



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación**

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

## **Blumar S.A.**

Julio 2018

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
Solvencia Tendencia	A- Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de marzo de 2018

Estado de Resultados Consolidado, IFRS							
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017	2017.T1	2018.T1
Ingresos de actividades ordinarias	361.768	449.805	325.861	383.738	328.579	93.953	114.053
Costo de ventas	-343.228	-348.039	-288.762	-321.761	-249.121	-68.393	-81.600
Costos de distribución	-18.546	-16.086	-13.442	-16.079	-13.835	-2.786	-4.092
Gasto de administración	-17.364	-16.772	-15.205	-17.848	-20.100	-3.826	-4.431
Ajuste Fair Value	13548	-5.022	-11.981	38.597	-9.799	-11.915	878
Costos financieros	-4.925	-4.383	-3.927	-3.952	-4.368	-1.025	-1.177
Ganancia (pérdida)	-30.250	33.991	-6.323	44.189	21.634	4.400	17.778
EBITDA <sup>1</sup>	7.264	93.951	31.232	50.013	62.268	23.653	30.809

Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS						
M US\$	2013	2014	2015	2016	2017	2018.T1
Activos corrientes	198.816	233.234	194.123	247.923	232.783	288.778
Activos no corrientes	406.500	362.099	363.011	345.180	376.745	360.857
<b>Total de activos</b>	605.316	595.333	557.134	593.103	609.528	649.635
Pasivos corrientes	191.196	119.032	102.000	86.898	105.181	116.609
Pasivos no corrientes	113.982	141.301	134.184	146.355	140.483	150.212
Total pasivos	305.178	260.333	236.184	233.253	245.664	266.821
Patrimonio total	300.138	335.000	320.950	359.850	363.864	382.814
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	605.316	595.333	557.134	593.103	609.528	649.635
Deuda financiera	193.807	123.101	122.819	124.964	116.367	126.729

<sup>1</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta pre *Fair Value* + gastos de distribución y administración + depreciación y amortización.

## Fundamento de clasificación

**Blumar S.A. (Blumar)** es la continuadora de la operación de las pesqueras Itata y El Golfo, quienes en 2011 unieron sus operaciones en los segmentos de pesca y acuícola. El primero de ellos ha presentado operaciones desde 1948, cuando se crea Itata, mientras que la pesquera El Golfo Stengel surge en 1962. El segmento acuícola, dedicado a la reproducción, engorda y comercialización de especies salmónidas, comienza sus operaciones en 2006.

La empresa cuenta con 49 concesiones acuícolas en las regiones X, XI y XII, 15 de ellas en uso. Además, dispone de seis barcos de cerco operativos y dos de arrastre 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 24% de la anchoveta en zona centro-sur.

En 2017, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 328,6 millones, una ganancia de US\$ 21,6 millones y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 62,3 millones. Al cierre de 2017, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US\$ 116,4 millones, correspondientes a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 363,9 millones.

A marzo de 2018 la emisora presentaba ingresos por US\$ 114,1 millones, una ganancia de US\$ 17,8 millones, y un EBITDA (excluyendo *Fair Value*) de US\$ 30,1 millones. Su deuda financiera alcanzaba a US\$126,7 millones, en tanto que su patrimonio totalizaba US\$ 382,8 millones.

La clasificación de riesgo en "Categoría A-" se fundamenta en su modelo de negocios 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 los hechos, 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%<sup>2</sup>, siendo Japón y EEUU 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.

<sup>2</sup> Fuente: Salmonchile.

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, 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.

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, 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) 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.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos representa el 35% 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.

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).

Se ha considerado, además, la exposición que tiene la compañía a las fluctuaciones de tipo de cambio, debido a que, a pesar 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.

