



Multiexport Foods S.A.

Anual desde Envío Anterior

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

FECHA
Febrero 2023

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

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

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia	A-
Tendencia	Estable
Acciones (MULTI X)	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre 2022

Estados de Resultados IFRS						
M US \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Ingresos de actividades ordinarias	508.761	537.247	568.402	476.028	633.595	460.406
Costo de ventas	-367.107	-418.565	-478.368	-512.732	-533.607	-365.956
Costos de distribución	-6.913	-8.019	-9.756	-9.985	-9.061	-6.689
Gasto de administración	-11.932	-12.711	-16.440	-14.054	-18.039	-14.533
Ajuste Fair Value	4.709	11.866	-344	-15.645	35.556	5.316
Costos financieros	-4.015	-4.622	-4.572	-6.728	-7.791	-6.524
Ganancia (pérdida)	88.227	81.394	43.425	-74.148	65.989	46.208
EBITDA¹	140.426	116.538	83.547	-38.758	95.599	90.751

Estados de Situación Financiera IFRS consolidado						
M US \$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	372.154	435.556	446.202	397.784	465.905	609.466
Activos no corrientes	199.366	205.899	220.414	246.623	246.459	282.404
Total activos	571.520	641.455	666.616	644.407	712.364	891.870
Pasivos corrientes	118.879	139.494	192.810	168.921	189.036	283.955
Pasivos no corrientes	127.046	122.228	111.095	186.923	179.846	205.105
Total Pasivos	245.925	261.722	303.905	355.844	368.882	489.060
Patrimonio	325.595	379.733	362.711	288.563	343.482	402.810
Total patrimonio y pasivos	571.520	641.455	666.616	644.407	712.364	891.870
Deuda Financiera ²	101.072	89.176	117.195	203.133	166.349	210.133

¹ EBITDA pre *fair value*, calculado como margen bruto – gastos de administración – costos de distribución + depreciación y amortización.

² 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, procesamiento y comercialización de salmonidos, abarcando el negocio completo, desde la reproducción hasta la venta y distribución, siendo líder en las exportaciones chilenas de productos ahumados.

En 2021, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 633,6 millones, una utilidad neta de US \$ 66,0 millones y un EBITDA³ de US\$ 95,6 millones. A diciembre de 2021, la deuda financiera de **Multiexport Foods** ascendía a US \$ 166,3 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio es de US \$ 343,5 millones.

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 es complementado con una integración vertical en la cadena de producción, lo que asegura estándares y calidades en todo el proceso, manteniendo una disponibilidad de materia prima constante durante el año para satisfacer los distintos tipos de productos. Estos productos pueden tener distintas certificaciones como BAP, ASC o ABF, lo que permite variadas posibilidades para los distintos mercados y clientes.

La clasificación, además, incluye las ventajas que presenta Chile como país productor de salmones, con condiciones climáticas y geográficas que han permitido posicionarlo como el segundo mayor productor de salmón a nivel mundial. Asimismo, se reconoce positivamente el crecimiento esperado de la demanda mundial, sustentado por la penetración del salmón en el sector *retail*, el cual ha crecido exponencialmente luego de la pandemia, en donde los consumidores cambiaron sus hábitos de consumo (en relación a la preparación del salmón en el hogar junto con la internalización de los beneficios que conlleva el salmón para la salud). Dado esto, y debido a una restricción en la oferta mundial de salmón, es que se han visto mercados con precios en niveles históricamente altos durante el año 2022 y con buenas perspectivas para los próximos años.

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. Además, cabe destacar el ingreso de Cargill Chile Holding SpA a la propiedad de Multi X el cual debiese fortalecer las relaciones comerciales en los mercados además de aprovechar sinergias comerciales y de distribución en la operación del negocio.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Multiexport Foods**

³ En adelante, cualquier mención al EBITDA, será entendida como al valor *pre fair value*, a menos que se explice lo contrario.

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. Es importante señalar que, de acuerdo a lo enunciado por la compañía, la totalidad de la biomasa se encuentra asegurada.

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, además de la estrategia comercial de política de contratos, ambas estrategias buscan generar una mayor estabilidad en sus ingresos, aspecto que califica positivamente la clasificadora.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, específicamente Estados Unidos que representa más de la mitad del total vendido en los mercados de destino. No obstante, se reconoce que este mercado es el segundo más grande del mundo, después de Europa, y que esta característica se presenta en un contexto de proximidad geográfica, al ser Chile su principal distribuidor.

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. Cabe señalar que la empresa mantiene estándares sanitarios satisfactorios, lo que le ha permitido crecer en términos de volumen por la generación de derechos de siembra. 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.

Finalmente, considerando que la sociedad opera en el ámbito internacional, se exhibe una exposición al riesgo de tipo de cambio que surge de transacciones con proveedores de Chile en pesos chilenos.

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

En términos de ESG⁴, durante 2021, la compañía presentó una nueva estrategia, cuya finalidad es integrar a la totalidad de la cadena de valor bajo una mirada sustentable y orientada por compromisos comunes. En los hechos, cuenta con un comité de sustentabilidad, y la firma ha sido seleccionada, por tercer año consecutivo, como parte del *Dow Jones Sustainability Index*, ranking que reconoce su desempeño en los ámbitos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo; y de acuerdo con los resultados informados, la organización mejoró su desempeño en relación con la versión anterior, ubicándose en el percentil el 92% (un 9% superior que la última revisión) de las empresas líderes en gestión de sostenibilidad

⁴ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

en el sector industrial de *Food Products*. Asimismo, por segundo año consecutivo, la compañía fue parte de *Coller FAIRR Protein Producer Index*, (evaluación integral de los mayores productores de proteína animal sobre aspectos ambientales, sociales y de gobernanza), con un resultado en 2021 que muestra un avance de siete puntos con respecto a la medición anterior, lo cual permitió pasar de la posición número 15° al 8° lugar. Cabe mencionar, que según datos de la memoria 2021, la compañía es la empresa chilena mejor ubicada en la presente versión del *ranking*, además de ser la primera empresa salmonera en ser medida en estos dos índices de sustentabilidad que son altamente reconocidos a nivel mundial.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmonidos.
- Diversificación de concesiones.

Fortalezas complementarias

- Crecimiento de la demanda mundial sustentado en los beneficios del salmón para la salud.
- Integración vertical.
- Mix de productos que atenúan la volatilidad del precio del salmón.

Fortalezas de apoyo

- Asociación con Mitsui & Co. (U.S.A) inc y Cargill Chile Holding SpA, lo que le permite generar sinergias, aprovechando su experiencia y potenciando canales de distribución en mercados internacionales.

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).
- Riesgo de tipo de cambio.
- 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 diciembre 2021

En el período entre 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 (por el 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

periodo 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 (*pre fair value*) exhibió un valor de US \$ 100,0 millones, que se compara favorablemente con el valor negativo de US \$ 36,7 millones exhibido en 2020.

Los gastos de administración aumentaron en 28,4%, totalizando US \$ 18,0 millones durante diciembre de 2021. De esta manera, el EBITDA¹ alcanzó un valor de US \$ 95,6 millones que se contrasta positivamente con el EBITDA negativo de 2020 de US \$ 38,8 millones.

El resultado del ejercicio de 2021 correspondió a un valor de US \$ 66,0 millones, mejorando respecto al resultado negativo de US \$ 74,1 millones de 2020. 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.

