



Informe Sectorial

Sector Acuícola

Estudios EuroAmerica
miércoles 02 de marzo de 2011

Salmoneras en Chile se mueven a favor de la corriente

Un atractivo potencial de desarrollo

Desde principios de los años noventa, hemos observado una creciente industria en el área del salmón gracias a las nuevas tecnologías productivas que han propiciado un aumento en la oferta por sobre los stocks naturales. Además, el salmón cultivado ha superado largamente las capturas en aquellas zonas en donde se observa la especie autóctona y su cultivo se ha extendido a nuevas latitudes –entre ellas Chile– donde las condiciones son tan propicias como en su lugar de origen. Por el lado de la demanda, además del hecho que los históricos mercados consumidores de salmón han incrementado su consumo per cápita, nuevos centros de consumo se han desarrollado, en parte, gracias a la creciente oferta derivada de los efectos de la globalización y del cambio en los hábitos alimenticios del mundo.

Aunque esta industria se ha visto expuesta a fuertes problemas sanitarios debido al virus ISA –lo que generó una caída abrupta en los volúmenes producidos de salmón–, generando de esta forma variados efectos negativos para la industria, donde destacamos: i) mucha de la producción acuícola se dio por pérdida para las distintas compañías del sector, ii) fuerte caída en los márgenes y resultados operacionales de las compañías, (iii) dado el escenario anterior, se vieron obligados a financiar de manera externa parte de sus necesidades operacionales –capital de trabajo–, obligaciones crediticias y nuevas inversiones para recuperar lo perdido.

Varias son las preguntas que nos hacemos al mencionar la enfermedad, pero hemos querido remarcar tres de ellas: ¿Qué es el Virus ISA?, ¿Cómo afecta a los salmones? y ¿cómo se transmite?; la Anemia Infecciosa del Salmón (ISA en sus siglas en inglés) es una enfermedad que afecta al Salmón Atlántico. Esta enfermedad –que se presenta

principalmente en la etapa del ciclo que se desarrolla en agua de mar– no afecta a otros peces, moluscos o productos del mar. Tampoco se presenta en seres humanos y está científicamente demostrado que es una enfermedad altamente específica. Por otra parte y como todo virus, es una enfermedad contagiosa entre los peces de la especie Salmón del Atlántico, y de baja tenacidad en el ambiente. El agente patógeno se caracteriza por producir una mortalidad variable en la jaula de salmones infectada – iniciándose con expresiones de mortalidad diaria baja, haciendo muy difícil su detección inmediata, pero puede aumentar en relación a las temperaturas del agua a niveles más significativos (entre un 0,5 a 1%)–. Las vías de transmisión del ISA son de tipo horizontal: a través del agua, por contacto directo con peces infectados (mucus, sangre, vísceras, fecas), contacto con equipos y utensilios contaminados y también a través del piojo de mar (cáligus), el que actúa como vector biológico al portar pasivamente el virus.

La crisis del virus comenzó de manera muy leve a mediados de 2007, donde las mayores consecuencias en términos de volúmenes cosechados y sembrados se evidenciaron en los años 2009 y 2010, dando paso a la etapa más complicada que ha tenido que vivir la industria en casi 20 años de existencia. Pero es importante recalcar que desde mediados de 2010, las compañías del sector comenzaron a mostrar luces de recuperación, lo que se ha observado en una disminución en el número de mortalidades, aumento en los pesos promedio por cosecha y aumento en las siembras, tras el inicio de una nueva etapa en términos estratégicos, sanitario y regulatorio para este sector. Esto se ha visto reflejado en el cambio de perspectivas de los inversionistas respecto a este sector, comenzado a retomar nuevamente la confianza en la salmonicultura chilena. Lo anterior, se ha visto reflejado en aperturas bursátiles y aumentos de capital

Informe Sectorial: Sector Acuícola

observados durante 2010, además de mostrar rendimientos muy interesantes durante el año anterior.

Aunque nadie puede asegurar que los tiempos malos son parte del pasado, los años venideros debiesen caracterizarse por ser la gran muralla a sobrepasar para el nuevo sistema de producción de tan importante sector económico chileno, no sólo para las empresas del sector, sino también para el sistema regulatorio.

El presente artículo se divide en: análisis del sector en términos macro y análisis de las empresas del sector con cotización bursátil.

Análisis del sector en términos macro

Durante 2010 la industria salmonera mostró una recuperación vigorosa gracias a las mejoras en la situación sanitaria y a la nueva reglamentación a la que las empresas se van a someter. Pero en términos numéricos, las compañías aun no logran alcanzar los niveles pre crisis, donde incluso el año 2010 es el que muestra los menores niveles de exportación de salmón atlántico desde el 2000. Además, las compañías siguen reportando bajos ingresos gracias a los menores niveles de siembras después de la crisis del virus ISA.

