



Blumar S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Patricio Del Basto A.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Febrero 2025

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos	A-
Tendencia	Estable
Acciones (BLUMAR)	Primera Clase Nivel 3
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2024

Estados de Resultados IFRS

M US \$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Ingresos de actividades ordinarias	390.702	463.716	626.449	659.829	674.447	438.775
Costo de ventas	-316.196	-441.930	-493.661	-494.237	-530.417	-339.897
Costos de distribución	-19.945	-25.681	-27.786	-27.865	-31.698	-24.449
Gasto de administración	-24.229	-19.556	-29.071	-28.609	-31.172	-19.137
<i>Ajuste Fair Value</i>	-3.191	-19.934	13.418	5.659	-19.404	3.818
Costos financieros	-10.149	-14.067	-14.661	-17.535	-22.673	-21.720
Ganancia (pérdida)	12.159	-51.334	48.969	63.212	13.149	5.279
EBITDA¹	51.975	2.630	100.264	133.353	99.972	69.484

Estados de Situación Financiera IFRS consolidado

M US \$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Activos corrientes	344.619	366.393	372.234	407.691	393.512	496.757
Activos no corrientes	489.471	557.582	511.533	504.256	534.463	527.393
Total activos	834.090	923.975	883.767	911.947	927.975	1.024.150
Pasivos corrientes	167.880	147.480	161.899	299.629	167.536	261.141
Pasivos no corrientes	267.172	379.331	289.392	153.974	297.937	298.419
Total pasivos	435.052	526.811	451.291	453.603	465.473	559.560
Patrimonio	399.038	397.164	432.476	458.344	462.502	464.590
Total patrimonio y pasivos	834.090	923.975	883.767	911.947	927.975	1.024.150
Deuda financiera	259.354	324.111	309.136	263.676	283.898	301.083

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

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Blumar S.A. (Blumar) es una sociedad que participa del negocio acuícola y pesquero, que nace el año 2011 como resultado de la fusión entre Itata y El Golfo, empresas fundadas en 1948 y 1962, respectivamente, con incursión en el segmento salmones 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 2023, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 674,5 millones, un EBITDA² y ganancia de US \$ 100,0 millones y US \$ 13,2 millones, respectivamente. En la misma fecha, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US \$ 283,9 millones, correspondientes principalmente a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US \$ 462,5 millones. En septiembre de 2024, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 438,8 millones, un EBITDA y ganancia de US \$ 69,5 millones y US \$ 5,3 millones, respectivamente. En la misma fecha, la deuda financiera de **Blumar** sumaba US \$ 301,1 millones, correspondientes principalmente a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US \$ 464,6 millones.

La clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Blumar**, 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 se ha percibido una correlación negativa en los resultados entre la industria pesquera y la acuícola; además, la producción de harina de pescado, que genera ingresos en el área pesquera y que constituye un insumo al segmento acuícola, permite atenuar parcialmente la variabilidad de los resultados finales de la empresa.

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

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

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

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Blumar** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces, que sumado a los desastres naturales pueden traducirse en la pérdida de una parte de la biomasa de peces en engorda en mar (en el caso de los salmones) o restricciones a su captura (en el segmento de pesca), que podrían significar una caída abrupta en los ingresos de la compañía.

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

En opinión de la clasificadora, para efectos de la clasificación de riesgo, esta característica conlleva a que la industria, tal como ya se ha señalado, deba administrarse con bajo endeudamiento y elevada liquidez.

También restringe la clasificación, la exposición que tienen los ingresos a la volatilidad del precio de venta de sus productos, principalmente salmones y harina de pescado, variables que se encuentran fuera del control de **Blumar**. Con todo, cabe volver a señalar que, en el caso de la harina de pescado, este producto se utiliza como el principal insumo en la producción de alimento para salmones, razón por la cual la compañía presenta una suerte de *hedge* natural, aunque parcial, entre ambos segmentos ante cambios en el precio de este insumo.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, particularmente en Estados Unidos.

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

En términos contingentes, como parte del proceso de clasificación, no se puede ignorar los cuestionamientos al sector pesquero, en lo más reciente con el proyecto para una nueva ley de pesca y el nuevo fraccionamiento entre el sector pesquero artesanal e industrial. Al respecto, destaca el impacto que podría tener sobre la sociedad el cambio en las licitaciones de cuotas de pesca y su posible efecto sobre los impuestos. En contraposición, reduce el riesgo, la fase de estos proyectos y el tiempo que podría tomar su completa implementación, considerando que para que la industria pueda funcionar con nuevos participantes se requieren ciertos niveles de capital de trabajo, infraestructura, permisos, entre otros elementos.

Se ha considerado, además, la exposición que tiene la compañía a las fluctuaciones de tipo de cambio considerando variaciones del dólar respecto a las monedas en las cuales **Blumar** tiene derechos y obligaciones.

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

En términos de *ESG*³, el enfoque de gestión de la sociedad se basa en una matriz de materialidad que trabaja con los grupos de interés involucrados. Además, cabe mencionar que **Blumar** fue la primera empresa del sector en suscribir un crédito sindicado bajo la modalidad de *Sustainability Linked Loan*, liderado por Rabobank, a través del cual, se compromete a gestionar de forma voluntaria diversos indicadores relacionados con esta materia. De esta manera, **Blumar** lleva a cabo la medición de reducción de emisiones, gestión de la energía, gestión del agua, gestión de residuos, gestión de olores, programas en búsqueda de océanos más limpios, protección de la biodiversidad, manejo sostenible de recursos naturales y cambio climático. En términos de gobernanza, destacan los programas de ética y gestión de riesgos, y en comunidad la firma promueve el desarrollo de proyectos y actividades como iniciativas de apoyo a infraestructura vecinal, vida sana, cultura y turismo.

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

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Fuerte posición en segmento pesca (medido a través de las cuotas de pesca).
- Concesiones en barrios de mejor desempeño bio-sanitario.
- Apoyo de accionistas y dilatada experiencia en la industria.
- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados septiembre 2024

Entre enero y septiembre de 2024, **Blumar** obtuvo ingresos por US \$ 438,8 millones, cifra que representa una caída de 19,0% respecto del mismo periodo de 2023, explicado principalmente por una menor facturación en segmento acuícola (menor volumen de venta atribuido a un menor volumen de cosechas programado y al *bloom* de algas ocurrido entre los últimos días del año 2023 y primeros días del 2024, en centros que se encontraban con peces próximos a ser cosechados en los primeros meses del año 2024) y en el segmento pesca (disminución en la venta de harina y aceite de pescado por una baja en la pesca artesanal en la zona centro sur).

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró una baja de 10,7% respecto a septiembre de 2023. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta tendría una contracción de 28,7%.

Lo anterior, compensado en parte por menores gastos de administración y costos de distribución, contribuyó a obtener un EBITDA de US \$ 69,5 millones (US \$ 107,3 millones en septiembre de 2023).

Considerando alzas en otras pérdidas (siniestros, tales como *bloom* de algas que afectó a al centro Chivato), costos financieros y participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas contabilizadas por el método de la participación (esta última pasó de un valor negativo de US \$ 1,4 millones a un valor negativo de US \$ 16,5 millones por concepto de deterioro de los activos de la coligada Entrevientos S.A., originado por el incendio que afectó a la planta en febrero), el resultado del ejercicio se contrajo desde US \$ 29,0 millones a US \$ 5,3 millones.

La base de US \$ 1.024 millones en activos se financió con US \$ 559,6 millones en pasivos y US \$ 464,6 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 301,1 millones.

Resultados diciembre 2023

Entre enero y diciembre de 2023, **Blumar** obtuvo ingresos por US \$ 674,5 millones, cifra que representa un incremento de 2,2% respecto de 2022, explicado principalmente por una mayor facturación en segmento pesca (volumen superior de ventas en el segmento pesca y un aumento significativo en el precio de aceite de pescado) compensado en parte por menor facturación en salmones (menor volumen vendido).

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró una baja de 27,2% respecto 2022. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta tendría una contracción de 13,0%.

Lo anterior, sumado a mayores gastos de administración y costos de distribución, contribuyó a obtener un EBITDA de US \$ 100,0 millones (US \$ 133,4 millones en 2022).

Incorporando alzas en otras pérdidas (pérdida asociada al Bloom de algas que afectó a al centro Victoria los últimos días de diciembre 2023), costos financieros y participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas contabilizadas por el método de la participación, el resultado del ejercicio se contrajo desde US \$ 63,2 millones a US \$ 13,2 millones.

La base de US \$ 928,0 millones en activos se financió con US \$ 465,5 millones en pasivos y US \$ 462,5 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 283,9 millones.

