



## 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 2025

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Solvencia	<b>BBB+</b>
Tendencia	<b>Desfavorable<sup>1</sup></b>
Acciones (MULTI X)	<b>Primera Clase Nivel 3</b>
Tendencia	<b>Estable</b>

EEFF base

30 septiembre 2024

Estados de Resultados IFRS						
MUS\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Ingresos de actividades ordinarias	568.402	476.028	633.595	643.092	877.618	529.275
Costo de ventas	-478.368	-512.732	-533.607	-518.218	-794.934	-491.608
Costos de distribución	-9.756	-9.985	-9.061	-9.448	-13.689	-9.212
Gasto de administración	-16.440	-14.054	-18.039	-21.210	-22.415	-16.072
Ajuste Fair Value	-344	-15.645	35.556	17.837	-30.414	1.462
Costos financieros	-4.572	-6.728	-7.791	-9.577	-21.366	-18.595
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>43.425</b>	<b>-74.148</b>	<b>65.989</b>	<b>65.412</b>	<b>-6.281</b>	<b>-15.213</b>
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>83.547</b>	<b>-38.758</b>	<b>95.599</b>	<b>118.135</b>	<b>74.119</b>	<b>35.347</b>

Estados de Situación Financiera IFRS consolidado						
MUS\$ de cada año	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Activos corrientes	446.202	397.784	465.905	649.147	604.990	576.313
Activos no corrientes	220.414	246.623	246.459	274.617	345.049	368.831
<b>Total activos</b>	<b>666.616</b>	<b>644.407</b>	<b>712.364</b>	<b>923.764</b>	<b>950.039</b>	<b>945.144</b>
Pasivos corrientes	192.810	168.921	189.036	311.179	328.761	361.867
Pasivos no corrientes	111.095	186.923	179.846	208.938	193.665	170.875
<b>Total pasivos</b>	<b>303.905</b>	<b>355.844</b>	<b>368.882</b>	<b>520.117</b>	<b>522.426</b>	<b>532.742</b>
Patrimonio	362.711	288.563	343.482	403.647	427.613	412.402
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>666.616</b>	<b>644.407</b>	<b>712.364</b>	<b>923.764</b>	<b>950.039</b>	<b>945.144</b>
Deuda financiera <sup>3</sup>	117.195	203.133	166.349	228.510	270.393	285.044

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

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

<sup>3</sup> Incluye pasivos por arrendamiento.

# 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 salmónidos, 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 2023, obtuvo ingresos por US \$ 877,6 millones, un EBITDA<sup>4</sup> de US\$ 74,1 millones y un resultado neto<sup>5</sup> negativo de US \$ 6,3 millones. Por su parte, la deuda financiera fue de US \$ 270,4 millones (incluyendo pasivos por arrendamiento), mientras que el patrimonio alcanzó US \$ 427,6 millones. Entre enero y septiembre de 2024, obtuvo ingresos por US \$ 529,3 millones, un resultado neto negativo de US \$ 15,2 millones y un EBITDA de US \$ 35,4 millones. Por su parte, la deuda financiera fue de US \$ 285,0 millones (incluyendo pasivos por arrendamiento), mientras que el patrimonio alcanzó US \$ 412,4 millones.

El cambio de tendencia de solvencia de "*Estable*" a "*Desfavorable*", responde a los mayores niveles de endeudamiento que ha exhibido la compañía, desalineándose con los compatibles con una calificación en "*Categoría BBB+*". Este comportamiento ha tenido lugar en un contexto de bajos precios de venta promedio y elevados costos de producción durante un período más prolongado de lo anticipado. Adicionalmente, se hace relevante mencionar la posibilidad de un eventual incumplimiento de los *covenants* establecidos en sus contratos de crédito, específicamente el indicador deuda financiera neta sobre EBITDA que con medición semestral superó el límite en junio 2024, no obstante, se establece dentro de las condiciones la no medición de esta restricción por hasta dos periodos consecutivos, por tanto, lo que se requiere es que la situación subsane con estados financieros a junio de 2025. Por otro lado, el *ratio* pasivo total sobre patrimonio se encuentra en los últimos trimestres muy cercano al límite, por lo que bajo un escenario de pérdidas netas, podría afectar el nivel de patrimonio y por ende, aumentar las probabilidades de incumplimiento. En consecuencia, **Humphreys** continuará monitoreando la evolución de los niveles de endeudamiento y de los *covenants* en los próximos períodos.

La clasificación de la solvencia en "*Categoría BBB+*" y de los títulos accionarios en "*Primera Clase Nivel 3*", se fundamenta en su modelo de negocio orientado en agregar valor a la materia prima, lo que le ha permitido liderar la exportación de salmón ahumado en Chile, elemento que contribuye a mitigar parcialmente los efectos de la volatilidad en los precios del salmón.

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 lo que permite variadas posibilidades para los distintos mercados y clientes.

La clasificación, además, incluye las ventajas que presenta Chile como país productor de salmónes, 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.

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

<sup>5</sup> 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 explicita lo contrario.

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. 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. 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 refinanciamiento, considerando que el Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>6</sup> 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 refinanciamiento.

En términos de ESG<sup>7</sup>, 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 *Collier 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.

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.
- 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 (controlado por la sociedad).
- Concentración de mercados.
- Riesgos regulatorios.
- Riesgo de refinanciamiento.

## Hechos recientes

### Resultados septiembre 2024

Entre enero y septiembre de 2024, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US \$ 529,3 millones, cifra que representa una caída de 21,0% respecto del mismo periodo de 2023, explicado por bajas en el volumen vendido principalmente por menor nivel de demanda en Estados Unidos, mercado que priorizó proteínas de menor costo.

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró una baja de 13,1% respecto a septiembre de 2023. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta tendría una contracción de 54,2%. Cabe mencionar, que se percibió un incremento en el costo Ex Farm, principalmente por menor peso promedio, además de un reconocimiento más alto del precio del alimento para peces, presiones inflacionarias que han afectado a los insumos y servicios utilizados en el proceso productivo, y condiciones sanitarias más desafiantes.

Tras lo mencionado anteriormente, y considerando el alza en los costos financieros y efectos negativos en la participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (pérdidas por US \$ 11,6 millones por inversión en Entrevientos en consideración del incendio) el resultado del ejercicio correspondió a una pérdida de US \$ 15,2 millones y el EBITDA a US \$ 35,4 millones (US \$ 0,2 millones y US \$ 75,7 millones en septiembre de 2023, respectivamente).

