



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Multiexport Foods S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Benjamín Espinosa

Antonio González

benjamin.espinosa@humphreys.cl

antonio.gonzalez@humphreys.cl

FECHA

Abril 2022

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia Tendencia	A-1 Estable
Acciones (MULTI X) Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
EEFF base	31 de diciembre 2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
M US\$	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de actividades ordinarias	508.761	537.247	568.402	476.028	633.595
Costo de ventas	-367.107	-418.565	-478.368	-512.732	-533.607
Costos de distribución	-6.913	-8.019	-9.756	-9.985	-9.061
Gastos de administración	-11.932	-12.711	-16.440	-14.054	-18.039
Ajuste <i>Fair Value</i>	4.709	11.866	-344	-15.645	35.556
Costos financieros	-4.015	-4.622	-4.572	-6.728	-7.791
Utilidad del ejercicio	88.227	81.394	43.425	-74.148	65.989
EBITDA ²	140.426	116.538	83.547	-38.758	95.599

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS					
M US\$	2017	2018	2019	2020	2021
Activos corrientes	372.154	435.556	446.202	397.784	465.905
Activos no corrientes	199.366	205.899	220.414	246.623	246.459
Total activos	571.520	641.455	666.616	644.407	712.364
Pasivos corrientes	118.879	139.494	192.810	168.921	189.036
Pasivos no corrientes	127.046	122.228	111.095	186.923	179.846
Total pasivos	245.925	261.722	303.905	355.844	368.882
Patrimonio total	325.595	379.733	362.711	288.563	343.482
Total patrimonio y pasivos	571.520	641.455	666.616	644.407	712.364
Deuda financiera ³	101.072	89.176	117.195	203.133	166.349

¹ Clasificación anterior: Categoría BBB+.

² EBITDA reportado en los estados financiero de la compañía.

³ La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos desde el año 2019 en adelante.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Multiexport Foods S.A. (Multiexport Foods) es una sociedad chilena que, a través de sus filiales, se dedica a la producción y comercialización de salmónidos, abarcando el negocio completo, desde la reproducción hasta la distribución, siendo líder en las exportaciones chilenas de productos ahumados.

En 2021, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 634 millones, una utilidad neta de US\$ 66 millones y un EBITDA de US\$ 95 millones. A diciembre de 2021, la deuda financiera de **Multiexport Foods** ascendía a US\$ 166 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio es de US\$ 343 millones.

Humphreys subió la clasificación de riesgo de la solvencia de **Multiexport Foods**, desde “*Categoría BBB+*” a “*Categoría A-*” manteniendo su tendencia en “*Estable*”, dado el bajo nivel de endeudamiento observado en los últimos años. Así, entre 2018 y 2021⁴, el ratio calculado como deuda financiera sobre EBITDA⁵ se mantuvo bajo las tres veces, lo cual a juicio de **Humphreys** permite presumir que la compañía mantendrá dichos niveles en el largo plazo. Adicionalmente, posee un perfil de vencimientos acorde a los flujos obtenidos por la compañía, presentando holguras en los periodos de duración de la deuda. Junto con lo anterior, se valoran los resultados obtenidos durante 2021, alcanzando niveles incluso superiores a lo exhibidos en 2019.

La clasificación de la solvencia en “*Categoría A-*” y de los títulos accionarios en “*Primera Clase Nivel 2*”, se basa en el hecho que, dadas las restricciones propias del tipo de negocio, la compañía ha dispuesto en su oferta un adecuado *mix* de productos, de acuerdo a los requerimientos del cliente final. Con el objeto de reducir el impacto de la volatilidad del precio del salmón, parte de sus negocios están destinados a darle mayor valor agregado a la materia prima, como los productos ahumados.

Lo anterior también es complementado con la integración vertical que posee la empresa, estando presente desde la producción, lo que asegura la disponibilidad de materia prima, y el hecho de poder participar en la producción a través de reproductores propios reduciendo riesgos sanitarios.

La clasificación, además, incluye las ventajas de Chile como país productor de salmónes, con condiciones climáticas y geográficas que han hecho de nuestro país el segundo mayor productor a nivel mundial, concentrando junto a Noruega cerca del 77,4% del total de la producción mundial de salmón atlántico para 2021⁶.

Por otro lado, como factor positivo se incluye el potencial alcance y crecimiento esperado de la compañía en el mercado asiático, el cual se podría facilitar con su socio MIT-Salmón Chile Spa y la disminución del crecimiento esperado de la oferta.

⁴ A excepción de 2020, año excepcional dado los efectos de la crisis provocada por el Covid-19.

⁵ Sin *Fair Value*.

⁶ En base a la información entregada de la compañía y Kontali.

Multiexports Foods de manera adicional posee un comité de sustentabilidad, donde muestra su compromiso con el medio ambiente y la comunidad y, de acuerdo a lo informado por la compañía está rankeado en los dos principales índices de sustentabilidad (Dow Jones Sustainability Index⁷ y FAIRR⁸).