Hechos recientes

En febrero de 2024, se inició un incendio en la planta de procesamiento de salmones Entrevientos (ubicada en la ciudad de Punta Arenas, Región de Magallanes), propiedad de **Blumar** y Multiexport en partes iguales. El siniestro provocó la pérdida total de las instalaciones destinadas al procesamiento de salmones.

Tras realizarse las pericias físicas y contables correspondientes a los bienes afectados, se estima que el deterioro de los activos de Entrevientos S.A. asciende a aproximadamente US \$ 35 millones, según el valor de libro.

El 21 de agosto de 2024, la empresa afectada presentó a la compañía de seguros Chubb, una carta de reclamo por daños a bienes físicos y perjuicios derivados de la paralización de la planta, por un valor total de US \$ 40,7 millones, descontados los deducibles. En dicha carta, se solicitó un anticipo de US \$ 12,0 millones. En agosto de 2024, la empresa liquidadora confirmó, la constitución de una reserva de US \$ 41,0 millones y la aprobación del anticipo mencionado. Como resultado de ello, los estados financieros consolidados de **Blumar** reflejan, en su resultado no operativo, una provisión por pérdida por deterioro de US \$ 11,5 millones, cantidad que deberá ser revertida a medida que avance el proceso de liquidación, una vez recibido el informe de liquidación definitivo.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Modelo de negocios que aprovecha sinergias de segmentos pesca y acuícola (así como diversificación de riesgo): **Blumar** mantiene operaciones en el sector pesquero y en la crianza de salmones. Uno de los productos del segmento pesca corresponde a la harina de pescado, que, a su vez, representa uno de los principales costos del alimento 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, el comportamiento entre los segmentos acuícola y pesquero (la correlación del resultado final de los últimos doce años es negativa) le permite a la compañía reducir la variabilidad de sus resultados. Cabe mencionar, que el segmento pesca representó la totalidad de las ganancias en 2023 y se mantuvo con ganancias en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2023, a diferencia del segmento acuícola que exhibió pérdidas.

Fuerte posición en segmento pesca: **Blumar** es un actor relevante en la industria pesquera, con participaciones significativas en las principales especies de pesca industrial local. En los hechos, la sociedad cuenta con el 24,6% de la cuota industrial de jurel en la zona centro-sur, 21,3% de la cuota industrial de sardina común en la zona centro-sur y 20,0% de la anchoveta en zona centro-sur⁴.

Concesiones en barrios de mejor desempeño bio-sanitario: **Blumar** participa en el negocio acuícola desde 2006. Actualmente posee 55 concesiones propias, 40 ubicadas en la Región de Aysén (XI), una en la Región de Los Lagos (X) y 14 concesiones en la Región de Magallanes (XII)⁴. Por condiciones climáticas, se estima que las concesiones de la XII región están menos propensas a enfermedades, requiriendo menor consumo de antibióticos.

En los hechos, a partir de la información del Informe Sanitario publicado por Sernapesca⁵, se puede concluir que, en promedio en los últimos cinco años en centros marinos, los mayores índices de mortalidad son explicados por Los Lagos (1,1%), sector donde **Blumar** mantiene solo una concesión, en comparación a Aysén (1,0%) y Magallanes (0,5%) donde concentra las otras 54 concesiones. En la misma ventana de tiempo para el caso de la especie salmón del Atlántico, la causa de mortalidad reportada más importante fue infecciosa (24,1%) y ambiental (18,9%) y en el último año del total de causas infecciosas el 44,7% de la mortalidad fue clasificada como Piscirickettsiosis (SRS) y 37,9% en Tenacibaculosis.

Por otro lado, los indicadores en agua dulce tienden a tener un comportamiento más irregular por región, de modo que en promedio en los últimos tres años la mortalidad fue explicada principalmente por Magallanes (6,1%), Maule (6,9%), Aysén (6,2%), BíoBío (4,7%) y Araucanía (4,3%). No obstante, la mayor causa de muerte en estos casos está dada principalmente por eliminación productiva (48,5%), por otras razones como fallas de

⁴ Últimos estados financieros disponibles.

⁵ Informe Sanitario con Información Sanitaria de Agua Dulce y Mar - año 2023.

salmones en la adaptación entre agua dulce y agua de mar y en menor medida por elementos relacionados a infección (12,9%).

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

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: De acuerdo con información publicada por el Consejo del Salmón, Chile cuenta con condiciones privilegiadas para el cultivo de salmónidos. Lo anterior se explica por la extensa costa del país, y la abundancia de fiordos con temperaturas y condiciones hidrográficas adecuadas, principalmente en el sur que, en definitiva, representan importantes ventajas comparativas naturales para la salmonicultura en relación al resto del mundo. La misma entidad destaca que Chile cuenta con un mar de gran biodiversidad que permite que en la zona sur, desde La Araucanía a Magallanes, existan condiciones que benefician el desarrollo de la salmonicultura; entre estas condiciones se incluyen temperatura del agua entre los 10° y 12° grados, corrientes marinas y mares interiores que protegen a los cultivos, aguas puras con niveles de oxígeno apropiados para la producción, entre otros. De esta manera, las empresas chilenas adquieren una ventaja en términos del tiempo empleado de engorda y el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. En los hechos, según datos publicados por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (Food and Agriculture Organization, "FAO") Chile es reconocido entre los principales oferentes de salmónidos (considerando salmón del Atlántico, Coho y trucha Arcoíris), siendo el segundo productor más importante en el mundo, con volúmenes del orden de 1,1 millones de toneladas anuales (últimos datos disponibles: 2022), lo que representa un 26,0% de la oferta mundial (Noruega mantiene un 39,6% de participación, siendo el más importante).

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo con estadísticas de la FAO⁶, se prevé que para 2032, el pescado seguirá siendo relevante para la dieta mundial y desempeñará un papel fundamental. Al respecto, se espera que el pescado siga siendo esencial en la dieta mundial para 2032, con un aumento en el consumo per cápita en todos los continentes, salvo en Europa y África, donde el consumo disminuirá debido al rápido crecimiento poblacional. Asia experimentará el mayor incremento, liderando el consumo. La producción mundial de pescado crecerá a 206 millones de toneladas para 2033, impulsada por la acuicultura, especialmente en Asia, que contribuirá con más del 85% de este aumento. Por otro lado, se espera que la Unión Europea, Estados Unidos, China y Japón continúen siendo los principales importadores de pescado para consumo humano, representando colectivamente el 50% de las importaciones mundiales para 2033.

En los hechos, según los últimos datos publicados por FAO, el crecimiento del mercado se evidencia al analizar la producción mundial acuícola y captura (peces, crustáceos y moluscos), que exhibe alzas desde 126 millones de toneladas en el año 2000 (32,4 millones de toneladas acuícola y 93,6 millones de toneladas captura) a 185,4 millones de toneladas en 2022 (94,4 millones de toneladas acuícola y 91,0 millones captura) con una tasa anual equivalente de 1,77%. Por su parte, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoíris) también ha presentado fuertes crecimientos pasando de 1,5 millones de toneladas en el año 2000 a 4,1 millones en 2022 con una tasa anual equivalente de 4,5%. Cabe mencionar, que esta tendencia de crecimiento global también se replica en Chile; de acuerdo con datos publicados por Sernapesca, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoíris)

⁶ OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2024-2033.

pasó de 0,3 millones de toneladas en el año 2000 a 1,1 millón de toneladas en 2022 (tasa anual equivalente de 5,2%), con incrementos importantes en la Región de Aysén (XI) y Región de Magallanes (XII).

Factores de riesgo

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

El principal problema de las situaciones descritas es que pueden llegar a afectar la producción 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 puede significar varios años hasta su recuperación. Con todo, las medidas tomadas por la industria salmonera a nivel agregado y las nuevas normativas que rigen al sector, debiera disminuir a futuro la probabilidad de ocurrencia de este tipo de eventos. De esta manera, aun cuando se reduzca la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo, persiste su carácter de elevada magnitud.

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

A la fecha, la sociedad cuenta con pólizas de seguros para cubrir los riesgos a que están sujetos los elementos del inmovilizado material, incluido también el lucro cesante o pérdida por paralización.

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

Al analizar la división diez (fabricación de productos alimenticios) del índice de precios al productor, desde 2019 a la fecha, se observa que el índice de filete y carne de salmón y trucha en uno de los que presenta mayor volatilidad con un coeficiente de variación de 22,7%.

En lo particular, el precio de los salmonidos se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. En años anteriores, una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, debido al ataque del ISA en 2008-2009 (la cosecha mundial de salmón⁷ cayó 2% en 2010, mientras que la chilena lo hizo en un 23% el mismo año según cifras FAO). Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que posteriormente se revirtió con una importante baja en 2015 (el precio de salmón del Atlántico percibido por **Blumar** fue de US \$ 5,7 por kg wfe). Luego, durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, debido en parte al *bloom* de algas que afectó al sector durante 2016 (la cosecha mundial de salmones se contrajo un 1%

⁷ Salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoíris.

