



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

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 2024

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	En Observación ¹
Acciones (MULTI X)	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable
EEFF base	30 septiembre 2023

Estados de Resultados IFRS						
M US \$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ingresos de actividades ordinarias	537.247	568.402	476.028	633.595	643.092	670.292
Costo de ventas	-418.565	-478.368	-512.732	-533.607	-518.218	-588.137
Costos de distribución	-8.019	-9.756	-9.985	-9.061	-9.448	-10.060
Gasto de administración	-12.711	-16.440	-14.054	-18.039	-21.210	-16.442
Ajuste Fair Value	11.866	-344	-15.645	35.556	17.837	-37.140
Costos financieros	-4.622	-4.572	-6.728	-7.791	-9.577	-15.567
Ganancia (pérdida)	81.394	43.425	-74.148	65.989	65.412	145
EBITDA²	116.538	83.547	-38.758	95.599	118.135	75.686

Estados de Situación Financiera IFRS consolidado						
M US \$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Activos corrientes	435.556	446.202	397.784	465.905	649.147	627.935
Activos no corrientes	205.899	220.414	246.623	246.459	274.617	348.737
Total activos	641.455	666.616	644.407	712.364	923.764	976.672
Pasivos corrientes	139.494	192.810	168.921	189.036	311.179	346.552
Pasivos no corrientes	122.228	111.095	186.923	179.846	208.938	193.418
Total Pasivos	261.722	303.905	355.844	368.882	520.117	539.970
Patrimonio	379.733	362.711	288.563	343.482	403.647	436.702
Total patrimonio y pasivos	641.455	666.616	644.407	712.364	923.764	976.672
Deuda Financiera	89.176	117.195	203.133	166.349	228.510	290.126

¹ Tendencia anterior: Estable.

² EBITDA pre fair value, calculado como margen bruto – gastos de administración – costos de distribución + depreciación y amortización.

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. Cabe mencionar, que la totalidad de la operación se concentra en la filial Multi X S.A.

En 2022, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 643,1 millones, una utilidad neta³ de US \$ 65,4 millones y un EBITDA⁴ de US\$ 118,1 millones. Por su parte, la deuda financiera de **Multiexport Foods** fue de US \$ 228,5 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que el patrimonio alcanzó US \$ 403,7 millones.

Entre enero y septiembre de 2023, la empresa obtuvo ingresos consolidados por US \$ 670,3 millones, una utilidad neta de US \$ 0,2 millones y un EBITDA de US \$ 75,7 millones. Por su parte, la deuda financiera de **Multiexport Foods** fue de US \$ 290,1 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que el patrimonio alcanzó US \$ 436,7 millones.

El cambio de tendencia desde “Estable” a “En Observación” se debe a que se ha observado un aumento en los indicadores de endeudamiento relativo, explicado por el incremento en la deuda financiera durante 2022 por un mayor volumen de operaciones, junto con una disminución en los márgenes a partir de un escenario de menores niveles de precio e incrementos en los costos de cosecha. Al respecto, **Humphreys** se mantendrá monitoreando el comportamiento de estas variables y su efecto en los niveles de endeudamiento (en relación con los niveles de flujo) en los próximos períodos.

La clasificación de la solvencia en “Categoría A-” y de los títulos accionarios en “Primera Clase Nivel 2”, se basa en su adecuada capacidad de respuesta financiera; al contrastar los flujos de caja de la compañía en relación con sus niveles de apalancamiento, se obtiene un indicador de endeudamiento ajustado (deuda financiera/ Flujo de Caja de Largo Plazo⁵) de 3,1 veces.

Dentro de los elementos que favorecen la clasificación, destaca el hecho de 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

³ En adelante, cualquier mención al resultado del ejercicio (y sus aplicaciones en indicadores de rentabilidad), se entenderá como que incluye el efecto *fair value*, a menos que se explice lo contrario.

⁴ En adelante, cualquier mención al EBITDA, será entendida como al valor *pre fair value*.

⁵ El Flujo de Caja de Largo Plazo (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. En adelante, cualquier mención al FCLP, no considera *fair value*, a menos que se explice lo contrario.

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 en la mayoría de los continentes a partir de los beneficios para la salud.

Por otro lado, como factor positivo se incluye la 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.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Multiexport Foods** se consideran los riesgos sanitarios y ambientales a los que se ve expuesto la producción de peces en la etapa de engorda en agua mar, y que podría generar pérdidas importantes, 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 y diversificación geográfica de sus concesiones, 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, con deducibles asociados.

Otro aspecto que restringe la clasificación es la exposición que tienen los ingresos al precio internacional del salmón del Atlántico, 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 agregado, buscando 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. Cabe señalar, que la empresa destaca por su buen desempeño productivo, 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.

Adicionalmente, 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.

Finalmente, se considera la existencia de riesgo de refinaciamiento, considerando que el Flujo de Caja de Largo Plazo estimado, no alcanza por sí mismo a cubrir el vencimiento de corto plazo, quedando sujeto a las condiciones de la economía y la compañía al momento del refinaciamiento. No obstante, se debe considerar que una porción importante de la deduda corriente corresponde a líneas de crédito rotativas.

En términos de ESG⁶, la compañía mantiene la estrategia de integrar a la totalidad de la cadena de valor bajo una mirada sustentable. En los hechos, cuenta con un comité de sustentabilidad, y la firma ha sido reconocida, como parte del *Dow Jones Sustainability Index* (*ranking* que reconoce su desempeño en los ámbitos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo) y de *Coller FAIRR Protein Producer Index*, (evaluación integral de los mayores productores de proteína animal sobre aspectos ambientales, sociales y de gobernanza). Además, como hito relevante, la sociedad desarrolló el primer producto de salmón chileno certificado como carbón neutral (filete de salmón congelado, cuyas emisiones han sido mitigadas y compensadas a lo largo de toda la cadena de valor).

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).
- Exposición al tipo de cambio (riesgo alto por su recurrencia, pero controlado por la sociedad).
- Concentración de mercados (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).
- Riesgos regulatorios.
- Riesgo de refinaciamiento

⁶ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

Hechos recientes

Resultados 2022

Durante 2022, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US \$ 643,1 millones, cifra que representa un incremento de 1,5% respecto de 2022, explicado por mayor nivel de precio promedio compensado en parte por una contracción en el volumen vendido.