La clasificación también considera que la oferta chilena ha mostrado un importante grado de estabilidad, la cual se estima se mantenga en el futuro, como resultado del nuevo marco normativo que rige a la industria, y que desincentiva incrementos abruptos de producción. Por otro lado, se espera un crecimiento y aumento de la demanda en Chile y el mundo justificado por un cambio en los hábitos alimenticios y las propiedades del salmón en los beneficios de salud.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Multiexport Foods** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces que, sumado a los desastres naturales pueden traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la biomasa de peces en engorda en mar, resultando en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas, recordando que el proceso completo de crianza de un salmón puede superar los dos años. Sin perjuicio, dentro de este contexto propio del sector, se reconocen las buenas prácticas de la empresa en el manejo de su biomasa lo cual, si bien no elimina, reduce la probabilidad de una manifestación severa de este tipo de riesgo.

También restringe la clasificación la exposición que tienen los ingresos al precio internacional de los salmónidos, variable que se encuentra fuera de su control. Por corresponder a bienes *commodities*, los resultados de la empresa se ven expuestos a las variaciones que ellos experimentan. Cabe destacar que la empresa, ha buscado atenuar el impacto de esto, destinando recursos a la exportación de productos de valor agregados, los que muestran mayor estabilidad en sus márgenes, aspecto que califica positivamente la clasificadora.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, aumentando el último año donde Estados Unidos representa el 57,1% de los ingresos totales de la compañía para el 2021 (48,7% durante 2020).

Un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las regulaciones al sector, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que el modelo productivo establecido por la empresa y los acuerdos alcanzados por la industria, implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos. Tampoco se desconoce que las regulaciones podrían incentivar la consolidación del sector, lo cual podría repercutir en una oferta más controlada y, por tanto, con menor probabilidad de impactar abrupta y negativamente el precio del producto.

⁷ Ranking global de sustentabilidad con bases en criterios ambientales, económicos y sociales de largo plazo.

⁸ Índice que analiza el comportamiento de productores de proteína del mundo en términos ambientales, sociales y gobiernos corporativos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

Fortalezas complementarias

- Crecimiento de la demanda mundial sustentado en los beneficios del salmón para la salud.
- Modelo de negocio que, dada las restricciones propias de la actividad, reduce los riesgos sanitarios y favorece la selección de especies de mejor rendimiento.
- Adecuada *mix* de productos que atenúan la volatilidad del precio del salmón.

Fortalezas de apoyo

- Asociación con Mitsui & Co. (U.S.A.) Inc., lo que le permite aprovechar su experiencia y canales de distribución en el mercado asiático.

Riesgos considerados

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

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2021

En el período de enero a diciembre de 2021, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US\$ 633,6 millones, lo que implicó un aumento de 33,1% respecto a 2020, explicado, en parte, por la recuperación y aumento del precio de venta que creció un 29,4%, lo cual, principalmente, obedece al crecimiento en la demanda del sector *retail* y el fortalecimiento de las ventas en Estados Unidos y Brasil. Los costos de venta, por su parte, se incrementaron en 4,1% en el período lo que se explica principalmente por el alza de la materia prima dado los efectos del COVID-19 y a la inflación presentada en el país. Producto de los factores anteriores, la ganancia bruta exhibió un valor de US\$ 135,5 millones, que se compara favorablemente con el valor negativo de US\$ 52,3 millones exhibido en 2020.

Los gastos de administración aumentaron en 28,4%, totalizando US\$ 18,0 millones a diciembre de 2021. De esta manera, el resultado de las actividades operacionales durante 2021 alcanzó un valor de US\$ 96,9

millones, lo que también se compara positivamente y muestra una recuperación respecto al resultado registrado en 2020 (US\$ 92,9 millones).

El resultado del ejercicio de 2021 correspondió a un valor de US\$ 65,9 millones, en tanto que el EBITDA a igual período alcanzó un valor de US\$ 95,6 millones. Con respecto a la deuda financiera reportada para diciembre 2021 finaliza en US\$ 166,3 millones un 18,1% menor al año anterior, con un patrimonio de US\$ 343,5 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A⁹

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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría

Primera Clase Nivel 2

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

Tendencia Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Fortaleza de Chile en producción de salmónidos: Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmones y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, calidad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo y cercanía en la producción de insumos utilizados en la producción de alimentos para peces, entre otras. Estas circunstancias, sumado a la experiencia adquirida de errores del pasado, se traducen en una ventaja frente

⁹ Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas.

a otros competidores, en particular en términos del tiempo empleado de engorda y del rendimiento de los peces, lo que finalmente se debiera traducir en mejores rendimientos en términos de eficiencia. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 25%¹⁰ de la producción mundial, según datos al 2021, concentrando junto a Noruega el 77,4%.

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO) y la Organización para la cooperación y el desarrollo económico (OCDE)¹¹, en 2021 proyecta que el consumo a nivel mundial de pescado comestible crezca cerca de 14,8%, con una tendencia de crecimiento presente en todos los continentes, a lo anterior se le agrega la importancia del mercado asiático, el cual espera a 2030 concentrar cerca del 72% del consumo mundial de pescado de alimentación y un 37% del total global de pescado en general, junto con las perspectivas futuras confirmando esta tendencia, se ve reforzado el crecimiento de la demanda por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana. En efecto, el consumo aparente mundial per cápita de pescado se proyecta de 21,2 kg en el año 2030, superior a lo obtenido en el periodo entre 2018 y 2020 donde el promedio finalizó en 20,5 kg. Para el caso del consumo de salmón en particular, este se ve impulsado por distintos factores como menciona el reporte “*Salmon Farming Industry Handbook 2021*” de *Mowi*, dentro de los que podemos encontrar el crecimiento de la población mundial, los beneficios a la salud, el cambio climático y su producción sustentable, entre otros.