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

Por su parte, el año 2020 se caracterizó por fuertes bajas en el precio del salmón (el precio promedio percibido por **Blumar** fue uno de los más bajos a nivel histórico alcanzando los US \$ 4,1 por kg de wfe). Lo anterior debido a la contingencia sanitaria asociada a la pandemia, que implicó oscilaciones en la demanda, debido a la caída de la actividad mundial.

Sin perjuicio de lo anterior, desde 2021 el precio del salmón internacional se ha mantenido en niveles superiores, y si bien en lo más reciente se han percibido contracciones, el precio promedio se mantiene por sobre el comportamiento histórico.

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

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

Para mitigar y gestionar el riesgo de tipo de cambio, la compañía monitorea en forma semanal la exposición neta. De esta manera, la sociedad divide la exposición neta en dos grupos; en primer lugar, la exposición generada por las cuentas asociadas al movimiento de capital de trabajo lo cual mitiga con compra y venta de moneda o uso de instrumentos derivados. En segundo lugar, la exposición neta por posiciones estructurales de la compañía de largo plazo lo cual gestiona ajustando la porción de deuda financiera en pesos chilenos.

Concentración de mercados: Estados Unidos, y los mercados latinoamericanos representan aproximadamente un 39,2% y 7,0% de las ventas respectivamente, por lo que cualquier suceso particular en estos países, puede mermar significativamente los ingresos que ambos mercados generan para la empresa.

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

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

En lo más reciente, destaca el proyecto para una nueva ley de pesca, donde si bien lo esperable es que se vayan realizando cambios a algunos articulados de la actual propuesta, el elemento que podría tener un mayor impacto sobre la sociedad es el cambio en las licitaciones de cuotas de pesca, ya que podría implicar reducir considerablemente su participación de mercado y en definitiva el tamaño del negocio con todo lo que ello implica (alcance económico y social). En la misma línea se visualiza un impacto sobre los impuestos a pagar, considerando que una fracción de estos dependen de las transacciones entre privados por licitaciones, y al incrementarse la porción a licitar se esperarían alzas en términos relativos que tendería a reducir las rentabilidades de los operadores. En contraposición, reduce el riesgo, la fase en la que se encuentra el proyecto y el tiempo que podría tomar su completa implementación, considerando que para que pueda funcionar la industria con nuevos participantes se requieren ciertos niveles de capital de trabajo, infraestructura, permisos, entre otros elementos. Asimismo, se menciona que se favorecerán a empresas que tengan mejores condiciones laborales para los colaboradores (en términos de remuneraciones, beneficios, estructura de contrato, etc).

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

Antecedentes generales

La compañía

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

Actualmente posee 55 concesiones propias, 40 ubicadas en la Región de Aysén (XI), una en la Región de Los Lagos (X) y 14 concesiones en la Región de Magallanes (XII). Además, dispone de ocho barcos operativos (seis barcos de cerco y dos de pesca blanca), cuatro plantas de harina y aceite de pescado y seis de consumo humano, más un frigorífico⁸. Según lo mencionado anteriormente, en el segmento pesquero, la empresa cuenta con el 24,6% de la cuota industrial de jurel en la zona centro-sur, 21,3% de la cuota industrial de sardina común en la zona centro-sur y 20,0% de la anchoveta en zona centro-sur.

Tabla 1: Plantas⁹

Plantas	Cantidad	Región	Consumo Humano
Harina y aceite	1	Atacama	Indirecto
Harina y aceite	2	Bio Bio	Indirecto
Harina y aceite	1	Los Ríos	Indirecto
Congelado jurel	2	Bio Bio	Directo

⁸ Según datos de la última memoria disponible.

⁹ Adicionalmente, cuenta con una planta de apanados y otra de merluza; ambas de consumo humano.

Procesamiento salmones	1	Bio Bio	Directo
Procesamiento salmones	1	Magallanes	Directo

Los principales accionistas son Sociedad de Inversiones Petrohué S.A. con un 34,0% de la propiedad accionaria e Inversiones Marte Spa con 10,7%.

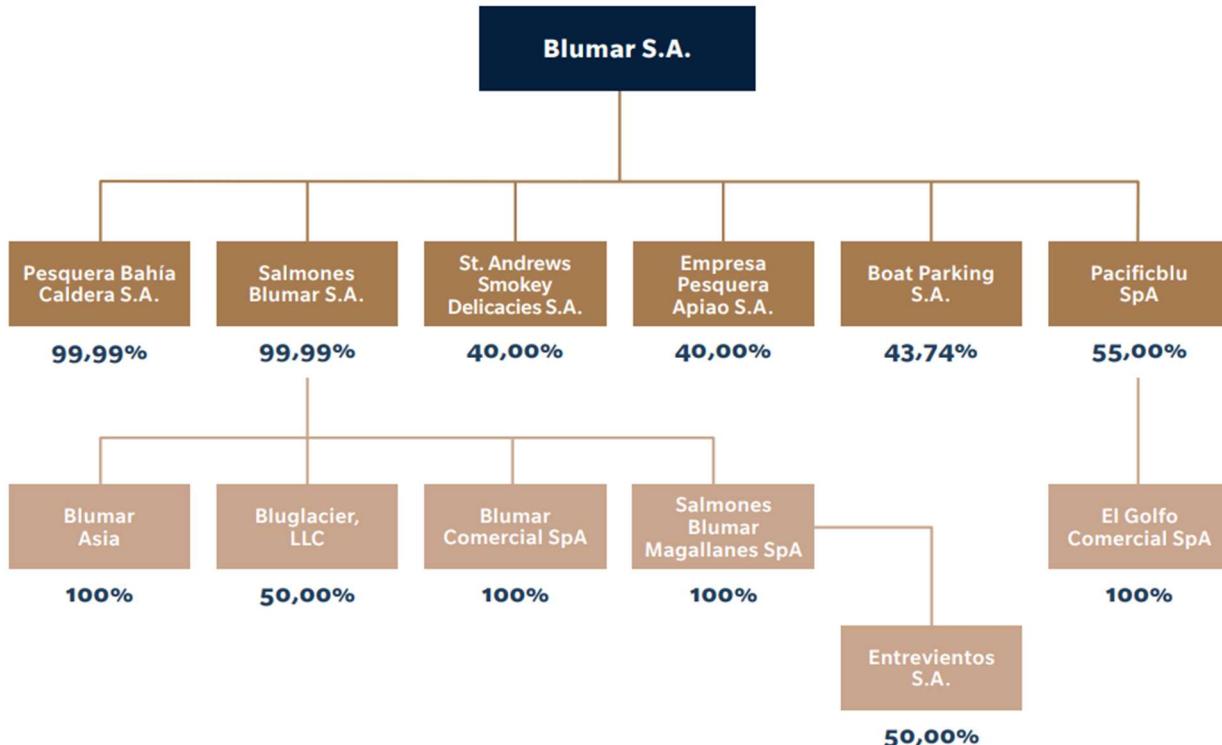


Ilustración 1: Malla societaria

Composición de flujos

A continuación, se muestra la distribución de las ventas por tipo de producto, para el período 2019-2024 (últimos doce meses terminados en septiembre de 2024). Se aprecia que la venta de salmón del Atlántico a la fecha se mantiene con una importancia relativa de 49,9% en relación con el total de ingresos. Por otro lado, destaca por su importancia harina y aceite de pescado que representaron en conjunto un 21,9%, seguido de jurel congelado (18,5%), pesca blanca (7,9%) y otros.

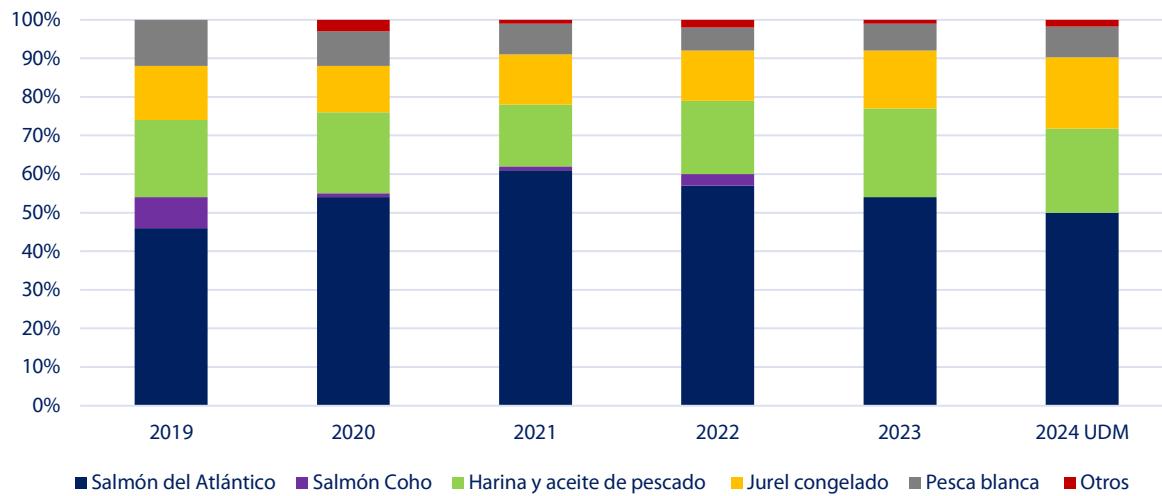


Ilustración 2: Estructura de ingresos por segmento

En términos de destino, se aprecia que EE. UU. es el principal país de exportación con 39,2% de las ventas totales, y los principales mercados más allá de América son Asia y África con 19,5% y 13,6%, respectivamente.