Resultados septiembre 2022

En el período de enero a septiembre de 2022, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US \$ 460,4 millones, valor similar en relación al mismo periodo en 2021 (aumentó 0,8%). Los costos de venta, por su parte, disminuyeron en 7,5% en el período lo que se explica principalmente por menor costo de producto terminado de salmón. Producto de los factores anteriores, la ganancia bruta (*pre fair value*) exhibió un valor de US \$ 94,5 millones, que se compara favorablemente con US \$ 61,0 millones exhibido en el mismo periodo de 2021.

Los gastos de administración aumentaron en 10,8%, totalizando US \$ 14,5 millones durante septiembre de 2022. De esta manera, el EBITDA¹ alcanzó un valor de US \$ 90,8 millones que se contrasta positivamente con el EBITDA¹ de 2021 de US \$ 59,0 millones.

El resultado del ejercicio de 2022 correspondió a un valor de US \$ 46,2 millones, inferior respecto al resultado de US \$ 53,7 millones de 2021. Con respecto a la deuda financiera reportada a septiembre de 2022, finaliza en US \$ 210,1 millones un 26,3% superior al año anterior, con un patrimonio de US \$ 402,8 millones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A

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

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

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

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 salmones: De acuerdo a información publicada por Consejo del Salmón, Chile cuenta con condiciones privilegiadas para el cultivo de salmones. Lo anterior se explica por la extensa costa del país, y la abundancia de fiordos con temperaturas y condiciones hidrográficas adecuadas, principalmente en el sur que, en definitiva, representan importantes ventajas comparativas naturales para la salmonicultura en relación al resto del mundo. Además, destaca que Chile cuenta con un mar de gran biodiversidad que permite que, en la zona sur, desde La Araucanía a Magallanes, existan condiciones que benefician el desarrollo de la salmonicultura; entre estas condiciones se incluyen temperatura del agua entre los 10° y 12° grados, corrientes marinas y mares interiores que protegen a los cultivos, aguas puras con niveles de oxígeno apropiados para la producción, entre otros. De esta manera, las empresas chilenas adquieren una ventaja en términos del tiempo empleado de engorda y el rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en una mejor eficiencia. En los hechos, según datos publicados por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (Food and Agriculture Organization, "FAO") Chile es reconocido entre los principales oferentes de salmones (considerando salmón del Atlántico, Coho y trucha Arcoíris), siendo el segundo productor más importante en el mundo, con volúmenes del orden de 1,1 millones de toneladas anuales (2020), lo que representa un 27,7% de la oferta mundial (Noruega mantiene un 38,0% de participación, siendo el más importante).

Diversificación de concesiones: De acuerdo a declaraciones de la compañía, **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 y diversificada.

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo a estadísticas de la FAO⁵, se prevé que para 2030, el pescado seguirá siendo clave para la dieta mundial y desempeñará un papel fundamental, sobre todo para las comunidades costeras y del interior que dependen en gran medida del pescado como parte de sus dietas. De esta manera, se prevé que el consumo de pescado comestible seguirá creciendo en la próxima década y la cantidad destinada a consumo humano se expandirá en todos los continentes. El crecimiento estaría dado por una combinación del aumento de los ingresos y la urbanización, la expansión de la

⁵ OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2021-2030.

producción de pescado, la mejora de los canales de distribución, la innovación de productos, además del creciente reconocimiento del pescado como un alimento saludable y nutritivo por parte de muchos consumidores, que se espera sigan aumentando durante la década.

En los hechos, según los últimos datos publicados por FAO, el crecimiento del mercado se evidencia al analizar la producción mundial acuícola (peces, crustáceos y moluscos), que exhibe fuertes alzas desde 32,4 millones de toneladas a 87,5 millones de toneladas en 2020. Por su parte, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoiris) también ha presentado fuertes crecimientos pasando de 1,5 millones de toneladas en el año 2000 a 3,9 millones en 2020. Cabe mencionar, que esta tendencia de crecimiento global también se replica en Chile; de acuerdo con datos publicados por Sernapesca, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoiris) pasó de 0,3 millones de toneladas en el año 2000 a 1,0 millón de toneladas en 2021, con incrementos importantes en la Región de Aysén (XI) y Región de Magallanes (XII).

Integración vertical: La estrategia de integración vertical de la compañía permite asegurar la disponibilidad de materia prima (diversificada en la X, XI y XII región) y capacidad de procesamiento. Por otro lado, el participar en el proceso de producción de las ovas a través de reproductores propios, 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.

Adicionalmente, la sociedad cuenta con avanzada tecnología en sus pisciculturas, la que permite, la reutilización y recirculación de las aguas requeridas para el cultivo de peces. De esta manera, a la fecha el 100% de la etapa de crianza en agua dulce se realiza en pisciculturas en tierra, las cuales están equipadas según altos estándares de bioseguridad y prevención de enfermedades.

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. Por otro lado, se valora la estrategia de política de contratos que apunta a generar una mayor estabilidad en los flujos de la compañía.

En los hechos, de acuerdo a declaraciones de la compañía (memoria 2021), **Multiexport Foods** se posiciona como el primer exportador de productos ahumados a nivel nacional (concentra más del 80% de las exportaciones de salmón ahumado de Chile), lo cual se ha visto respaldado por más de 17 años de trayectoria abasteciendo a las principales cadenas de *retail* de Estados Unidos y Japón. En este contexto, la sociedad busca seguir expandiendo el desarrollo y comercialización de productos ahumados de forma integral.

Los productos de valor agregado representaron cerca de un 68% del total de ventas en septiembre de 2022.

Asociación con Mitsui & Co. (U.S.A) inc y Cargill Chile Holding SpA: La compañía en el año 1995 realizó 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 Multi X S.A. (en ese

entonces llamado "Salmones Multiexport S.A."⁶) y Mitsui & Co. que le permite aprovechar su experiencia y canales de distribución en el mercado asiático. Cabe mencionar, que a la fecha Mitsui & Co. es accionista de Multi X S.A.

Mitsui se dedica a la inversión empresarial, el desarrollo y la gestión de proyectos, el arrendamiento de bienes de capital y la transferencia de tecnología. Con sede en Tokio, mantiene una red global de 128 oficinas en 63 países y regiones. Actualmente cuenta con 16 líneas de negocio entre las que destacan recursos minerales y metálicos, energía, soluciones energéticas, proyectos de infraestructura, movilidad, materiales básicos, materiales de rendimiento, nutrición y agricultura, productos de hierro y acero, negocio de alimentos, negocio minorista, negocio de bienestar, tecnología de información y comunicaciones y desarrollo corporativo⁷.

Adicionalmente, se reconoce positivamente la entrada de Cargill a la propiedad de Multi X S.A. sin perder el control de dicha entidad (en el año 2022, **Multiexport Foods** concretó la venta de participación de Multi X S.A. a Cargill Chile Holding SpA y Mit-Salmon Chile SpA, el porcentaje transferido correspondió al 25,6% de las acciones de Multi X S.A.; así, la participación accionaria de **Multiexport Food** en Multi X S.A. equivale a un 51%, la de Cargill a un 24,5% y la de Mitsui a un 24,5%). Cargill se dedica al negocio de productos alimentarios, productos agrícolas, financieros e industriales. Cuenta con operaciones en más de 70 países con cerca de 160.000 empleados a lo largo del mundo.