### 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.
- Entorno regulatorio en segmento acuícola.

#### 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).

## Hechos recientes

### Resultados 2017

En 2017, **Blumar** obtuvo ingresos por US\$ 328,6 millones, cifra que representa una caída de 14,4% respecto de 2016, debido al término del efecto de la venta en 2016 de la filial Ventisqueros S.A.. Con todo, en términos operativos, se registran mejores resultados debido al mejor desempeño del sector acuícola, producto de un aumento de 14% en el precio del salmón atlántico, y a una reducción del costo ex jaula de 6%. La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, se reduce en 30,7%, debido a un menor ajuste a valor justo (en caso que se excluyera el efecto *fair value*, la ganancia bruta se hubiera incrementado en 28,2%).

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2017 correspondió a una ganancia de US\$ 21,6 millones y un EBITDA (excluyendo *fair value*) de US\$ 62,3 millones.

## Eventos recientes

En el primer trimestre de 2018 la compañía registró ingresos por ventas por US\$114,1 millones, lo que representa un incremento de 21,4% respecto al mismo período del año anterior, debido a incrementos en las ventas del segmento acuícola de 12% (asociado a un mayor volumen vendido) en tanto que los ingresos generados por el segmento pesca se incrementaron en 40% por un mayor volumen de jurel congelado y a la consolidación del 100% de los estados financieros de PacificBlu SpA.

El EBITDA (excluyendo *fair value*) alcanzó aproximadamente US\$30,1 millones, lo que representa un incremento de 30,3% respecto al mismo período del año anterior. En caso de incorporar los ajuste por valor justo, el EBITDA se hubiera incrementado en 170%, hasta US\$31,7 millones, influido principalmente porque durante el primer trimestre hubo un cargo por fair value de US\$11,9 millones, mientras que durante el primer trimestre de 2018 se registró un abono por US\$0,9 millones.

Las ganancias, en tanto, registraron un incremento de 304%, totalizando US\$31,7 millones 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.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

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

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Modelo de negocios que aprovecha sinergias de segmentos pesca y acuícola:** 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 salmónes. 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.

**Concesiones en barrios de mejor desempeño bio-sanitario:** **Blumar** participa en el negocio acuícola desde 2006. Actualmente posee 49 concesiones propias, una de ellas ubicada en la X región, 36 en la XI región y 12 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.

**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 25,4%<sup>3</sup> de la producción mundial, según datos al 2017 (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**, las exportaciones de Salar tienen como destino principal los mercados de Estados Unidos y Brasil, los cuales en conjunto representan aproximadamente un 67% de las ventas totales.

**Adecuado entorno regulatorio :** Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, y reducir la probabilidad de brotes de enfermedades, durante 2017 entraron en vigor una serie de medidas tendientes a aumentar el control sanitario de la producción,<sup>4</sup> influyendo en menor o mayor medida sobre los costos de producción de la compañía. Sin embargo, como elemento positivo, el nuevo marco normativo desincentiva crecimientos abruptos de siembra de peces, lo cual, se estima, tendrá como consecuencia una reducción de

<sup>3</sup> Fuente: Kontali.

<sup>4</sup> Más adelante se discuten las regulaciones que se aplican a la industria salmonera en Chile.

la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a aumentos de precio, evitando de este modo fluctuaciones en la cotización de este producto en los mercados internacionales.

## 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 salada, la empresa está expuesta a enfermedades tales como el virus ISA (que atacó a la producción nacional de salmón Atlántico en años recientes) 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 en el mar (segmento pesca) o de salmón (segmento acuícola) puede significar varios años hasta su recuperación.

Con todo, se reconoce que el ordenamiento a nivel internacional de las cuotas de pesca del pacífico sur, así como el modelo de producción de salmón de la empresa, sumado a 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.

**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, Brasil y Perú representan aproximadamente un 49% 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.

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 16% en junio de 2017, a un incremento de 23% en marzo de 2018.<sup>5</sup>

## Antecedentes generales

### Historia

Los orígenes de la compañía se remontan a 1948, en que inicia sus actividades Pesquera Itata, perteneciente al grupo Sarquis. El Golfo, por su parte, inicia sus operaciones en 1962, pasando a formar parte en 1986 del grupo Las Urbinas.

Entre 1995 y 2001 se produce una consolidación de las pesqueras, absorbiendo Itata a Pesquera Atacama y fusionándose con Pesquera Confish.

