



# HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO



## Industria de salmones

*Comportamiento histórico 2012-2024*

INFORME TRIMESTRAL

**Patricio Del Basto A.**

patricio.delbasto@humphreys.cl

Diciembre de 2024

## Consideraciones

El siguiente documento presenta información de empresas salmoneras registradas en la Comisión para el Mercado Financiero que cuentan con líneas de bonos, bonos y/o efectos de comercio, y/o están listadas en el IPSA de la Bolsa de Comercio de Santiago. La información fue obtenida de los reportes que elabora *Humphreys Advisors*, así como de fuentes públicas, con fecha de corte septiembre 2024. En particular, este documento se concentra en las siguientes empresas:

1. Blumar S.A. (Blumar)
2. Camanchaca S.A. (Camanchaca)
3. Empresas AquaChile S.A. (AquaChile)
4. Inversiones Nutravalor S.A. (Nutravalor)
5. Multiexport Food S.A. (Multiexport)
6. Salmones Camanchaca S.A. (Salmones Camanchaca)

Cabe mencionar que Blumar y Camanchaca (controlador de Salmones Camanchaca, entre otras entidades) participan en los negocios de pesca y acuicultura, mientras que AquaChile (empresa de propiedad del emisor Agrosuper), Multiexport y Salmones Camanchaca se enfocan principalmente en la venta de salmón en sus distintas presentaciones. Por su parte, Inversiones Nutravalor se dedica a la venta de harina y aceite de pescado.

De acuerdo con la metodología utilizada por *Humphreys*, los indicadores presentados deben ser contrastados con elementos particulares que presenta cada compañía dentro de la industria en la que participa y que, en definitiva, le dan viabilidad de largo plazo (dentro de los elementos más relevantes destacan el *mix* de productos, marcas, canales de distribución, escala del negocio, diversificación de proveedores, diversificación geográfica, riesgo operacional, riesgo de sustitución, estructuración de la deuda, resultados financieros, fortaleza de la administración y capacidad de apoyo de la matriz). En este sentido, cabe destacar, que la fortaleza o debilidad de un *ratio* financiero no depende sólo de la industria genérica en donde se inserta una compañía, sino que, además, es relevante el modelo de negocio de la entidad.

## Contexto de la industria

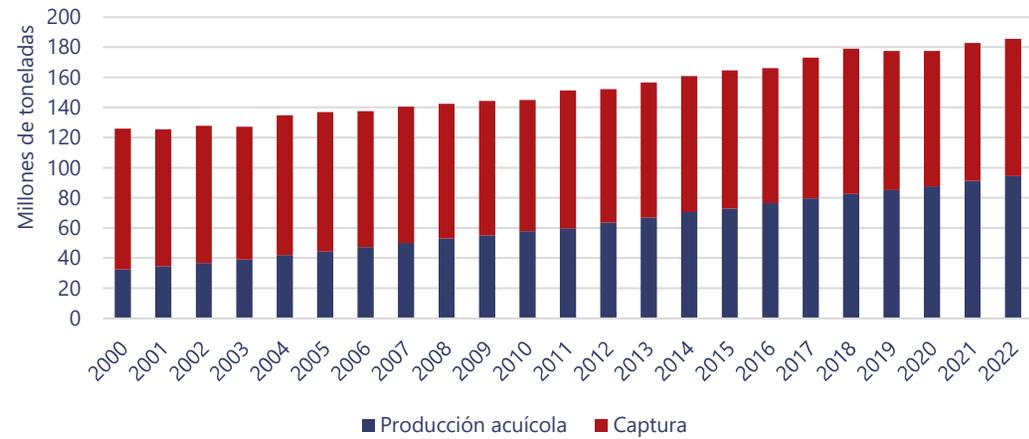
El salmón es el segundo producto de exportación de Chile luego del cobre (con un 5,9% de importancia sobre el total acumulado a octubre de 2024) y Chile ha logrado un rol relevante en la

industria a nivel mundial. A su vez, Chile es el segundo productor de salmónidos en el mundo después de Noruega, y posee condiciones privilegiadas para el cultivo de salmónidos; una extensa costa y la abundancia de fiordos con temperaturas y condiciones hidrográficas adecuadas, principalmente en el sur del país, representan importantes ventajas comparativas naturales para la salmonicultura. Cabe mencionar, que las técnicas de alimentación y limpieza de desechos que se emplearon en los comienzos de esta industria se fueron perfeccionando y dieron paso a nuevos procedimientos, con mayores grados de profesionalización y la adopción de estándares internacionales.

