



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Ignacio Peñaloza F.

Tel. (56) 22 433 5200

ignacio.penaloza@humphreys.cl

## Multiexport Foods S.A.

**Abril 2015**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 En Observación
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2014

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos de actividades ordinarias	179.464	202.053	278.981	253.777	299.956	399.026
Costo de ventas	-207.918	-165.542	-213.659	-261.997	-324.076	-368.592
Costos de distribución	-10.367	-3.576	-3.412	-4.662	-7.310	-8.009
Gasto de administración	-4.550	-4.199	-5.643	-6.762	-8.462	-8.178
Ajuste Fair Value	5.167	26.751	-23.489	-17.132	7.081	6.778
Costos financieros	-7.009	-5.378	-5.028	-5.625	-4.958	-5.276
Ganancia (pérdida)	-56.237	31.770	20.980	-35.722	-4.859	14.449
EBITDA	-36.819	40.313	68.333	-7.235	-26.957	29.095

Balance General Consolidado, IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Activos corrientes	115.663	239.531	240.630	234.284	228.178	276.654
Activos no corrientes	207.732	210.451	211.655	218.732	217.046	211.972
<b>Total de activos</b>	<b>323.395</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>445.224</b>	<b>488.626</b>
Pasivos corrientes	56.023	59.491	57.444	103.627	99.253	133.560
Pasivos no corrientes	200.091	207.005	202.186	196.577	191.550	184.088
Total pasivos	256.114	266.496	259.630	300.204	290.803	317.648
Patrimonio total	67.281	183.486	192.655	152.812	154.421	170.978
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>323.395</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>445.224</b>	<b>488.626</b>
Deuda financiera	187.394	188.748	186.219	185.129	175.124	188.209

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

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

En 2014 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 399,0 millones, una ganancia de US\$ 14,5 millones y un EBITDA de US\$ 29,1 millones. En el mismo período, la deuda financiera de **Multiexport Foods** ascendía a US\$ 188,2 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 171,0 millones.

La mantención de la tendencia de la clasificación de los títulos accionarios en “*En Observación*” obedece a que si bien el año 2014 ha sido positivo, tanto en términos de resultado como de flujo de caja, esto no asegura que se vaya a mantener en los próximos años, tanto por las volatilidades ya vistas en los precios de venta de los productos en términos de industria, como por la noticia aparecida en el mes de marzo, referente a que Costco Wholesale (principal cliente de la empresa con el 12% de las ventas a diciembre) cambiaría su fuente de aprovisionamiento, redireccionando dos tercios de sus compras desde Chile a Noruega, lo que podría afectar en una magnitud aún no determinada el nivel de ventas de la empresa. Al mismo tiempo se espera que se materialice el plan de reducción de costos que se empezó a efectuar en 2013 y que debiera mostrar sus resultados en 2015. Las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de sus títulos accionarios en “*Primera Clase Nivel 4*” dicen relación con el modelo de negocios de la compañía, integrado verticalmente, que al participar de todo el proceso de reproducción en agua dulce y posteriormente de engorda y cosecha en agua salada, le permite monitorear las distintas etapas de producción, llevando un exhaustivo control sanitario en cada uno de los procesos.

Apoyando lo anterior y dada 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 fin 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, incluyendo una línea de productos ahumados, donde cabe señalar que **Multiexport Foods** es el principal exportador de estos productos en Chile, con un 40% de participación en las exportaciones totales a diciembre.

Complementariamente se han incluido las ventajas de Chile como país productor de salmónes, con condiciones climáticas y geográficas que han hecho de nuestro país el segundo mayor productor a nivel mundial, concentrando junto a Noruega cerca del 80% del total de la producción mundial de salmón atlántico.

La clasificación también considera el explosivo aumento de las exportaciones chilenas por sus productos (salmón atlántico y trucha arcoíris) que, en los últimos tres años, ha alcanzado una tasa anual de 19%<sup>1</sup>, siendo EEUU y Japón los destinos que más crecieron en un año como exportaciones chilenas de productos de mar, con crecimientos sobre los US\$ 200 millones. Es importante destacar que en junio de 2013 la compañía

<sup>1</sup> Fuente: *Sernapesca*.

firmó un *joint venture* con Mitsui & Co. (U.S.A.) Inc. con el fin de especializarse en trucha y salmón coho en el mercado asiático, aprovechando su experiencia en el lugar, producto del cual se traspasó el 30% de la nueva filial formada. De hecho ya las ventas entre 2013 y 2014 aumentaron un 80,1% en este mercado.

Por el contrario, dentro de los elementos que restringen la clasificación de riesgo de **Multiexport Foods** se consideran los riesgos biológicos asociados a la producción de peces, que sumado a los desastres naturales pueden traducirse en la pérdida de una parte o la totalidad de la masa de peces en engorda en mar, resultando en un menor nivel de ingresos por la disminución de cosechas, y en una alteración de los planes de producción en tierra, recordando que el proceso completo de crianza de un salmón puede superar los dos años.

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

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos, representa cerca del 50% de las exportaciones totales de la compañía.

Adicionalmente, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son las posibles nuevas regulaciones al sector, en particular en términos sanitarios. Sin embargo, se reconoce que el modelo productivo establecido por la empresa y los acuerdos alcanzados por la industria, implican ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

Cabe mencionar que tanto las fortalezas como las debilidades de la compañía son evaluadas considerando el nivel de endeudamiento relativo de la compañía, el cual a juicio de **Humphreys** es elevado.