La ganancia bruta (considerando *fair value*), en tanto, se incrementó 5,3% en relación a 2022. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta aumentaría 24,9%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio de 2022 correspondió a US\$ 65,4 millones y el EBITDA a US \$ 118,1 millones (US \$ 66,0 millones y US \$ 95,6 millones en 2021, respectivamente).

La base de US \$ 923,8 millones en activos se financió con US \$ 520,1 millones en pasivos y US \$ 403,7 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 228,5 millones.

Resultados septiembre 2023

Durante septiembre de 2023, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US \$ 670,3 millones, cifra que representa un incremento de 45,6% respecto del mismo periodo de 2022, explicado por alzas en el volumen vendido, compensado levemente por un menor nivel de precio promedio.

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró una baja de 54,9% en septiembre de 2023 respecto a septiembre de 2022. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta tendría una contracción de 13,0%.

Tras lo mencionado anteriormente, el resultado del ejercicio correspondió a una ganancia de US \$ 0,1 millones y el EBITDA a US \$ 75,7 millones (US \$ 46,2 millones y US \$ 90,8 millones en septiembre de 2022, respectivamente).

La base de US \$ 976,7 millones en activos se financió con US \$ 540,0 millones en pasivos y US \$ 436,7 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 290,1 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.

Signo (-): El signo “-” 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.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Fortaleza de Chile en producción de salmonídos: De acuerdo con información publicada por el Consejo del Salmón, Chile cuenta con condiciones privilegiadas para el cultivo de salmonídos. 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. La misma entidad 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 salmonídos (considerando salmón del Atlántico, Coho y trucha Arcoíris), siendo el segundo productor más importante en el mundo, con volúmenes del orden de 1,0 millones de toneladas anuales (2021), lo que representa un 24,3% de la oferta mundial (Noruega mantiene un 40,5% de participación, siendo el más importante).

Diversificación de concesiones: De acuerdo con información de la memoria anual, **Multiexport Foods** cuenta a la fecha con 106 concesiones, entre la X y XII región, distribuidas en un mix de 25 barrios para enfrentar los descansos sanitarios y mantener una producción estable y diversificada.

Potencial de la demanda mundial: De acuerdo con estadísticas de la FAO⁷, se prevé que para 2032, el pescado seguirá siendo relevante para la dieta mundial y desempeñará un papel fundamental. En términos per cápita se espera un crecimiento en el consumo de pescado en todos los continentes, excepto África, y además se espera que Asia, y en menor grado Europa, impulsen la expansión de las exportaciones. Por su parte, Unión Europea, Estados Unidos y China se mantendrían como los tres mayores importadores, esperándose incrementos a futuro en los dos primeros mercados.

⁷ OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2023-2032.

En los hechos, según los últimos datos publicados por FAO, el crecimiento del mercado se evidencia al analizar la producción mundial acuícola y captura (peces, crustáceos y moluscos), que exhibe fuertes alzas desde 126 millones de toneladas en el año 2000 (32,4 millones de toneladas acuícola y 93,6 millones de toneladas captura) a 182,1 millones de toneladas en 2021 (90,1 millones de toneladas acuícola y 91,2 millones captura). Por su parte, el cultivo de salmón (Atlántico, Coho y trucha Arcoíris) también ha presentado fuertes crecimientos pasando de 1,5 millones de toneladas en el año 2000 a 4,1 millones en 2021. 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 Arcoíris) pasó de 0,3 millones de toneladas en el año 2000 a 1,1 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.

En los hechos, de acuerdo a declaraciones de la compañía en su memoria anual, **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 20 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.

Cabe mencionar, que los productos de valor agregado representaron cerca de un 74% del total de ventas en septiembre de 2023.

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."⁸) 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

⁸ 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.

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 corporativo⁹.

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 Foods** 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 factores biológicos adversos: Al trabajar con activos biológicos como son, en el caso del segmento pesquero, la masa de peces existente en el mar, o bien, en el caso del segmento acuícola, la biomasa en reproducción y crecimiento en agua dulce y posteriormente en aguamar, 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.

Para mitigar estos riesgos en el negocio del salmón, **Multiexport Foods** cuenta con seguros de biomasa asociados a este tipo de eventos y además invierte recursos para el mejoramiento genético, programas de vacunación masiva, medidas de bioseguridad, monitoreo de salud de los peces y procedimientos de bienestar animal, entre otras medidas.

Volatilidad del precio de los productos: Los precios de los productos están fijados en el mercado internacional, por lo que **Multiexport Foods** no tiene influencia en su determinación. Al respecto, la

⁹ Brochure, página web Mitsui.

sociedad va ajustando la velocidad de sus ventas de acuerdo con las fluctuaciones de los precios en el mercado.

Al analizar la división diez (fabricación de productos alimenticios) del índice de precios al productor, desde 2017 a la fecha, se observa que el índice de filete y carne de salmón y trucha es uno de los que presenta mayor volatilidad con un coeficiente de variación de 29,2%.

En lo particular, el precio de los salmones se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. En años anteriores, 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 salmón¹⁰ cayó 2% en 2010, mientras que la chilena lo hizo en un 23% el mismo año según cifras FAO). 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 percibido por **Multiexport Foods** fue de US \$ 5,36 por kg wfe). 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 \$ 4,87 por kg de wfe, lo que representa una caída de 23% respecto a 2019). Lo anterior debido a la contingencia sanitaria asociada a la pandemia, que implicó oscilaciones en la demanda, debido a la caída de la actividad mundial.

Sin perjuicio de lo anterior, desde 2021 el precio del salmón internacional ha exhibido fuertes alzas, y si bien en lo más reciente se han percibido contracciones, el precio promedio se mantiene en niveles superiores al comportamiento histórico.

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, principalmente el dólar estadounidense. Este riesgo 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 reduciendo la exposición a este riesgo.

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 60,2% de las ventas totales de la compañía en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2023 (56,5% en 2022). Adicionalmente, gran parte del crecimiento en ventas percibido en 2023 fue explicado por este mercado. 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 períodos, llegando a 11,2% de las ventas en 2023 (14,2% en 2022).

¹⁰ Salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoíris.

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.