A nivel mundial, el nivel de toneladas producidas alcanza cerca de 185,4 millones al año<sup>1</sup> (incluyendo peces, crustáceos, moluscos y excluyendo otros animales y plantas acuáticas), de las cuales 50,9% corresponden a producción acuícola y el resto a pesca. Cabe mencionar, que la producción ha mantenido un comportamiento al alza considerando que, en el año 2000, fue de 126,0 millones de toneladas, en 2010 de 144,9 millones de toneladas y en 2018 de 179,0 millones de toneladas, en relación a los 185,4 millones de toneladas actuales. Al respecto, destaca el incremento de la importancia relativa del sector acuícola, que pasó de representar un 25,7% del total en el año 2000 a, prácticamente, la mitad en la actualidad.

---

<sup>1</sup> Según los últimos datos disponibles de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).



*Ilustración 1: Desglose producción mundial (Incluye peces, crustáceos, moluscos y excluye otros animales y plantas acuáticas)*

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile (con un 39,6% y 26,0% de participación, respectivamente), 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 Trucha Arcoiris, Salmón Coho y Salmón del Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

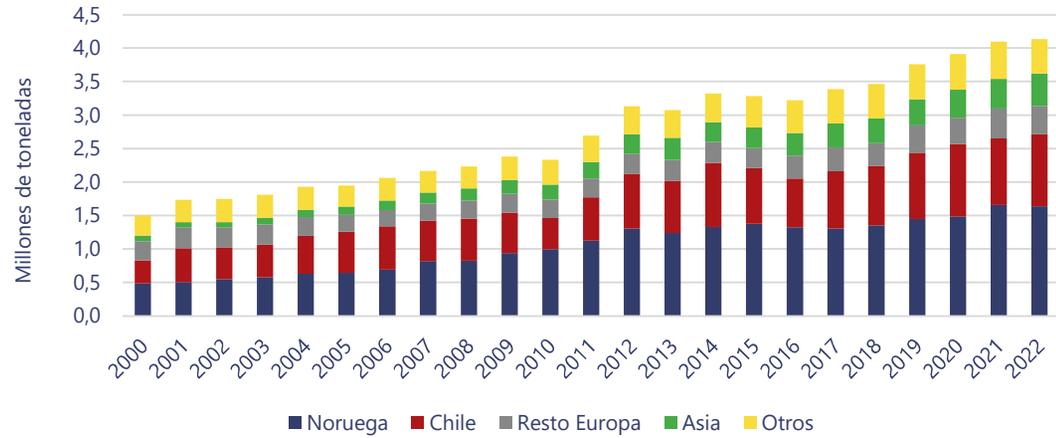


Ilustración 2: Producción acuícola por país (incluye Salmón del Atlántico, Salmón Coho y Trucha Arcoiris)