En 2003 Itata y El Golfo adquieren dos tercios de Pesquera Qurbosa, para, en 2011, adquirir el 51% de Alimentos Mar Profundo. En ese año nace Blumar producto de la fusión de las pesqueras Itata y El Golfo. Previamente, en 2006, se había iniciado el cultivo del salmón.

En 2012 se abre la oficina comercial en EE.UU., en tanto que en 2014 se realiza la compra de concesiones en la XII región, cuyas operaciones comienzan en 2017.

### Propiedad y administración

#### Accionistas y estructura societaria

**Blumar** es controlada por un grupo de accionistas que detenta el 78,81% de la propiedad, mediante pacto de actuación conjunta, suscrito en octubre de 2011. Los principales accionistas se presentan a continuación.

Accionista	Participación
Sociedad de Inversiones Petrohué S.A.	29,98%
Moneda S.A. A.F.I. para Pionero Fondo de Inversión	12,17%
Inversiones Baracaldo Ltda.	9,07%
El Condor Combustible	9,06%
Inversiones marte SPA	8,76%
Nogadela Energía Ltda.	5,03%
Inversiones Frutasur S.A.	4,52%
Inversiones Orontes S.A.	2,83%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,55%
Cia de Rentas e Inversiones San Ignacio Pesqueras Dos S.A.	2,27%
Cía de Rentas e Inversiones San Ignacio Pesqueras S.A.	2,27%

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

Accionista	Participación
Inversiones Temqui Ltda	2,06%
Resto	9,43%
Total	100,0%

### Directorio y ejecutivos

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

Nombre	Cargo
Sergio Sarquis Said	Presidente
Juan Pablo Santa Cruz Negri	Vicepresidente
Julio Fernández Taladriz	Vicepresidente
Alberto Romero Silva	Director
Carlos Sarquis Said	Director
Andrés Santa Cruz Lopez	Director
Alfredo Enriore 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 éste 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.

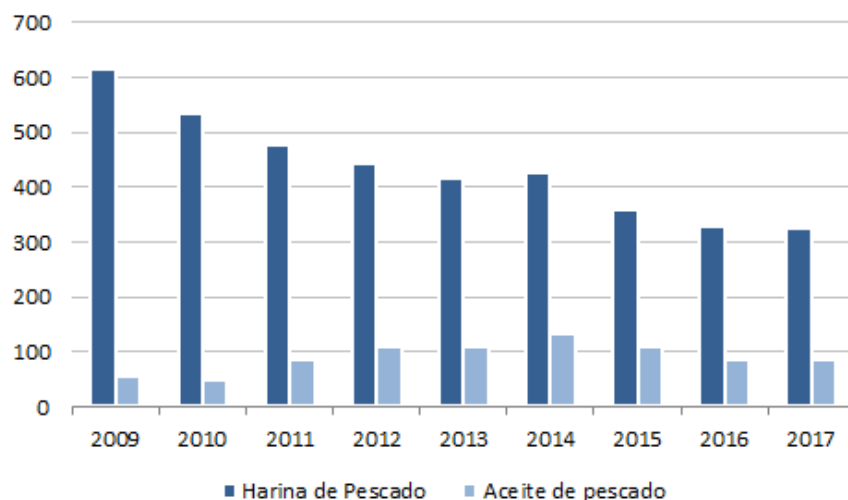
Tabla 1  
**Cuota Industrial 2017-2018 (toneladas)**

Recurso	Cuota Industrial		Cuota Blumar		Participación Blumar	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Jurel III-X Región	237.630	278.538	56.791	56.551	23,9%	20,3%
Sardina Común V-X Región	72.402	63.709	15.420	13.568	21,3%	21,3%
Anchoveta V-X Región	12.558	10.626	2.953	2.498	23,5%	23,5%
Anchovet III-IV Región	25.062	19.950	11.784	8.393	47,0%	42,1%
Sardina Española III-IV Región	875	875	524	524	59,9%	59,9%
Merluza de Cola V-X Región	21.977	25.369	3.180	5.504	14,5%	21,7%
Merluza de Cola XI-XII Región	14.652	16.912	6	6	0,0%	0,0%
Merluza Común IV-Paralelo 41°28,6' L.S.	14.760	14.760	6.137	11.709	41,6%	79,3%
<b>Total</b>	<b>399.916</b>	<b>430.739</b>	<b>96.795</b>	<b>98.753</b>		