Factores de riesgo

Exposición a riesgos de la naturaleza: Al trabajar con activos biológicos, la empresa está expuesta a enfermedades pudiendo afectar los volúmenes de producción. Un ejemplo de lo anterior es el virus ISA (que atacó a la producción nacional de salmón Atlántico en 2008) y el florecimiento de algas que enturbian las aguas. Estas últimas se han visto en Chile en los últimos años y no ha podido descartarse la aparición de nuevos patógenos o factores negativos a futuro.

El principal problema de las situaciones descritas es que pueden llegar a afectar la producción de la empresa, impidiéndole obtener retornos monetarios por la inversión realizada anteriormente, lo cual puede extenderse por varios períodos, por cuanto el ciclo completo de crecimiento del salmón puede significar varios años hasta su recuperación. Con todo, las medidas tomadas por la industria salmonera a nivel agregado y las nuevas normativas que rigen al sector, debiera disminuir a futuro la probabilidad de ocurrencia de este tipo de eventos. De esta manera, aun cuando se reduzca la probabilidad de ocurrencia de un evento negativo, persiste su carácter de elevada magnitud. Es importante mencionar que la empresa cuenta con seguros en caso de mortalidades de biomasa que disminuyen el impacto financiero potencial por este tipo de riesgos.

Por otro lado, para mitigar estos riesgos **Multiexport Foods** invierte recursos para el mejoramiento

⁶ En Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 4 de noviembre de 2022, se modificaron los estatutos de la sociedad en términos de cambiar el nombre Salmones Multiexport S.A. a MULTI X S.A.

⁷ Brochure, página web Mitsui.

genético, programas de vacunación masiva, medidas de bioseguridad, monitoreo de salud de los peces, procedimientos de bienestar animal, entre otras medidas.

Exposición al tipo de cambio: La sociedad opera en el ámbito internacional y, por lo tanto, está expuesto al riesgo de tipo de cambio por operaciones de divisas. El riesgo de tipo de cambio surge de transacciones comerciales futuras que se realizan en otras monedas, principalmente en pesos chilenos. No obstante, el balance de monedas de la compañía indica que gran parte de los ingresos de la compañía, la deuda financiera y parte de sus cuentas por pagar están en dólares logrando un mayor calce financiero y una menor exposición a este riesgo.

Volatilidad del precio de salmonidos: Los precios de los productos están fijados en el mercado internacional, por lo que **Multiexport Foods** es un tomador de precios en lo que respecta a productos considerados *commodities*. Cabe mencionar que el precio de los salmonidos se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de cultivo cosechados a nivel mundial y a las capturas de salmón silvestre, sin embargo, tal como se menciona anteriormente, en el último año se visualizan precios históricamente altos en los mercados, con proyecciones favorables para los próximos años, debido a una demanda creciente y una oferta limitada por restricciones geográficas y regulatorias.

Una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, debido al ataque del ISA en 2008-2009 (la cosecha mundial de salmón⁸ cayó 2% en 2010, mientras que la chilena lo hizo en un 23% el mismo año, según cifras FAO), donde el precio de referencia más alto alcanzó los US \$ 5,86 la libra en comparación a los US \$ 4,51 de enero de 2010. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que posteriormente se revirtió con una importante baja en 2015 (el precio de salmón del Atlántico más bajo percibido por **Multiexport Foods** fue de US \$ 4,84 la libra en diciembre de ese periodo). Luego, durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, debido en parte al *bloom* de algas que afectó al sector durante 2016 (la cosecha mundial de salmones se contrajo un 1% y 2% en 2015 y 2016, respectivamente en tanto que la cosecha chilena se contrajo 13% y 12% en esos años).

Por su parte, el año 2020 se caracterizó por fuertes bajas en el precio del salmón (el precio promedio percibido por **Multiexport Foods** fue uno de los más bajos a nivel histórico alcanzando los US \$ 4,28 la libra en su punto más bajo en diciembre, lo que representa una caída de 23,7% respecto al mismo periodo en 2019). Lo anterior debido a la contingencia sanitaria asociada al Covid-19, que implicó oscilaciones en la demanda, debido a la caída de la actividad mundial y cambios en los patrones de consumo, y en la oferta, por problemas en la cadena logística, lo que ha redundado en cambios en los precios del producto.

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 56,7% de las ventas totales de la compañía del 2022 (57,1% en 2021) 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 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, además, la importancia relativa de Brasil en los últimos periodos, llegando a 13,4% de las ventas en 2022 (18,5% en 2021).

⁸ Salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoiris.

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 (se presentan exigencias de densidad de cultivo, estableciendo el número de ejemplares máximo de siembra en base a *performance* productivo), 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.

En definitiva, los cambios regulatorios en materias sanitarias, medioambientales, concesiones u otros pueden afectar significativamente en la operación, desarrollo y resultado del negocio. Cabe mencionar, que en la industria del salmón, la autoridad podrá aplicar sanciones o restricciones en caso de manejo inadecuado de las concesiones acuícolas, de incumplimiento de las normas para la sustentabilidad y funcionamiento de la industria y de inactividad de las concesiones sin causa justificada ni autorización.

Antecedentes generales

La compañía

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 esta, a partir de ese año, la sociedad que agrupa todo el negocio acuícola del grupo.

Actualmente **Multiexport Foods S.A.** controla el 51% de Multi X S.A, siendo un 24,5% perteneciente a la empresa Mit-Salmon Chile SpA (Mitsui & Co.), y otro 24,5% perteneciente a Cargill Chile Holding SpA. Por otro lado, en lo más reciente, el mayor controlador de **Multiexport Foods S.A.** 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 5,17% de las acciones, respectivamente.

La sociedad es dueña de dos plantas de procesamiento ubicadas en la ciudad de Puerto Montt, una dedicada a la elaboración de productos frescos y congelados, y otra para productos ahumados. En conjunto tienen una capacidad de procesamiento de aproximadamente 90 mil toneladas de materia prima al año (las toneladas adicionales se gestionan en plantas externas y arrendadas). Adicionalmente, es propietaria de una planta en la XII región (Punta Arenas) en conjunto con la empresa Blumar ("Entrevientos" con capacidad de producción de 60.000 toneladas anuales de productos frescos y congelados).

Plantas	Cantidad	Región
Productos frescos y congelados	1	Puerto Montt
Productos ahumados	1	Puerto Montt

Tabla 1: Plantas⁹



Composición de los Flujos

Multiexport Foods reconoce como única línea de negocio al segmento de salmones y truchas. Según información del análisis razonado, el salmón del Atlántico representó el 97,4% de las ventas 2022 UDM (96,7% durante diciembre de 2021) seguido de trucha por 1,7% (1,8% en 2021) y otros por 0,9% (0,9% en 2021).

En cuanto a los ingresos por destino de exportaciones Estados Unidos representó cerca del 56,8% de las ventas en 2022 UDM (57,1% en 2021) y Brasil en segundo lugar con un 15,1% (18,5% en 2021).

Para 2021 se aprecia una disminución en la diversificación, la cual se da pese al crecimiento de los ingresos ya que Estados Unidos 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 tuvo una disminución de 50,1% y Chile una baja de 19,2% del total de las ventas de la compañía. Cabe mencionar que en 2022 se exhibió cierta diversificación con el crecimiento de otros países (pasó de representar el 9,0% de los ingresos en 2021 a un 12,5% en 2022 UDM).

⁹ Elaboración propia en base a memoria anual 2021 y hechos recientes de acuerdo a últimos estados financieros. Adicionalmente, cabe mencionar que no se incorpora en la "Ilustración 1" a Multisea S.A.; Multi X S.A. mantiene una participación de 50% sobre dicha entidad.