Por otra parte, la situación internacional para la industria se muestra bastante positiva, dada la recuperación de precios por un mayor consumo y a nuevos mercados, así como la baja de stocks de salmones luego de la crisis vivida en Chile –segundo mayor productor mundial de este producto después de Noruega-. En los siguientes apartados mencionaremos las principales aristas del sector:

Virus ISA en cifras y sus implicancias

La industria **antes de la crisis** vivía una etapa donde se convivía con:

1) Prácticas productivas deficientes:

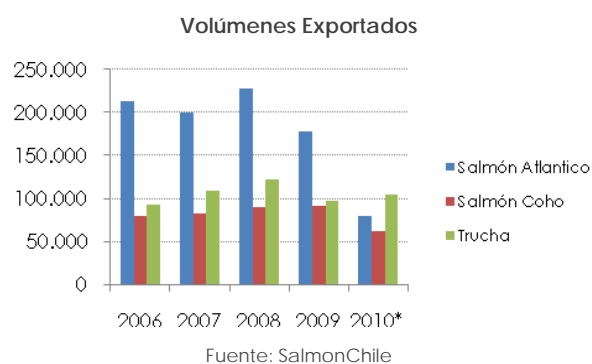
- Baja calidad *smolt*¹
- Altas densidades por centro de cultivo
- Ciclos productivos continuos
- Baja utilización de vacunas

2) Importación de ovas²

- 3) Inexistente coordinación entre los distintos centros productivos
- 4) Insuficiente regulación y fiscalización
- 5) Carencia de normas de bioseguridad

Los efectos que generó el virus ISA para el sector salmonero son claros, pero es importante considerar que las consecuencias difieren por especie, siendo el

salmón atlántico la única y la más perjudicada de todas. En las gráficas siguientes, podemos observar los volúmenes exportados por producto y por miles de dólares, donde se observa una caída de 22% en 2009 términos de volúmenes exportados, mientras que términos monetarios la caída alcanzó un 27% en igual año. En tanto, los otros productos salmoníferos como el coho y la trucha no mostraron mayor impacto al ISA, pero si vivieron malos momentos debido a un efecto de rebote del virus ISA –dado que la empresa vio aminorar sus ventas y producción de salmón atlántico, entonces debió recurrir a las ingresos de sus otros productos para cubrir las necesidades, tanto financieras como operacionales, de manera tal que debido disminuir su inversión en dichos productos–.



Por otra parte, es importante considerar que entre 2006 y 2008 –años donde los efectos del virus ISA aun eran tenues– los ingresos obtenidos por las exportaciones de salmón atlántico para la industria representaron en promedio un 63,09% (ver tabla 1) del total de ingresos obtenidos vía exportaciones. Esto tenía una implicancia muy importante, las empresas salmoníferas tenían muy concentrados sus ingresos en su producto estrella –el salmón atlántico-, lo que generó que los efectos de del virus ISA fueran letales para las distintas empresas del rubro, aun cuando sólo afectase a esta especie y no al resto.

¹ Salmónido juvenil en la época de pre-adaptación fisiológica y física para la vida marina.

² Huevecillos de algunos peces que se encuentran agrupados.

Informe Sectorial: Sector Acuícola

Tabla (1)

Año	Participación
2006	64,49%
2007	62,94%
2008	61,84%
Promedio	63,09%

Fuente: SalmonChile

Implicancias después de la crisis: la fuerte crisis incentivó a las distintas empresas del sector, así como al gobierno, al recurrir a diferentes medidas para mitigar el efecto negativo sobre el sector, donde podemos destacar las siguientes:

- (i) Nuevas medidas sanitarias y estrategias de producción por parte de las empresas del sector y el gobierno. Aquí podemos resaltar los siguientes puntos:

Estrategia productiva y Sanitaria:	<ul style="list-style-type: none"> • Restricciones a la Importación de Ovas. • Reproductores en pisciculturas durante todo el ciclo. • Producción de agua dulce (smolt) en pisciculturas en tierra. • Vacunación del 100% de los peces. • Desinfección aguas en pisciculturas. • Desinfección aguas de traslado. • Organización de centros de engorda en "barrios" "All in-All out". • Siembra a número final en centros de mar. • Límite en densidades de cultivo. • Ensilaje de mortalidad. • Medidas de bioseguridad en logística Centros-Puertos. • Cosecha en wellboats con desinfección de las aguas de salida. • Desinfección de riles³ en plantas de proceso.
Concesiones:	<ul style="list-style-type: none"> • Creación registro de concesiones. • Regula y limita el otorgamiento de nuevas concesiones. • Se establece un plazo de vigencia de concesiones: Antiguamente eran de forma indefinida, mientras que ahora son por 25 años -renovables-.

Fuente: Multiexport

Los objetivos principales de estas medidas son: (i) evitar replicar la enfermedad en los procesos reproductivos (ii) impedir el ingreso de nuevos patógenos que hoy no están presentes en Chile - donde la clave es la importación de ovas y sus restricciones sanitarias -, (iii) no mover patógenos de un lugar a otro - lo que conlleva a producir en sitios sanos, con carga mínima de patógenos en agua dulce y, a la hora de mover a agua mar, mover peces sanos y robustos-, (iv) generar descansos sanitarios. Esto tiene que ver con la forma de tratar a los peces en la primera fase del ciclo

productivo y (v) en las plantas de proceso deben existir los tratamientos en RILES, para evitar descargar patógenos al medio marino - lo anterior está compuesto en la práctica por alrededor de 44 medidas sanitarias que el gremio adoptó y el RESA, como estructura inicial, y una serie de programas sanitarios específicos-.