El comportamiento de las cuotas de captura ha significado que las exportaciones de harina de pescado hayan presentado una tendencia decreciente en el período 2009-2017, como se muestra en la

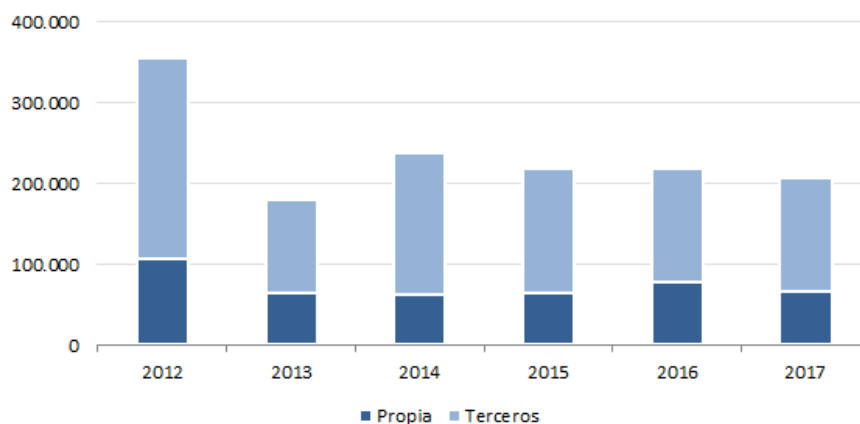
Ilustración 1.

**Ilustración 1**  
**Evolución de exportaciones chilenas Harina de Pescado y Aceite de Pescado**  
(2009-2017)



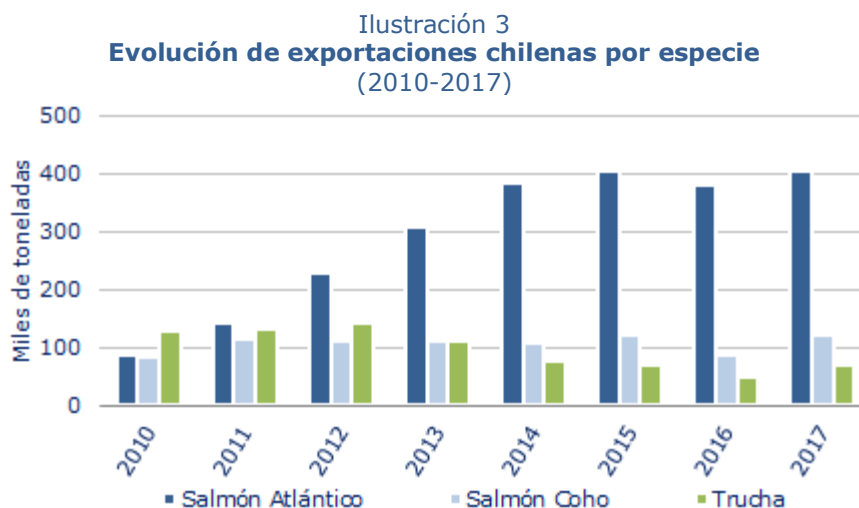
Con todo, las variaciones en la cuota de extracción puede ser administrable por la emisora, toda vez que las restricciones a la captura propia pueden ser reemplazadas por compras a terceros, como se aprecia en la Ilustración 2.

**Ilustración 2**  
**Capturas propias y compras de pesca. Blumar**  
(Toneladas. 2012-2017)



## Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena

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



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 salmónes y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada.

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmónes 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.

<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.