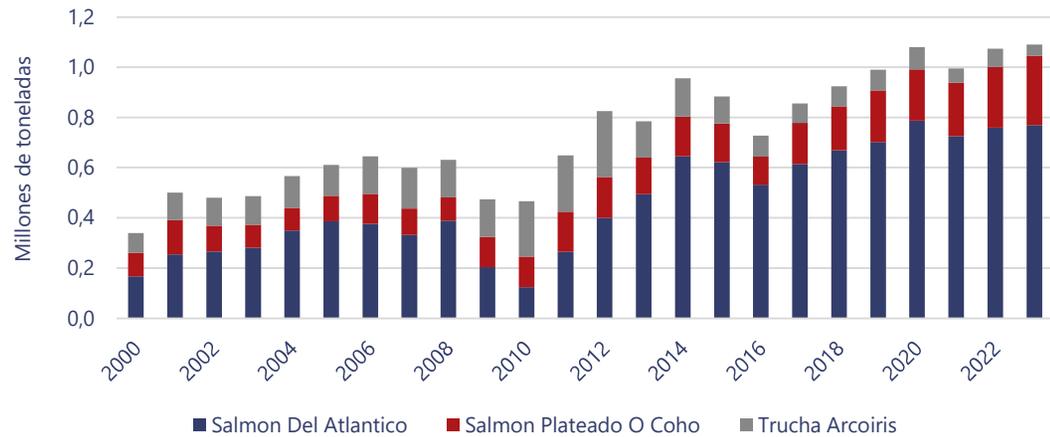


Ilustración 3: Desglose producción acuícola Chile

Los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados y a las capturas de salmones silvestres. Históricamente se han presentado fuertes variaciones en la oferta mundial. Un claro ejemplo de esto se visualizó en 2016, con una baja de la oferta a partir del *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas

sanitarios relacionados con el control del "sea lice" en el caso de Noruega, por lo que el precio presentó un fuerte incremento.

Los precios más bajos se presentaron en 2020 (contracción de la demanda por la pandemia, que implicó el cierre de algunos mercados), situación que se revirtió en 2021 y 2022, exhibiéndose precios particularmente altos en estos periodos en relación con el comportamiento histórico. No obstante, desde 2023 se han presentado bajas, aunque todavía manteniéndose por sobre los niveles exhibidos en 2018 y 2019.

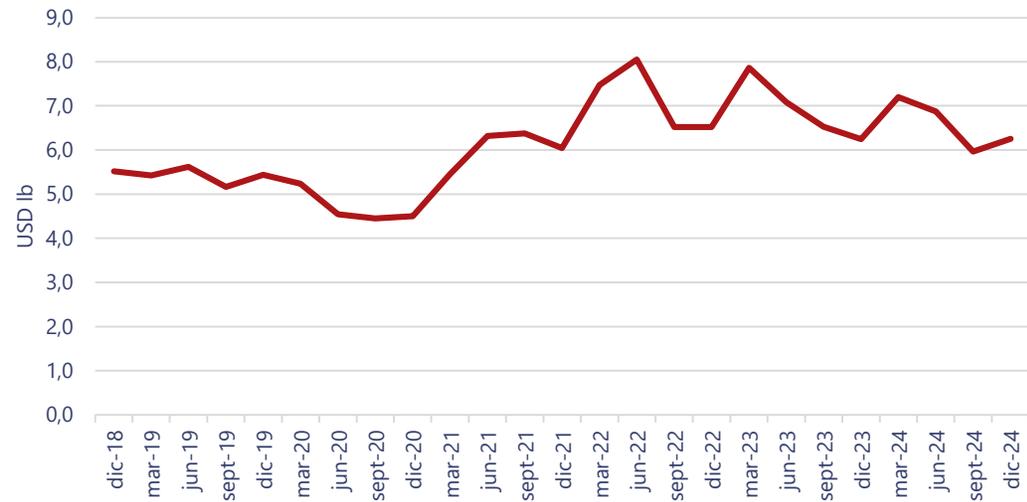


Ilustración 4: Precio de referencia del salmón (Índice de salmón fresco de Urner Barry)

## Análisis de ratios financieros

### Evolución de los ingresos

Al observar las variaciones trimestrales de las ventas con respecto a los mismos periodos anteriores (en términos reales), se visualiza que desde 2019 a la fecha la mayor contracción se percibió en el último trimestre de 2020, con bajas de hasta 73% con respecto al mismo periodo de 2019. Lo anterior, se debe principalmente a la baja en los precios de mercado, explicada por una mayor cosecha de Chile y los efectos de la pandemia en la menor demanda en el segmento hoteles, restaurantes y cafeterías. No obstante, esta contracción se revirtió en 2021 por una recuperación en los precios de venta.