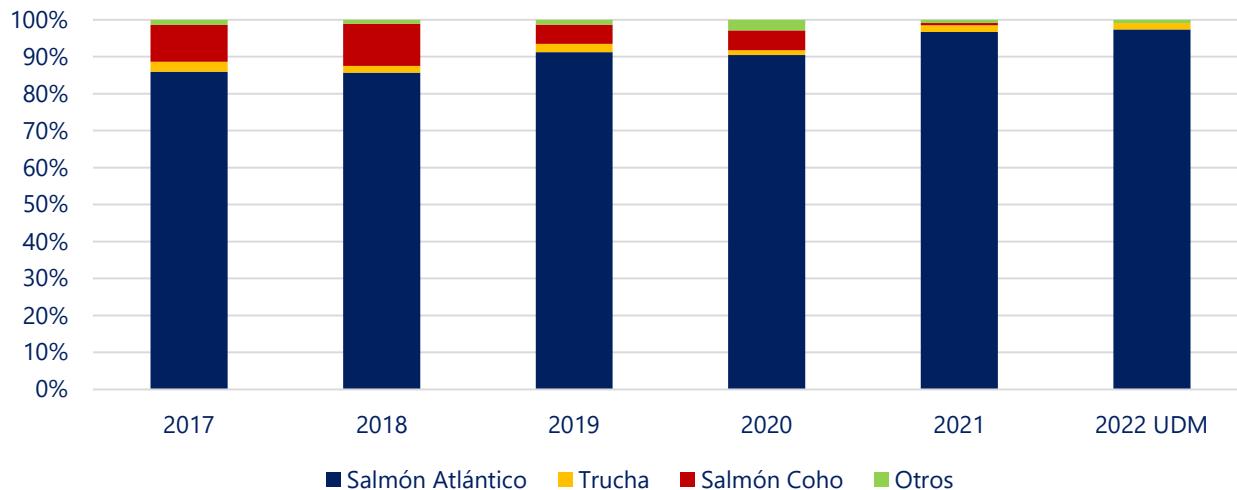


Ilustración 2: Estructura de ingresos por segmento

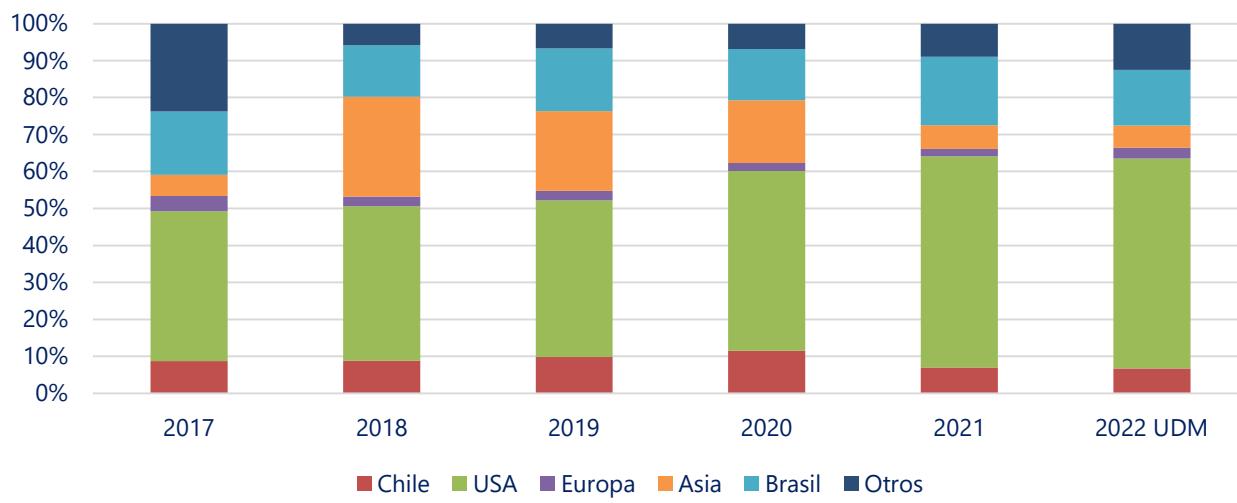


Ilustración 3: Estructura de ingresos por mercado de destino

Descripción del negocio

Multiexport Foods tiene como principal negocio la producción, procesamiento y venta de salmón atlántico para los mercados de América, Asia y Europa centrado en Estados Unidos y Brasil, adaptando su oferta de productos 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 distribución y venta.

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, desde 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 Multi X Inc. USA, y representa una porción importante de los ingresos del grupo (56,7% de las ventas de 2022), 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 del Atlántico que en 2022 UDM representó el 97,4% del total de los ingresos, seguido de la trucha Arcoiris cuya importancia relativa fue del 1,7%.

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 150 gramos y 200 gramos ya está en condiciones de iniciar el proceso de engorda en agua de mar. Adicionalmente, la compañía cuenta con una piscicultura RAS *post smolt* llamada MultiSea en donde es socia con Sealand Aquaculture, operadores con vasta experiencia en tecnología RAS, y cuyo objetivo es alcanzar un tamaño de hasta 400 gramos en agua dulce para luego iniciar el proceso de engorda en agua mar, acortando el lapso de una concesión y disminuyendo el riesgo en agua mar. **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 y diversificada. 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 tres plantas propias: dos dedicadas a la elaboración de productos frescos y congelados, otra a la de productos ahumados, con una capacidad instalada conjunta de aproximadamente 90 mil toneladas de materia prima al año, junto con el procesamiento en plantas externas.

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 salmonídos producidas en Chile son: la trucha, el salmón Coho y el salmón del Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

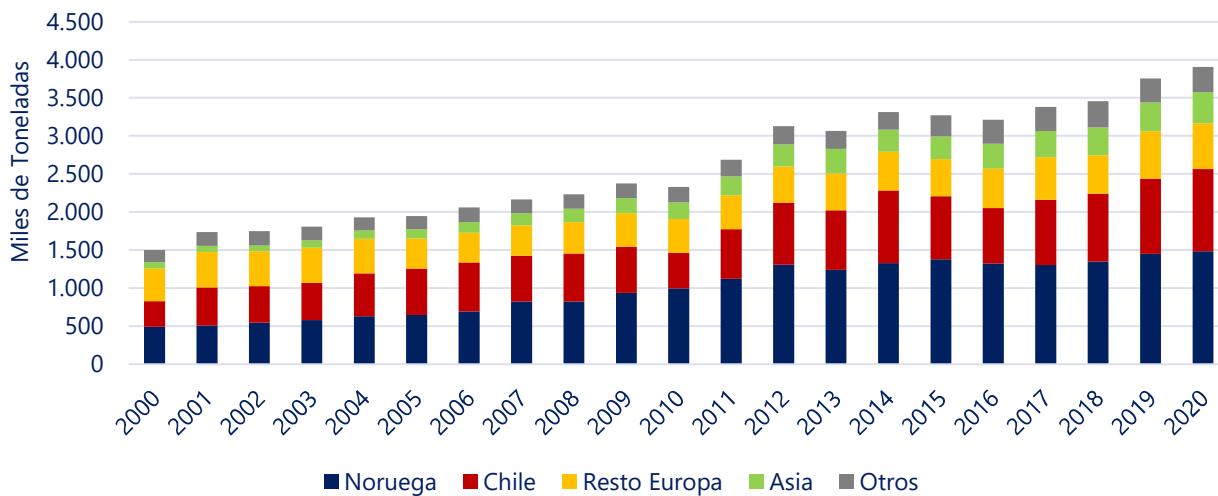


Ilustración 4: Producción mundial de salmones (salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoíris) ¹⁰