La base de US \$ 945,1 millones en activos se financió con US \$ 532,7 millones en pasivos y US \$ 412,4 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 285,0 millones (incluyendo pasivos por arrendamientos).

## Resultados diciembre 2023

Entre enero y diciembre de 2023, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US \$ 877,6 millones, cifra que representa un alza de 36,5% respecto 2022, lo que se atribuye a mayor volumen vendido de salmón del Atlántico, compensado en parte por menores niveles de precio promedio.

La ganancia bruta (considerando *fair value*) registró una baja de 63,4% respecto 2022. Si se excluye el efecto *fair value* (margen bruto *pre fair value*), la ganancia bruta tendría una contracción de 33,8%. Cabe mencionar, que se percibió un incremento en el costo Ex Farm principalmente por reconocimiento más alto del precio del alimento para peces, así como presiones inflacionarias que han afectado a los insumos y servicios utilizados en el proceso productivo.

Tras lo mencionado anteriormente, y considerando el alza en los costos de distribución (especialmente frigoríficos), gastos de administración y costos financieros (incremento de un poco más del doble alcanzando los US \$ 21,4 millones) el resultado del ejercicio correspondió a una pérdida de US \$ 6,3 millones y el EBITDA a US \$ 74,1 millones (US \$ 65,4 millones y US \$ 118,1 millones en 2022, respectivamente).

La base de US \$ 950,0 millones en activos se financió con US \$ 522,4 millones en pasivos y US \$ 427,6 millones en patrimonio. Por su parte, la deuda financiera alcanzó los US \$ 270,4 millones (incluyendo pasivos por arrendamientos).

## Hechos recientes

En febrero de 2024, se inició un incendio en la planta de procesamiento de salmónes Entrevientos (ubicada en la ciudad de Punta Arenas, Región de Magallanes), propiedad de Blumar y **Multiexport Foods** en partes iguales. El siniestro provocó la pérdida total de las instalaciones destinadas al procesamiento de salmónes.

Tras realizarse las pericias físicas y contables correspondientes a los bienes afectados, se estima que el deterioro de los activos de Entrevientos S.A. asciende a aproximadamente US \$ 35 millones, según el valor de libro.

El 21 de agosto de 2024, la empresa afectada presentó a la compañía de seguros Chubb, una carta de reclamo por daños a bienes físicos y perjuicios derivados de la paralización de la planta, por un valor total de US \$ 40,7 millones, descontados los deducibles. En dicha carta, se solicitó un anticipo de US \$ 12,0 millones. En agosto de 2024, la empresa liquidadora confirmó, la constitución de una reserva de US \$ 41,0 millones y la aprobación del anticipo mencionado. Como resultado de ello, los estados financieros consolidados de **Multiexport Foods** reflejan, en su resultado no operativo, una provisión por pérdida por deterioro de US \$ 11,6 millones, cantidad que deberá ser revertida a medida que avance el proceso de liquidación, una vez recibido el informe de liquidación definitivo.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría BBB

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

Signo (+): El signo “+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Primera Clase Nivel 3

Corresponde a aquellos títulos accionarios con una buena combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## Tendencia Desfavorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver desmejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

# Oportunidades y fortalezas

**Fortaleza de Chile en producción de salmónidos:** De acuerdo con información publicada por el Consejo del Salmón, Chile cuenta con condiciones privilegiadas para el cultivo de salmónidos. 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 salmónidos (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 (últimos datos disponibles: 2022), lo que representa un 26,0% de la oferta mundial (Noruega mantiene un 39,6% 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 desde Los Lagos a Magallanes (21 en Región de Los Lagos, 78 en Región de Aysén y siete en Región de Magallanes), 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 FAO<sup>8</sup>, se prevé que para 2032, el pescado seguirá siendo relevante para la dieta mundial y desempeñará un papel fundamental. Al respecto, se espera que el pescado siga siendo esencial en la dieta mundial para 2032, con un aumento en el consumo per cápita en todos los continentes, salvo en Europa y África, donde el consumo disminuirá debido al rápido crecimiento poblacional. Asia experimentará el mayor incremento, liderando el consumo. La producción mundial de pescado crecerá a 206 millones de toneladas para 2033, impulsada por la acuicultura, especialmente en Asia, que contribuirá con

---

<sup>8</sup> OCDE-FAO Perspectivas Agrícolas 2024-2033.

más del 85% de este aumento. Por otro lado, se espera que la Unión Europea, Estados Unidos, China y Japón continúen siendo los principales importadores de pescado para consumo humano, representando colectivamente el 50% de las importaciones mundiales para 2033.

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 alzas desde 126 millones de toneladas en el año 2000 (32,4 millones de toneladas acuícola y 93,6 millones de toneladas captura) a 185,4 millones de toneladas en 2022 (94,4 millones de toneladas acuícola y 91,0 millones captura) con una tasa anual equivalente de 1,77%. 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 2022 con una tasa anual equivalente de 4,5%. 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 2022 (tasa anual equivalente de 5,2%), 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 con 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 68% del total de ventas en septiembre de 2024.

**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 (Mitsui & Co. (U.S.A.) inc es la subsidiaria de Mitsui & Co., Ltd., con sede en Tokio, Japón) potenciando su venta y comercialización de salmónes 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 "Salmónes Multiexport S.A."<sup>9</sup>) y Mitsui que le permite aprovechar su experiencia y canales de distribución en el mercado asiático. Cabe mencionar, que a la fecha Mitsui es accionista de Multi X S.A.

El grupo Mitsui se enfoca en negocios que incluyen la venta de productos, logística, financiamiento y el desarrollo

---

<sup>9</sup> 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 Salmónes Multiexport S.A. a MULTI X S.A.

de proyectos de infraestructura. Sus principales áreas de operación abarcan recursos minerales, energía, infraestructura, movilidad, productos químicos, alimentos, tecnología, comunicaciones y desarrollo corporativo.

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 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 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 2019 a la fecha, se observa que el índice de filete y carne de salmón y trucha en uno de los que presenta mayor volatilidad con un coeficiente de variación de 22,7%.

En lo particular, el precio de los salmónidos 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 salmón<sup>10</sup> 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

---

<sup>10</sup> Salmón del Atlántico, salmón Coho y trucha Arcoíris.