Riesgo de refinanciamiento: Al contrastar la deuda corriente (US \$ 125 millones a diciembre de 2023) con el Flujo de Caja de Largo Plazo (US \$ 84.410 millones), se evidencia la existencia de riesgo de refinanciamiento, sobre todo frente a escenarios de contracciones en las ventas. No obstante, se debe considerar que a la fecha la sociedad mantiene una caja por US \$ 45,6 millones y activos biológicos por US \$ 344,4 millones.

En relación con lo anterior, la administración espera llevar a cabo la disminución de la deuda de corto plazo de forma progresiva a partir del primer semestre de 2024 mediante el pago de líneas de crédito, considerando que según sus estimaciones se comenzarían a percibir los flujos asociados a ese crecimiento.

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.

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 100 mil toneladas¹¹ 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).

¹¹ Según información proporcionada por la compañía.

Tabla 1: Plantas¹²

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

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 5,38% de las acciones, respectivamente.

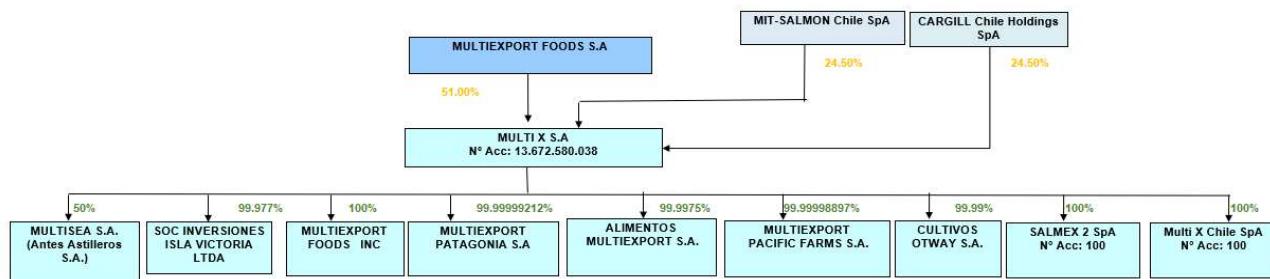


Ilustración 1: Malla societaria¹¹

Composición de los flujos

Multiexport Foods reconoce como línea de negocio al segmento de salmones y truchas. Según información del análisis razonado, el salmón del Atlántico representó el 97,2% de las ventas 2023 UDM (97,4% durante diciembre de 2022) seguido de trucha por 1,0% (1,5% en 2022) y otros por 1,8% (1,1% en 2022).

En cuanto a los ingresos por destino de exportaciones, Estados Unidos representó cerca del 60,2% de las ventas en 2023 UDM (56,5% en 2022) y Brasil en segundo lugar con un 11,2% (14,2% en 2022).

Cabe mencionar, que desde 2021 se aprecia una disminución en la diversificación con una mayor concentración en Estados Unidos, destino que ha exhibido crecimientos importantes dada las mejores condiciones y oportunidades presentadas en el mercado en términos de volumen y precio.

Durante 2023 (UDM) Estados Unidos exhibió un fuerte impulso en sus ventas con un alza de 57,7% entre enero y septiembre de 2023 en relación a igual periodo del año anterior. En el mismo periodo también destaca el alza de 64,3% en el mercado chileno.

¹² Según datos de la memoria anual.

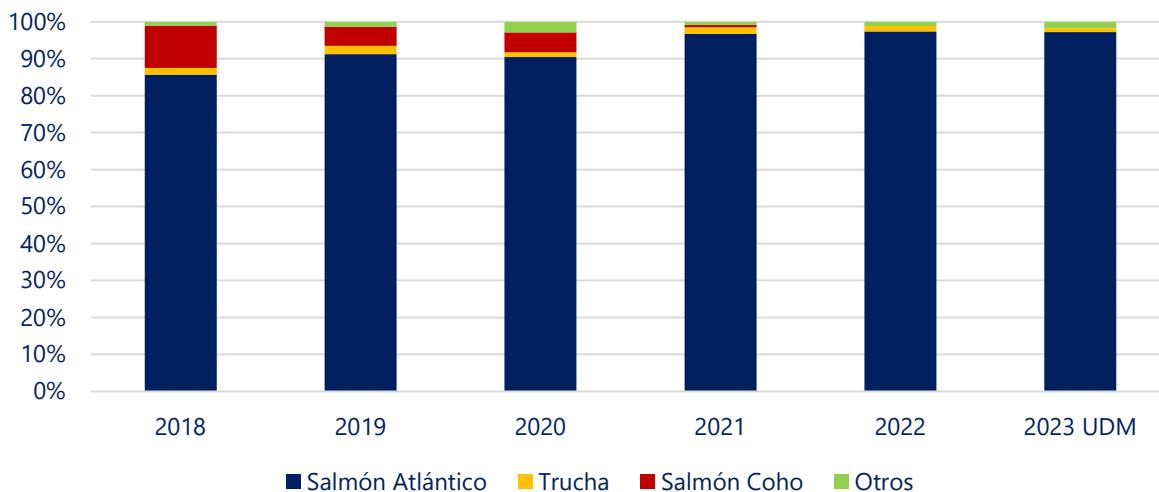


Ilustración 2: Estructura de ingresos por segmento

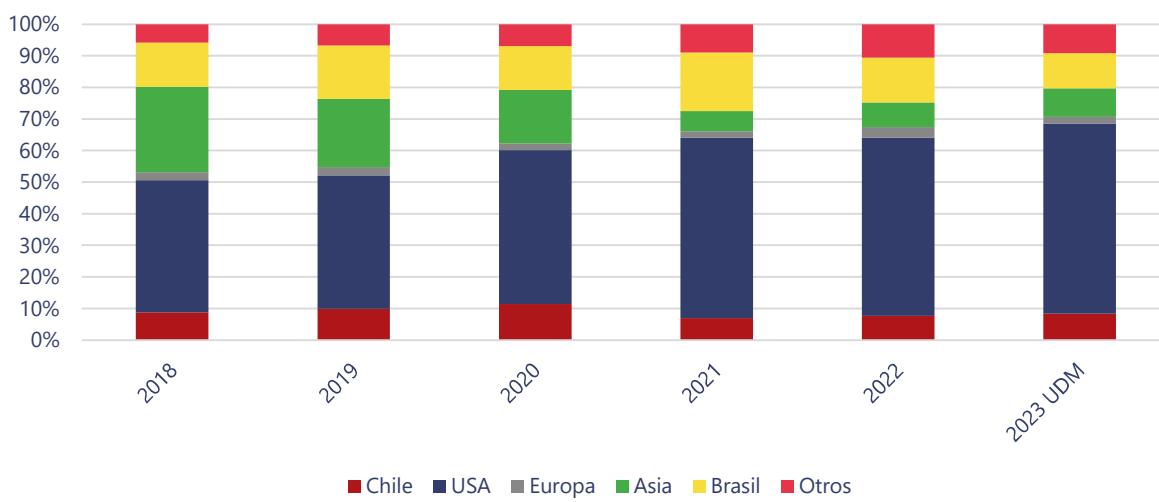


Ilustración 3: Estructura de ingresos por mercado de destino

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.

