



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Industria de salmones

Comportamiento histórico 2012-2025

INFORME ANUAL

Patricio Del Basto A.
patricio.delbasto@humphreys.cl

Diciembre de 2025

Balance a septiembre de 2025

Según información reportada por empresas del sector, durante los primeros nueve meses de 2025 la oferta global de salmón atlántico creció un 13% respecto al mismo período de 2024, impulsada principalmente por la industria noruega y, en menor medida, por la chilena. Este incremento, el más alto registrado en los últimos años, ha presionado los precios, que se ajustaron a la baja en los principales mercados para Chile, como Estados Unidos y Brasil.

Al cierre de 2024, la industria salmonera chilena, representada por el grupo de empresas analizadas, alcanzó una producción cercana a 0,4 millones de toneladas WFE (Whole Fish Equivalent, equivalente a pez entero), lo que significó una contracción de 2,6% frente a 2023. Aun así, se mantiene como uno de los niveles más altos históricos, sólo superado por el récord de 2023 (0,5 millones de toneladas WFE). En contraste, el precio promedio del salmón continuó su tendencia a la baja frente a los años anteriores, estabilizándose en rangos moderados debido a la sobreoferta y factores comerciales, entre ellos ajustes arancelarios.

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 2025. 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. Multiexport Foods S.A. (Multiexport)

Cabe mencionar que Blumar y Camanchaca (controlador de Salmones Camanchaca S.A., entre otras entidades) participan en los negocios de pesca y acuicultura, mientras que AquaChile (empresa de propiedad del emisor Agrosuper S.A.) y Multiexport se enfocan principalmente en la venta de salmón en sus distintas presentaciones.

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 6,1% de importancia sobre el total 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 volumen de toneladas producidas alcanza cerca de 188,9 millones al año¹ (incluyendo peces, crustáceos, moluscos y excluyendo otros animales y plantas acuáticas), de las cuales 52,2% 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 178,9 millones de toneladas, en relación a los 188,9 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 más de la mitad en la actualidad.

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

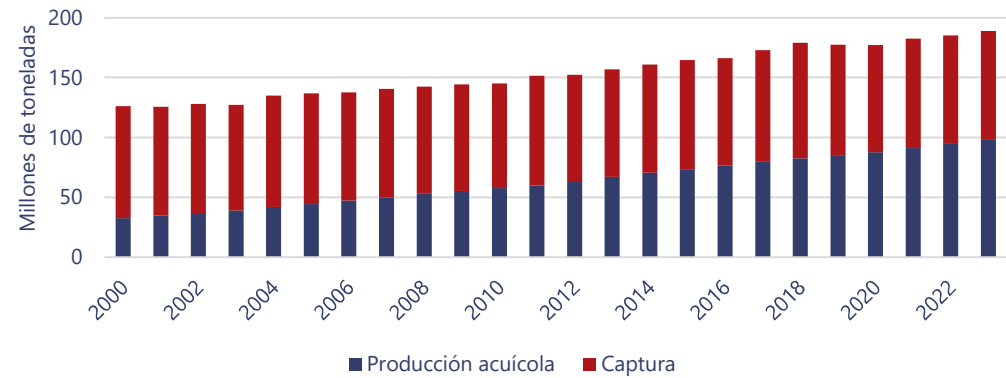


Ilustración 1: Desglose producción mundial (Incluye peces, crustáceos, moluscos y excluye otros animales y plantas acuáticas)

La producción mundial de salmón proviene principalmente de Noruega y Chile (con un 39,6% y 26,5% 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.

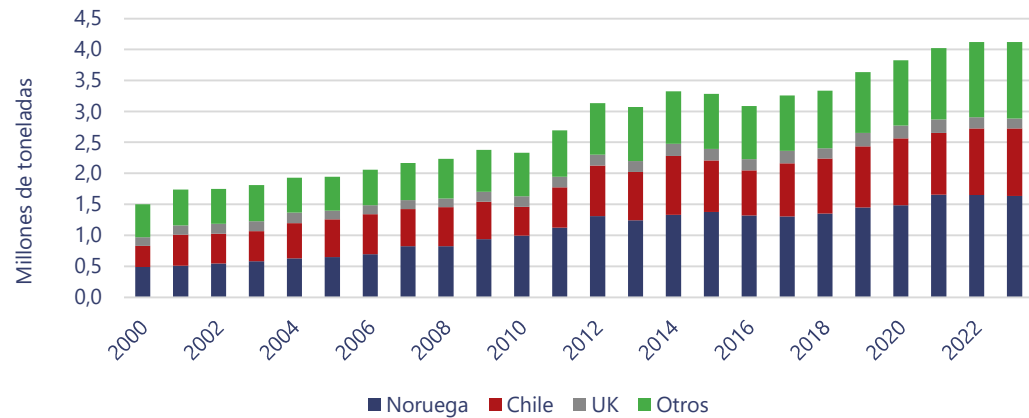


Ilustración 2: Producción acuícola por país (incluye Salmón del Atlántico, Salmón Coho y Trucha Arcoiris)