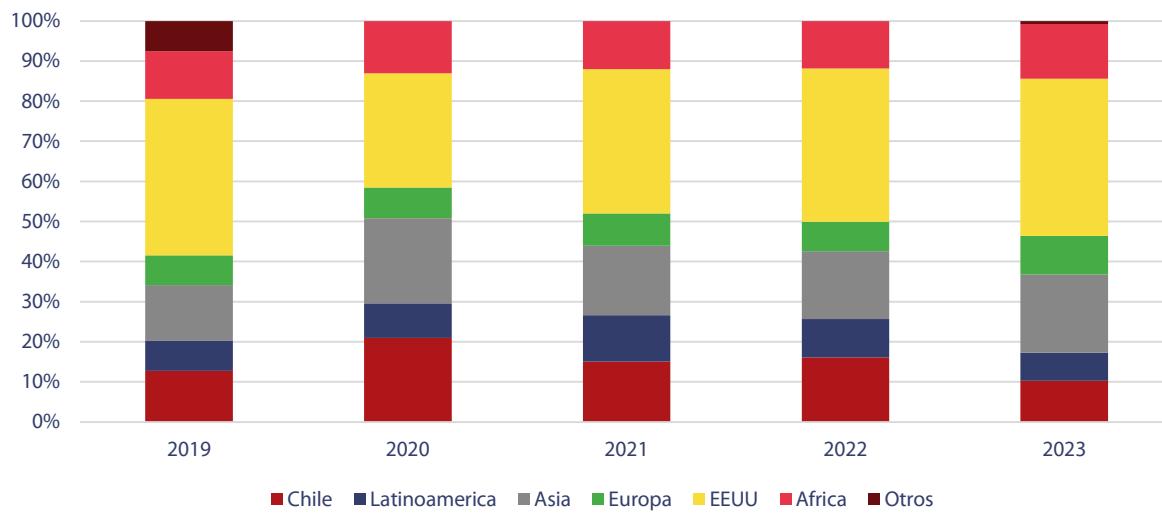


Ilustración 3: Estructura de ingresos por mercado de destino

Líneas de negocio

Segmento acuícola

Según información de la memoria anual, cada uno de los centros de cultivo está preparado para producir entre 2.000 y 7.000 toneladas por cada ciclo de producción, el cual es de 16 meses promedio para el salmón Atlántico en la Región de Aysén y 20 meses en la Región de Magallanes. La producción de Aysén es procesada en una

planta propia, emplazada en Talcahuano y con capacidad de producción de 57.000 toneladas wfe¹⁰ al año, mientras que la producción de Magallanes era procesada en la planta Entrevientos, pero dado que esta ya no opera por el siniestro ocurrido, se trasladó dicha porción a plantas de terceros.

Evolución ingresos y EBITDA

La Ilustración 4 muestra la trayectoria de ingresos y EBITDA del segmento acuícola. Este último muestra una importante volatilidad, asociado a las variaciones de precios del salmón, así como fluctuaciones en el nivel de toneladas cosechadas.

Cabe mencionar, que luego de alcanzar niveles elevados de ingresos en 2021 y 2022 por mayores niveles de precio promedio, en los años posteriores se exhibieron fuertes contracciones a partir de un menor volumen de venta (destacando menor volumen de cosechas programado y al *bloom* de algas ocurrido entre los últimos días del año 2023 y primeros días del 2024 en centros que se encontraban con peces próximos a ser cosechados en los primeros meses del año 2024) en conjunto con un menor nivel de precio promedio.

Por su parte, el EBITDA se contrajo fuertemente en 2020 explicado principalmente por el efecto de menores precios producto de la pandemia, acompañado de un alza en los costos de ventas y distribución. Posteriormente, luego de una fuerte recuperación en 2021 y 2022 (mayor nivel de resultado bruto a partir de alzas en los niveles de precio), se exhibieron fuertes contracciones en 2023 y los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 (caídas en el resultado bruto a partir de caídas en el precio promedio y alzas en los costos ex jaula).

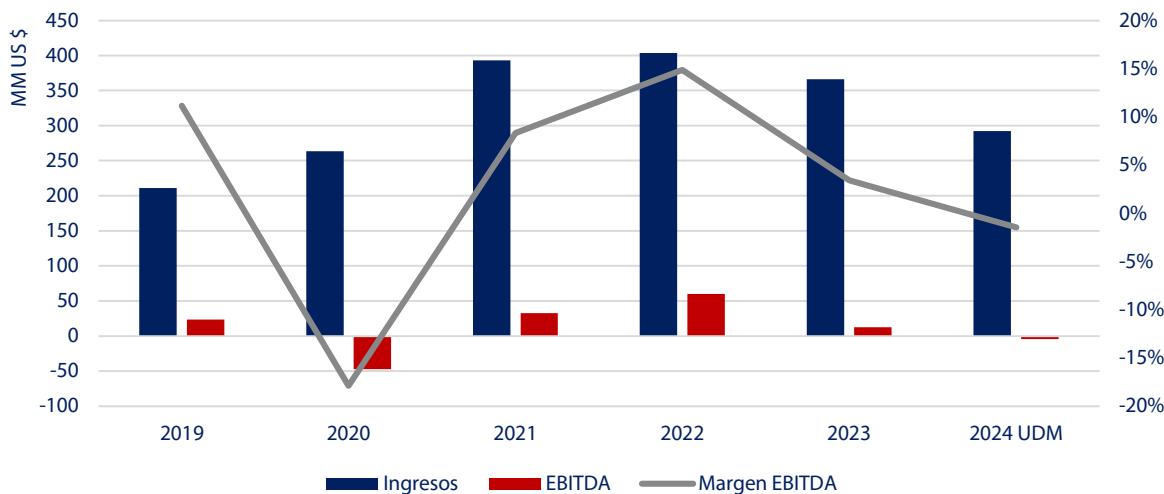


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA segmento acuícola

Segmento pesca

La Tabla 2 muestra que **Blumar** corresponde a un actor relevante en la industria pesquera, con participaciones significativas en las principales especies de pesca industrial en nuestro país, como el Jurel de la zona centro-sur, la Sardina en la zona centro-sur y la Anchoveta en la zona centro-sur.

¹⁰ *Whole fish equivalent*: es la unidad de medida de la materia prima, correspondiente al peso vivo ayunado y desangrado de los peces.

Tabla 2: Participación de Blumar en cuota industria

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Jurel III-X Región	23,9%	20,3%	20,3%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
Sardina Común V-X Región	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Anchoveta V-X Región	23,5%	23,5%	23,5%	22,3%	22,2%	20,0%	20,0%
Anchoveta III-IV Región	47,0%	42,1%	42,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%
Sardina Española III-IV Región	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%	59,9%
Merluza de Cola V-X Región	14,5%	25,5%	25,5%	25,5%	29,7%	29,7%	12,3%
Merluza de Cola XI-XII Región	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Merluza Común IV-Paralelo 41°28,6' L.S.	41,6%	74,2%	74,2%	70,6%	69,3%	66,7%	66,6%

Los principales productos del negocio pesquero de la compañía son: harina y aceite de pescado que corresponden a productos de consumo humano indirecto, para lo cual **Blumar** dispone de cuatro plantas de procesamiento, Jurel congelado (producto de consumo humano directo), destacando como el principal productor a nivel nacional, contando con dos plantas de congelados (localizadas en San Vicente y Rocuant, contando con una capacidad de empaque por día en conjunto de 940 toneladas por día⁸); merluza y otros de pesca blanca. La merluza es un producto de consumo humano directo, produciéndose en sus modalidades congelada, fresca y apanada, contando para ello con una planta de congelados y otra de apanados; choritos (para lo cual dispone de concesiones de mar en Chiloé).