A nivel mundial, se observa un crecimiento en la producción durante todo el periodo de 2017 y 2021, mostrando durante el periodo un incremento de 28,1% y hasta un 8,5% anual para el 2019 respecto al año anterior. Por otro lado, la producción nacional ha mostrado tasas de crecimiento entre 6,2% y 19,4% entre el periodo de 2017-2020, sin embargo, se aprecia una disminución de 7,3% para el año 2021. Lo anterior, podría ser explicado por las perspectivas futuras de la oferta de salmón, que se proyectan con bajos crecimientos¹².

Integración vertical: La estrategia de integración vertical de la compañía permite asegurar la disponibilidad de materia prima y capacidad de procesamiento. Por otro lado, el participar en el proceso de producción de las ovas a través de reproductores propios, disminuyendo la importación de éstas, protege a la compañía de la posible entrada de virus; situación que se ve reforzada al contar con un programa de selección genética que chequea de manera individual a los reproductores verificando el cumplimiento de las condiciones sanitarias. Asimismo, se ha iniciado la operación de la planta Multisea para la producción de post *smolts* que permite iniciar el uso de tecnología de *Land Based Farming*.

Mix de productos: El modelo de negocios de la compañía considera la elevada volatilidad en el precio del salmón, y como medida para mitigar esto y no exponer el 100% de sus ingresos a estas fluctuaciones, participa en el negocio de los productos ahumados y otros productos de valor agregado, los cuales le generan un margen mayor a la compañía. Los productos de valor agregado representaron cerca de un 65% del total de ventas de la compañía de 2021.¹³

¹⁰ Fuente: Kontali.

¹¹ Fuente: OECD-FAO Agricultural Outlook 2021-2030, OECD/FAO (2021), OECD-FAO Agricultural Outlook 2021-2030, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/19428846-en>.

¹² Fuente: Kontali e informe de DNB 2022.

¹³ Las ventas por valor agregado incluyen filetes de salmón junto con porciones y productos ahumados.

Asociación con Mitsui & Co. (U.S.A) inc: La compañía en el año 1995 realiza una alianza estratégica con Mitsui & Co. potenciando su venta y comercialización de salmones y truchas en el mercado asiático, luego durante el año 2013 se concreta el *Joint Venture* entre Salmenes Multiexport S.A y Mitsui & Co. que le permite aprovechar su experiencia y canales de distribución en el mercado asiático, Mitsui & Co. actualmente es accionista de Salmenes Multiexports S.A. A lo anterior también se le suma las perspectivas positivas del potencial nuevo socio Cargill Chile Holdings Spa.

Factores de riesgo

Exposición a riesgos de la naturaleza: La industria salmonera, al igual que algunas agroindustrias, se encuentra constantemente expuesta a los riesgos de este tipo. Dentro de ellos no sólo se encuentra la posibilidad de nuevos brotes de ISA o mutaciones de éste, sino otros tales como el *Bloom* de algas reportado, en lo más reciente, en abril de 2021, sin poder descartarse la aparición de nuevas enfermedades. La mitigación de este riesgo depende tanto de la gestión de la compañía, como del adecuado actuar en las concesiones vecinas, para lo cual se reconoce la relevancia de las medidas que tanto la industria como la empresa misma han tomado en los últimos años con el objeto de mitigar este riesgo, detalladas más adelante en este informe cuando se analiza la industria.

Volatilidad del precio de salmónidos: Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, productor relevante a nivel mundial, debido al ataque del ISA en 2008-2009, hasta alcanzar, de acuerdo al FMI, un valor de US\$7,92/kg. Posteriormente, durante el mismo año, el precio cayó a US\$4,13/kg. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que, por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015, llegando a US\$5,02/kg. Durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial. Incluso sin ir más lejos, luego de haber registrado un valor de US\$ 8,43/kg en enero de 2020, el precio cayó a US\$5,23/kg en octubre de 2020, luego en mayo 2021 el precio supera nuevamente los 8 dólares por kilo llegando a US\$ 8,04 /kg¹⁴.

Concentración de exportaciones por países: Actualmente **Multiexport Foods** concentra gran parte de sus exportaciones en el mercado norteamericano, específicamente en Estados Unidos, país que representó el 57,1% de las ventas totales de la compañía del 2021 (48,7% en 2020) y que, dadas las políticas económicas expansivas que se implementaron y como se estimaba, la actividad económica mostró un importante repunte, que se tradujo en un incremento de las ventas de **Multiexport Foods** que se orientarían a ese país. Ante este escenario, cualquier evento que afecte las ventas a este mercado, podría impactar en forma importante a las ventas totales y por ende, al flujo de caja. Por otro lado, se reconoce,

¹⁴ Fish (salmon), Farm Bred Norwegian Salmon, export price, centavos de dólar americano por kilogramo (extraídos de <https://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=pescado>, ocupando como fuente al fondo monetario internacional)

además, la importancia de Brasil en las ventas en los últimos periodos de la compañía, llegando a 18,5% de las ventas en 2021.