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 salmónes 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 se ha mantenido en niveles superiores, y si bien en lo más reciente se han percibido contracciones, el precio promedio se mantiene por sobre el 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 activos 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 57,7% de las ventas totales de la compañía en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 (60,0% en 2023). 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 14,2% de las ventas en 2024 (10,7% en 2023).

**Regulación del sector salmonero chileno:** En el país, la normativa principal es la Ley General de Pesca y Acuicultura, que establece las condiciones para las autorizaciones y concesiones acuícolas, así como las sanciones y la caducidad de los permisos. Además, existen otras normativas que regulan la actividad en áreas como el medioambiente y los derechos de aguas. Las principales entidades nacionales encargadas de la regulación y fiscalización del sector acuícola son: la Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, que establece las normativas para las operaciones salmoneras; el Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura, que supervisa las actividades y sanciona el incumplimiento de las normas acuícolas; el Servicio de Evaluación Ambiental, que otorga las autorizaciones ambientales; la Superintendencia de Medio Ambiente, encargada de fiscalizar y sancionar el cumplimiento de las obligaciones ambientales; la Subsecretaría para las Fuerzas Armadas del Ministerio de Defensa Nacional, que concede las licencias de acuicultura y declara la caducidad de los permisos cuando corresponde; y la Dirección General de Aguas, responsable de otorgar, regular y fiscalizar los derechos de aprovechamiento de aguas.

En consecuencia, 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 \$ 194,1 millones a septiembre de 2024) con el Flujo de Caja de Largo Plazo (US \$ 40,9 millones y US \$ 59,9 millones ajustado), 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 \$ 31,5 millones y activos biológicos por US \$ 369,9 millones.

Cabe mencionar, que la deuda se divide en dos tramos: crédito sindicado y otros bancos. Según declaraciones de la administración, las líneas del crédito sindicado que vencían en enero de 2025 la mayoría se encuentran renovadas por seis meses más (por un total de US \$ 72 millones a la fecha). Por otro lado, la firma está siguiendo la estrategia de dar uso a las líneas de otros bancos para prepagar los montos del crédito sindicado.

## 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. Según datos de la última memoria disponible, en conjunto tienen una capacidad de procesamiento de aproximadamente 130 mil toneladas de materia prima al año (las toneladas adicionales se gestionan en plantas externas y arrendadas).

Tabla 1: Plantas

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. (U.S.A.), Inc., 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 4,48% de las acciones, respectivamente.

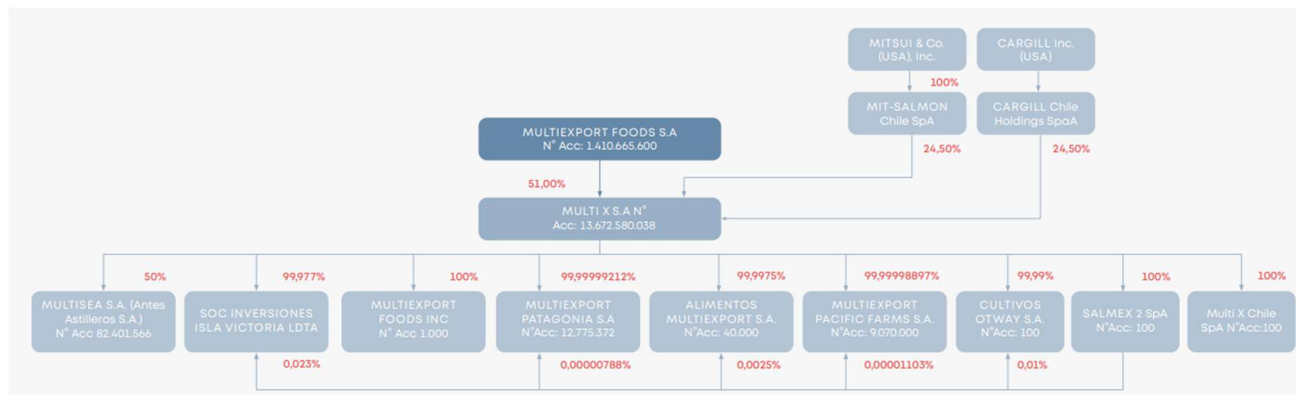


Ilustración 1: Malla societaria<sup>11</sup>

## Composición de los flujos

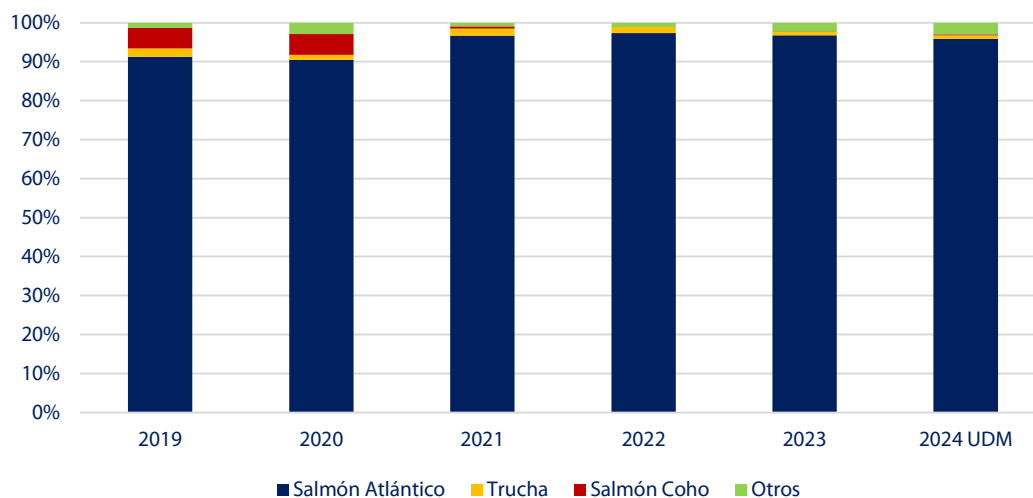
**Multiexport Foods** reconoce como línea de negocio al segmento de salmones y truchas, teniendo el primero una clara preminencia. Según información del análisis razonado, el salmón del Atlántico representó el 95,9% de las ventas en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 seguido de otros que alcanzó el 3,0% y trucha el 0,9%.

En cuanto a los ingresos por destino de exportaciones, Estados Unidos representó cerca del 57,7% de las ventas en 2024 UDM (60,0% en 2023) y Brasil en segundo lugar con un 14,2% (10,7% en 2023).