Evolución ingresos y EBITDA

La Ilustración 5 muestra la trayectoria de ingresos y EBITDA del segmento pesca. Se aprecia que los ingresos presentan un comportamiento al alza que se explica principalmente por incrementos en las ventas de harina, aceite de pescado, y jurel congelado (mayor nivel de precio promedio de harina y aceite de pescado y alzas en volumen de jurel congelado). Adicionalmente en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, se exhibió una contracción, a partir de caídas en las ventas de harina, aceite de pescado y pesca blanca (contracciones en los volúmenes vendidos, a pesar del mayor precio promedio) compensado en parte por mayores ventas de jurel congelado.

Por su parte, el EBITDA presenta una mayor estabilidad que el segmento acuícola (medido a través del coeficiente de variación), y también ha exhibido crecimientos (mayor nivel de resultado bruto), aunque con una contracción en el último periodo por caídas en el resultado bruto y alzas en los costos de distribución y gastos de administración.

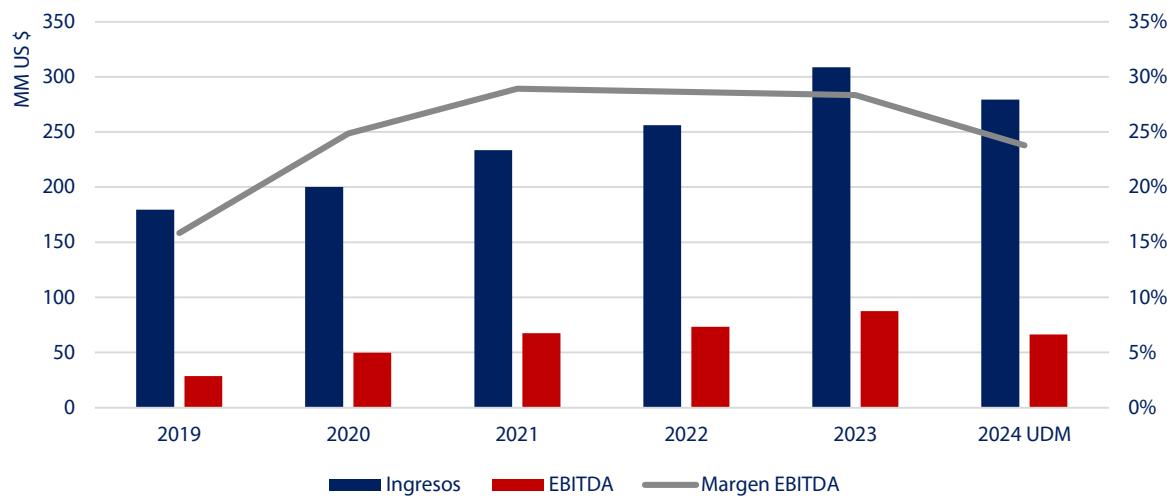


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA segmento pesca

Sinergias entre segmentos

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

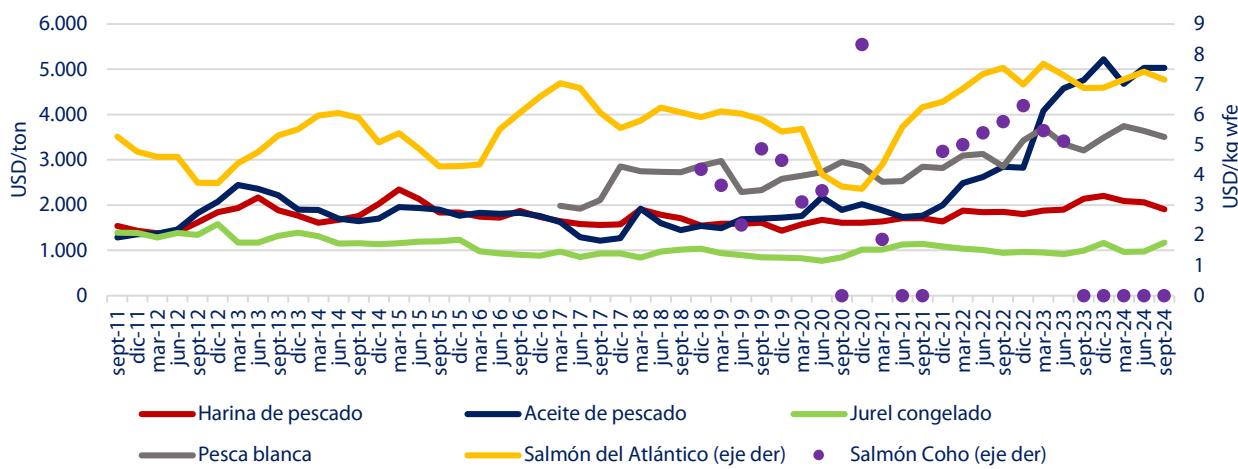


Ilustración 6: Precio de venta promedio trimestral de **Blumar** por producto

Antecedentes de la industria

Salmonicultura chilena

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

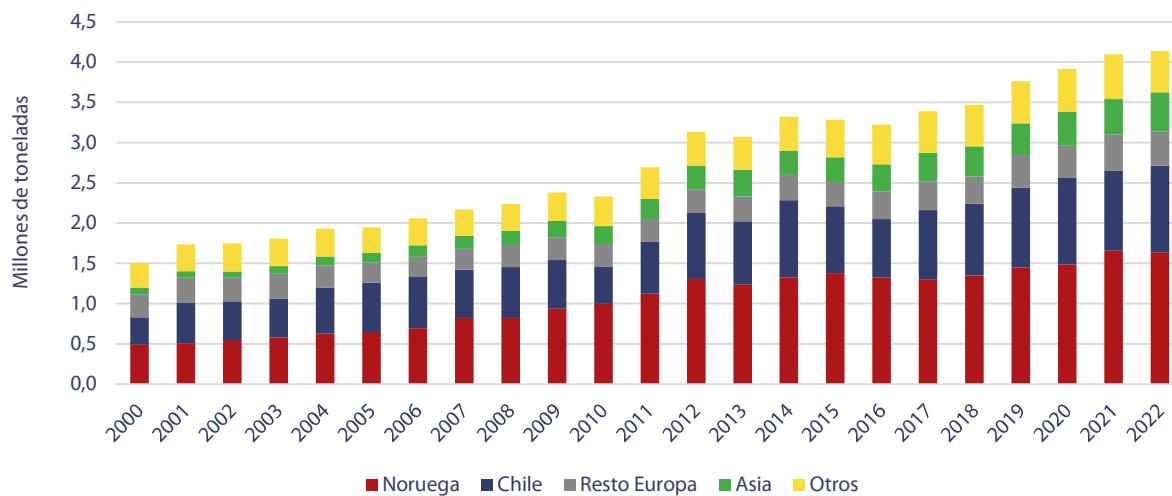


Ilustración 7: Producción mundial de salmones (salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoíris)

Por su parte, la producción mundial acuícola ha ido creciendo fuertemente y ganando importancia en relación con la captura (esta última se ha mantenido más bien estable en el tiempo). Cabe mencionar, que la captura fluctúa por elementos como cambios climáticos. La acuicultura ha crecido sostenidamente durante las últimas décadas, explicado principalmente en una expansión territorial de estas actividades como por la intensificación tecnológica y económica registrada, especialmente en la salmonicultura y mitilicultura¹¹.

¹¹ Datos obtenidos de FAO.

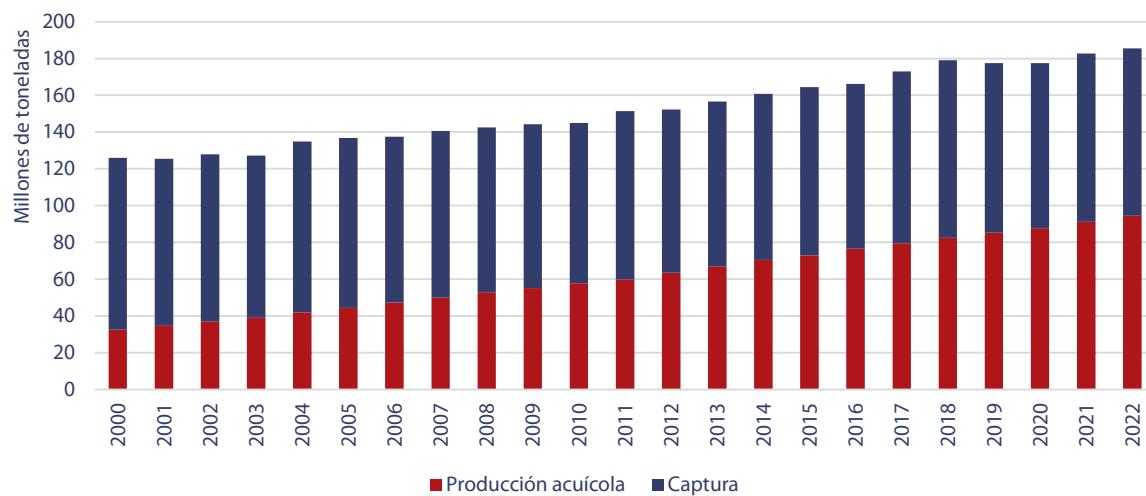


Ilustración 8: Producción mundial acuícola y captura

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. Al respecto, en años anteriores, por ejemplo 2016¹², debido a la disminución de la oferta mundial por el *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del “*Sea Lice*” en el caso de Noruega, el precio presentó un fuerte incremento, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una caída en 2018.