Regulación del sector salmonero chileno: Aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces, 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 otro lado, como se mencionó anteriormente, la demanda ha exhibido un crecimiento y se espera continúe aumentado, lo que podría provocar escenarios favorables para la industria, en especial en el precio de venta del producto.

Antecedentes generales

La compañía

En 1987 inició sus actividades productivas Alimentos Multiexport S.A., sociedad cuyo objeto era la captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos de exportación. En 2007 se constituyó **Multiexport Foods S.A.** como resultado de una reestructuración de la compañía, siendo ésta, a partir de ese año, la sociedad que agrupa todo el negocio acuícola del grupo.

Actualmente **Multiexport Foods S.A.** controla el 76,6% de Salmones Multiexport S.A, siendo el otro 23,4% perteneciente a la empresa MIT-Salmón Chile Spa, por otro lado, el mayor controlador de **Multiexport Foods S.A.** para diciembre 2021 es Multiexport dos S.A. con el 50,1% de las acciones, seguido por Multiexport S.A y Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión que concentran el 9,55% y 5,64% de las acciones.



Ilustración 1: Malla societaria¹⁵

Composición de los flujos

Multiexport Foods reconoce como única línea de negocio al segmento de salmones y truchas la cual cubre la totalidad de las ventas, sin embargo, se distingue los ingresos por destino de exportaciones haciendo distinciones por país, donde Estados Unidos representa cerca del 57,1% de las ventas en 2021 y Brasil en segundo lugar con un 18,5%.

Para 2021 se aprecia una disminución en la diversificación, la cual se da pese al crecimiento de los ingresos ya que en Estados Unidos se presentó un crecimiento en los ingresos de un 56,1% dada las mejores condiciones y oportunidades presentadas en el mercado, mientras que el mercado asiático presentó una disminución de 50,1% y Chile una disminución de 19,2% del total de las ventas de la compañía.

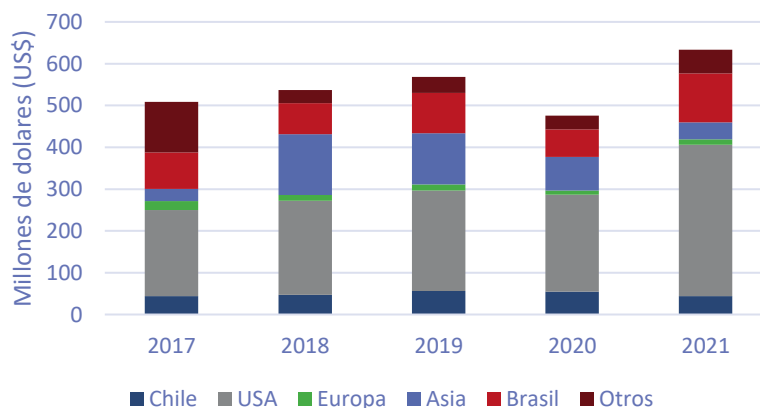


Ilustración 2: Distribución de ingresos por área geográfica (2016-2021) ¹⁶

¹⁵ Extraído de la memoria anual 2021.

¹⁶ Para el año 2017, Brasil se encuentra dentro de "Otros".

Descripción del negocio

Multiexport Foods tiene como principal negocio la elaboración de productos en base a salmón para los mercados de América, Asia y Europa centrado en Estados Unidos y Brasil, de acuerdo con los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. El modelo de la compañía está integrado verticalmente puesto que abarca todo el proceso, desde la reproducción en agua dulce hasta la cosecha en agua de mar.

En el negocio del salmón se trabajan tres variedades distintas (atlántico, trucha y coho), las que tienen distintos ciclos de producción, se orientan a diferentes mercados y se traducen en distintos tipos de productos, es importante mencionar que la compañía realiza la compra de trucha (no su producción) como materia prima para los productos de valor agregado y que, durante el año 2021 se detuvo la producción de coho.

En el caso del salmón Atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Estados Unidos y Brasil. En el caso de Estados Unidos la distribución se hace a través de la filial Multiexport Foods Inc. USA, y representa una porción importante de los ingresos del grupo (57,1% de las ventas de 2021), llegando al sector *retail* y *food service* a través de clientes desde que se iniciaron las operaciones en ese mercado en 1991. Las ventas de la compañía se concentran en el salmón atlántico, en 2021 representa el 98,8% del total de la producción y la trucha arcoiris cuya importancia relativa es del 1,2%, dado que el 2021 la producción del coho se detuvo, en 2020 el salmón atlántico representó el 95,2%, el coho un 3,9% y la trucha un 0,9%.