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 (60,2% de las ventas de 2023), 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 los últimos doce meses terminados en septiembre de 2023 representó el 97,2% del total de los ingresos, seguido de la trucha Arcoiris cuya importancia relativa fue del 1,0%.

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 mencionar, que la tecnología implementada en las pisciculturas permite llevar a cabo un 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 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 100 mil toneladas¹¹ de materia prima al año, mientras que 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).

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

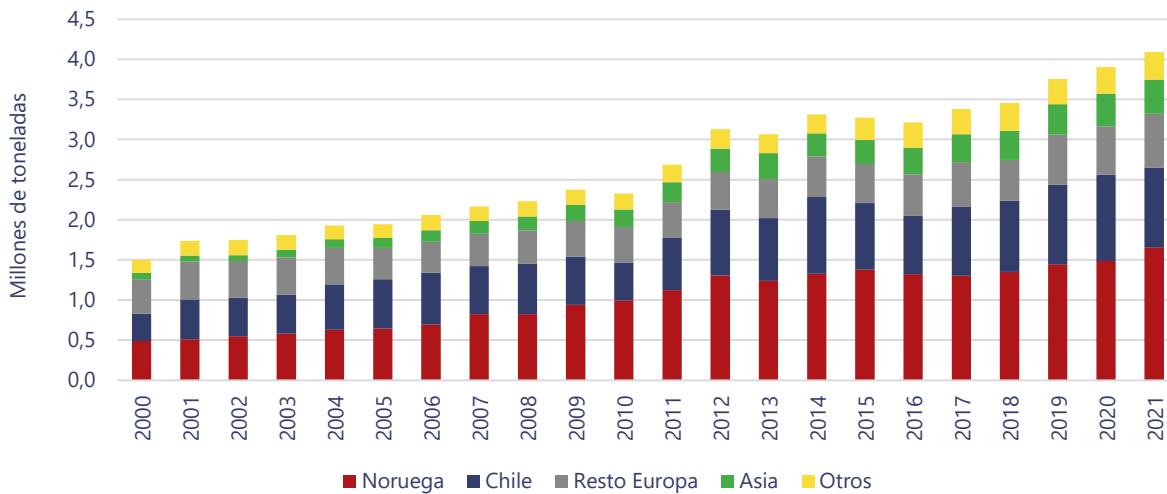


Ilustración 4: Producción mundial de salmones (salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoiris)¹³

Por su parte, la producción mundial acuícola ha ido creciendo fuertemente y ganando importancia en relación con la captura (esta última se ha mantenido más bien estable en el tiempo). Cabe mencionar, que la captura fluctúa por elementos como cambios climáticos. La acuicultura ha crecido sostenidamente durante las últimas décadas, explicado principalmente en una expansión territorial de estas actividades como por la intensificación tecnológica y económica registrada, especialmente en la salmonicultura y mitilicultura¹³.

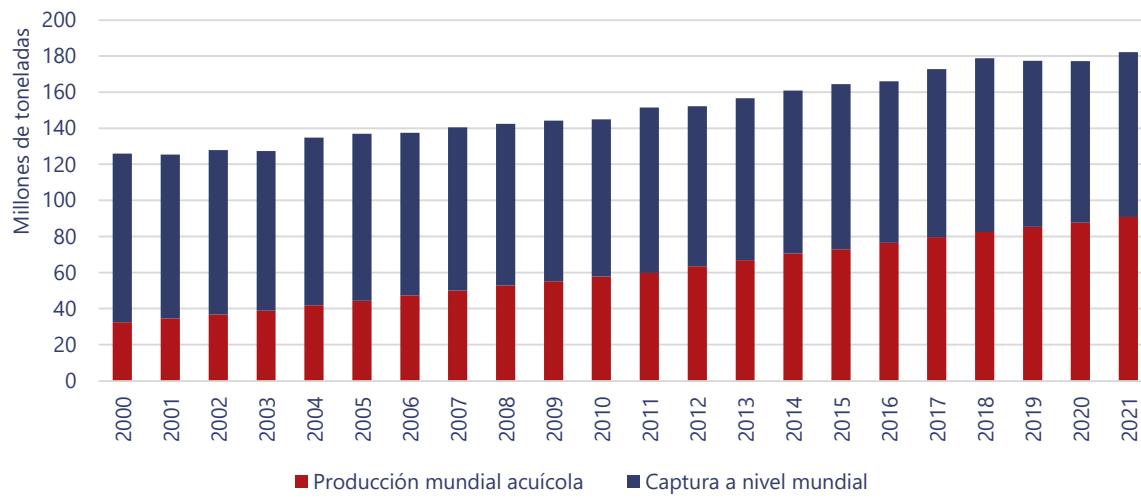


Ilustración 5: Producción mundial acuícola y captura¹³

¹³ Datos obtenidos de FAO.

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. Al respecto, en años anteriores, por ejemplo 2016¹⁴, 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.

Durante 2020 el precio tuvo una fuerte baja que se revierte desde 2021, exhibiéndose a la fecha precios particularmente altos en estos últimos períodos en relación con el comportamiento histórico aunque en menores niveles que los alcanzados en 2022.