Sin embargo, hay dos aspectos relevantes que aun no son incorporados dentro de la normativa vigente: (i) no mover peces de mar a mar, pues esto posiblemente mueve enfermedades de un sitio a otro y (ii) la obligación de vacunar para las distintas enfermedades, no sólo en lo relativo al virus ISA.

Por último, es importante considerar que los efectos que generaran en el corto plazo estas nuevas medidas serán los aumentos de los costos unitarios de producción, derivados principalmente de la disminución en la densidad de los centros de cultivos, periodos de descanso para los distintos barrios, vacunación de los peces y una mayor fiscalización, entre otros. Pero aunque el incremento en el costo parece una mala señal *a priori*, toda esta alta inversión debiese llevar al sector a mantener su negocio estable en el largo plazo, sumado además a los buenos fundamentos que presenta este negocio, generando de esta forma un alto potencial para las acciones de este sector (la idea es replicar el éxito que ha generado Noruega en su lucha contra el virus ISA, para esto ver [Anexo 1](#)).

- (ii) Uso de los mercados de capitales y financieros para afrontar las distintas necesidades de financiamiento -operativo y financiero- .

El año 2010 estuvo marcado por el uso del mercado de capitales por parte las empresas del sector para encontrar la liquidez necesaria para financiar principalmente: i) necesidades de capital de trabajo, ii) inversión para la recuperación de la producción perdida por la crisis y nuevas inversiones, iii) pago de deuda excesiva en su estructura de capital.

Los casos más llamativos de este 2010 fue el aumento de capital de Multifoods e Invertec sumado a la IPO de Camanchaca -ver Tabla 2-. Este proceso de entrada al mercado de valores debiese continuar en 2011, donde las entradas más llamativas para las empresas acuícolas de Australis Seafood, Yadrán y AquaChile.

Tabla (2)

	Número acciones emitidas (MM)	Precio adjudicación	Capital levantado (US\$ MM)	% Propiedad
Multifoods	145	190	56	12,19%
Invertec	38	330	24	19,39%
Camanchaca	1327	82	224	28,50%

Fuente: Bloomberg y Bolsa Comercio de Santiago

³ Residuos Industriales Líquidos.

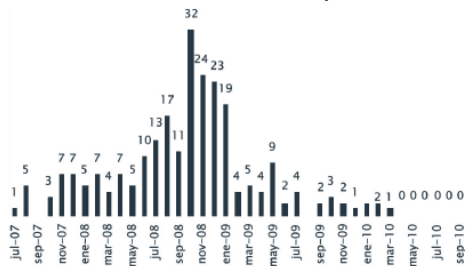
Informe Sectorial: Sector Acuícola

Primeras muestras de recuperación del sector

Luego de un gran periodo marcado por los malos resultados corporativos para este tipo de empresas, debido a la caída en la producción acuícola tras la arremetida del virus ISA y las consecuentes alzas en los niveles de endeudamiento de las distintas compañías del sector. Luego de aquello, las distintas empresas del sector junto con las autoridades respectivas, comenzaron a trabajar de manera conjunta para reestructurar la estructura productiva, enfocándose fuertemente en las mejoras en las condiciones sanitarias. El pasado 2010, observamos varios indicadores que muestran las primeras señales de recuperación del sector.

El primero de ellos es quizás uno de los más tranquilizadores, y se trata del número de casos virus ISA reportados, mes a mes, donde se observa un techo de 32 casos para octubre de 2008, donde después de esto observamos una clara tendencia a la baja en el número de casos -llegando incluso a niveles de 0 casos reportados durante 6 meses seguidos, según SERNAPESCA-, dando solidez a las nuevas reformas en términos de sanidad para el sector.

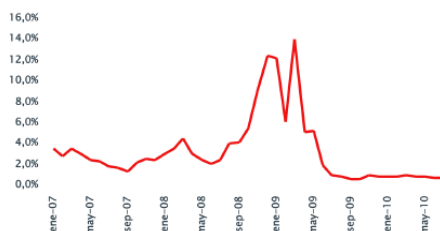
Número de casos de virus ISA reportados m/m



Fuente: Sernapesca, Camanchaca

En tanto, la evolución de la tasa de mortalidad también ha mostrado cifras bastante interesantes y alentadoras, donde observamos una caída sostenida de este indicador desde fines del primer trimestre de 2009 hasta mediados de 2010, llegando incluso a niveles pre-crisis.

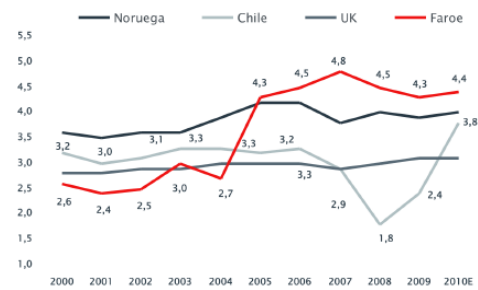
Evolución en Tasa de mortalidad Salmón Atlántico (%)



Fuente: Sernapesca, Camanchaca

Por otra parte, es importante considerar que el rendimiento de la producción ha mostrado fuertes alzas, de manera tal que hemos observado salmones de mayor engorda -luego de la crisis- por cada smolt cultivado, entregando a las diversas compañías un mayor desempeño de productivo.