Durante 2022 el mercado tendió a exhibir variaciones positivas en las ventas, con precios bastante elevados en relación con el histórico, hasta finales del primer semestre donde se comenzaron a percibir recurrentes bajas en los precios. Esta situación se mantuvo durante 2023 y, si bien se evidenciaron ciertos signos de recuperación, en lo más reciente, se volvieron a presentar caídas (con variaciones negativas de doble dígito de todas las empresas evaluadas).

Por el lado de la pesca, 2024 ha sido particularmente débil por menor disponibilidad del recurso, que se tradujo en menores volúmenes de captura.

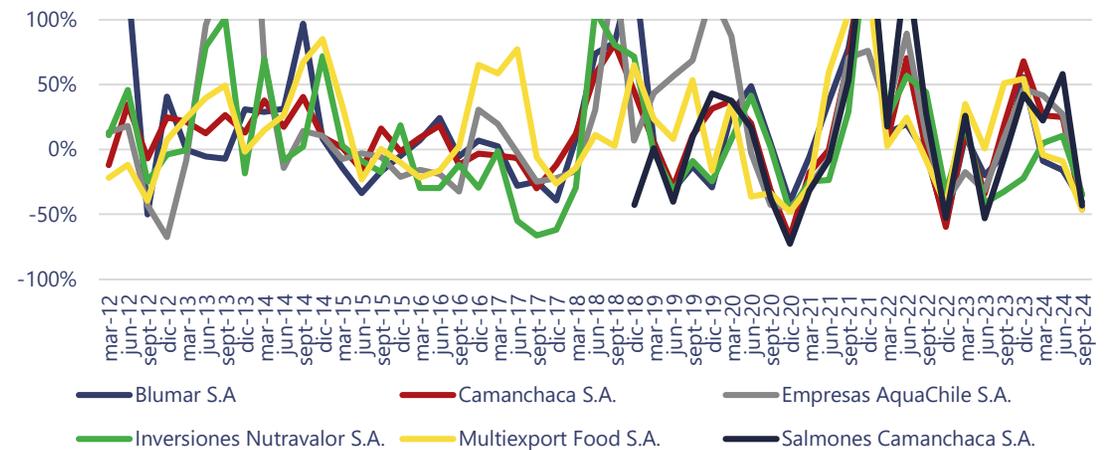


Ilustración 5: Variación trimestral ingresos respecto mismo trimestre anterior

Al analizar los ingresos anualizados, se exhibe un comportamiento bastante similar entre las empresas del rubro, lo que da cuenta de la exposición a variables exógenas como demanda, precio y condiciones de la economía.

En términos de escala, las principales firmas son AquaChile, con ingresos anualizados a septiembre de 2024 por \$ 1.385.900 millones, seguido por Camanchaca (\$ 671.687 millones), Multiexport (\$ 637.779 millones) y Blumar (\$ 493.931 millones).