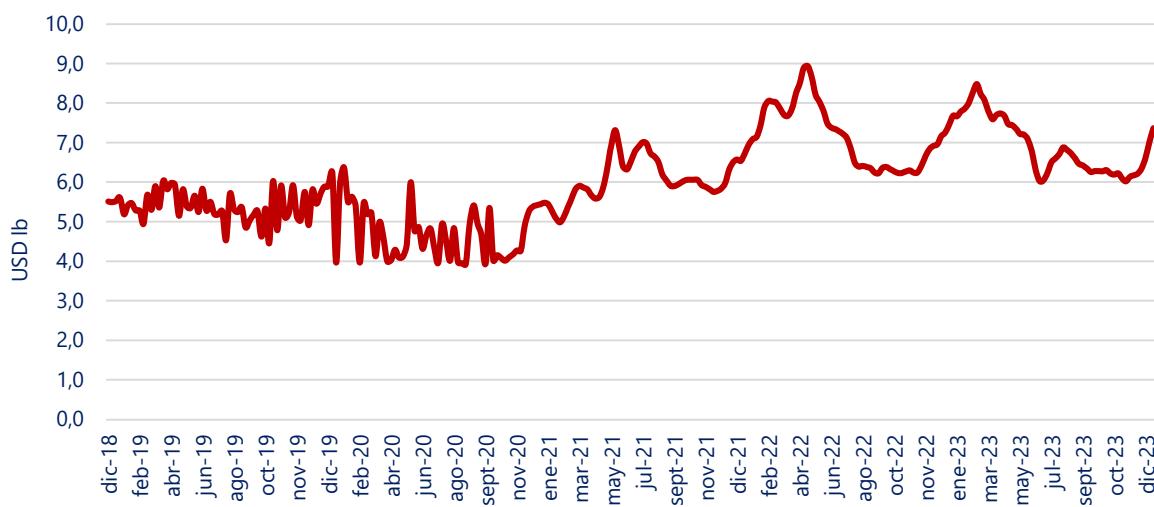


Ilustración 6: Precio del salmón¹⁵

Regulaciones¹⁶

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;

¹⁴ Según cifras de prensa internacional, a partir de información de Urnerbarry, Índice de salmón fresco.

¹⁵ 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.

¹⁶ Subsecretaría de Pesca y Acuicultura.

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 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. 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). Durante 2022 los ingresos exhibieron un leve incremento ante un mayor precio promedio (a pesar de la contracción en el volumen), mientras que en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2023 se presentó un alza relevante debido al incremento en el volumen de venta, compensado por menor precio de venta promedio. De esta manera, en la observación más reciente, los ingresos alcanzaron los US \$ 853,0 millones (2023 UDM).

Por su parte, el EBITDA presenta disminuciones en 2019, 2020 y en 2023. En lo más reciente, la contracción de 2020 se atribuye a 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 contraposición, en 2021 y 2022 el EBITDA exhibió incrementos explicado principalmente por mejores precios de venta (en 2021 destaca la recuperación de la demanda y una fuerte demanda del sector *retail* en los mercados más relevantes donde la compañía comercializa sus productos, entre ellos Estados Unidos y Brasil). En la última observación (2023 UDM) el EBITDA alcanzó los US \$ 103,0 millones, lo que representa una contracción en relación a los US \$ 118,1 millones de 2022, lo cual se debe en gran medida a menor nivel de precios de mercado, sumado a mayores costos de producción.

En consecuencia, el margen EBITDA alcanzó un 12,1% en 2023 (18,4% en 2022).

Por su parte, el flujo originado por actividades de la operación exhibe un comportamiento similar al EBITDA, a excepción del 2022, donde se presenta una fuerte disminución que se atribuye en mayor medida a un aumento en el capital de trabajo relacionado al crecimiento de volumen de cosecha proyectado para los siguientes años que requieren de mayor gasto en los centros abiertos en agua mar. En 2023, este flujo alcanzó valores históricamente bajos (US \$ 58,0 millones negativo) debido a un aumento en el pago a proveedores dado el plan de crecimiento de la compañía, compensado en parte por una mayor recaudación de ventas. Cabe mencionar, que en 2023 se ejecutó un pago por US \$ 39,5 millones por

concepto de impuesto (asociado a la venta de acciones de filial Multi X S.A. en 2022).

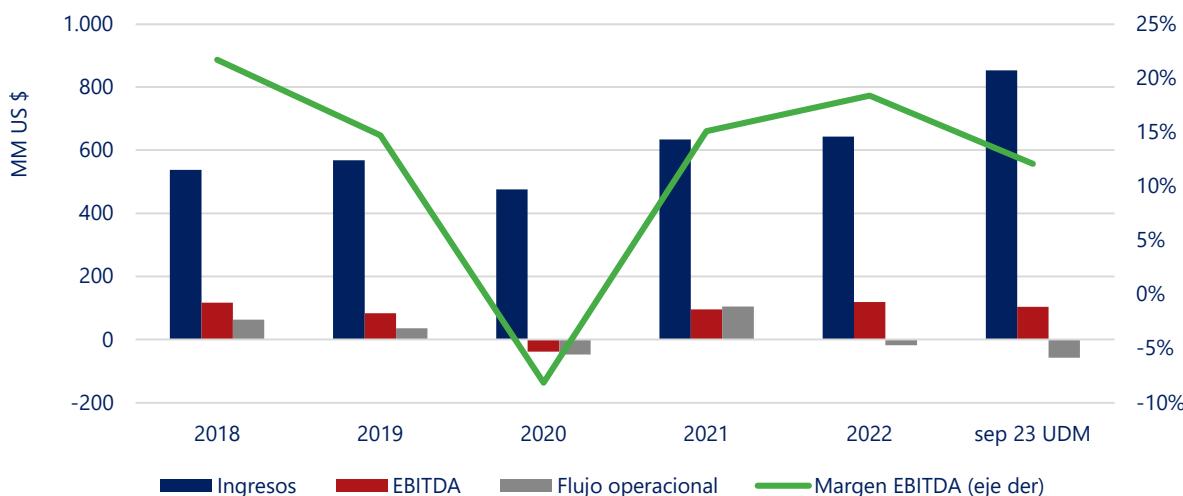


Ilustración 7: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

Evolución endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo exigible sobre patrimonio), exhibió alzas en 2019 y 2020 que se explica principalmente por un incremento en los pasivos financieros corrientes en 2019 y pasivos financieros no corrientes en 2020, alcanzando 1,2 veces ese año. Posteriormente, el indicador no exhibió fluctuaciones relevantes, manteniéndose en 1,2 veces en septiembre de 2023.