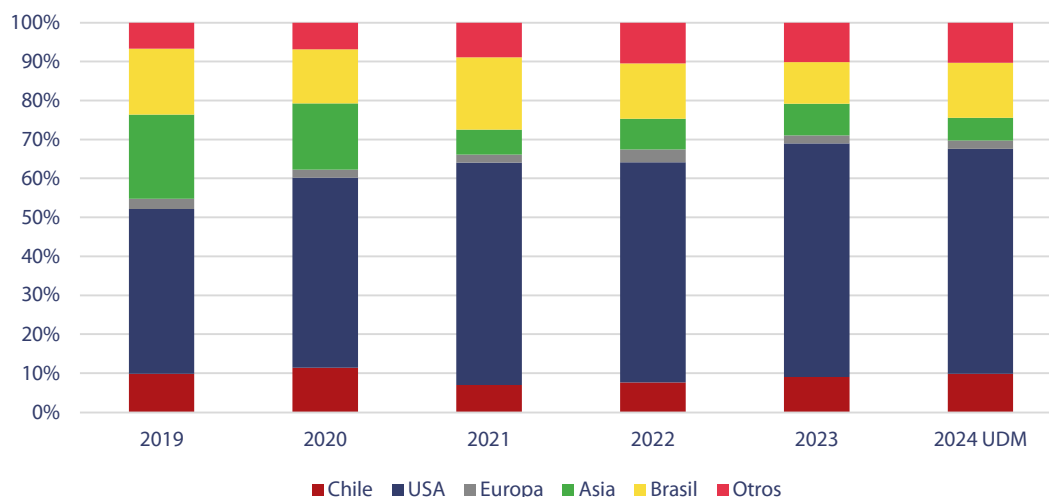
Cabe mencionar, que desde 2021 se aprecia una disminución en la diversificación con una mayor concentración en Estados Unidos, destino que ha exhibido crecimientos importantes dada las mejores condiciones y oportunidades presentadas en el mercado en términos de volumen y precio.

Durante 2024 (UDM) Estados Unidos exhibió una contracción en sus ventas con una baja de 17,2% en relación con septiembre de 2023 (UDM) impulsado principalmente por una baja en volúmenes de venta con un consumo más débil que ha tenido los precios deprimidos a pesar de los menores volúmenes de oferta a este mercado. En el mismo periodo (en términos anualizados) también destaca el alza de 2,6% en el mercado chileno.

<sup>11</sup> Según información 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, 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 principalmente en el salmón del Atlántico.

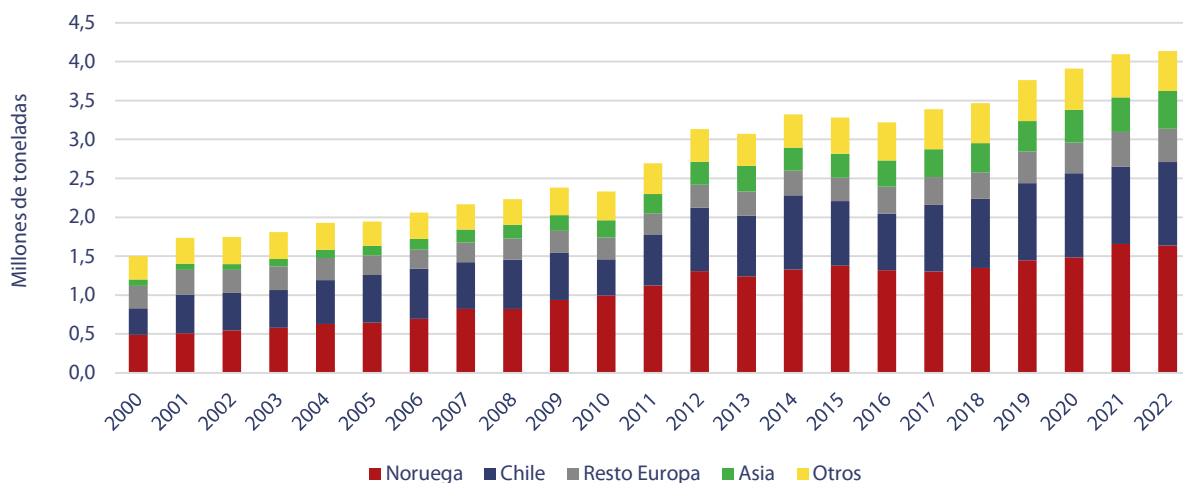
El proceso productivo del salmón, desde la ova hasta la cosecha, requiere 20 a 30 meses en total, dependiendo de la especie. La compañía cuenta con reproductores propios, los que dan origen a las ovas, el primer eslabón de la cadena, las cuales son criadas en agua dulce, para ellos la empresa cuenta 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 más de 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.

## Antecedentes de la industria

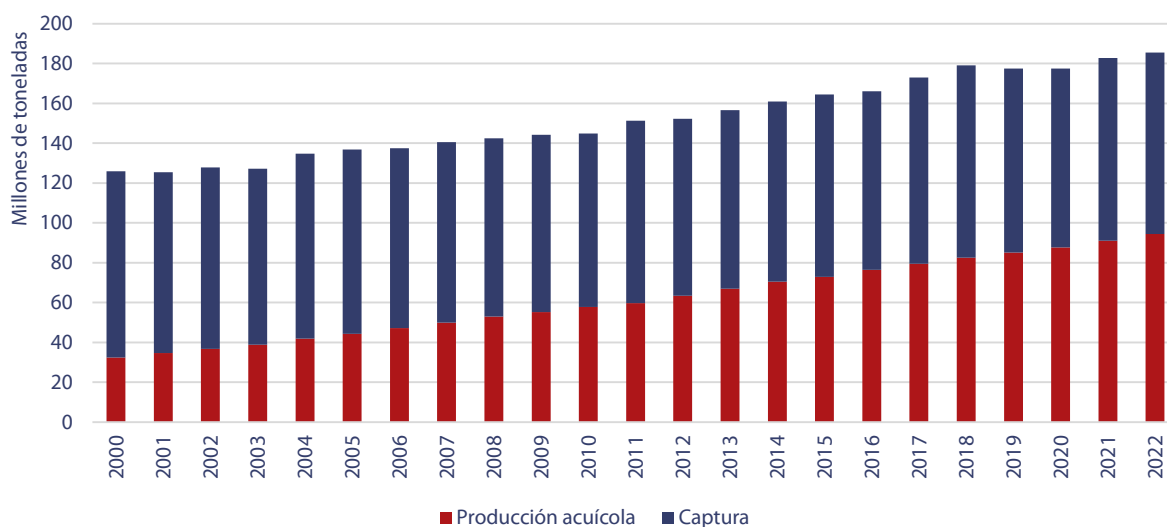
### Salmonicultura chilena

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)*

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 mitilicultura<sup>12</sup>.



