	83,0%	72,3%	84,2%	67,1%	71,2%	64,8%	75,1%	94,2%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	95,9%	91,1%	78,5%	92,3%	73,8%	78,8%	69,8%	81,7%	99,3%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	4,5%	4,8%	3,7%	4,7%	4,7%	6,1%	4,7%	6,2%	4,9%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-7,4%	-3,3%	19,1%	-1,7%	18,8%	8,8%	28,0%	5,7%	-12,2%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	3,8%	1,5%	20,8%	10,1%	13,3%	20,3%	25,8%	13,3%	4,9%

* Activos en Ejecución Descontados

Otros Ratios									
Ratios	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	sept-20
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	4,0%	1,8%	1,5%	2,5%	7,9%	5,7%	7,0%	5,3%	5,0%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	4,3%	4,4%	5,0%	5,1%	5,2%	5,6%	5,6%	3,9%	3,3%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,3%	1,5%	1,9%	3,8%	4,3%	4,7%	3,9%	3,3%	3,3%
Capital sobre Patrimonio (%)	72,9%	86,2%	86,6%	90,4%	80,7%	78,2%	73,6%	72,7%	81,6%

"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".