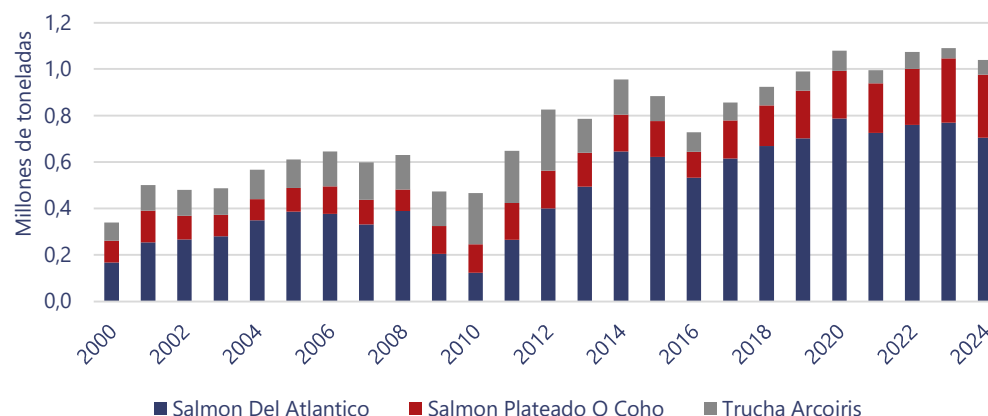


Ilustración 3: Desglose producción acuícola Chile

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.

A partir de 2023, comenzó una tendencia a la baja. La recuperación de la producción en Noruega y Chile, junto con mejoras en la logística y menor presión en costos, provocaron una corrección gradual. En 2024 hubo un repunte temporal por ajustes de oferta, pero volvió a caer, y en 2025 se consolidó en niveles más moderados por sobreproducción y factores comerciales como los aranceles.

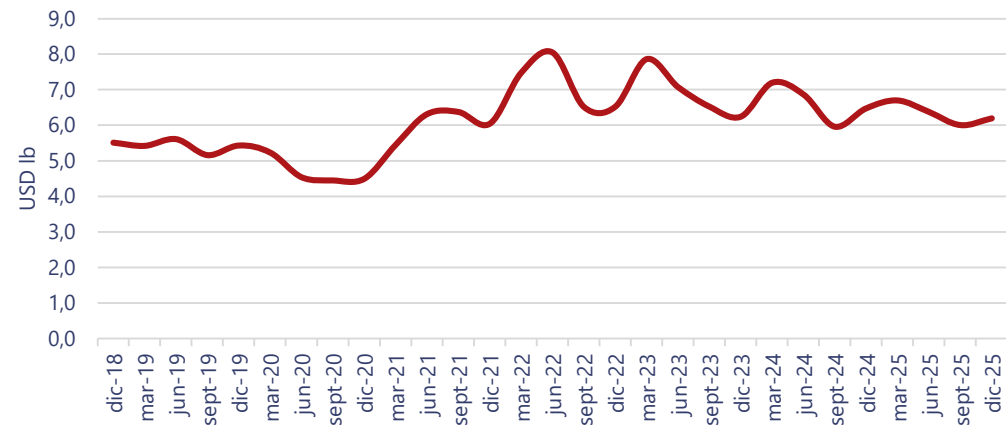


Ilustración 4: Precio de referencia del salmón (Índice de salmón fresco de Urner Barry)

Análisis de ratios financieros

Evolución de los ingresos

Al analizar los ingresos anualizados en términos reales, se exhibe un comportamiento bastante similar entre las empresas del rubro, lo que da cuenta de la exposición a variables exógenas comunes como demanda, precio y condiciones de la economía. Cabe mencionar que luego de la contracción de 2020 por efectos de la pandemia, las ventas crecieron fuertemente en 2021, exhibiendo alzas sostenidas hasta la fecha, impulsadas por la recuperación de la demanda internacional, la normalización de las cadenas logísticas y el aumento en los precios promedios del salmón. Sin embargo, tras los máximos históricos alcanzados en 2022, los precios promedios del salmón han mostrado disminuciones.