Rendimiento por smolt de salmón atlántico (Kg/Smolt)



Fuente: Kontali, Camanchaca

Por último, según datos de Multifoods tenemos los siguientes indicadores productivos que nos dan una mayor evidencia de que el proceso de recuperación ya comenzó y va en un buen pie:

	Periodo de Crisis	Post-Crisis
Mortalidad Salmon Atlántico	> 5%	1% <
Peso promedio cosecha Salmon Atlántico	3-4 Kg	> 4,5 Kg
Factor de Conversión	1,3	1,55
Largo del Ciclo Salmon Atlántico (agua de mar)	18 Meses	22 Meses

Fuente: Multifoods

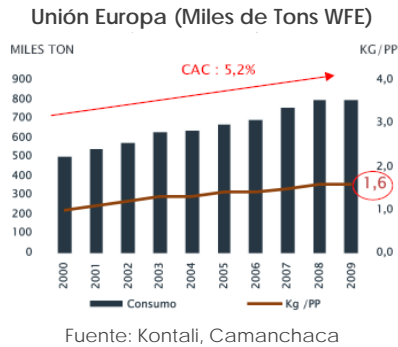
Principales Potenciales de crecimiento en la industria

Esta industria ha venido en constante crecimiento durante los últimos 20 años, gracias a los fuertes fundamentos que tiene la industria, en donde podemos destacar los siguientes:

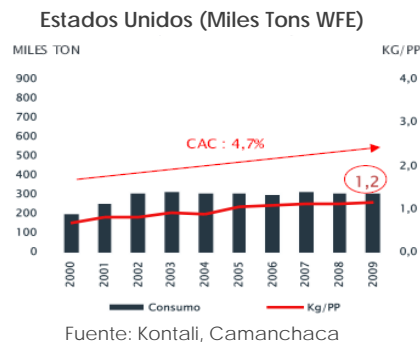
- i. Demanda Creciente impulsada por las nuevas tendencias mundiales de consumo -el crecimiento y enriquecimiento de la población mundial han aumentado el consumo de proteína animal en la dieta, lo que sumado a la preocupación global hacia una vida más saludable, ha generado cambios en los hábitos de consumo de la población hacia proteínas saludables y alimentos bajos en grasas, entre los que destacan los productos del mar. En los últimos 30 años, el consumo per cápita de productos del mar aumentó sobre 40%, que contrasta con la baja registrada por otras proteínas animales como carne de vacuno según datos de la FAO -.

Informe Sectorial: Sector Acuícola

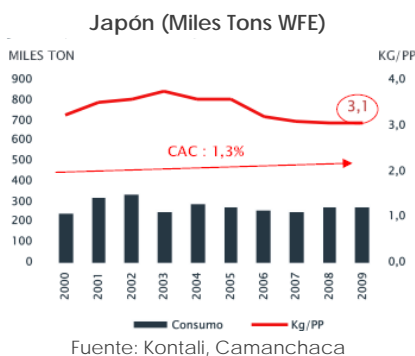
- a) Mercados Europeos (42% de la demanda): Demanda creciendo a pesar de incremento de precios.



- b) Estados Unidos (16% de la demanda): Consumo per cápita lejos de su potencial luego de la crisis sub-prime y la baja oferta tras la crisis en Chile.

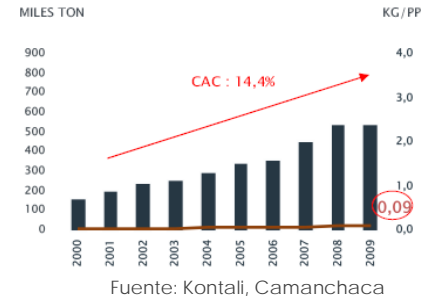


- c) Japón (14% de la demanda): Mercado maduro y niveles de consumo per cápita estables en el tiempo.



en su demanda-, Brasil -con alto desarrollo de mercado y alto potencial futuro-, además del resto de Latinoamérica -alto potencial sumado a la ventaja en costos de transporte-.

Nuevos Mercados (Miles Tons WFE) 27% Demanda



- ii. Chile el único país con el potencial necesario para abastecer la fuerte demanda. El principal productor mundial de salmón junto con Chile es Noruega, que en estos momentos está llegando a su nivel de capacidad potencial -en torno a un millón de toneladas-.

Producción de salmón en Noruega (Miles Ton. WFE)



Lo anterior lo podemos ver en la Tabla 3 donde destaca el fuerte crecimiento potencial que tiene la industria en el largo plazo -alrededor de un 150%-. Por otra parte, según estimaciones de la industria se estima un crecimiento anual de 3% en la demanda mundial, abarcada de forma mayoritaria por los productores chilenos.