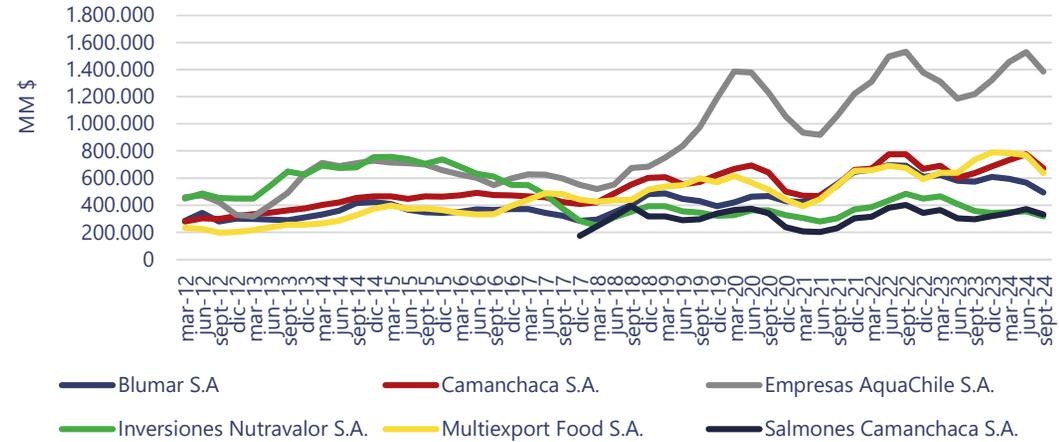


Ilustración 6: Ingreso anual móvil ajustado por inflación

### Evolución rentabilidad

El margen EBITDA<sup>2</sup> de las empresas del sector (flujos anualizados) ha evidenciado un comportamiento volátil en el horizonte de evaluación, con fuertes bajas a finales de 2020 – inicios de 2021 y una recuperación en los periodos posteriores. Cabe destacar que, en general, aquellas empresas con mayor exposición a la venta de salmones dentro de su portafolio de productos tienden a exhibir menores grados de estabilidad en sus márgenes. En consecuencia, el mayor nivel de volatilidad, medido a través del coeficiente de variación desde 2019 a la fecha se explica por Multiexport, Salmones Camanchaca y AquaChile.

<sup>2</sup> EBITDA calculado como ganancia bruta + otros ingresos + gasto de administración + otros gastos, por función + depreciación y amortización del ejercicio.

El margen EBITDA más estable es el de Blumar, empresa que mantiene una mayor diversificación en sus flujos al incorporar el segmento de pesca. Por otro lado, AquaChile obtuvo el mayor valor durante 2024 alcanzando un 13,7%.

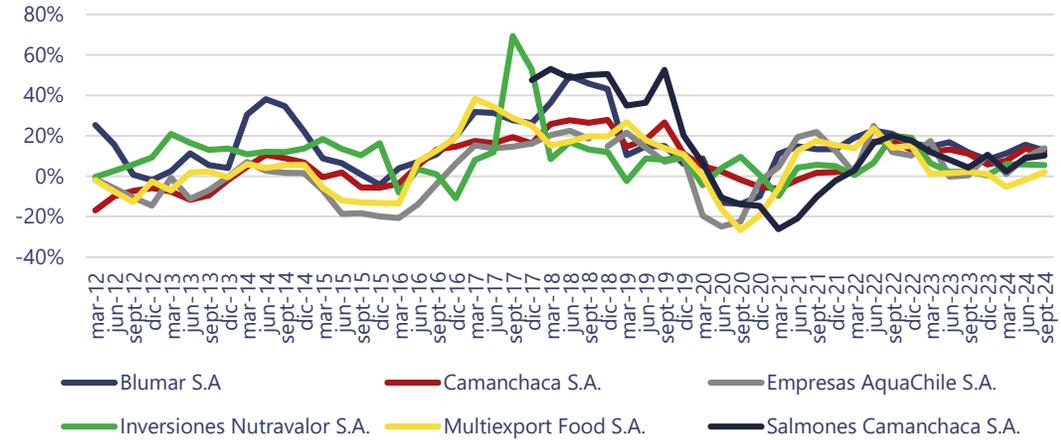


Ilustración 7: Margen EBITDA acumulado

Cabe mencionar, que dentro de las empresas que monitorea *Humphreys*, clasificadas en 25 industrias diferentes, las empresas del sector mantienen un comportamiento que se califica como “muy volátil” (considerando el coeficiente de variación del margen EBITDA y del ROA en distintas ventanas de tiempo). No obstante, los niveles de volatilidad son compensados, en parte, con mayores rentabilidades promedio en comparación a empresas de otras industrias (como *retail*, bebidas y alimentos, entre otras).