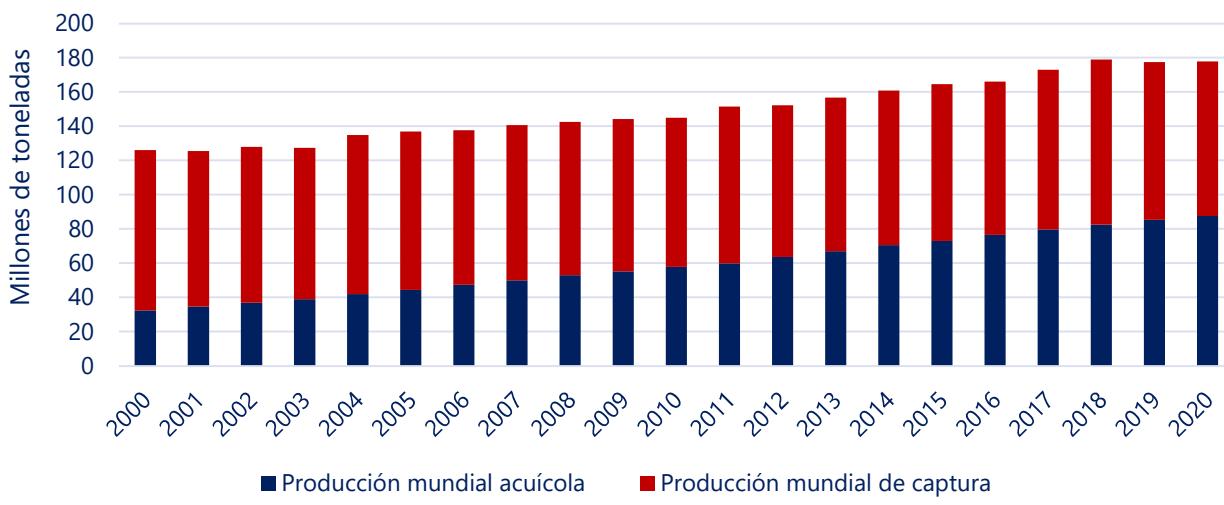


Ilustración 5: Producción mundial acuícola y captura ¹⁰

¹⁰ Datos obtenidos de FAO.

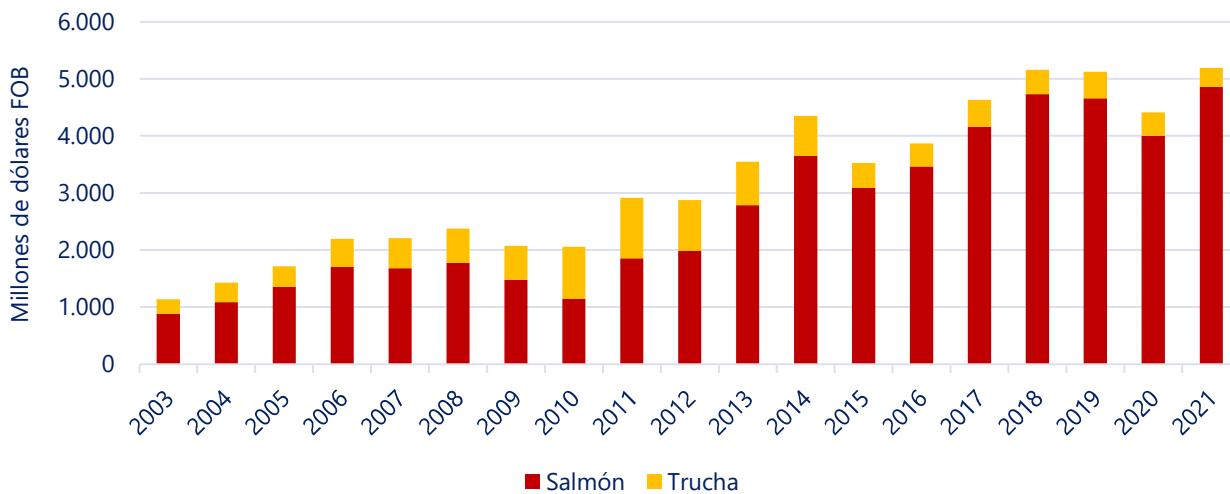


Ilustración 6: Evolución de exportaciones de salmón y trucha ¹¹

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. Es así como en 2016¹², debido a la disminución de la oferta mundial (por el *bloom* de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del “*Sea Lice*” en el caso de Noruega), el precio presentó un fuerte incremento, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una caída en 2018. Posteriormente en 2020 el precio tuvo una fuerte baja que se revierte en 2021 y 2022, exhibiéndose precios particularmente altos en estos últimos períodos en relación con el comportamiento histórico.



Ilustración 7: Precio del salmón ¹³

¹¹ Datos obtenidos del Banco Central de Chile.

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

¹³ Para la industria chilena, el precio referencia del salmón del Atlántico es el del mercado de filetes frescos en Estados Unidos, por ende, se considera el Índice de salmón fresco de Urner Barry como referencia. Cabe mencionar, que esta información fue proporcionada por la compañía.

Regulaciones

La acuicultura se regula por la LGPA (Ley General de Pesca y Acuicultura), en donde se establece el marco legal para: importación de recursos hidrobiológicos, acceso a áreas para la acuicultura, concesiones, condiciones ambientales y sanitarias para su ejercicio, reglas para realizar acuicultura con fines científicos u ornamentales, infracciones y sistema sancionatorio.

La actividad se caracteriza porque diversas instituciones estatales cumplen diferentes tareas respecto de ella, siendo las principales: la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, que regula la actividad y establece las condiciones técnicas bajo las cuales puede realizarse; la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas, otorga la concesiones de acuicultura y dicta las áreas apropiadas para su ejercicio; el Servicio de Evaluación Ambiental, que junto a las comisiones de evaluación, participa en la evaluación ambiental de los proyectos; mientras que el Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura y la Dirección General del Territorio Marítimo ejercen las labores de fiscalización.

La nueva normativa de acuicultura, implementada a partir del año 2009 y cuya mayor transformación se operó a través de la Ley N° 20.434 del año 2010, realizó cambios en el modelo productivo para hacerlo sustentable:

- Se coordinó la operación de agrupaciones de concesiones como una medida sanitaria, de modo que todos los centros de cultivo descansen al mismo tiempo y así se disminuyan los riesgos de enfermedades.
- Se ajustaron los indicadores ambientales, haciéndolos más exigentes y preventivos de situaciones indeseadas.
- Se prohibió la nueva siembra de peces, o continuar la operación sobre otros cultivos, cuando se obtienen informes ambientales negativos acerca de las condiciones del centro. Solo puede volverse a la operación cuando se comprueba que se han recuperado las condiciones de operación.
- Se estableció una densidad de cultivo (biomasa por m³) para los centros de salmones, de modo de prevenir eventos sanitarios indeseados. Actualmente el nuevo reglamento sanitario establece que se fijará una densidad de cultivo que será compartida por todos los centros que conforman una misma agrupación, de modo que el mal desempeño ambiental y sanitario en un sector impedirá aumentar la producción a todos los centros que se ubican en él.
- Se entrega al Estado la elaboración de los informes de seguimiento de las condiciones ambientales de los centros de cultivo, de modo de asegurar que se contratarán terceros independientes, no vinculados a la industria, para realizar los muestreos y los informes.
- Se fortaleció la normativa sobre uso de fármacos y las sanciones por el mal uso.
- Se fortaleció la normativa sobre seguridad de las estructuras de cultivo para prevenir los escapes y el desprendimiento de las especies en cultivo, cambiando el enfoque de mitigación a uno precautorio. Asimismo, se hicieron más drásticas las sanciones por no adoptar las condiciones de seguridad que propician el escape o el desprendimiento de especies presumiendo la responsabilidad del acuicultor en tales casos.
- Se crearon macro-zonas como un instrumento de contención de las enfermedades, lo que implica restricciones de transporte en momentos de brotes de enfermedad.
- Se limitó a 25 años el tiempo por el cual se otorgan las concesiones de acuicultura, pudiendo renovarse. En caso de que la mitad de los informes ambientales del período sean negativos, no

podrá renovarse la concesión.