El proceso productivo del salmón, desde la ova hasta la cosecha, requiere 20 a 30 meses en total, dependiendo de la especie. La compañía cuenta con reproductores propios, los que dan origen a las ovas, el primer eslabón de la cadena, las cuales son criadas en agua dulce, para ellos la empresa cuenta con pisciculturas en tierra, donde se lleva a cabo el proceso de alevinaje y de smoltificación. Cabe destacar la tecnología de punta con que cuentan las pisciculturas que permiten un exhaustivo control de calidad en cada una de las etapas de esta fase. Cuando el pez alcanza los 80 gramos, se denomina *smolt* y luego cuando el peso se encuentra entre 150gr y 200gr ya está en condiciones de iniciar el proceso de engorda en agua de mar, para esto **Multiexport Foods** cuenta a la fecha con 106 concesiones, entre la X y XII región, distribuidas en un adecuado *mix* de barrios para enfrentar los descansos sanitarios y mantener una producción estable. El proceso de engorda culmina cuando los salmones alcanzan un peso adecuado (en torno a 5 kilos para el salmón atlántico y entre 2,5 y 3 kilos para la trucha y el salmón coho), a partir de ese momento comienza la cosecha.

Una vez cosechado el salmón, y con el fin de darle valor agregado al producto, comienza la etapa de procesamiento, para esto, **Multiexport Foods** cuenta con dos plantas: una dedicada a la elaboración de productos frescos y congelados, y otra de productos ahumados, con una capacidad instalada conjunta de aproximadamente 80 mil toneladas de materia prima al año, junto con el procesamiento en plantas externas. En lo más reciente, ha comenzado a operar una planta en la XII región en conjunto con la empresa Blumar, y podrá operar 60.000 toneladas de productos frescos y congelados. Un tipo de procesamiento especial lo constituye el negocio de los productos ahumados que ya cuenta con más de veinte años de experiencia y que la compañía vende directamente al consumidor en las principales cadenas de *retail* de Estados Unidos y Japón.

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 Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

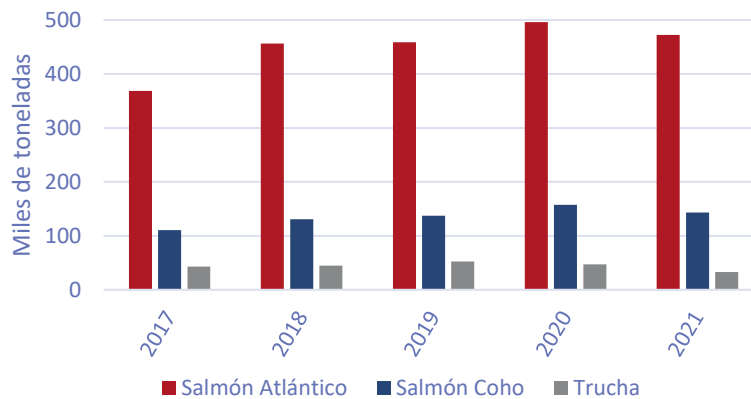


Ilustración 3: Evolución de exportaciones chilenas por especie (2010-2020)¹⁷

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. Es así como en 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "Sea Lice" en el caso de Noruega), el precio presentó un fuerte incremento, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una leve caída en 2018. En lo más reciente, durante 2020, luego de haber registrado un valor de US\$8,43/kg en enero de 2020, la reducción de la demanda significó una caída a niveles de US\$ 5,23/kg en octubre. del mismo año,¹⁸ para posteriormente exhibir una tendencia creciente hasta mayo 2021 donde presento un precio de US\$ 8,04/kg, finalizando el año con US\$ 6,56/kg en noviembre 2021.

¹⁷ Obtenido de las memorias anuales de Multi Export (memoria 2021), ocupan como fuente: Lexis nexis. Si se considera los datos de exportaciones de la aduana a 2021 el total exportado es de 723 mil toneladas, inferior a 2020 donde según la aduana el total fue de 779 mil toneladas para salmón y truchas.

¹⁸ Fuente: <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=pescado&meses=60>.



Ilustración 4 Precio del Salmón. Ene2017- nov21 (US\$/Kg)

Regulaciones

La industria se regula a través de la ley N° 20.434, mientras que Subpesca vía reglamento incluye medidas adicionales. La normativa establece áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios. Hasta el año 2020 las concesiones eran indefinidas, fecha a partir de la cual las concesiones tienen una vigencia de 25 años, renovables por igual plazo a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigor de la ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona puede tener más de un 20% de superficie concesionable de una región.

La normativa, también, define el proceso de producción simultáneo que debe existir en cada barrio o grupo de concesiones. En efecto, todas las empresas con concesiones en un determinado barrio deben iniciar coordinadamente al mismo tiempo el cultivo en dicha zona, y una vez terminada la cosecha se establece un lapso de tres meses de descanso obligatorio en que no se realizan actividades en el barrio. Todas las actividades acordadas para un barrio deben ser adoptadas por las empresas que son titulares de una concesión en aquel barrio.

En términos sanitarios, las disposiciones establecen procesos de desinfección de elementos productivos y vacunación de peces. Asimismo, en caso de detectarse una concesión con virus ISA, los peces deben ser cosechados de manera inmediata. Si un 30% o más de las jaulas de una concesión resultan positivas de ISA patógeno, entonces la totalidad de los peces en engorda en la concesión tienen que ser eliminados.

Si bien el conjunto de normas eleva los costos de producción de las empresas del sector, se busca como contrapartida una disminución de los riesgos de adquisición de enfermedades, lo que en el mediano plazo podría significar un aumento de los rendimientos por menor mortalidad de los peces.

Adicionalmente existen normativas que regulan las siembras de acuerdo con la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un

proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios.