## 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

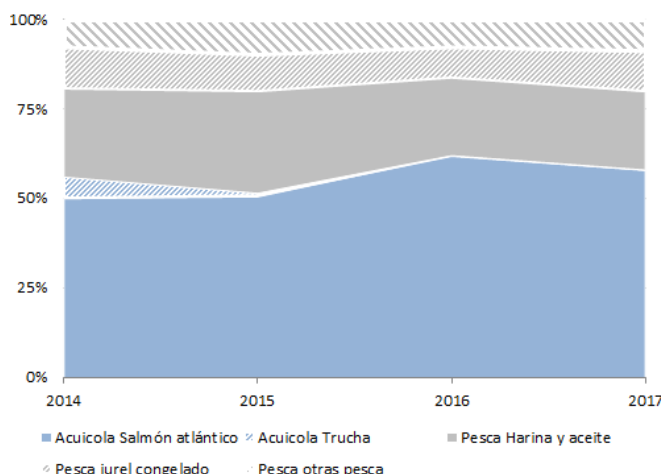
### Proveedores

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 2014-2017. Se aprecia que hacia 2017, el 58% de los ingresos provinieron del segmento acuícola, en tanto que el 42% restante del segmento pesca, principalmente de harina y aceite de pescado, y, en menor medida, de jurel congelado y otros.

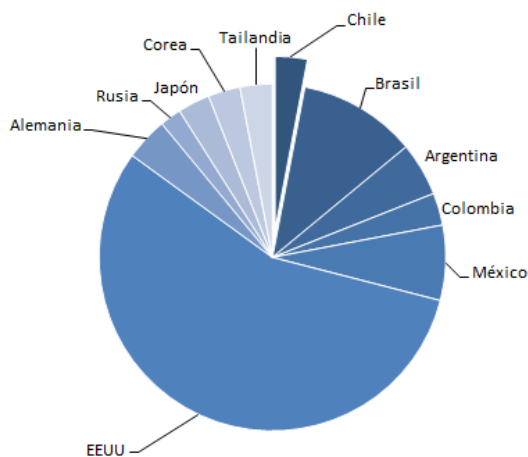
**Ilustración 4**  
**Estructura de ingresos por segmento**  
(2014-2017)



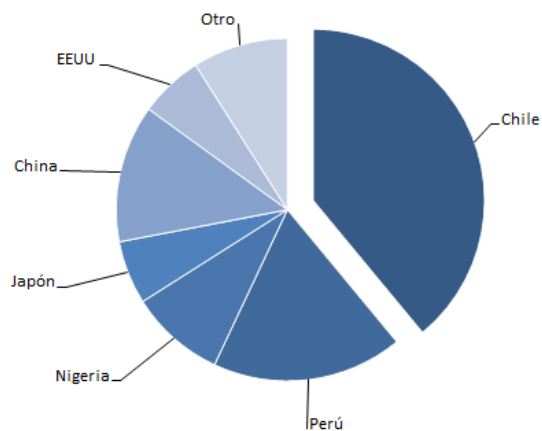
### Ventas por mercado

Las ventas de salmón se encuentran orientadas principalmente al mercado de EE.UU. (56%), Brasil (11%) y México (7%), como se puede apreciar en la Ilustración 5. Por su parte, las ventas del segmento Pesca tienen como principal destino el mercado nacional (39%), seguido de Perú (18%) y China (13%) (ver Ilustración 6).

**Ilustración 5**  
**Ventas Salmón por Mercado**  
(2017)



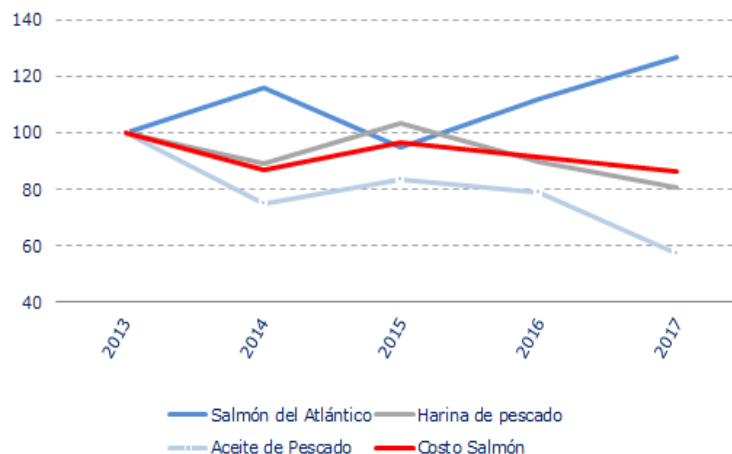
**Ilustración 6**  
**Ventas Pesca por Mercado**  
(2017)