- Se fortalecieron los programas de monitoreo de enfermedades y se dictaron los programas de control de ISA, SRS y de caligus, principales enfermedades que hoy afectan a la industria de salmones.
- Se fortalecieron las facultades de fiscalización de los centros de cultivo y de los prestadores de servicios, cuya actividad incide en el desempeño ambiental y sanitario de la industria.
- Se fortalecieron las normativas sobre importación de especies hidrobiológicas, incorporando el análisis de riesgo como instrumento esencial de las decisiones, todo de conformidad con las directrices de la OIE.

Además, la última modificación a la LGPA, Ley N° 20.657 incorporó los siguientes puntos:

- Se modificó el trámite de las transferencias, arriendos y otros contratos sobre concesiones mediante un proceso más ágil y transparente, a través de un registro en línea, público y gratuito, el que se traspasa desde la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas a la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura.
- Se cerró el acceso a nuevas concesiones de mitílidos en la Región de Los Lagos para ordenar ese subsector de la acuicultura.
- Se perfeccionaron las infracciones referidas a la entrega de información sobre desempeño sanitario por parte de los acuicultores.

Análisis financiero

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Multiexport Foods** han exhibido un comportamiento al alza a excepción del 2020, donde se presentó una disminución dada por la caída de los precios de mercado, lo cual fue levemente compensado con un incremento de los volúmenes vendidos (la baja en los precios está explicada principalmente por los efectos de la pandemia en la menor demanda en el segmento hoteles, restaurantes y cafeterías). Posteriormente en 2021, se exhibe un alza en los ingresos a partir de un mejor precio de venta (por la recuperación de la demanda en el segmento hoteles, restaurantes y cafeterías y del sector *retail* en los mercados más relevantes donde la compañía comercializa sus productos, entre ellos Estados Unidos y Brasil). De esta manera, en la observación más reciente, los ingresos alcanzaron los US \$ 637,2 millones (últimos doce meses terminados en septiembre de 2022), muy similar a los 633,6 millones obtenidos en 2021.

Por su parte, el EBITDA presenta bajas importantes en 2019 y 2020. La contracción de 2019 se explica principalmente por los menores precios de venta y por un leve aumento de los costos *ex farm* (producto principalmente de la cosecha de grupos de peces afectados por condiciones ambientales dañinas en el pasado verano y otoño). Asimismo, la contracción de 2020 se atribuye la baja en los precios de venta, compensado parcialmente por una baja en los costos *ex farm*, principalmente debido al buen desempeño sanitario del salmón Atlántico, con menores mortalidades respecto al año anterior. En la última observación (últimos doce meses terminados en septiembre de 2022), el EBITDA alcanzó los US \$ 127,4 millones, lo que

representa un aumento de 33,3% en relación a 2021, lo cual se debe en gran medida a precios del salmón a niveles históricamente altos.

Por su parte, el flujo originado por actividades de la operación exhibe un comportamiento similar al EBITDA, a excepción del 2022 (UDM), donde se presenta una fuerte disminución que se atribuye en mayor medida a un aumento en el gasto operacional relacionado a centros abiertos en agua mar, junto con un volumen de venta de materia prima menor al mismo periodo del año anterior.

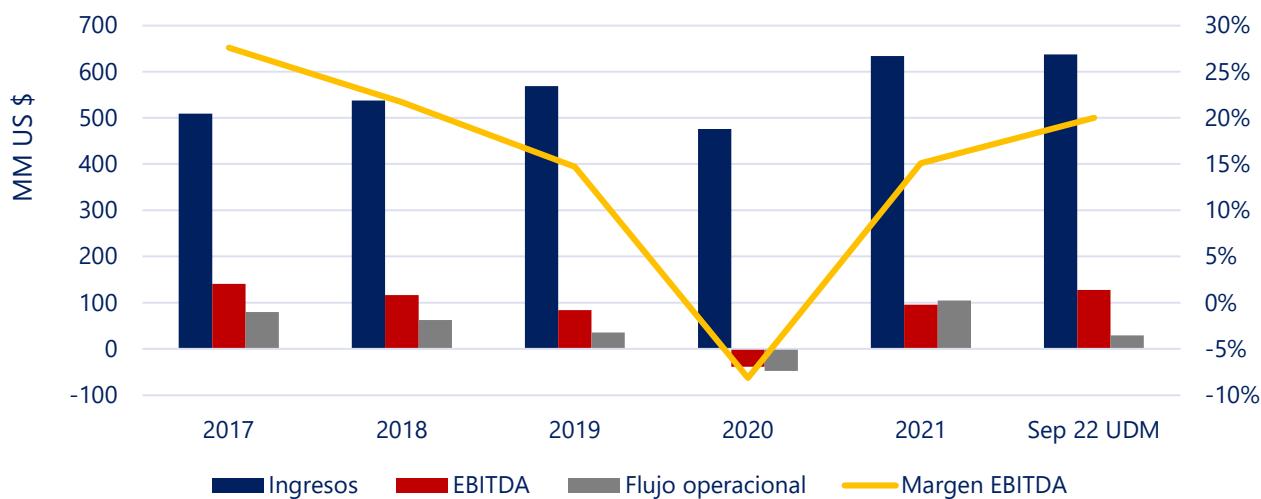


Ilustración 8: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

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 hubo una restructuración de los pasivos pasando una porción de corto al largo plazo y, a la vez, adquiriendo nueva deuda para generar liquidez en la empresa, mostrando, para ese año, ratios de deuda financiera sobre EBITDA negativos de 5,2 veces sin *fair value*. Por su parte, el indicador deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo no presenta valores negativos (dada la mayor estabilidad del FCLP¹⁴) situándose en registros de 3,7 veces sin *fair value*.

En lo más reciente (septiembre 2022) la deuda financiera aumentó un 26,3% en relación con el ejercicio anterior, explicado por mayores préstamos de corto plazo (giro de la línea de crédito más una porción de la amortización del crédito sindicado menor a 12 meses) y de largo plazo (incorporación del nuevo tramo D del crédito sindicado). De esta manera, los indicadores de endeudamiento relativo, de deuda financiera sobre EBITDA y deuda financiera sobre FCLP alcanzaron las 1,7 veces y 3,0 veces, respectivamente; siendo el primero levemente superior a lo obtenido en 2019 donde se alcanzaron las 1,4 veces y el segundo más elevado en relación a las 1,8 veces de 2019. Cabe mencionar que si se ajusta el FCLP sustrayendo la

¹⁴ 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.

rentabilidad del año 2020 (el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo), el indicador respectivo (DF/FCLP) bajaría desde las 3,0 veces a las 2,2 veces, quedando más alineado respecto al comportamiento histórico.