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el *bloom* de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al periodo anterior, denominado “Programa de Reducción de Siembras” (PRS), que comenzó a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados “lomos de toro”, que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

Durante el año 2020, la normativa sectorial se enfocó en consolidar el modelo de siembras en formato de Macrozonas Temporales, donde los titulares de concesiones pudieron utilizar los “Programas de Reducción de Siembras” suscritos ante la autoridad sectorial.

Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Multiexport Foods** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2017 y 2021.

Evolución de los ingresos, resultados y márgenes

Para 2021, la compañía presenta un aumento en los ingresos de un 33,1% llegando a los US\$ 633,6 millones, lo que se produce principalmente por un mejor precio de la venta (siendo un 29,4% superior) a diferencia del año 2020 donde la caída de los precios determinó que, pese a un incremento de los volúmenes cosechados, los ingresos presentarán una caída de 16,3% respecto a 2019, en tanto que el EBITDA (excluyendo *fair value*) para 2021 finalizó en US\$ 60.043 millones (con *fair value* finaliza en US\$ 95,6 millones) con un margen EBITDA de 9,5% (con *fair value* finaliza en 15,1%) superior a lo exhibido en el periodo anterior donde presentó un valor de EBITDA negativo de US\$ 23.113 millones (EBITDA con *fair value* valor negativo US\$ 38,8 millones), tal como se aprecia en la ilustración 4.

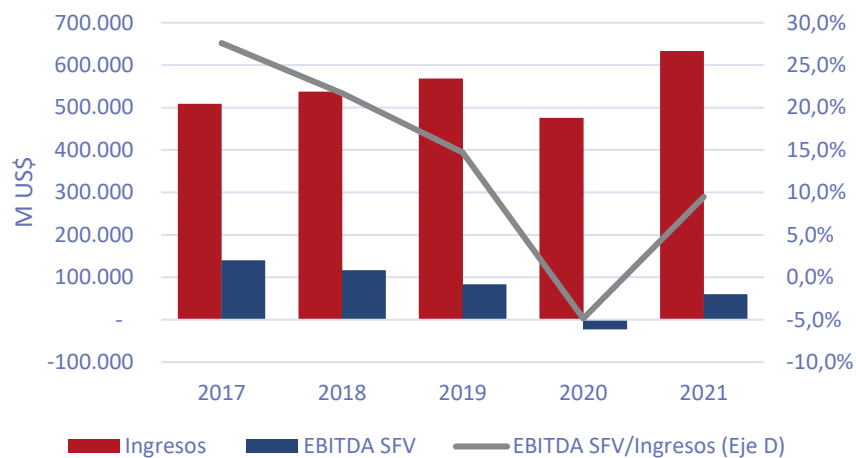


Ilustración 5: Evolución de Ingresos, EBITDA (excluyendo *fair value*) y Margen EBITDA (2017-2021; M US\$)

Evolución del endeudamiento

Para 2020 debido a la pandemia y la ulterior baja en los precios, que significó resultados negativos, los pasivos financieros se incrementaron ya que existe una restructuración de los pasivos de corto a largo plazo y nueva deuda para generar liquidez en la empresa, mostrando, para ese año, ratios de DF/EBITDA negativos de 8,8 veces sin *fair value* y 5,2 veces con *fair value*, en tanto, el indicador DF/FCLP no presenta valores negativos (dada la mayor estabilidad del FCLP¹⁹) situándose en registros de 3,7 veces sin *fair value* y 3,3 veces con *fair value* a diciembre 2020.

En lo más reciente, en 2021 se aprecia una recuperación en los indicadores llegando a niveles similares a lo presentado en 2019, producto del alza en el EBITDA (incluyendo *fair value*) y la disminución de la deuda de 2021, situándose en 2021 en un valor de deuda financiera sobre FCLP sin *fair value* de 2,8 veces y con *fair value* de 2,4 veces. También resulta importante mencionar el endeudamiento calculado como pasivos sobre patrimonio que sitúa a la compañía en un valor de 1,07 veces en 2021 (1,23 veces para 2020) y que si consideramos la deuda financiera neta, dados los altos niveles de caja, sobre el EBITDA se sitúa en un ratio de 1,29 a 2021.

¹⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

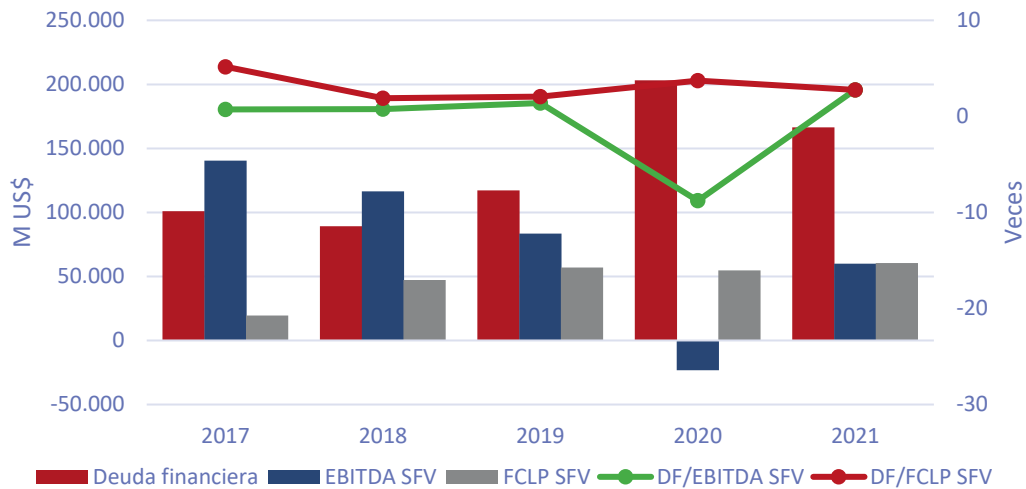


Ilustración 6: (Evolución del endeudamiento financiero; M US\$)