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 7 muestra la trayectoria de precios del salmón del atlántico, con una marcada 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 7  
**Precio de Venta Salmón del Atlántico, Harina de Pescado y Aceite de Pescado**  
**Costo ex Jaula Salmón. 2013-2017**  
 (2013=100)



## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Blumar** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2017.

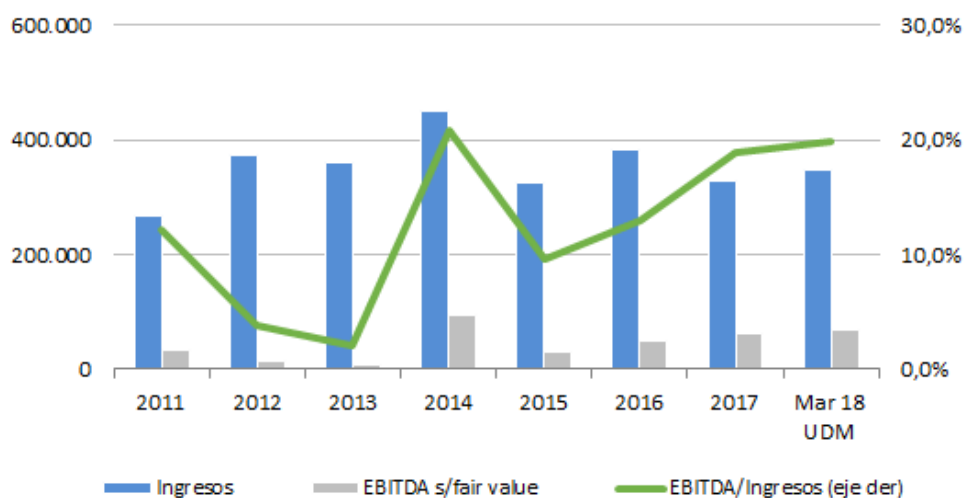
### Evolución de los ingresos y EBITDA

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, debido a 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, estabilizándose en torno al 20% en el trimestre móvil finalizado en marzo de 2018.

Ilustración 8  
**Ingresos, EBITDA (excluye fair value) y Margen EBITDA**  
 (US\$ Miles y Porcentaje. 2011-Marzo 2018)



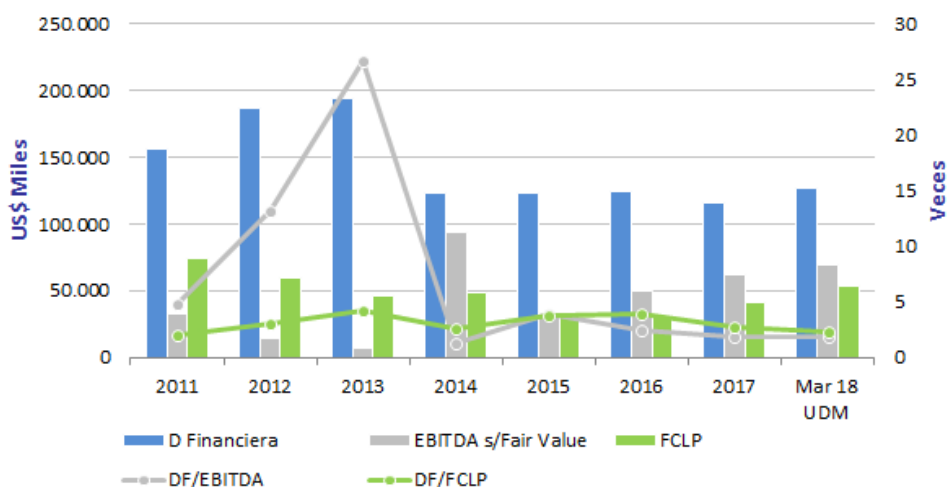
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

A partir de 2013 la deuda financiera ha mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en la Ilustración 9. Lo anterior, en conjunto con el incremento en la capacidad de generación de flujos de la compañía, ha significado una reducción en los indicadores de endeudamiento relativo.