*Ilustración 5: Producción mundial acuícola y captura*

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 2016<sup>13</sup>, debido a la disminución de la oferta mundial por el *bloom* de algas en el

<sup>12</sup> Datos obtenidos de FAO.

<sup>13</sup> Según cifras de prensa internacional, a partir de información de Urnerbarry, Índice de salmón fresco.

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 nuevas disminuciones, aunque exhibiéndose todavía precios altos en relación con el comportamiento histórico.

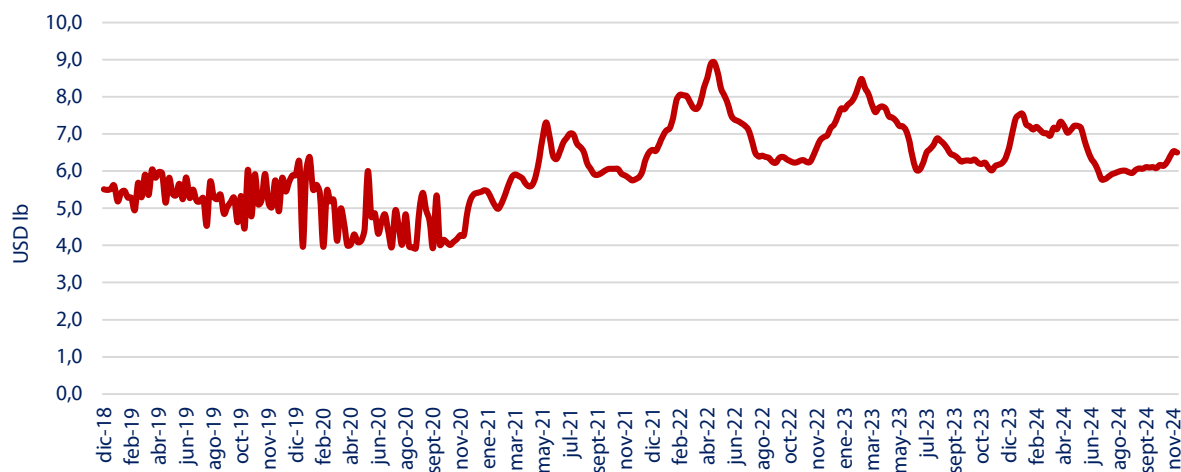


Ilustración 6: Precio del salmón

## Análisis financiero

### Evolución ingresos, flujo operacional y EBITDA

Los ingresos de **Multiexport Foods** han exhibido un comportamiento volátil, con caídas relevantes en 2020 donde se presentó una disminución 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 2023 se exhibió un alza importante debido al incremento en el volumen de venta de salmón Atlántico, compensado por menor precio de venta promedio. No obstante, en la observación más reciente, los ingresos alcanzaron los US \$ 736,6 millones (2024 UDM), lo que supone una caída en relación con los US \$ 877,6 millones de 2023 por efecto de fuertes caídas en los volúmenes ante un consumo más débil en sus principales mercados.

Por su parte, el EBITDA presenta disminuciones en 2020, 2023 y en 2024. 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). Posteriormente, en 2023, el EBITDA alcanzó los US \$ 74,1 millones, lo que representa una contracción en relación con los US \$ 118,1 millones de 2022, lo cual se debe, en gran medida, a un menor nivel de precios de mercado, sumado a mayores costos de producción (alzas en el precio del alimento para peces y presiones inflacionarias

que afectaron a los diferentes insumos y servicios utilizados en el proceso productivo). Esta situación se mantuvo en 2024, exhibiendo nuevas caídas en el EBITDA, a lo que se le suma una disminución del volumen de venta de salmón Atlántico, junto con un menor precio de venta promedio debido a una débil demanda en el Estados Unidos.

En consecuencia, el margen EBITDA alcanzó un 4,6% en 2024 (8,4% en 2023).

Por su parte, el flujo originado por actividades de la operación exhibe un comportamiento similar al EBITDA, a excepción del 2022 y 2023. Por un lado, en 2022, se presentó 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 negativos de US \$ 24,6 millones 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 también se presentó un flujo negativo de US \$ 39,5 millones producto del pago de impuesto asociado a la venta de acciones de filial Multi X S.A. en 2022. En los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 se exhibió cierta recuperación del flujo de actividades operacionales (alcanzando los US \$ 26,0 millones) a partir de menores pagos a proveedores por menores volúmenes, impuestos reembolsados, y ahorros derivados de proyectos de eficiencias de la compañía (proyecto *Humboldt*).