De esta manera, al analizar el ROA de estas empresas se aprecia que, en términos promedio (desde 2019 a la fecha), Multiexport Food es la sociedad que obtuvo un mayor valor, seguido de Salmones Camanchaca y Blumar. No obstante, en lo más reciente, la firma con mayor cuantía es Camanchaca S.A. con un 0,8%.

En los últimos años, luego de las caídas a raíz de la pandemia y sus respectivas consecuencias en los mercados internacionales, la rentabilidad sobre activos presentó una tendencia favorable hasta el 2023, año en que se produjo una nueva caída, de modo que algunas empresas de la industria expuestas al segmento del salmón exhibieron pérdidas del ejercicio. Al respecto, es importante destacar que, durante 2023, los ratios mencionados (margen EBITDA y ROA) se vieron fuertemente

afectados por disminuciones en los niveles de precio y mayores costos de producción (alzas en precio de alimento para peces y presiones inflacionarias que afectaron a los diferentes insumos y servicios utilizados en el proceso productivo). Esta situación se ha mantenido durante 2024, de modo que el ROA presentó un comportamiento volátil y, en lo más reciente, alcanzó valores negativos para la mayor parte de las empresas, excepto para Camanchaca y su filial Salmones Camanchaca (valores levemente positivos).

Como se mencionó anteriormente, el negocio de la pesca en 2024 se ha visto afectado por menor disponibilidad de pesca artesanal, lo que también afectó la capacidad de procesar harina y aceite, todo bajo un contexto de márgenes más débiles.

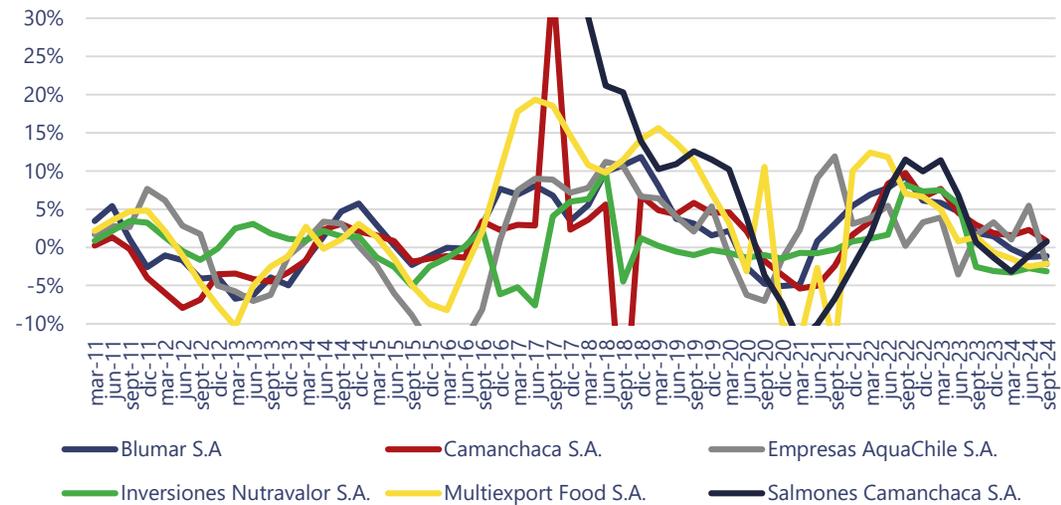


Ilustración 8: Rentabilidad sobre activo año móvil

## Endeudamiento y liquidez

El endeudamiento relativo de las compañías analizadas, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, tiende a ubicarse, dentro de los niveles más acotados en comparación con el resto de las industrias analizadas por *Humphreys*. De esta manera, AquaChile, a septiembre de 2024, era la firma con menor endeudamiento y presenta una marcada tendencia bajista (y manteniendo el liderazgo desde 2019), exhibiendo 0,3 veces en lo más reciente. El resto de las empresas mantienen un *leverage* en torno a la unidad (siendo el mayor, el de Multiexport con 1,3 veces en septiembre

de 2024). Cabe mencionar que, en general, se ha percibido una baja en el endeudamiento exhibido entre 2020 y 2021 por menores niveles de deuda financiera, a excepción de Camanchaca que presentó la tendencia opuesta en la deuda financiera.