Tabla (3)

País	2010E (M toneladas WFE)	Potencial de Crecimiento
Noruega	1000	15%
Chile	370>	150%
UK	142	10%
Canadá-EE.UU	140	6%
Otros	155	10%

Fuente: Multifoods

- ii. Nuevos y atractivos mercados, lo que genera un potencial de diversificación importante en los ingresos del negocio. Estos mercados representan alrededor de un 27% de la demanda mundial, y además, presenta un fuerte potencial de crecimiento en el futuro. Aquí destacan países tales como Rusia -presenta altísimas tasas de crecimiento

Informe Sectorial: Sector Acuícola

- iii. Las características del sur de Chile son ideales para el cultivo de salmón: Excelentes condiciones oceanográficas, adecuada amplitud térmica anual, mayor luminosidad solar y recurso humano capacitado a bajo costo.
- iv. Los niveles actuales del precio del salmón son altamente atractivos para la industria, gracias a las fuertes restricciones de oferta que vive hoy este sector.
- v. Proceso productivo integrado –reproducción, agua dulce, centros de mar y planta de proceso-, han permitido aminorar los costos de producción.

variabilidad de las temperaturas del agua de mar, fenómenos climatológicos, movimientos sísmicos, *boom* de algas, existencia de depredadores naturales y otros factores de la naturaleza que pueden dañar sus instalaciones productivas y/o biomasa, circunstancias todas que en determinado momento pueden afectar negativamente el crecimiento de la Compañía.

Principales Riesgos del negocio.

- i. Riesgos de mercado: En este ámbito, los principales riesgos que encontramos son las variaciones del precio de los productos finales –actualmente se encuentran relativamente altos gracias a las fuertes restricciones de oferta imperantes en la industria debido a la crisis del virus ISA en Chile-. Por otra parte, es importante considerar que el valor de los insumos en esta industria, sobre todo el alimento como la harina y aceite de pescado, son vitales debido a que representan alrededor de un 50% - 56% del total de costos y actualmente también se encuentran en niveles de precio relativamente altos. Por último, dado que gran parte de los ingresos de las empresas del sector están expresados en dólares, las compañías se ven expuestas a la volatilidad cambiaria.
- ii. Riesgo de Default: Existen muchas de las empresas del sector que están altamente apalancadas, siendo lo más llamativo los altos niveles de endeudamiento de corto plazo.
- iii. Riesgo fitosanitario: Los principales problemas que provienen de este ámbito se deben a que las medidas no sean correctamente adoptadas, renaciendo nuevamente el virus en la producción. Por otra parte, las medidas deben llevar a contener no sólo esta enfermedad, sino además preocuparse por otras tales como cáligos, SRS e IPN o aparición de nuevas enfermedades que no están presentes aún en Chile.
- iv. Riesgos operacionales: Las nuevas regulaciones tanto medioambientales como regulatorias podrían tener incidencia en los costos de la Compañía y sus resultados. Por otra parte, la industria salmonera está expuesta a riesgos de la naturaleza, tales como

Análisis de las empresas del sector con cotización bursátil

MULTIEXPORT FOODS S.A.

Descripción:

Multieport Foods S.A. participa desde 1988 en el sector acuícola nacional, dedicándose de manera integrada al cultivo, procesamiento y comercialización de salmones y truchas a través de su principal filial - Salmones Multiexport S.A. - y desde 2007 al cultivo y comercialización de mejillones a través de la filial Mylitis Multiexport S.A. Respecto a la estructura accionaria, Multiexport Foods se encuentra controlada en un 70,81% por la sociedad Multiexport S.A., con un *free float* de 29,19%. Por otra parte, es una empresa multinacional, abarcando la demanda de países industrializados como Estados Unidos, Japón y la Unión europea y desde hace algunos años ha incursionado en Brasil.

Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	Sep-10	Ene-10
Activos		
Activo Corriente	133.345	115.664
Activo no corriente	204.353	207.733
Total Activos	337.697	323.397

Pasivos		
Pasivo Circulante	48.889	56.023
Pasivo Circulante	202.331	200.092
Patrimonio	86.478	67.282
Total Pasivo y Patrimonio	337.697	323.397

Estado de Resultados (US\$ M)	2008	2009	Sep-10
Ingresos	205.207	179.709	41.935
Resultado Operacional	-76.212	-40.795	8.877
Utilidad Neta (Controladora)	-107.860	-55.454	4.720

Indicadores Financieros	2008	2009	Sep-10
Margen Operacional	-37,1%	-22,7%	21,2%
Margen Neto	-52,6%	-30,9%	11,3%

Ratios Financieros

P/U	29,47
-----	-------

B/L	3,33
-----	------

V. Libro Adj.	60,12
---------------	-------

Free Float (%)	29,19
----------------	-------

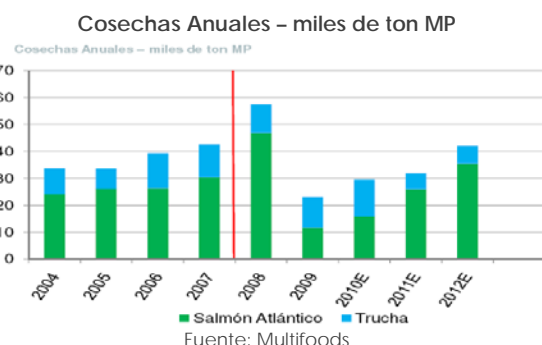
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