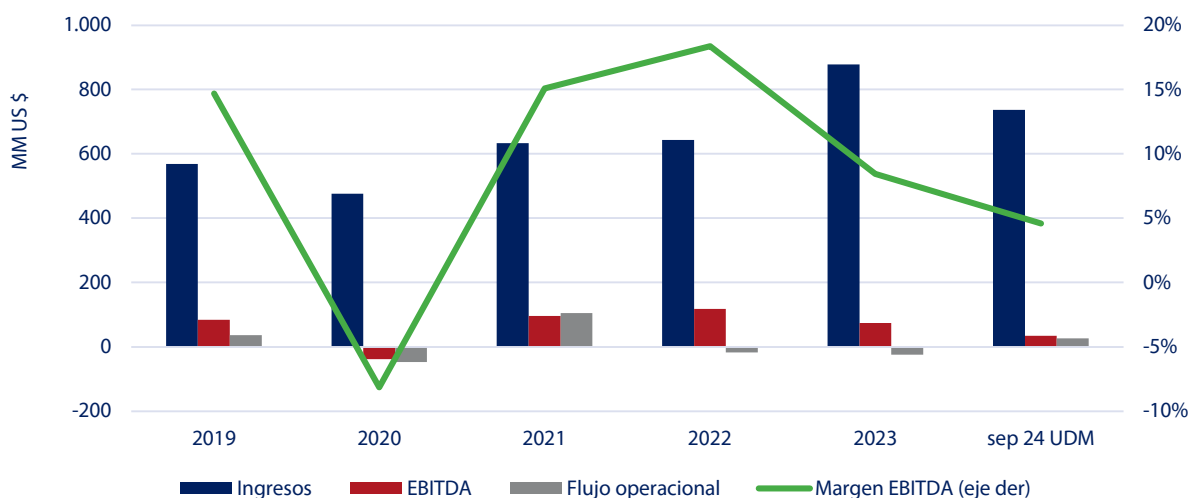
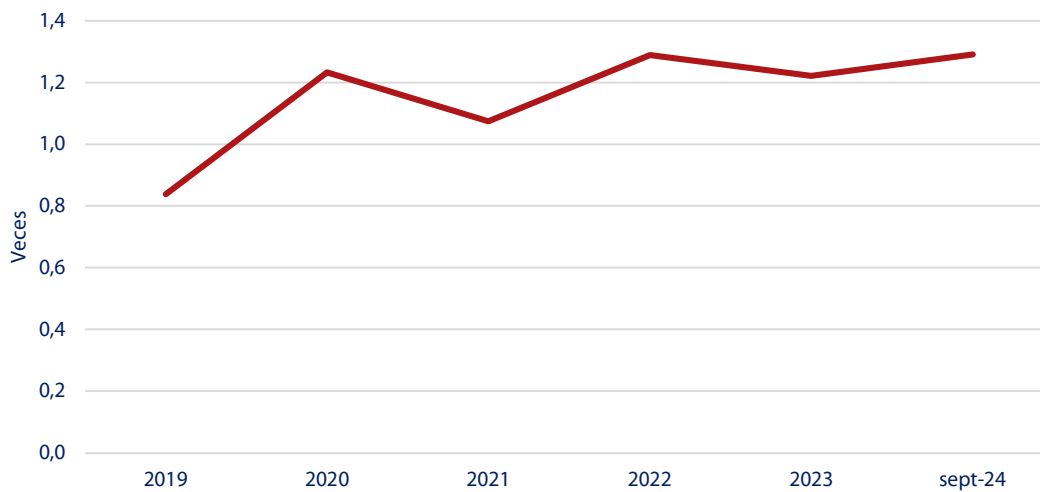


Ilustración 7: Ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

## Evolución endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo total sobre patrimonio), se mantuvo fluctuando en torno a 1,1 veces. El *peak* del *ratio* se visualizó en 2022 (1,3 veces), principalmente por incrementos en los pasivos corrientes por giros a la línea de crédito para financiar capital de trabajo y mayores cuentas por pagar al tener mayor biomasa en el agua (además por el lado de pasivos no corrientes destacan mayores pasivos por impuestos, relacionados a la transacción de venta de acciones de la filial Salmones Multiexport S.A.)

Durante 2023 se exhibieron caídas (hasta 1,2 veces) a partir de un mayor patrimonio por la retasación de activos fijos (reflejado en otras reservas) manteniendo un nivel similar de pasivos. No obstante, en 2024 se retornó a niveles de 1,3 veces debido mayor nivel de pasivos corrientes, así como de cuentas por pagar producto del aumento de biomasa en el agua y mayor consumo de alimento.



*Ilustración 8: Leverage (pasivo total sobre patrimonio)*

Desde sus valores mínimos en 2019, la relación deuda financiera (incluyendo pasivos por arrendamiento) sobre EBITDA alcanzó valores negativos en 2020 debido a la reducción de los niveles de EBITDA (explicado anteriormente). 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 2023 se visualizaron nuevas alzas en el indicador obteniendo 3,6 veces (alzas en los niveles de deuda a partir de giros en líneas de crédito) situación que se profundizó en 2024, donde se obtuvo un *ratio* de 8,4 veces (giros en líneas de crédito PAE con instituciones financieras para financiar Capex de mantención y amortizaciones de capital del crédito sindicado), ambos periodos fuertemente afectados por menor nivel de precios de mercado, sumado a mayores costos de producción (explicado anteriormente).

Por su parte, el endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) exhibe un comportamiento similar, fluctuando entre 1,8 veces en su punto más bajo (2019) y 7,0 veces en su punto más alto (2024 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 4,8 veces. Adicionalmente, si se incorpora la deuda con empresas relacionadas, este mismo indicador asciende a 5,1 veces (deuda a 90 días que se genera por compra de alimento a Ewos, cuya matriz es Cargill, accionista de **Multiexport Foods**).

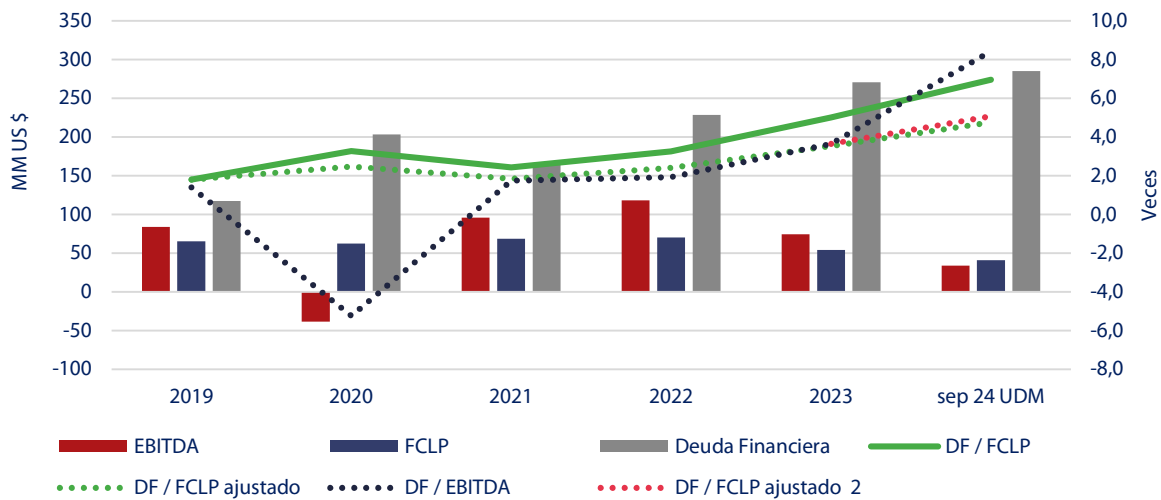


Ilustración 9: Deuda financiera, EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo

En relación con el perfil de vencimientos, se aprecia un vencimiento corriente por US \$ 194,2 millones, por lo que considerando el Flujo de Caja de Largo Plazo (US \$ 59,9 millones ajustado) se evidencia la existencia de riesgo de refinanciamiento, sobre todo frente a escenarios de contracciones en las ventas. Cabe mencionar, que la deuda se divide en dos tramos: crédito sindicado y otros bancos. Según declaraciones de la administración, las líneas del crédito sindicado que vencían en enero de 2025 la mayoría se encuentran renovadas por seis meses más (por un total de US \$ 72 millones a la fecha). Por otro lado, la firma está siguiendo la estrategia de dar uso a las líneas de otros bancos para prepagar los montos del crédito sindicado.