Cabe mencionar que, en la misma fecha, los niveles de caja se incrementaron fuertemente (pasando de niveles de US \$ 43 millones en 2021 a US \$ 95 millones en septiembre de 2022), por el ingreso del monto pagado por Cargill Chile Holdings SpA (Cargill) y Mit-Salmon Chile SpA (Mitsui) ante la venta de acciones de la filial Multi X S.A.

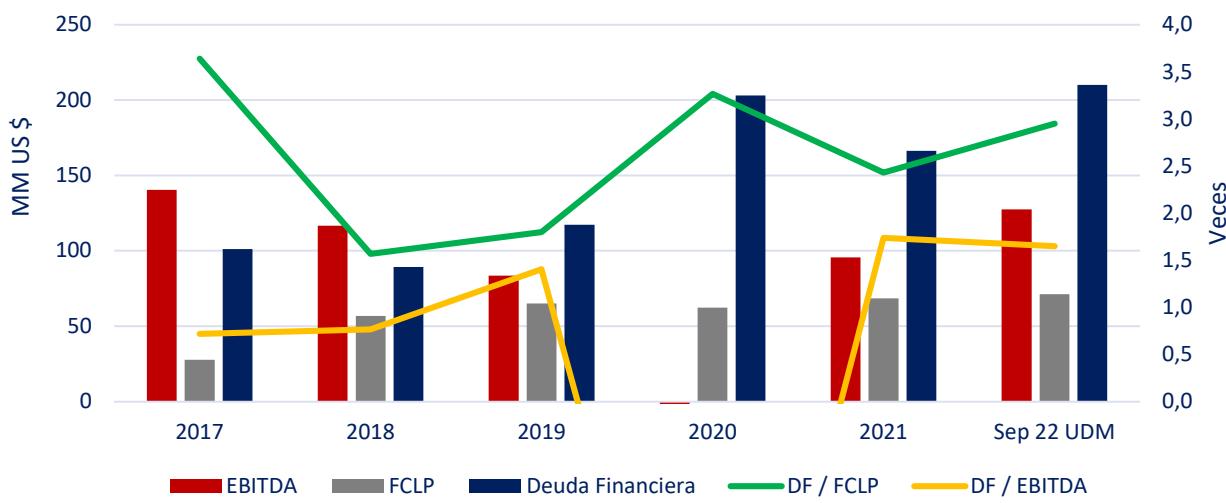


Ilustración 9: Deuda Financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

La Ilustración 10 muestra el perfil de vencimientos de **Multiexport Foods**. Se aprecia que la compañía exhibe holguras respecto de su generación de flujos si se considera el EBITDA y el FCLP ajustado (sin considerar la rentabilidad del 2020).

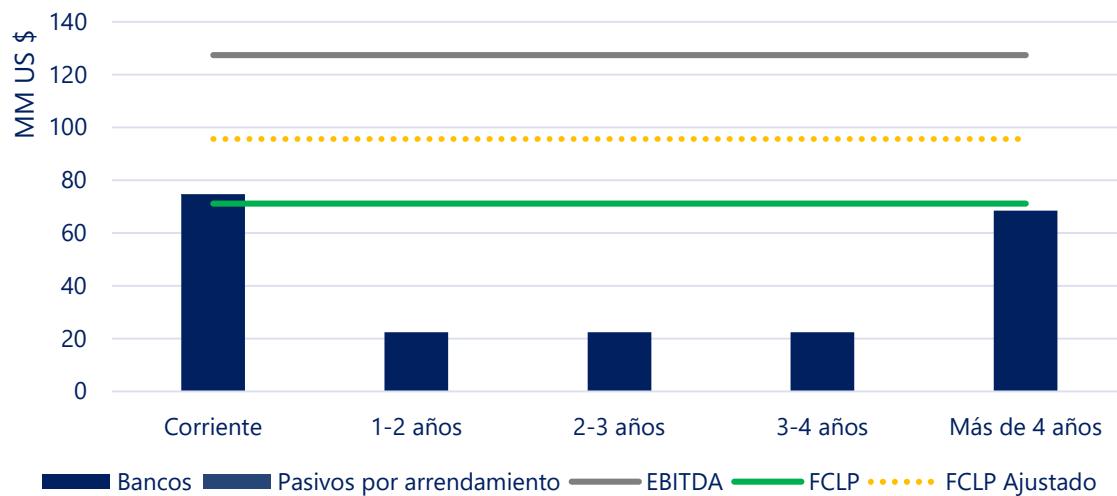


Ilustración 10: Calendario de Vencimientos, FCLP y EBITDA

Evolución de la liquidez¹⁵

En relación con la liquidez, durante 2019 los indicadores mostraron una caída, producto del aumento en la deuda de corto plazo debido a la pandemia. Actualmente los indicadores exhiben un comportamiento relativamente estable, con una leve caída en 2022 por el incremento de los pasivos financieros y cuentas comerciales por pagar para financiar el crecimiento de cosecha en 2023, alcanzando una razón corriente en esa fecha de 2,2 veces y una razón ácida (2) de 0,7 veces, respectivamente (ver Ilustración 11).

¹⁵ 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).

Razón ácida 1: (activos corrientes - inventarios) / pasivos corrientes

Razón ácida 2: (activos corrientes - inventarios - act. biológicos corrientes) / pasivos corrientes

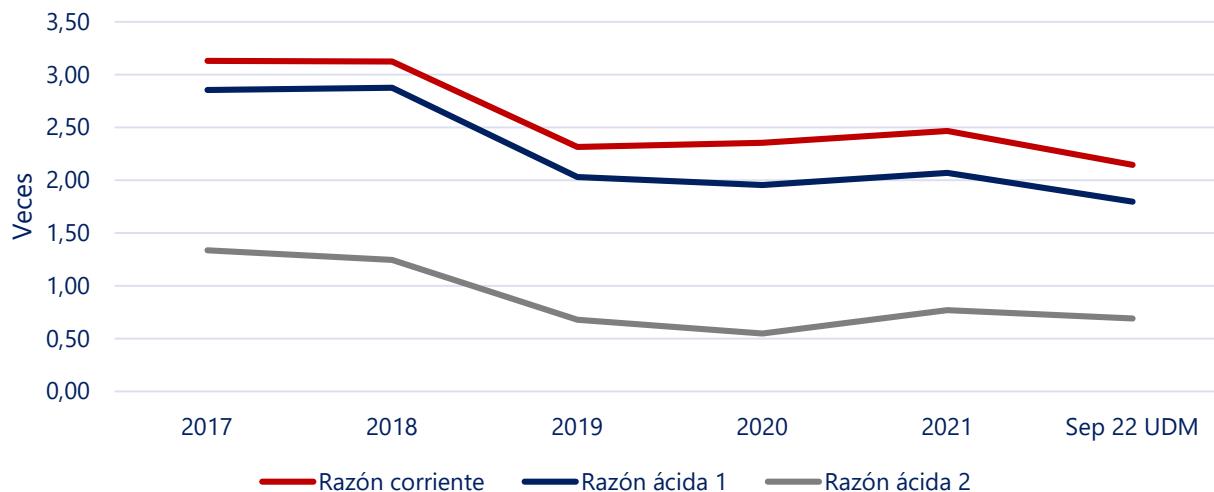


Ilustración 11: Evolución de la Liquidez

Evolución de la rentabilidad¹⁶

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 y 2022 logran una recuperación, alcanzando mediciones incluso superiores a las obtenidas en el año 2019. De esta manera, en la última observación las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional fueron de 7,2%, 15,7% y 15,1%, respectivamente.