Principales Drivers:

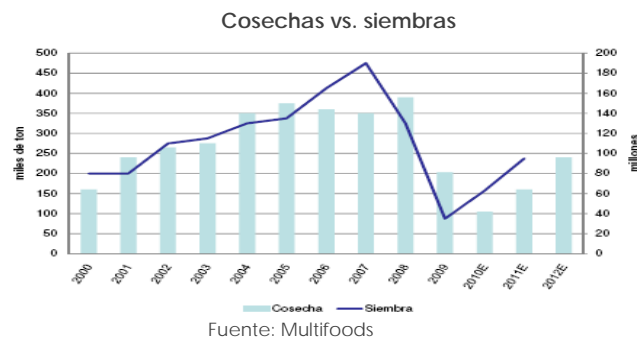
- Actualmente, Multifoods cuenta con 85 concesiones -lo que representa una capacidad potencial de 85.000 toneladas -, y la empresa espera que en los siguientes dos años aumentar su número de concesiones en un 17,65% llegando de

esta forma a 100 concesiones, lo que generaría una capacidad potencial máxima de 100.000 toneladas.

- Aumento sostenidos en la cosecha de salmón atlántico y trucha, llegando a niveles pre crisis entre los años 2013-2014, tal como se observa a continuación:

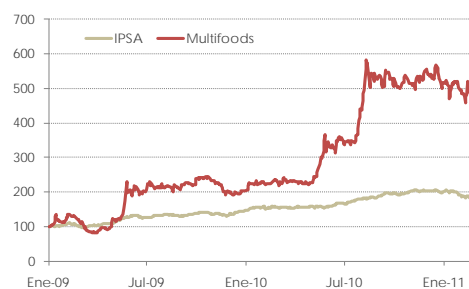


- En términos del salmón atlántico, la compañía busca no sólo aumentar significativamente los niveles de cosechas, sino también los de siembra.



- Aumento de Capital exitoso destinado principalmente a: (i) Financiamiento del plan de inversión, (ii) amortización extraordinaria de la deuda y (iii) otras inversiones del negocio.

Evolución precios Multifoods e IPSA (base 100)



Informe Sectorial: Sector Acuícola

INVERTEC PESQUERA MAR DE CHILOE S.A.

Descripción:

Inicia sus actividades en 1988 elaborando productos en base a salmón, enfocándose en canales de distribución masivos (supermercados, restaurantes y hoteles) en mercados internacionales como Europa, Japón y Estados Unidos. Caracterizada por tener una integración vertical en toda la cadena de producción y comercialización del salmón, incluyendo un aumento en la participación de la planta de proceso Invertec Sea Food S.A., que le permitió incorporar un mayor grado de valor agregado de sus productos; y de Acuicultura Lago Verde Ltda., empresa dedicada a la obtención de ovas, alevines y smolts, lo que le permitió poder desarrollar la primera parte del ciclo productivo del salmón.

Asimismo, actualmente cuenta con el 80% de participación de Invertec Ostimar S.A., empresa destinada a la producción de ostiones y moluscos en la IV región.

Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	Sep-10	Ene-10
Activos		
Activo Corriente	37.483	13.922
Activo no corriente	198.177	168.243
Total Activos	235.660	182.165

Pasivos	Sep-10	Ene-10
Pasivo Circulante	28.398	14.588
Pasivo Circulante	173.004	176.441
Patrimonio	34.258	-8.864
Total Pasivo y Patrimonio	235.660	182.165

Estado de Resultados (US\$ M)	2008	2009	Sep-10
Ingresos	80.531	59.379	24.540
Resultado Operacional	-85.512	-47.028	13.534
Utilidad Neta (Controladora)	-73.894	-45.255	7.498

Indicadores Financieros	2008	2009	Sep-10
Margen Operacional	-106,2%	-79,2%	55,2%
Margen Neto	-91,8%	-76,2%	30,6%

Ratios Financieros	
P/U	-
B/L	4,41
V. Libro Adj.	58,55

Free Float (%) 45,53
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

Principales Drivers:

- El aumento de capital que alcanzó un monto de US\$24 MM, fue destinado casi en su totalidad a la recuperación de capital de trabajo, específicamente en lo que respecta con la existencia de salmón atlántico, y una pequeña parte se utilizará para el proceso de adaptación de las nuevas medidas sanitarias.
- Actualmente, la empresa posee un total de 30 concesiones, las que en gran parte están siendo utilizadas bajo su capacidad potencial, siendo éstas su principal fuerza de crecimiento hacia el futuro. Cuenta con una capacidad instalada que se ha cuadruplicado en los últimos 4 años, con una inversión de US\$ 70 MM.
- Según estimaciones de la compañía, se espera para este 2011 un crecimiento de 192% en las toneladas cosechadas -llegando a niveles pre crisis durante este 2011 ó 2012-, donde el mayor repunte proviene del salmón atlántico que alcanzaría las 20.000 toneladas.
- La estrategia de establecer relaciones a largo plazo con clientes, ofrecer productos diferenciados con mayor valor agregado, y contar con contratos de venta a plazo fijo con precios y volúmenes conocidos, permiten que la empresa esté menos expuesta a la volatilidad de los ingresos y tener una mejor optimización en los costos operacionales.