Por otro lado, se debe considerar que a la fecha la sociedad mantiene una caja por US \$ 31,5 millones y activos biológicos por US \$ 369,9 millones. A continuación, se presenta el calendario de deuda según estados financieros a septiembre de 2024.

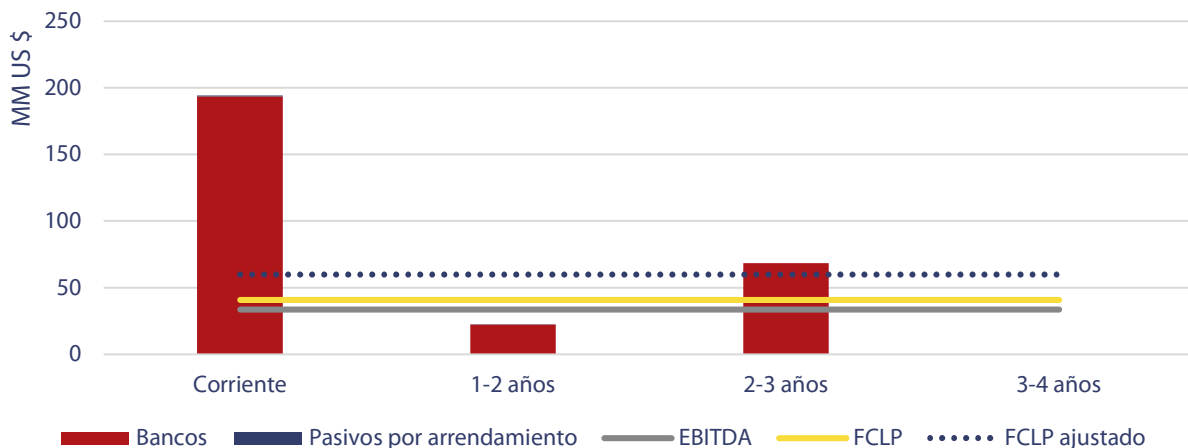


Ilustración 10: Perfil de vencimientos

## Evolución liquidez

Los indicadores de liquidez exhiben una tendencia a la baja, pero manteniendo niveles adecuados, pasando de 2,3 veces en 2019 a 1,6 veces en 2024. La caída de 2022 se explica principalmente por incrementos en los pasivos corrientes por giros a la línea de crédito para financiar capital de trabajo y por mayores cuentas por pagar al tener mayor biomasa en el agua. Posteriormente, en 2023 se exhibió una caída en el efectivo e incremento en la deuda de corto plazo por giros en la línea de crédito. Finalmente, en septiembre de 2024 se percibió una nueva caída por giros en líneas de crédito PAE con instituciones financieras para financiar *capex* de mantención y amortizaciones de capital del crédito sindicado.

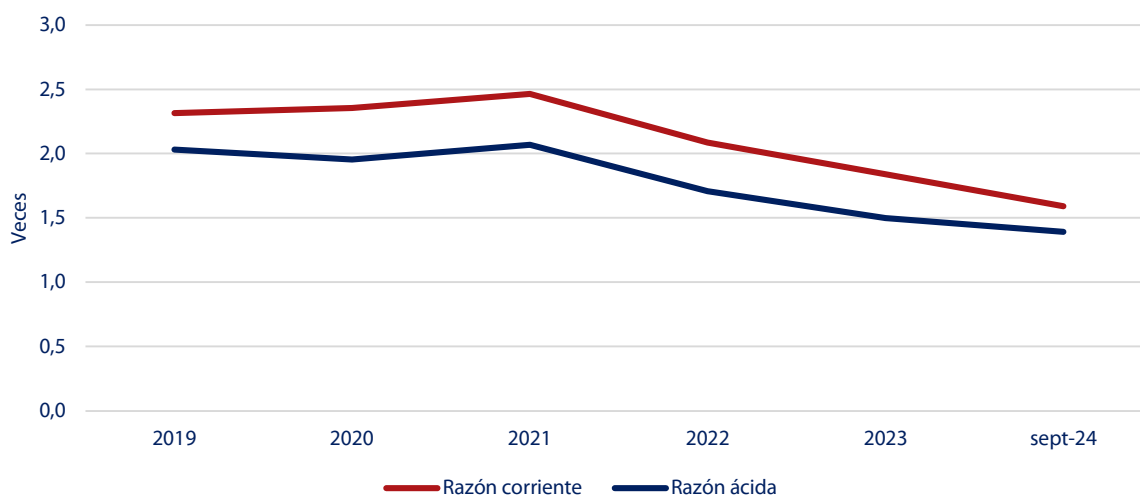


Ilustración 11: Liquidez

## Evolución rentabilidad

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

En 2021 debido a la recuperación de precios, estos indicadores muestran una recuperación importante obteniendo rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 9,7%, 20,9% y 12,8% respectivamente. No obstante, en 2022 se presentaron caídas que responden a mayores gastos de administración, otros gastos y costos financieros. Por otro lado, en 2023 y 2024 se exhibieron fuertes contracciones en el resultado bruto (impulsado principalmente por un menor nivel de precios de mercado, sumado a mayores costos de producción), con mayores costos de distribución y administración, y un alza relevante en los costos financieros, de modo que en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024 las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional fueron de -2,3%, -5,1% y 0,4%, respectivamente.