Durante 2020 el precio tuvo una fuerte baja que se revierte desde 2021, exhibiéndose a la fecha nuevas disminuciones, aunque exhibiéndose todavía precios altos en relación con el comportamiento histórico.

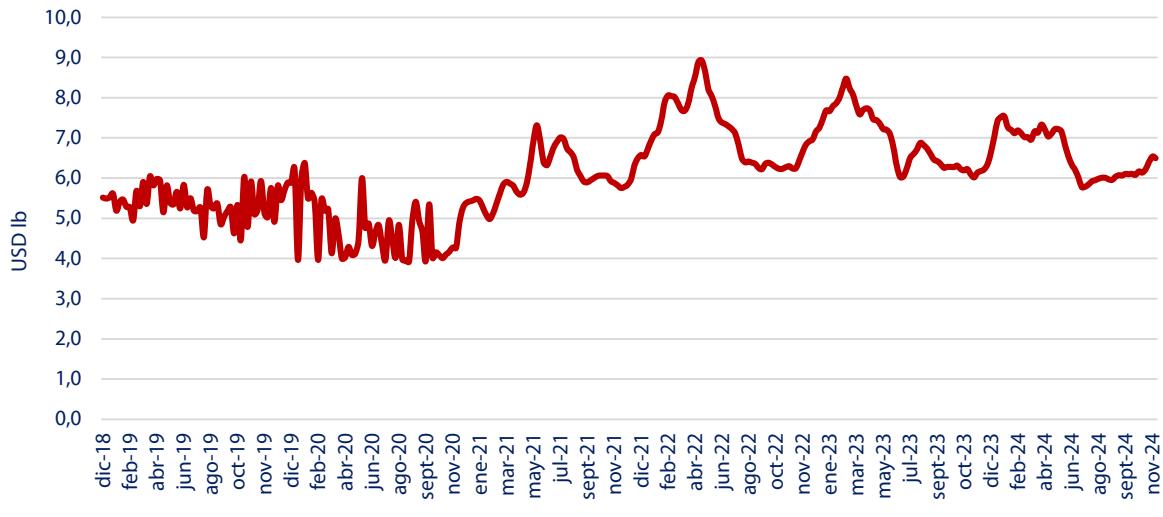


Ilustración 9: Precio del salmón

¹² Segundo cifras de prensa internacional, a partir de información de Urnerbarry, Índice de salmón fresco.

Análisis financiero

Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Blumar** exhibieron alzas hasta 2023 debido en parte, por incrementos en el precio promedio de los productos, sobre todo del salmón (excepto aceite de pescado y pesca blanca en 2021 y jurel congelado en 2022 y 2023) y en el volumen vendido de algunos productos (especialmente jurel congelado). En los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 se presentó una caída que se explica por una contracción en todos sus segmentos (excepto jurel congelado), a partir de menor volumen y precio promedio en salmones (menor volumen de cosechas programado y *bloom* de algas ocurrido entre los últimos días del año 2023 y primeros días del 2024 en centros que se encontraban con peces próximos a ser cosechados en los primeros meses del año 2024), y menor volumen vendido en los otros segmentos.

Por su parte, el EBITDA experimentó fuertes bajas en 2020 que se atribuye al segmento acuícola, producto de los menores precios producto de la pandemia. No obstante, ese mismo año, el EBITDA del segmento pesca presentó un incremento relevante (mayor volumen de venta de jurel congelado, harina y aceite de pescado; estos dos últimos registraron, además, un aumento en el precio promedio de ventas). Posteriormente, en 2021 y 2022 se exhibieron incrementos importantes por concepto de mejoras en el resultado bruto (principalmente por alzas en los niveles de precio de salmón y harina y aceite de pescado). No obstante, en 2023 y 2024 el resultado bruto se contrajo, ambos períodos por un desempeño desfavorable en el segmento acuícola (caídas en el precio promedio y alzas en los costos ex jaula), agregándose una baja del segmento de pesca en el último año.

En consecuencia, el margen EBITDA alcanzó su *peak* en 2022 con un 20,2%, ubicándose en 10,9% en lo más reciente.

El flujo proveniente de actividades operacionales exhibió valores acotados entre 2019 y 2021 (en 2019 debido al capital de trabajo necesario para la puesta en marcha del proyecto acuícola en Magallanes, sumado al capital de trabajo necesario para la biomasa a cosechar el año 2020 y a menores ingresos por reducciones en las cosechas en salmones) y en 2020 y 2021 por alzas en los pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios). Posteriormente, el flujo operacional exhibió alzas importantes; en 2023 explicadas por mayor nivel de cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, situación que se revirtió en los últimos dos períodos por concepto de incrementos en pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, cuenta de los empleados e intereses pagados (lo anterior a partir de menor desempeño en el segmento acuícola), mientras que en 2024 se percibió una caída en cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios e incremento en otros pagos por actividades de operación.

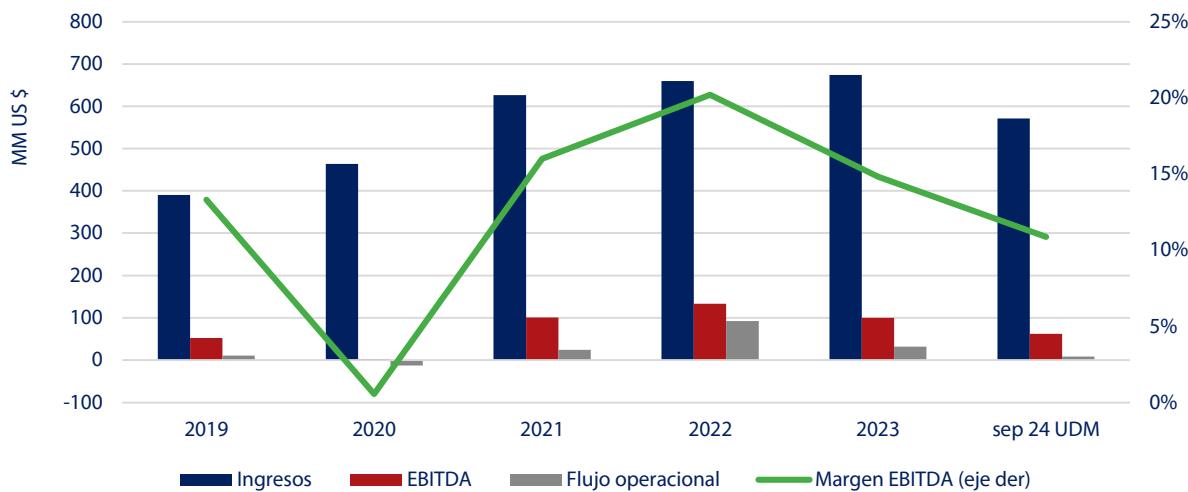


Ilustración 10: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

Evolución endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo total sobre patrimonio), exhibió alzas en 2020 que se explican por una mayor posición de liquidez ante la contingencia sanitaria, alcanzando un máximo de 1,3 veces. Posteriormente, los pasivos exhibieron bajas (exhibiendo bajas principalmente en la deuda de largo plazo), junto con fuertes mejoras en los resultados acumulados ante un desempeño favorable, manteniendo el indicador en torno a las 1,0 veces (adicionalmente, en 2023 se presentó un alza en los pasivos totales que pudo ser compensada por estas mejoras en patrimonio, manteniendo estable el indicador) hasta septiembre de 2024 donde se exhibió un incremento por concepto de alzas en la deuda de corto plazo y en las cuentas por pagar.