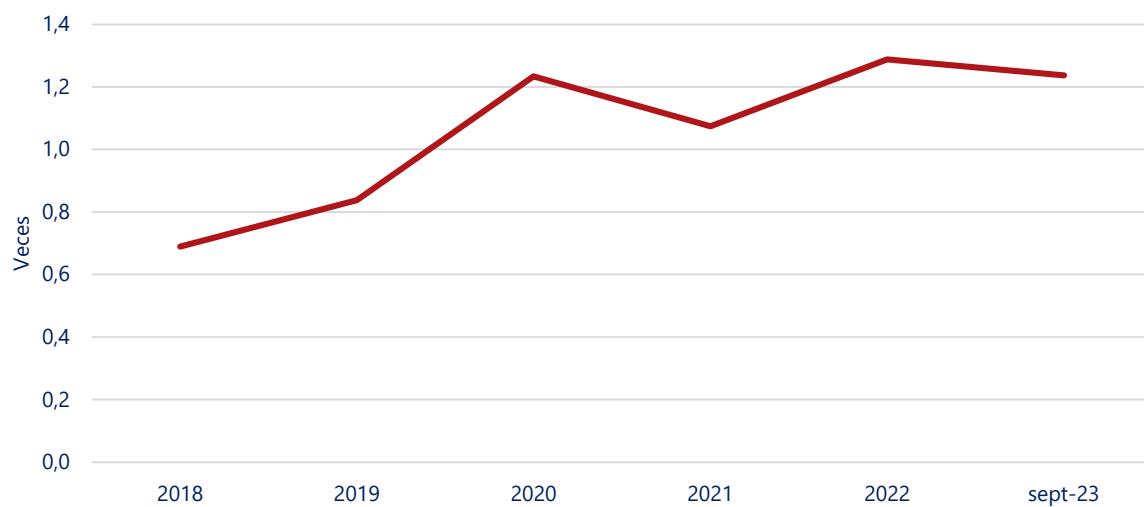


Ilustración 8: Leverage (pasivo exigible sobre patrimonio)

Desde sus valores mínimos en 2018, la relación deuda financiera sobre EBITDA aumentó a 1,4 veces a fines de 2019, y, debido a la reducción de los niveles de EBITDA durante 2020 (explicado anteriormente), el *ratio* presentó valores negativos. Posteriormente, a partir de los mayores niveles de deuda, compensado en

parte con la recuperación de los flujos en 2021 y 2022 este indicador alcanzó las 1,7 veces y 1,9 veces, respectivamente. En lo más reciente, siempre dentro de rangos razonables, el *ratio* alcanzó niveles histórica y comparativamente más elevados llegando a 2,8 veces (explicado principalmente por menor precio promedio, incremento en los costos de producción y mayores niveles de endeudamiento para financiar el crecimiento en volumen).

Por su parte, el endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) exhibe un comportamiento similar, fluctuando entre 1,6 veces en su punto más bajo (2018) y 4,9 veces en su punto más alto (2023 UDM). Cabe mencionar, que si se ajusta el indicador, eliminando la rentabilidad anual de los activos obtenida en 2020 (el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo), el *ratio* alcanza las 3,5 veces. Adicionalmente, según declaraciones de la administración no se proyecta continuar con crecimiento en términos de volumen sino más bien el foco de las operaciones se relaciona con la capacidad de generar eficiencias y reducir el endeudamiento, considerando que este último se encuentra en niveles elevados en relación con el comportamiento histórico. En los hechos, con datos a diciembre, considerando el menor nivel de deuda informado por la compañía, el indicador ajustado alcanzaría valores en torno a las 3,1 veces.

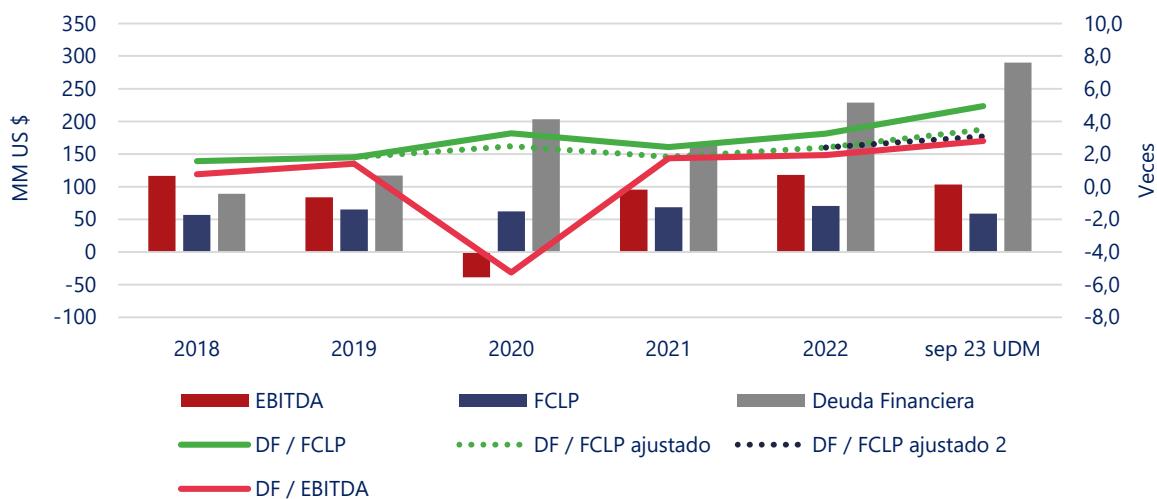


Ilustración 9: Deuda financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

En relación con el perfil de vencimientos, se aprecia que la compañía exhibe holguras respecto de su generación de flujos (considerando el Flujo de Caja de Largo Plazo de la compañía), a excepción del vencimiento corriente por US \$ 176,7 millones que corresponde principalmente a líneas de crédito giradas para financiar el crecimiento en producción de 2023. No obstante, al contrastarse la deuda corriente con los flujos anuales, se evidencia la existencia de riesgo de refinanciamiento, sobre todo frente a escenarios de contracciones en las ventas. Al respecto, la administración menciona que la disminución de la deuda de corto plazo se verá reflejada en forma progresiva a partir del primer semestre de 2024 mediante el pago de líneas de crédito, considerando que se comenzarían a percibir los flujos de ingresos asociados a ese crecimiento. Por consiguiente, según datos de la compañía a diciembre de 2023, el vencimiento de corto

plazo se redujo hasta los US \$ 125 millones. Adicionalmente, se debe considerar que a la fecha la sociedad mantiene una caja por US \$ 45,6 millones y activos biológicos por US \$ 344,4 millones.