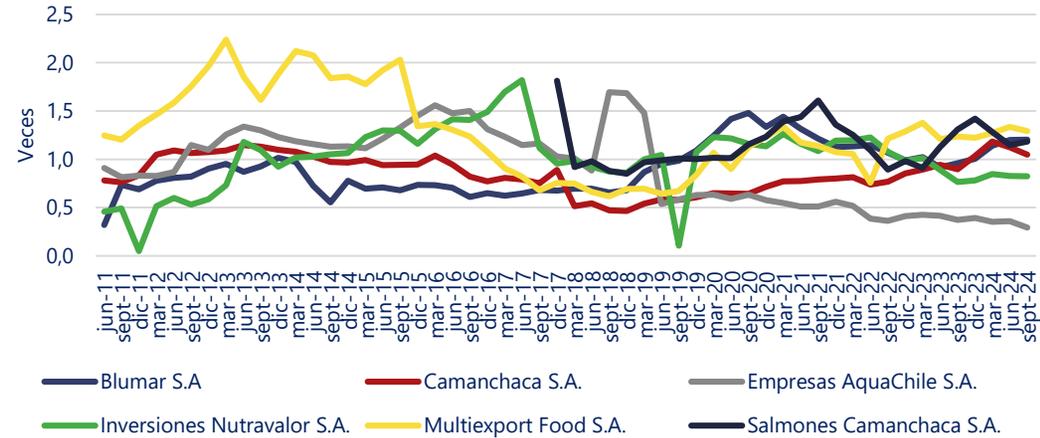


Ilustración 9: Pasivo exigible sobre patrimonio año móvil

Por otro lado, la liquidez de las empresas de la industria, medida como razón corriente (activos corrientes sobre pasivos corrientes) se ha mantenido por sobre la unidad en la mayor parte de los periodos, siendo Empresas AquaChile la entidad mejor posicionada con valores promedio en torno a 3,8 veces (desde 2019 a la fecha) y de 3,6 veces a septiembre de 2024 (le siguen Salmones Camanchaca y Camanchaca con 2,6 veces y 2,3 veces, respectivamente). En general, estas empresas tienden a mantener niveles de liquidez elevados dada su volatilidad, siendo los principales componentes del activo corriente los activos biológicos corrientes y del pasivo corriente las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar.

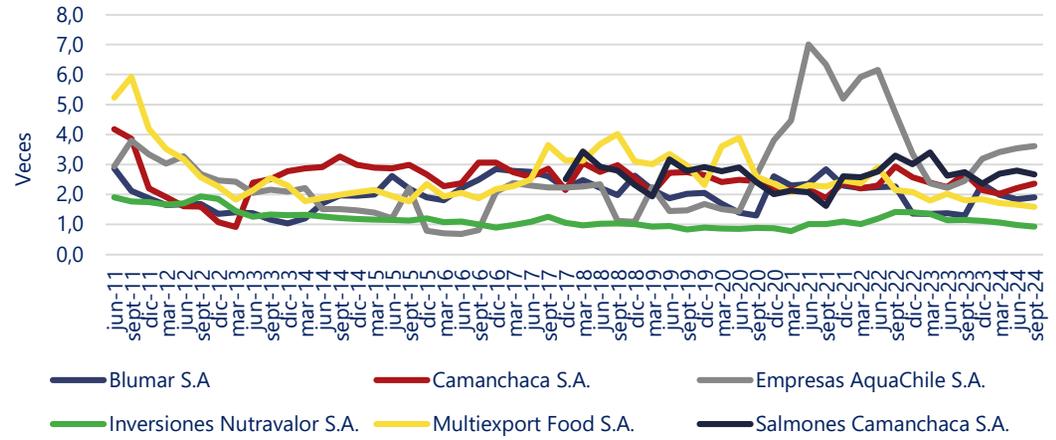


Ilustración 10: Liquidez