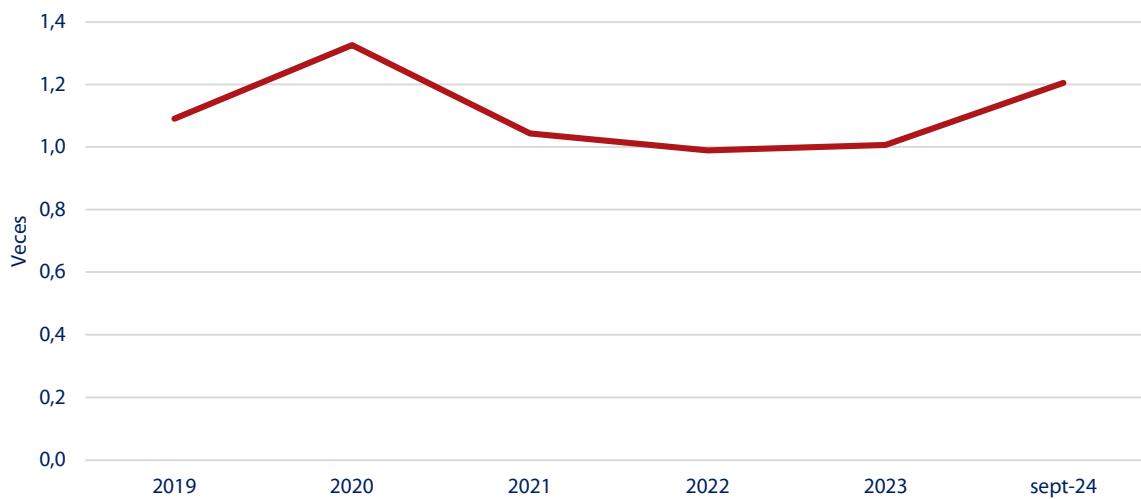


Ilustración 11: Leverage (pasivo total sobre patrimonio)

La relación deuda financiera sobre EBITDA debido a la reducción de los niveles de EBITDA durante 2020 (explicado anteriormente), el *ratio* se incrementó fuertemente. Posteriormente, a partir de la recuperación del EBITDA en 2021 y 2022 este indicador bajó a 3,1 veces y 2,0 veces, respectivamente. En 2023 y 2024 (últimos doce

meses terminados en septiembre) se presentaron incrementos en el indicador a partir del deterioro del EBITDA, especialmente del segmento acuícola alcanzando 4,9 veces en lo más reciente.

Por su parte, el endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP¹³) exhibe un comportamiento similar, fluctuando entre 3,4 veces en su punto más bajo (2022) y 4,80 veces en su punto más alto (2020), manteniéndose durante 2023 y 2024 (UDM) en 4,3 veces. Cabe mencionar que, si se ajusta el indicador, eliminando la rentabilidad anual de los activos obtenida en 2020 (el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo), alcanza las 3,6 veces.

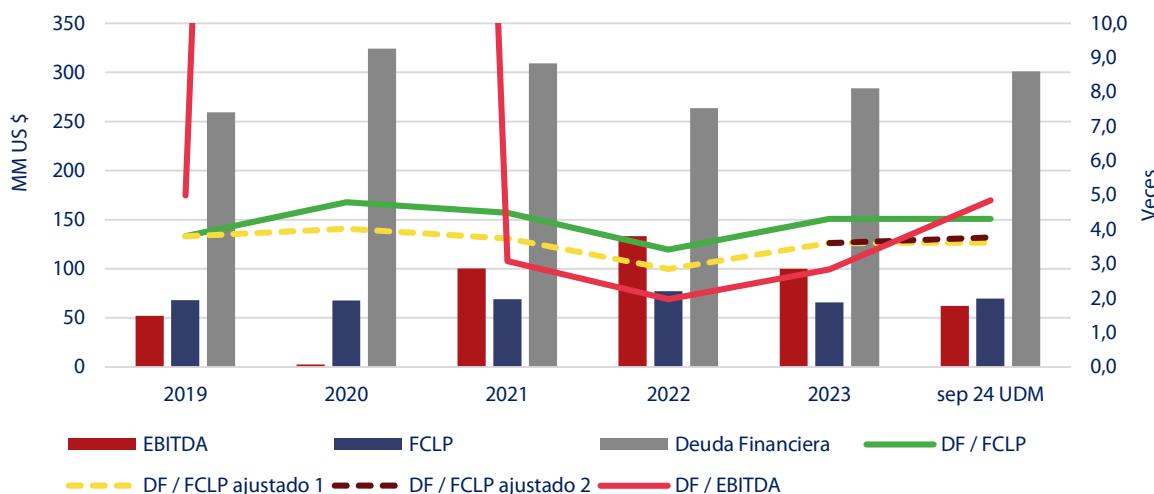


Ilustración 12: Deuda financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

La Ilustración 14 muestra el perfil de vencimientos de **Blumar**, 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).

¹³ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular. En adelante, cualquier mención al FCLP, no considera *fair value*, a menos que se expidite lo contrario.

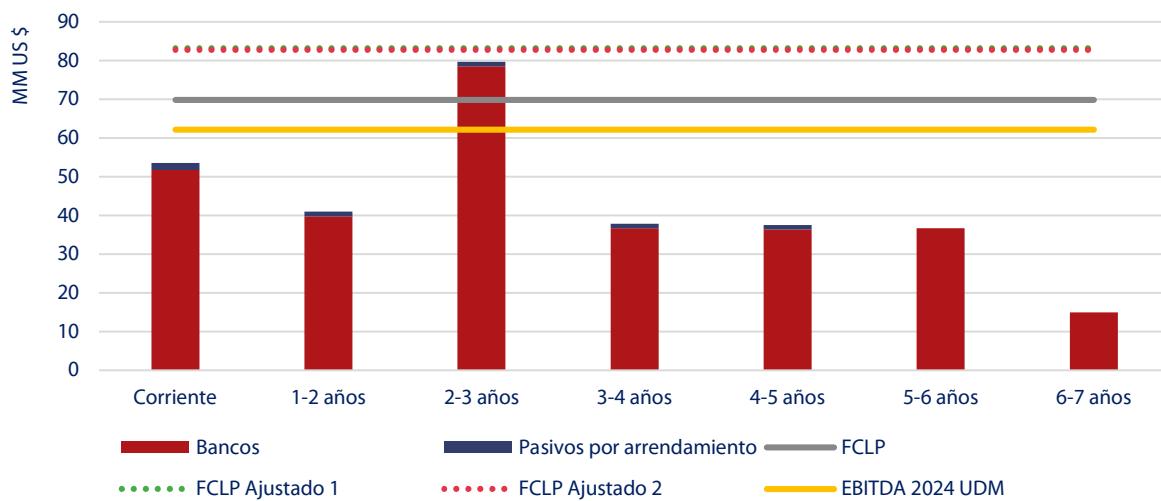


Ilustración 13: Perfil de vencimientos

Evolución liquidez

Los indicadores de liquidez exhibieron caídas en 2021 y 2022 que se explica principalmente por una menor acumulación de caja y mayor deuda financiera de corto plazo. No obstante, en 2023 se exhibió cierta recuperación por una disminución de los pasivos corrientes debido a la reclasificación de la deuda en el largo plazo. En septiembre de 2024 la razón corriente alcanzó 1,9 veces y la razón ácida 1,5 veces, lo que representa una caída desde las 2,3 veces y 1,8 veces de diciembre de 2023, respectivamente, considerando mayores niveles de deuda de corto plazo y cuentas por pagar (por la mayor actividad del periodo).

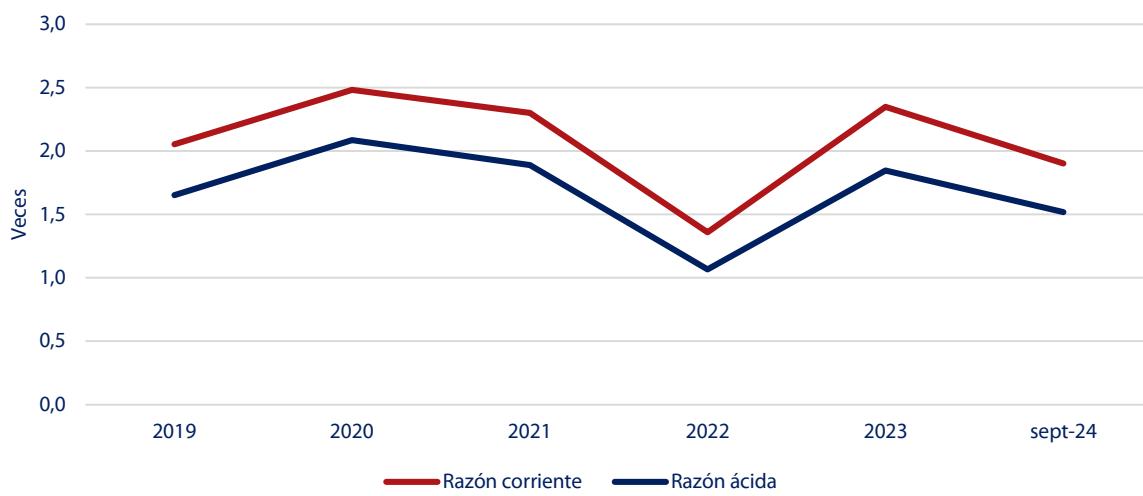


Ilustración 14: Liquidez

Evolución rentabilidad¹⁴

Las rentabilidades han tenido un comportamiento volátil, afectada directamente por las variaciones del resultado operacional. En 2020 estos indicadores mostraron contracciones, llegando a valores negativos por efectos de la pandemia (destacando menores niveles de resultado bruto, alzas en costos de distribución y costos financieros).