Evolución precios Invertec e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg

Informe Sectorial: Sector Acuícola

COMPAÑÍA PESQUERA CAMANCHACA S.A.

Descripción:

Compañía que se dedica a la producción pesquera mediante la captura, acuicultura, procesamiento, comercialización y distribución de productos del mar en Chile y el extranjero. Por otra parte, con el fin de establecer una presencia cercana en los mercados estratégicos en los que se comercializan sus productos, la compañía ha establecido oficinas de ventas en Estados Unidos (Miami), Japón (Tokio) y Europa (Dinamarca), además de sus oficinas corporativas en Santiago.

Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	Sep-10	Ene-10
Activos		
Activo Corriente	141.195	172.952
Activo no corriente	323.536	344.716
Total Activos	464.731	517.668
Pasivos		
Pasivo Circulante	72.099	83.395
Pasivo Circulante	265.854	289.981
Patrimonio	126.778	144.292
Total Pasivo y Patrimonio	464.731	517.668

Estado de Resultados (US\$ M)	2008	2009	Sep-10
Ingresos	411.807	255.296	181.013
Resultado Operacional	-10.225	-40.803	6.269
Utilidad Neta (Controladora)	-48.835	-77.225	-17.514

Indicadores Financieros

Margen Operacional	-2,5%	-16,0%	3,5%
Margen Neto	-11,9%	-30,2%	-9,7%

Ratios Financieros

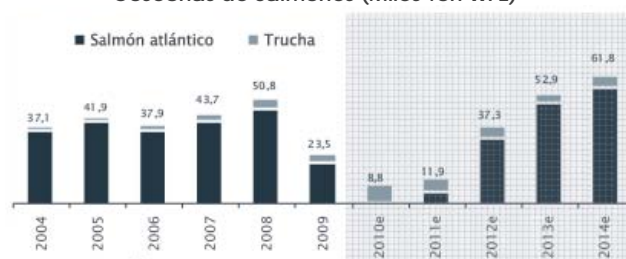
P/U	-
B/L	1,77
V. Libro Adj.	38,71

Free Float (%) 28,99
 Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

Principales Drivers:

- Un ambicioso plan de inversión tras la IPO, enfocado en 2 aspectos relevantes: (i) en lo que respecta a capital de trabajo, la recuperación de las existencias de salmón con una inversión estimada de US\$ 119 millones entre los años 2011-2014 y, (ii) aumentos en su nivel de activo fijo con la implementación de una planta congelados de jurel, a lo que se suman nuevos centros de mar para salmones, cuya inversión estimada bordea los US\$ 92 millones entre 2011-2014. Con este plan, la empresa espera llegar a niveles pre- crisis en el año 2013 y alcanzar un potencial de 75.000 toneladas para 2019.

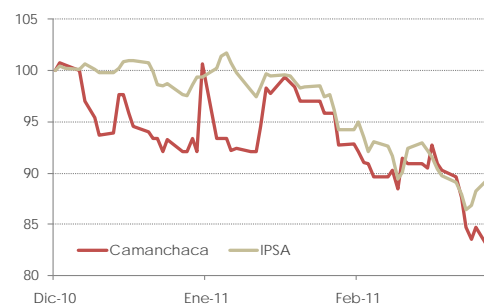
Cosechas de Salmones (Miles Ton WFE)



Fuente: Camanchaca

- Compañía diversificada en términos de lugares donde se comercializan sus productos, como en la canasta de bienes que se producen.
- En enero pasado, se anunció en conjunto con la empresa pesquera Bio-Bio la fusión de sus operaciones pelágicas, para enfrentar de esta forma la dramática reducción de un 76% de la cuota global de jurel y generar, de esta forma, economías de escala.

Evolución precios Camanchaca e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios Euroamerica, Bloomberg

Conclusiones

Tras una fuerte crisis sanitaria en el sector del salmón chileno, que ha hecho replantearse la forma de cómo se concibe este negocio en la industria local, el pasado 2010 se comenzaron a observar los primeros indicios de recuperación en la producción y en los niveles de productividad, lo que lleva a auspiciar que en el futuro los márgenes de las empresas que componen este sector aumenten y logren mayor estabilidad.

Los precios del salmón salar (atlántico) en los distintos mercados internacionales han mostrado una fuerte tendencia alcista en el último tiempo, explicado fundamentalmente por un shock de oferta –derivado de la baja producción nacional–. Lo anterior, ha logrado compensar el efecto volumen en los ingresos por ventas del sector (deprimidos volúmenes dado la crisis del virus ISA). En miras del 2011, debiésemos observar alzas en los niveles de producción, llegando a cotas pre-crisis entre los años 2012 y 2014, dependiendo por supuesto del caso particular de cada compañía.