En términos de volumen de salmón, en 2023 las empresas analizadas mostraron incrementos liderados por AquaChile y Multiexport; sin embargo, esta última registró en 2024 una disminución en su cosecha, atribuida a tratamientos contra parasitosis, bajo desempeño de *smolts* y el diferimiento de parte de la biomasa. Por su parte, Blumar (segmento salmones) presentó una contracción en 2023 que se profundizó en 2024 debido a condiciones sanitarias adversas, mientras que Camanchaca (segmento salmones) también presentó una contracción, aunque con un fuerte repunte en 2024.

En cuanto a escala, las principales firmas son AquaChile con ingresos anualizados en septiembre de 2025 por \$ 1.908.800 millones, seguido por Camanchaca (\$ 897.178 millones), Multiexport (\$ 827.014 millones) y Blumar (\$ 769.577 millones).

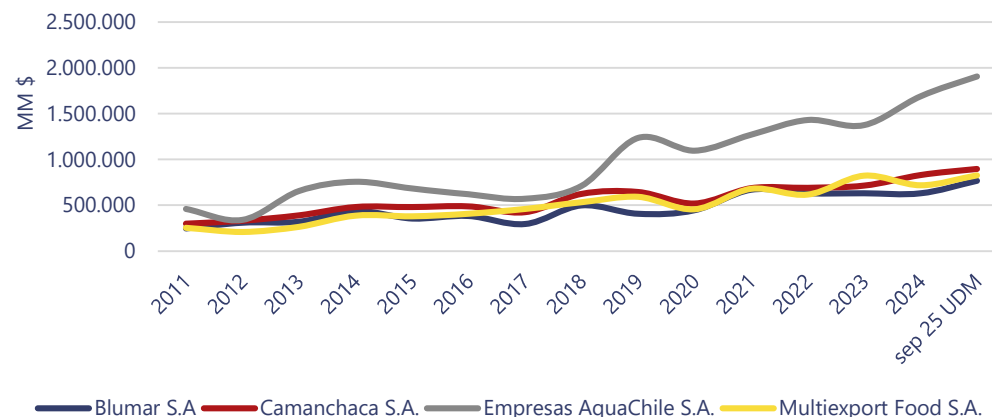


Ilustración 5: Ingreso anual móvil ajustado por inflación

Evolución rentabilidad

La rentabilidad sobre activo de las empresas del sector (flujos anualizados) presentó un comportamiento volátil, con fuertes bajas en 2020 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 han tendido a exhibir menores grados de estabilidad en sus márgenes (medido a través del coeficiente de variación² en distintas ventanas de tiempo). El indicador más estable lo presentó Blumar y Camanchaca, empresas que mantienen una mayor diversificación en sus flujos al incorporar el segmento de pesca. Por otro lado, AquaChile obtuvo el mayor valor durante los últimos doce meses terminados en septiembre de 2025, alcanzando un 11,2%.

² Para corregir la presencia de valores negativos y poder calcular el coeficiente de variación, se transforma la serie sumando 1 unidad a cada dato (es decir, se trabaja con el valor obtenido por cada indicador + 1).

Luego de las caídas a raíz de la pandemia y sus respectivas consecuencias en los mercados internacionales, la rentabilidad sobre activo presentó una tendencia favorable hasta el 2023, donde hubo una nueva caída. Al respecto, es importante destacar que, durante 2023, el ROA se vio fuertemente afectado 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).

Entre 2024 y los últimos doce meses terminados en septiembre de 2025, el resultado neto de las empresas mostró repuntes asociados a mejoras en el resultado bruto. En 2024, dichas alzas se reflejaron en el resultado bruto pre *fair value* para AquaChile y Camanchaca, y post *fair value* en Blumar y Multiexport, mientras que en 2025 la mejora fue pre *fair value* para todas las entidades.

En consecuencia, en lo más reciente la rentabilidad sobre activo alcanzó valores positivos para las empresas analizadas.