Con posterioridad, debido a la recuperación de precios y capturas, estos indicadores muestran una recuperación importante, alcanzando valores altos en 2022 en términos comparativos, alcanzando rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 7,0%, 14,2% y 15,5%, respectivamente. No obstante, en 2023 y 2024 se presentaron contracciones de los indicadores por menor resultado bruto, mayor nivel de costos de distribución, costos financieros y en el último periodo un fuerte impacto de participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación ante el siniestro de la planta Entrevientos (por un valor negativo de US \$ 16,9 millones). Por consiguiente, en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, las rentabilidades sobre activo y patrimonio alcanzaron valores negativos (-1,1% y -2,3%, respectivamente), mientras que la operacional fue de 5,3%,

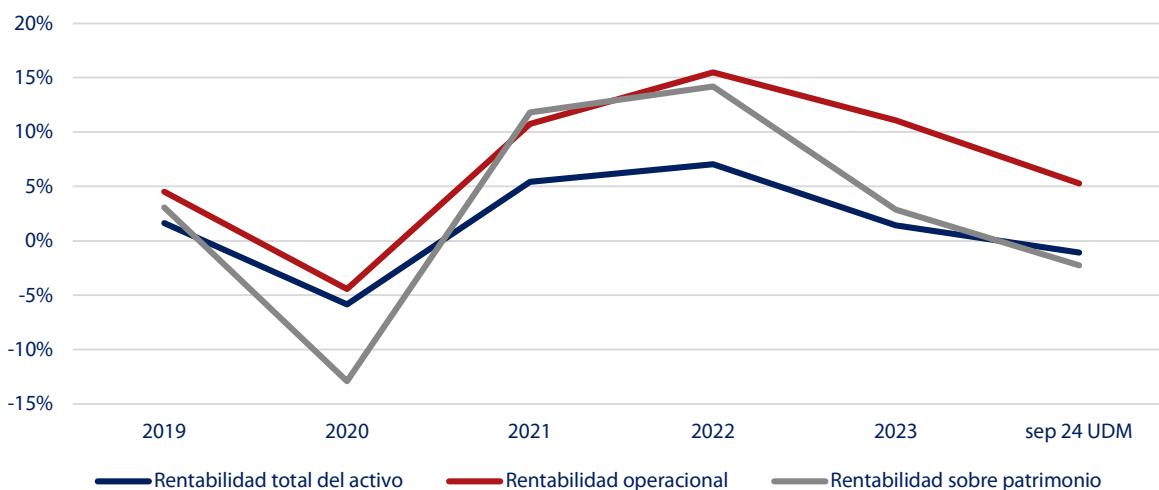


Ilustración 15: Rentabilidades

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (cantidad de días en los que se registran transacciones de una acción por más de UF 1.000, durante los últimos 180 días hábiles bursátiles), siendo en su observación más reciente de 21,4% (octubre de 2024).

¹⁴ Rentabilidad activos: ganancia (pérdida) / activos totales promedio, incluye *fair value*.

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

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

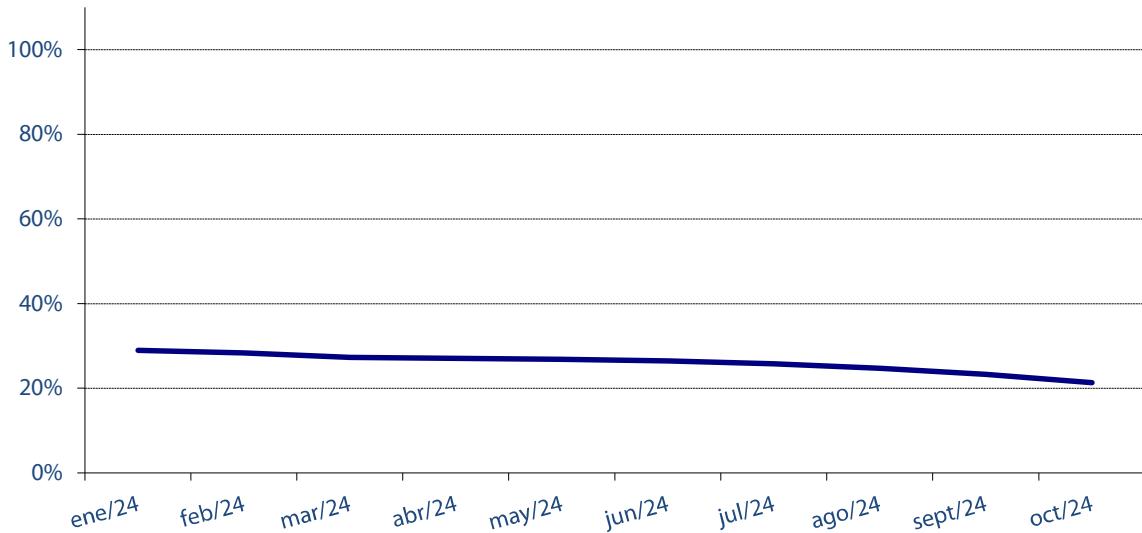


Ilustración 16: Presencia promedio

Ratios financieros

Ratios	Ratios de Liquidez					
	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Razón Circulante (Veces)	2,05	2,48	2,30	1,36	2,35	1,90
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,94	2,32	2,06	1,20	2,19	1,80
Razón Ácida (veces)	1,65	2,09	1,89	1,07	1,84	1,52
Rotación de Inventarios (veces)	4,26	6,53	7,40	5,99	5,85	5,21
Promedio Días de Inventarios (días)	85,62	55,90	49,34	60,90	62,44	70,11
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	10,30	11,08	12,63	13,40	13,98	11,10
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	35,45	32,95	28,89	27,23	26,11	32,90
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,82	3,23	4,57	3,18	3,65	2,11
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	129,54	112,83	79,87	114,94	99,98	173,11
Diferencia de Días (días)	94,09	79,89	50,97	87,71	73,88	140,21
Ciclo Económico (días)	9,40	26,57	0,16	26,06	13,75	68,79

Ratios	Ratios de Endeudamiento					
	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Endeudamiento (veces)	0,52	0,57	0,51	0,50	0,50	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,09	1,33	1,04	0,99	1,01	1,20
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,63	0,39	0,56	1,95	0,56	0,88
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,99	123,24	3,08	1,98	2,84	4,85
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,20	0,01	0,32	0,51	0,35	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	59,61%	61,52%	68,50%	58,13%	60,99%	53,81%

Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,43%	0,33%	1,26%	1,85%	1,46%	4,56%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,17	-5,20	4,67	4,93	0,80	-0,34

Ratios	Ratios de Rentabilidad					
	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Margen Bruto (%)	18,25%	0,40%	23,34%	25,95%	18,48%	19,66%
Margen Neto (%)	3,11%	11,07%	7,82%	9,58%	1,95%	-1,86%
Rotación del Activo (%)	46,84%	50,19%	70,88%	72,35%	72,68%	55,80%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	1,73%	-6,25%	5,66%	7,28%	1,47%	-1,13%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,62%	-5,84%	5,42%	7,04%	1,43%	-1,09%
Inversión de Capital (%)	68,50%	68,74%	64,51%	55,28%	58,49%	59,20%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,21	2,12	2,98	6,11	2,98	2,43
Rentabilidad Operacional (%)	4,50%	-4,41%	10,74%	15,49%	11,07%	5,27%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	3,07%	12,89%	11,80%	14,19%	2,86%	-2,26%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	75,10%	93,05%	71,72%	69,24%	77,57%	76,08%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	81,75%	99,60%	76,66%	74,05%	81,52%	80,34%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,20%	4,22%	4,64%	4,34%	4,62%	5,05%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	5,75%	-	19,95%	24,09%	11,72%	9,79%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	13,30%	0,57%	16,01%	20,21%	14,82%	10,87%

* Activos en Ejecución Descontados

Ratios	Otros Ratios					
	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	5,28%	6,16%	9,76%	12,70%	5,96%	5,93%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,90%	3,28%	5,09%	3,85%	4,60%	3,83%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	3,32%	3,39%	1,96%	3,19%	4,24%	2,18%
Capital sobre Patrimonio (%)	72,74%	83,17%	76,38%	72,07%	71,42%	71,10%

"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."