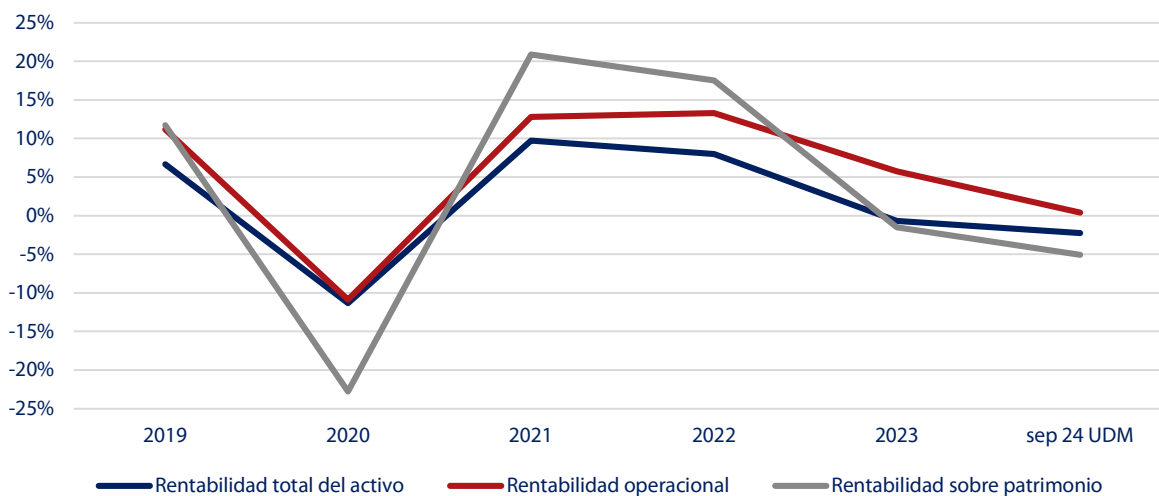


Ilustración 12: Rentabilidades

## Acciones

Al analizar el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (cantidad de días en los que se registran transacciones de una acción por más de UF 1.000, durante los últimos 180 días hábiles bursátiles), se obtiene un valor, en su observación más reciente de 28,2% (octubre de 2024).

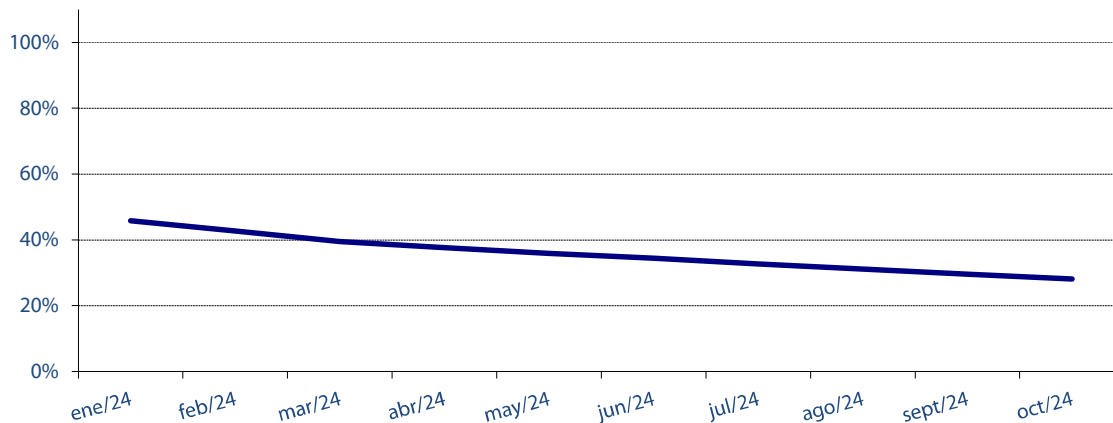


Ilustración 13: Presencia promedio

## Ratios financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Razón Circulante (Veces)	2,31	2,35	2,46	2,09	1,84	1,59
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	2,16	2,31	2,43	2,06	1,84	1,59
Razón Ácida (veces)	2,03	1,95	2,07	1,71	1,50	1,39
Rotación de Inventarios (veces)	10,28	8,27	6,68	4,95	6,92	7,20
Promedio Días de Inventarios (días)	35,52	44,13	54,66	73,80	52,74	50,72
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,79	7,35	7,94	6,82	10,55	10,06
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	46,85	49,69	45,95	53,49	34,61	36,27
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,34	5,25	3,90	3,47	5,76	4,48
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	84,12	69,49	93,70	105,18	63,40	81,52
Diferencia de Días (días)	37,26	19,81	47,74	51,69	28,80	45,25
Ciclo Económico (días)	1,75	-24,32	-6,91	-22,11	-23,95	-5,47

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Endeudamiento (veces)	0,46	0,55	0,52	0,56	0,55	0,56
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,84	1,23	1,07	1,29	1,22	1,29
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,74	0,90	1,05	1,49	1,70	2,12
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,40	-5,24	1,74	1,93	3,65	8,44
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,71	-0,19	0,57	0,52	0,27	0,12
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	38,56%	57,08%	45,10%	43,93%	51,76%	53,51%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	4,33%	0,02%	4,14%	6,69%	5,23%	2,80%
Veces que se gana el Interés (veces)	13,03	-15,06	11,78	9,45	-0,41	-1,09

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Margen Bruto (%)	15,78%	-11,00%	21,39%	22,19%	5,96%	6,30%
Margen Neto (%)	7,64%	-15,58%	10,42%	10,17%	-0,72%	-2,94%
Rotación del Activo (%)	85,27%	73,87%	88,94%	69,62%	92,38%	77,94%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	6,64%	-11,31%	9,73%	8,00%	-0,67%	-2,25%
Rentabilidad Total del Activo (%)	6,64%	-11,31%	9,73%	8,00%	-0,67%	-2,25%
Inversión de Capital (%)	38,11%	46,98%	41,11%	39,46%	48,16%	49,17%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	2,24	2,08	2,29	1,90	3,18	3,43
Rentabilidad Operacional (%)	11,18%	-10,87%	12,78%	13,31%	5,75%	0,41%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,70%	-22,77%	20,88%	17,51%	-1,51%	-5,10%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	80,75%	106,38%	75,02%	74,09%	90,91%	89,57%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	84,22%	111,00%	78,61%	77,81%	94,04%	93,70%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,89%	2,95%	2,85%	3,30%	2,55%	2,99%

ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	17,10%	-23,46%	34,32%	30,00%	3,89%	2,71%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	14,70%	-8,14%	15,09%	18,37%	8,45%	4,59%

\* Activos en Ejecución Descontados

Otros Ratios						
Ratios	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	8,22%	2,37%	2,16%	2,33%	0,26%	0,36%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	3,20%	2,99%	2,88%	2,04%	8,74%	8,57%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,03%	2,27%	2,53%	1,77%	3,03%	1,93%
Capital sobre Patrimonio (%)	42,28%	53,14%	44,64%	37,99%	35,86%	37,18%

*“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.”*