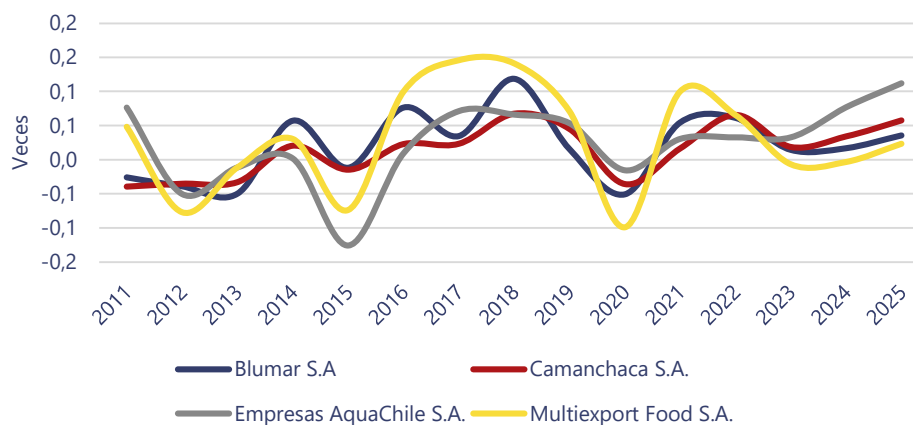


Ilustración 6: Rentabilidad sobre activo año móvil

Endeudamiento y liquidez

El endeudamiento relativo de las compañías analizadas, medido como pasivo total 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 2025, 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* que fluctúa en torno a la unidad (siendo el mayor el de Multiexport con 1,2 veces en septiembre de 2025).

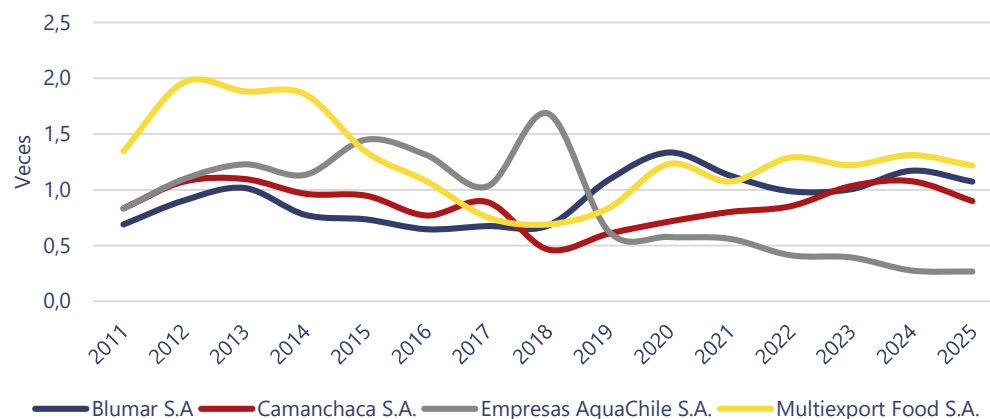


Ilustración 7: Pasivo total sobre patrimonio

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 4,7 veces en septiembre de 2025 y que se explica por su acotado nivel de deuda financiera (compuesta casi totalmente de pasivos por arrendamientos de largo plazo). 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.

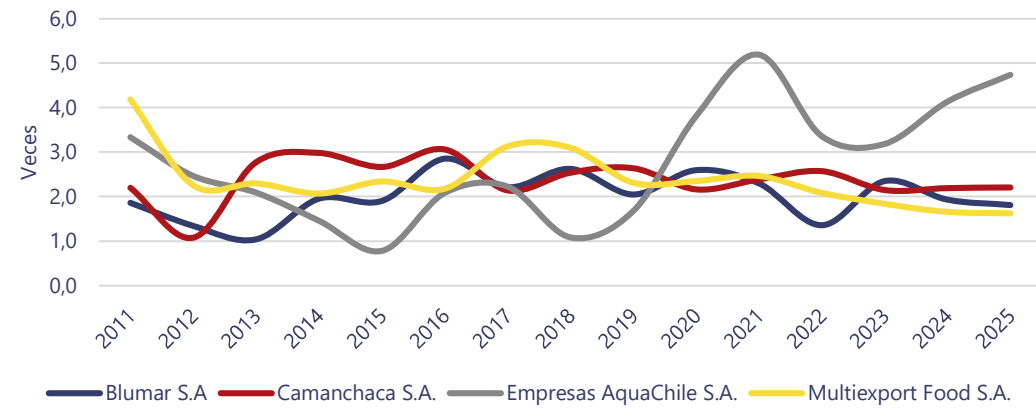


Ilustración 8: Liquidez