En efecto, la relación Deuda Financiera/EBITDA, que durante 2013 alcanzó 26,7 veces (debido a la caída en el EBITDA registrada durante ese año), en el año móvil finalizado en marzo de 2018 se ha reducido a niveles de 1,8 veces. Por su parte, el permanente incremento del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)<sup>7</sup> a partir de 2015 ha significado que la relación Deuda Financiera/FCLP se haya reducido desde 4,2 veces en 2013, a 2,3 en la más reciente observación de marzo de 2018.

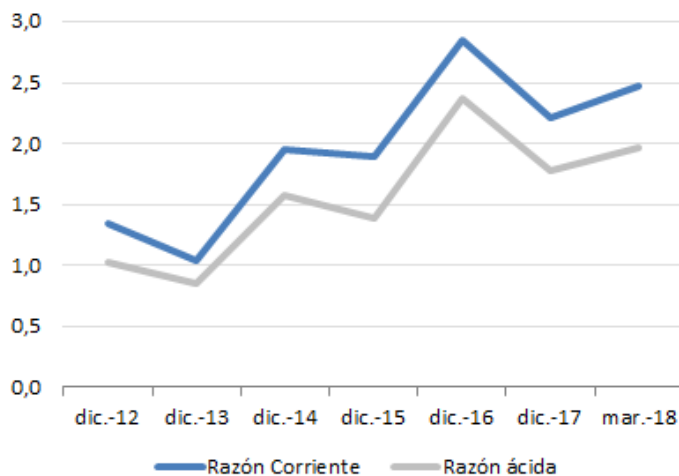
<sup>7</sup> Como se señaló más arriba, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo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

Ilustración 9  
**Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo**  
 (US\$ Miles y Número de veces. 2011-Marzo 2018)



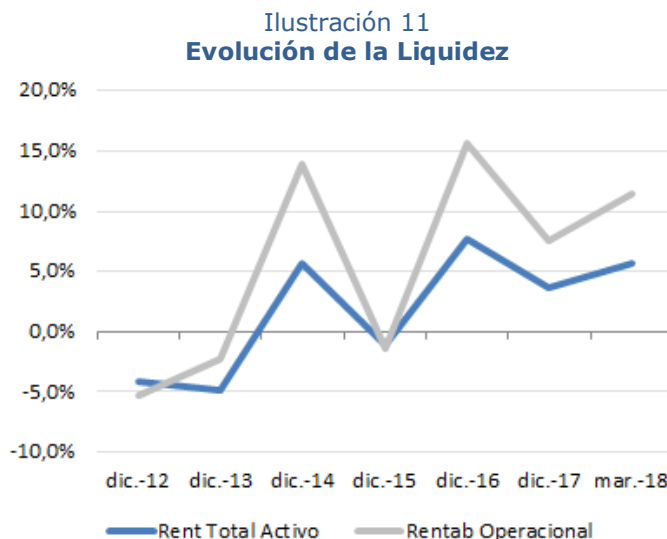
Con relación a la liquidez la compañía ha mostrado niveles elevados y crecientes. La última observación de la razón corriente se sitúa en torno a las 2,5 veces, en tanto que la razón ácida, que descuenta los inventarios, se sitúa en torno a las dos veces a marzo de 2018.

Ilustración 10  
**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 11, estos indicadores muestran una tendencia creciente (a excepción de 2015), situándose, en la observación de marzo de 2018, en valores de 11,5% (rentabilidad operacional) y 5,6% (rentabilidad total del activo).



*"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".*

<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).