Cabe señalar que, dada la reestructuración de pasivos bancarios implementada en enero de 2020, la compañía exhibe holguras relevantes en el período 2022-2027, lo cual es relevante en el contexto de la crisis del Covid-19, y eventuales períodos de restricción de crédito que podría haber traído aparejada esta pandemia.

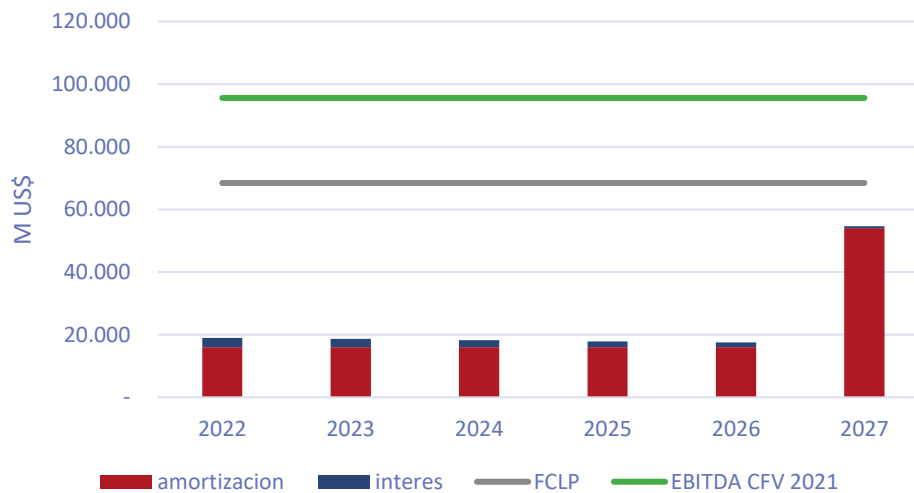


Ilustración 7: Perfil de la deuda financiera (2022- 2027; M US\$)

Evolución de la liquidez²⁰

Con respecto a la liquidez, medida como razón corriente, la compañía ha mostrado niveles elevados, llegando incluso a ser superior a tres veces en periodos anteriores. Actualmente el indicador muestra una tendencia a la baja, sin embargo, manteniéndose en niveles altos sobre las dos veces. La observación más reciente (2021) registra un valor de 2,5 veces para la liquidez.

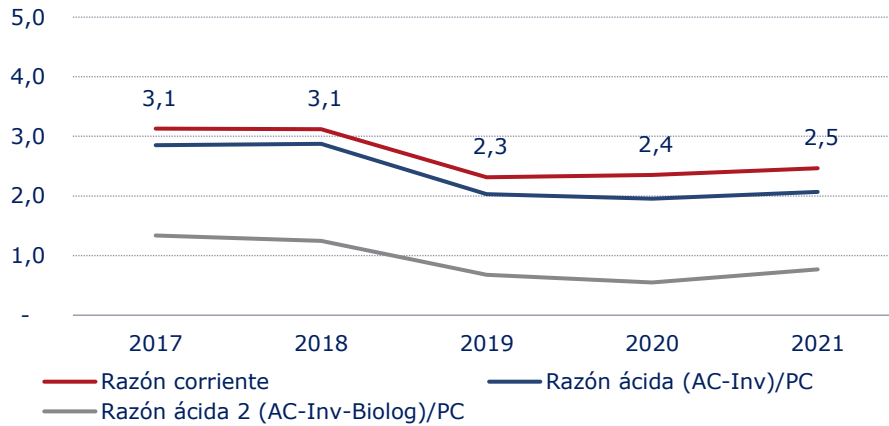


Ilustración 8: evolución de la liquidez medida como razón circulante (veces) (2017- 2021)

Evolución de la rentabilidad²¹

Las rentabilidades, tanto operacional como de los activos y del patrimonio se vieron afectadas por los resultados negativos obtenidos en 2020, no obstante, en 2021 logran una recuperación, incluso superiores a las obtenidas en el año 2019, finalizando para diciembre 2021 con valores de 12,8% para la rentabilidad operacional, 20,9% la rentabilidad de patrimonio y un valor de 9,7% para la rentabilidad de activos.

²⁰ Es importante considerar que los años 2017, 2018 y 2019 el valor justo se calculaba con un criterio diferente (antes se consideraba la biomasa sobre un 1 kilogramo y actualmente se ocupa la totalidad de la biomasa en el agua de mar).