A continuación, se presenta el calendario de deuda según estados financieros a septiembre de 2023.

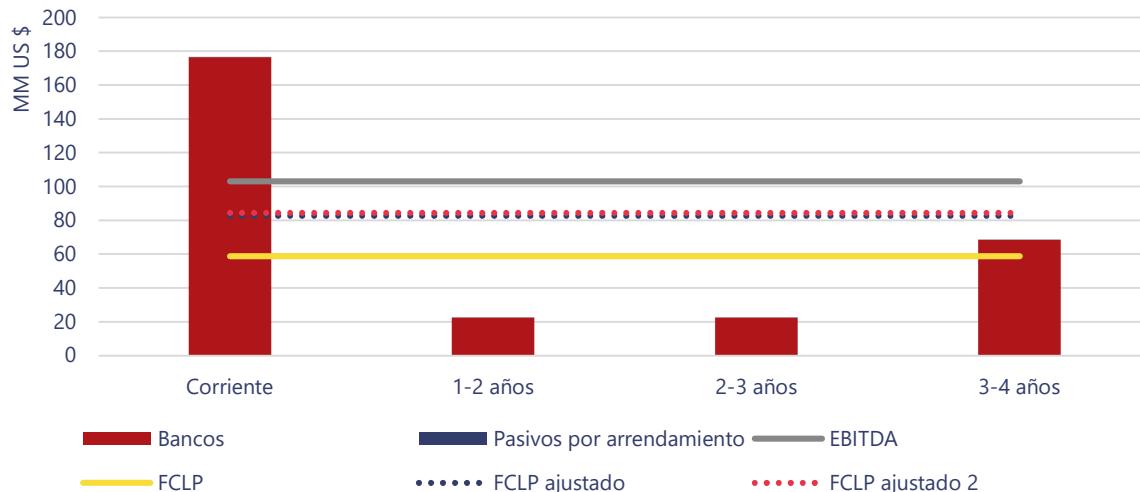


Ilustración 10: Perfil de vencimientos

Evolución liquidez

Los indicadores de liquidez exhiben una tendencia a la baja; durante 2019 los indicadores mostraron una caída, de modo que la razón corriente llegó a 2,3 veces y la razón ácida a 2,0 veces, producto del aumento en la deuda de corto plazo. Posteriormente, la caída de 2022 y 2023 se explica principalmente por una mayor acumulación de deuda de corto plazo, principalmente para financiar el crecimiento de las operaciones.

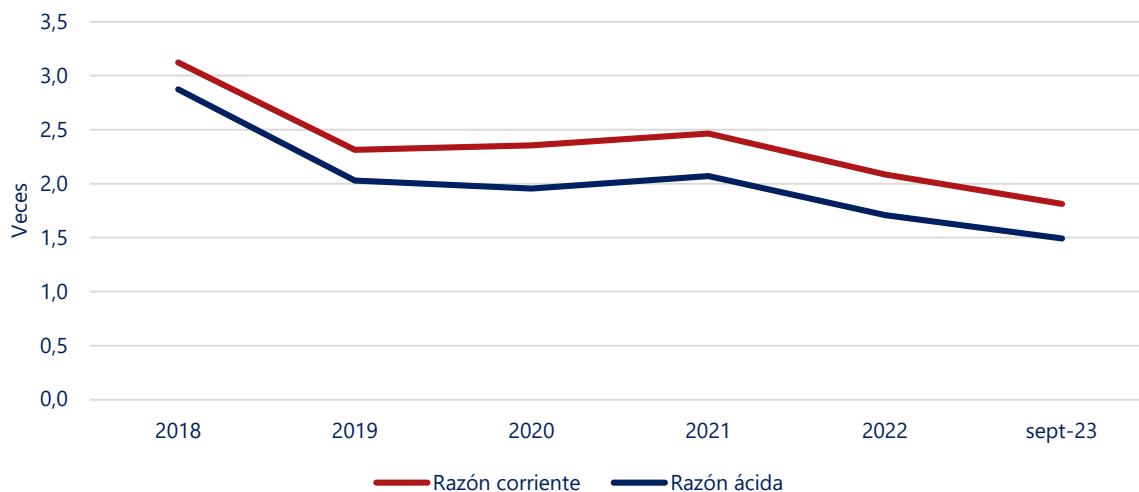


Ilustración 11: Liquidez

Evolución rentabilidad¹⁷

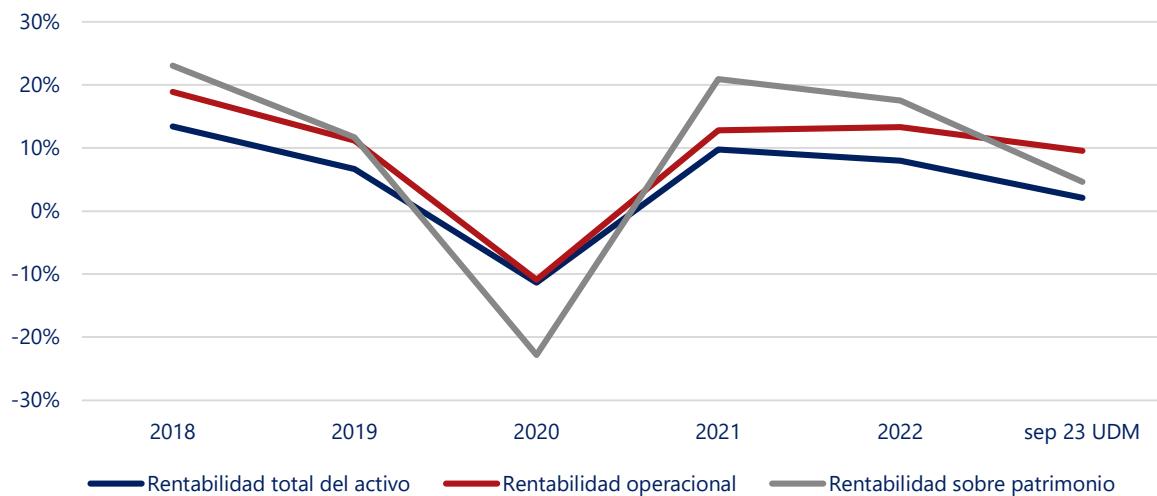
Las rentabilidades han tenido un comportamiento volátil, afectada directamente por las variaciones del resultado operacional. En 2019 y 2020 estos indicadores mostraron contracciones, llegando a valores negativos durante 2020 por efectos de la pandemia (destacando menores niveles de margen bruto, alzas en otros gastos y costos financieros).