Por otra parte, los atractivos niveles de precios del salmón debiesen ir disminuyendo paulatinamente a medida que Chile vuelva a posicionarse en el mercado internacional, pero se debe advertir que esta normalización se ubicaría –si bien bajo los actuales niveles– por sobre su media histórica. Finalmente, creemos que los resultados corporativos de estas compañías serán atractivos durante 2011, no sólo por sus fundamentos, sino por la baja base de comparación respecto a 2010.

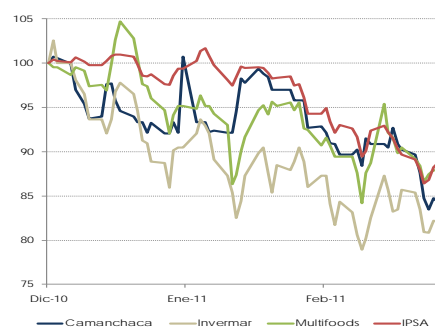
En lo que se refiere a los fundamentos de largo plazo, el gran aumento de la demanda (que según estimaciones debiese crecer en torno a un 3% anual) sería capturado casi en su totalidad por la producción chilena, dado que los principales productores –donde destaca Noruega– se encuentran muy cercanos a su capacidad potencial, esperándose un crecimiento potencial de alrededor de 150% para Chile en el largo plazo (Ver [Tabla 3](#)).

Es importante destacar además, que al igual que en otros sectores industriales, el pesquero no debería estar exento de eventuales nuevas fusiones y adquisiciones, lo que se sustenta en que la nueva normativa ha generado un alza en el nivel de costos, sumado a las eficiencias derivadas de las sinergias y economías de escala que éstas podrían producir, lo que hace pensar que serán los grandes actores los sobrevivientes y protagonistas futuros de esta industria.

Consideramos atractivo este sector, si pensamos además que con el cambio en la normativa de límites de inversión de las AFP, se tienen atractivas holguras para la inversión en este sector, particularmente en el caso de Invermar (aumento en el factor de concentración de 0,3 a 0,7) y Multifoods.

Finalmente se debe poner especial atención a las nuevas aperturas bursátiles proyectadas para este año de empresas del sector –donde destaca AquaChile–, las que podrían entregar atractivas alternativas de inversión según sea el negocio específico al que se dediquen, pues privilegiamos la acuicultura por sobre otros más relacionadas a pesca.

Evolución precios Acciones Sector Pesca e IPSA (base 100)



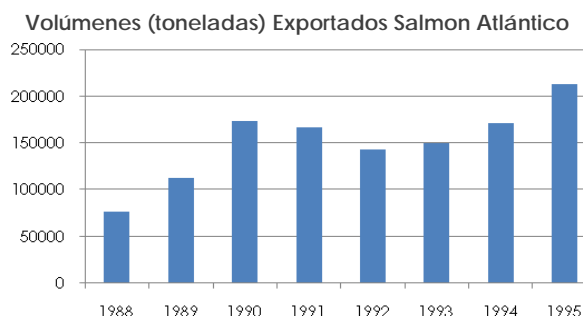
Fuente: Estudios Euroamerica, Bloomberg

Anexo

Anexo 1: Experiencia internacional exitosa del virus ISA: Noruega

La enfermedad se presentó por primera vez en el año 1984, y recién luego de 4 años se modificó la condición de esta enfermedad y fue trasladada al listado de enfermedades notificables en Noruega. El *peak* de la epidemia de ISA se produjo en el año 1990, cuando el virus fue detectado en 80 centros de cultivo. Ese año se implementó un fuerte plan llamado “*Stop ISA*” en que se adoptó un programa de control nacional.

Se inició además una recopilación de información hasta el 2002 lo que permitió diseñar un Plan de Vigilancia y Control. Posteriormente gracias a la información recopilada se adoptaron las acciones correctivas y preventivas en aspectos de bioseguridad y buenas prácticas. Los objetivos de estas medidas fueron 2 principalmente: (i) interrumpir la transmisión de la infección y (ii) reducir la presencia de brotes existentes. El resultado de esas acciones permitió disminuir la enfermedad a sólo dos brotes en 1994 y 1995, tal como se puede ver en la siguiente grafica:



Fuente: FAO

Departamento de Estudios EuroAmerica

Ximena García G.
Subgerente de Estudios
xgarcia@euroamerica.cl

Andrés Galarce H.
Analista de Estudios
agalarce@euroamerica.cl

Alfredo Parra R.
Analista de Estudios
aparra@euroamerica.cl

Marcelo Barrero C.
Analista de Estudios
mbarrero@euroamerica.cl

© Copyright 2010 EuroAmerica. Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción.

Este material fue preparado por personal de la Gerencia de Estudios de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar algún valor, acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ella sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivos contenidos en este material, son para la o las fecha(s) indicada(s), y pueden ser sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios, proyecciones y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales de cada lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo, objetivos de inversión e ingresos disponibles, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en los valores, acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, situación que no necesariamente puede o debe coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido es de propiedad de EuroAmerica, y no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin mencionar su fuente.

Las opiniones vertidas son solamente indicativas, utilizando información pública y las mejores herramientas financieras disponibles. EuroAmerica no se compromete a que la información vertida sea exacta ni completa. La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Prohibida su reproducción.