²¹ Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.
 Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.
 Rentabilidad total del activo: Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

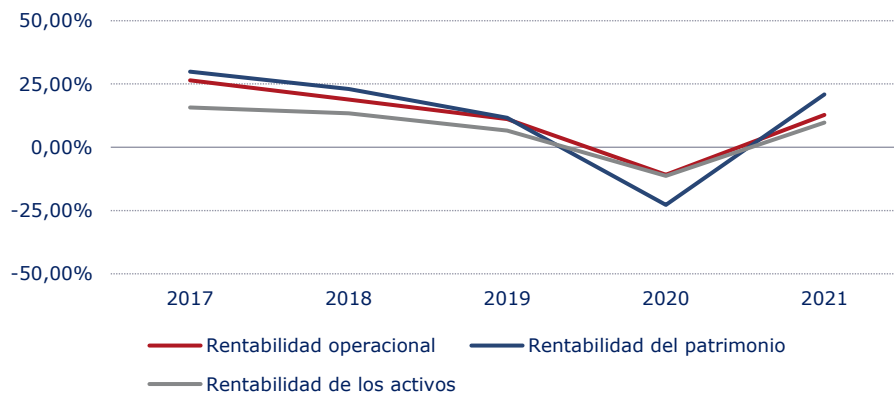


Ilustración 9: Evolución de las rentabilidades (%) (2017- 2021)

Desempeño bursátil de la acción

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una tendencia levemente decreciente en el período analizado, alcanzando en lo más reciente, una presencia de más de 69,7%.

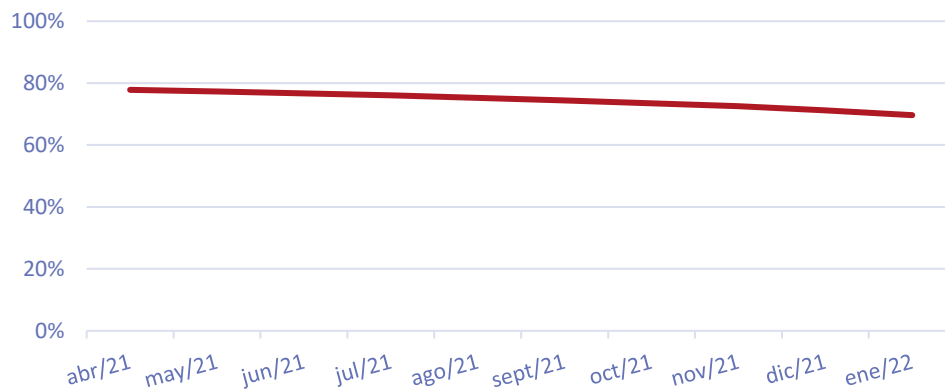


Ilustración 10: Presencia promedio (abr 2021-ene 2022)

Ratios financieros²²

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez (veces)	1,48	1,38	1,24	0,94	1,33
Razón Circulante (Veces)	3,13	3,12	2,31	2,35	2,46
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	3,10	2,92	2,16	2,31	2,43
Razón Ácida (veces)	2,85	2,88	2,03	1,95	2,07
Rotación de Inventarios (veces)	10,34	11,53	10,28	8,27	6,68
Promedio Días de Inventarios (días)	35,30	31,65	35,52	44,13	54,66
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,32	7,75	7,79	7,35	7,94
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	39,17	47,09	46,85	49,69	45,95
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,09	4,36	4,34	5,25	3,90
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	89,20	83,63	84,12	69,49	93,70
Diferencia de Días (días)	50,04	36,54	37,26	19,81	47,74
Ciclo Económico (días)	14,73	4,88	1,75	-24,32	-6,91

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021
Endeudamiento (veces)	0,43	0,41	0,46	0,55	0,52
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,76	0,69	0,84	1,23	1,07
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,94	1,14	1,74	0,90	1,05
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,72	0,77	1,40	-5,24	1,74
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	1,39	1,31	0,71	-0,19	0,57
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	41,10%	34,07%	38,56%	57,08%	45,10%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	7,64%	8,35%	4,33%	0,02%	4,14%
Veces que se gana el Interés (veces)	30,08	24,39	13,03	-15,06	11,78

²² Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	28,77%	24,30%	15,78%	-11,00%	21,39%
Margen Neto (%)	17,34%	15,15%	7,64%	-15,58%	10,42%
Rotación del Activo (%)	89,02%	83,75%	85,27%	73,87%	88,94%
Rentabilidad Total del Activo (%)	15,72%	13,42%	6,64%	-11,31%	9,73%
Inversión de Capital (%)	32,53%	32,22%	38,11%	46,98%	41,11%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,01	1,81	2,24	2,08	2,29
Rentabilidad Operacional (%)	26,45%	18,91%	11,18%	-10,87%	12,78%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	29,87%	23,08%	11,70%	-22,77%	20,88%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	67,77%	72,24%	80,75%	106,38%	75,02%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	71,23%	75,70%	84,22%	111,00%	78,61%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,35%	2,37%	2,89%	2,95%	2,85%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	41,58%	27,77%	17,20%	-18,65%	23,06%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	27,60%	21,69%	14,70%	-8,14%	15,09%

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,94%	7,61%	8,22%	2,37%	2,16%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,49%	3,28%	3,20%	2,99%	2,88%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,03%	2,27%	2,53%
Capital sobre Patrimonio (%)	47,10%	40,38%	42,28%	53,14%	44,64%

"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."