Con posterioridad, debido a la recuperación de precios, estos indicadores muestran una recuperación importante, aunque presentando caídas en 2022 y 2023. La baja de 2023 responde principalmente a una fuerte contracción en el margen bruto (sobre todo por el mayor nivel de costos de venta) y alzas en los niveles de costos financieros. De esta manera, en 2023 la rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional fue de 2,1%, 4,6% y 9,6%, respectivamente.

¹⁷ Rentabilidad activos: ganancia (pérdida) / activos totales promedio, incluye *fair value*.

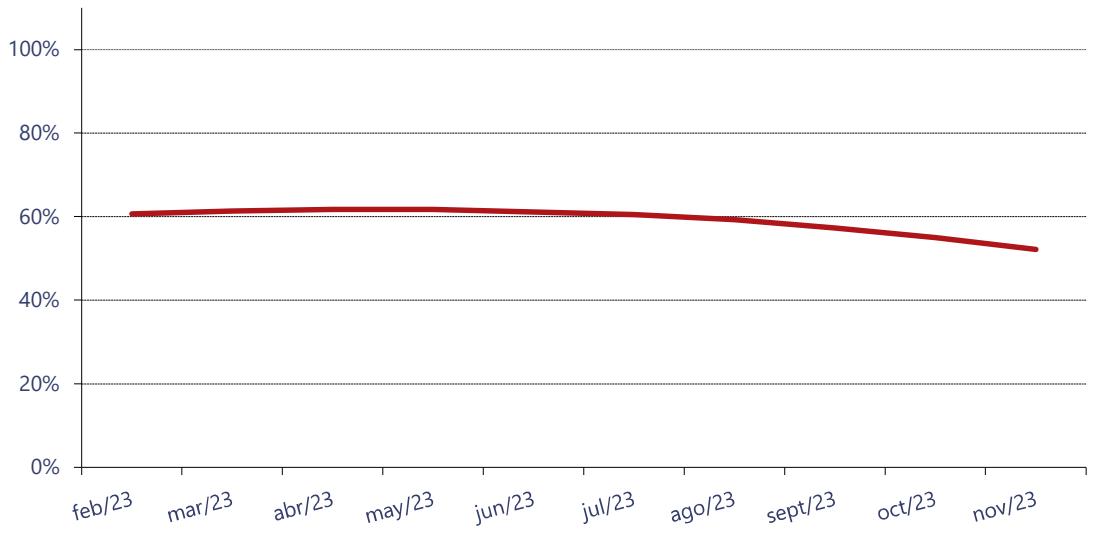
Rentabilidad operacional: resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio), no incluye ajuste por *fair value*.

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


Ilustración 12: Rentabilidades

Acciones

Al analizar el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (días en que los montos transados superaron las UF 200), se obtiene un valor, en su observación más reciente de 52,2% (noviembre de 2023).


Ilustración 13: Presencia promedio

Ratios financieros

Ratios	Ratios de Liquidez					
	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Razón Circulante (Veces)	3,12	2,31	2,35	2,46	2,09	1,81
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,92	2,16	2,31	2,43	2,06	1,81
Razón Ácida (veces)	2,88	2,03	1,95	2,07	1,71	1,49
Rotación de Inventarios (veces)	11,53	10,28	8,27	6,68	4,95	7,05
Promedio Días de Inventarios (días)	31,65	35,52	44,13	54,66	73,80	51,75
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,75	7,79	7,35	7,94	6,82	7,56
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	47,09	46,85	49,69	45,95	53,49	48,29
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,36	4,34	5,25	3,90	3,47	5,09
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	83,63	84,12	69,49	93,70	105,18	71,73
Diferencia de Días (días)	36,54	37,26	19,81	47,74	51,69	23,44
Ciclo Económico (días)	4,88	1,75	-24,32	-6,91	-22,11	-28,31

Ratios	Ratios de Endeudamiento					
	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Endeudamiento (veces)	0,41	0,46	0,55	0,52	0,56	0,55
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,69	0,84	1,23	1,07	1,29	1,24
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,14	1,74	0,90	1,05	1,49	1,79
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	0,77	1,40	-5,24	1,74	1,93	2,81
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	1,31	0,71	-0,19	0,57	0,52	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	34,07%	38,56%	57,08%	45,10%	43,93%	53,73%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	8,35%	4,33%	0,02%	4,14%	6,69%	3,81%
Veces que se gana el Interés (veces)	24,39	13,03	-15,06	11,78	9,45	1,47

Ratios	Ratios de Rentabilidad					
	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Margen Bruto (%)	24,30%	15,78%	-11,00%	21,39%	22,19%	10,31%
Margen Neto (%)	15,15%	7,64%	-15,58%	10,42%	10,17%	2,27%
Rotación del Activo (%)	83,75%	85,27%	73,87%	88,94%	69,62%	87,34%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	13,42%	6,64%	-11,31%	9,73%	8,00%	2,07%
Rentabilidad Total del Activo (%)	13,42%	6,64%	-11,31%	9,73%	8,00%	2,07%
Inversión de Capital (%)	32,22%	38,11%	46,98%	41,11%	39,46%	47,73%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	1,81	2,24	2,08	2,29	1,90	3,03
Rentabilidad Operacional (%)	18,91%	11,18%	-10,87%	12,78%	13,31%	9,55%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	23,08%	11,70%	-22,77%	20,88%	17,51%	4,61%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	72,24%	80,75%	106,38%	75,02%	74,09%	86,59%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	75,70%	84,22%	111,00%	78,61%	77,81%	89,69%

Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,37%	2,89%	2,95%	2,85%	3,30%	2,71%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	31,14%	17,10%	-23,46%	34,32%	30,00%	12,39%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	21,69%	14,70%	-8,14%	15,09%	18,37%	12,08%

* Activos en Ejecución Descontados

Ratios	Otros Ratios					
	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	7,61%	8,22%	2,37%	2,16%	2,33%	0,32%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,28%	3,20%	2,99%	2,88%	2,04%	8,45%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,03%	2,27%	2,53%	1,77%	2,82%
Capital sobre Patrimonio (%)	40,38%	42,28%	53,14%	44,64%	37,99%	35,11%

"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."