¹⁶ Rentabilidad activos: ganancia (pérdida) / activos totales promedio, incluye *fair value*.

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

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

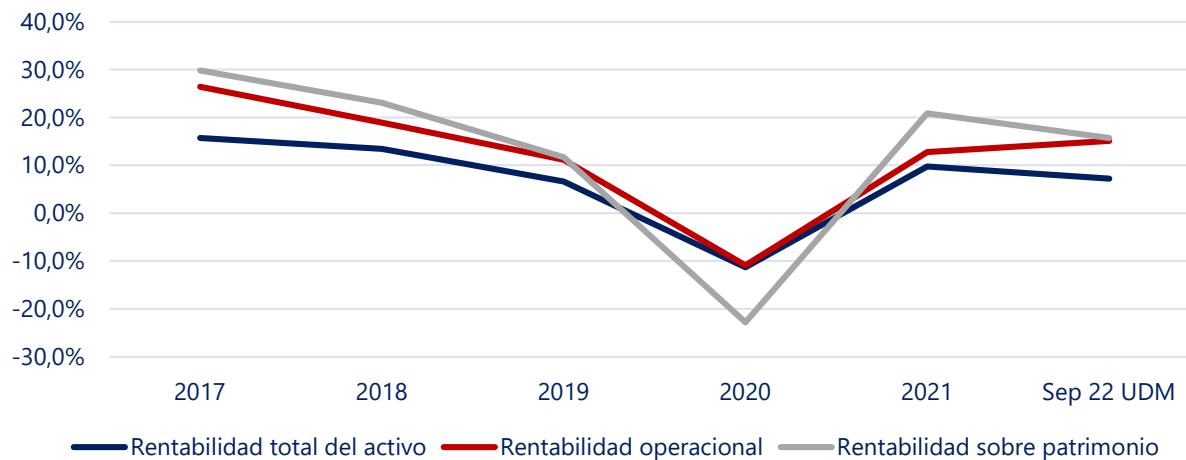


Ilustración 12: Evolución de la Rentabilidad

Desempeño bursátil de la acción

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio. Se observa una tendencia levemente decreciente en el período analizado, alcanzando en lo más reciente, una presencia de más de 58,5%.

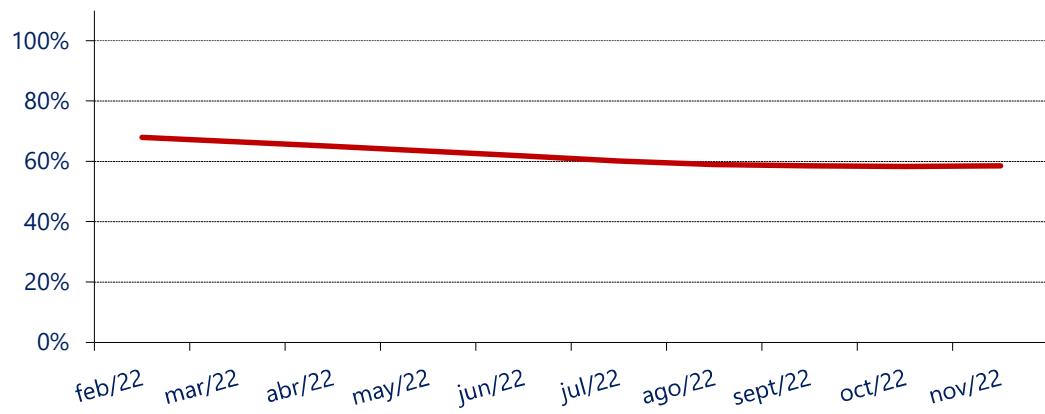


Ilustración 13: Presencia Promedio

Ratios financieros¹⁷

Ratios	Ratios de Liquidez					
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Razón Circulante (Veces)	3,13	3,12	2,31	2,35	2,46	2,15
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	3,10	2,92	2,16	2,31	2,43	2,11
Razón Ácida (veces)	2,85	2,88	2,03	1,95	2,07	1,80
Rotación de Inventarios (veces) ¹⁸	10,34	11,53	10,28	8,27	6,68	5,96
Promedio Días de Inventarios (días)	35,30	31,65	35,52	44,13	54,66	61,22
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	9,32	7,75	7,79	7,35	7,94	7,91
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	39,17	47,09	46,85	49,69	45,95	46,13
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,09	4,36	4,34	5,25	3,90	3,28
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	89,20	83,63	84,12	69,49	93,70	111,11
Diferencia de Días (días)	50,04	36,54	37,26	19,81	47,74	64,98
Ciclo Económico (días)	14,73	4,88	1,75	-24,32	-6,91	3,76

Ratios	Ratios de Endeudamiento					
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Endeudamiento (veces)	0,43	0,41	0,46	0,55	0,52	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,76	0,69	0,84	1,23	1,07	1,21
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,94	1,14	1,74	0,90	1,05	1,38
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,70	0,69	1,41	-3,73	1,27	1,71
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces) ¹⁸	1,39	1,31	0,71	-0,19	0,57	0,61
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	41,10%	34,07%	38,56%	57,08%	45,10%	42,97%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	7,64%	8,35%	4,33%	0,02%	4,14%	2,43%
Veces que se gana el Interés (veces)	30,08	24,39	13,03	-15,06	11,78	9,89

Ratios	Ratios de Rentabilidad					
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Margen Bruto (%) ¹⁸	28,77%	24,30%	15,78%	-11,00%	21,39%	20,25%
Margen Neto (%)	17,34%	15,15%	7,64%	-15,58%	10,42%	9,19%
Rotación del Activo (%)	89,02%	83,75%	85,27%	73,87%	88,94%	71,45%
Rentabilidad Total del Activo (%) * ¹⁸	15,72%	13,42%	6,64%	-11,31%	9,73%	7,21%

¹⁷ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

¹⁸ Pre fair value.

Rentabilidad Total del Activo (%)	15,72%	13,42%	6,64%	-11,31%	9,73%	7,21%
Inversión de Capital (%)	32,53%	32,22%	38,11%	46,98%	41,11%	39,38%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,01	1,81	2,24	2,08	2,29	1,96
Rentabilidad Operacional (%) ¹⁸	26,45%	18,91%	11,18%	-10,87%	12,78%	15,07%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	29,87%	23,08%	11,70%	-22,77%	20,88%	15,70%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	67,77%	72,24%	80,75%	106,38%	75,02%	76,11%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	71,23%	75,70%	84,22%	111,00%	78,61%	79,75%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,35%	2,37%	2,89%	2,95%	2,85%	3,05%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	43,17%	31,14%	17,10%	-23,46%	34,32%	26,75%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) ¹⁸	27,60%	21,69%	14,70%	-8,14%	15,09%	19,99%

* Activos en Ejecución Descontados

Ratios	Otros Ratios					
	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	sept-22
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,94%	7,61%	8,22%	2,37%	2,16%	2,40%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,49%	3,28%	3,20%	2,99%	2,88%	2,17%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,00%	0,03%	2,27%	2,53%	2,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	47,10%	40,38%	42,28%	53,14%	44,64%	38,07%

"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."