A futuro la clasificación se reduciría si la sociedad no es capaz de obtener buenos resultados y generar flujos de caja positivos, con niveles o tendencias compatibles con las obligaciones financieras de la empresa.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmónidos.

### Fortalezas complementarias

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

### Fortalezas de apoyo

- Alianza con Mitsui & Co. (U.S.A.) Inc. para aprovechar su experiencia en el mercado asiático y desarrollarse especializados en trucha y salmón coho.

### 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).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).
- Concentración de distribuidores (riesgo que ha incrementado su probabilidad de ocurrencia, con posible impacto elevado en el corto plazo).

## Hechos recientes

### Resultados de 2014

En el período de enero a diciembre de 2014, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US\$ 399,0 millones, un aumento de 33,0% respecto a 2013, explicados por el incremento del volumen vendido. Las toneladas vendidas de salmón atlántico se vieron incrementadas en un 36,6% (de 40.109 a 54.805), mientras que las de trucha se redujeron un 62,7% (pasaron de 6.189 a 2.306) y se vendieron 5.991 toneladas de coho (no se vendieron el período anterior), totalizando un incremento total de toneladas vendidas de 36,3% (desde 46.297 a 63.102). El margen de explotación, en tanto, aumentó a US\$ 30,4 millones respecto de los US\$ -26,3 millones alcanzados en 2013. El resultado operacional del período fue de US\$ 14,2 millones, superior a los US\$ -42,1 millones del período anterior, lo que se explica también por los menores costos derivados del plan de eficiencia y mejora sanitaria implementado (todo lo anterior pese a haber visto reducido los precios de venta promedio por tonelada de producto que pasó de US\$ 6.479 a US\$ 6.324).

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2014 correspondió a una ganancia de US\$ 14,4 millones y el EBITDA a igual período alcanzó los US\$ 29,1 millones, mostrando una clara mejoría respecto de los US\$ -27,0 millones a igual período de 2013.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría Primera Clase Nivel 4

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

### Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada.

## Oportunidades y fortalezas

**Fortaleza de Chile en producción de salmónidos:** Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmones y truchas que a nivel mundial resultan bastante escasas: estabilidad y adecuada temperatura del agua, claridad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo y cercanía a la producción de insumos (especialmente harina de pescado), entre otras. Estas circunstancias, sumado a la experiencia adquirida de errores del pasado, se traducen en una ventaja frente a otros competidores, en particular en términos del tiempo empleado de engorda y del rendimiento de los peces, lo que finalmente se traduce en mejores rendimientos en términos de eficiencia. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 26,1%<sup>2</sup> de la producción mundial, estimados para diciembre 2014 (23,1% a igual fecha de 2013).

**Potencial de la demanda mundial:** De acuerdo a estadísticas de la Organización de la Alimentación y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO), la producción mundial de proteína vacuna presentó un nivel de producción bastante plano entre 1967 y 2007, no así la proteína o carne de pescado, que ha tenido un alza importante en su demanda, con las perspectivas futuras también confirmando esa tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana. En efecto, a diciembre de 2014 las exportaciones chilenas de salmón atlántico y trucha crecieron un 9,8<sup>3</sup>%, y se ha doblado en los últimos cinco años, desde la merma provocada por la crisis del virus ISA.

**Integración vertical:** La estrategia de integración vertical de la compañía permite asegurar la disponibilidad de materia prima y capacidad de procesamiento. Más importante aún, le permite cumplir con las exigencias de calidad de los procesos y trazabilidad de los clientes del segmento en el que compete. Aún así, se reconoce la carga en términos de costos que impone a la compañía. Por otro lado, el participar en el proceso de producción de las ovas a través de reproductores propios, disminuyendo la importación de las mismas, 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.

<sup>2</sup> Fuente: *Kontali*.

<sup>3</sup> Fuente: *Subpesca*.

**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 a través de su filial Alimentos Multiexport en el negocio de los productos ahumados, los cuales a través de la entrega de valor agregado al producto, le generan un margen mayor a la compañía.

## Factores de riesgo

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

**Volatilidad del precio de salmónidos:** Si bien la demanda mundial de salmónidos ha crecido sostenidamente en los últimos quince años, el precio se caracteriza por ser especialmente sensible a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados a nivel mundial, a las capturas de salmón silvestre y a la situación económica internacional. Una muestra de la volatilidad ocurrió en 2011, donde se llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena debido al ataque del ISA en 2008-2009, existiendo así menor oferta por parte de un productor relevante a nivel mundial. Posteriormente, la recuperación acelerada de la producción chilena conllevó una reducción en los precios, los cuales sólo recientemente se ha revertido.

**Regulación del sector salmonero chileno:** La industria chilena productora de especies salmonídeas enfrentó la mayor crisis de su historia a raíz de la aparición del virus ISA en el salmón del Atlántico, lo que le significó perder producción y cuota de mercado a nivel internacional. Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, se ha promulgado una serie de medidas tendientes a aumentar el control sanitario de la producción, (que se detallan más adelante en este informe) incrementando los costos de producción de la compañía. Con todo, se reconoce que este nuevo modelo ha tendido a disminuir la adquisición de enfermedades. Es así como frente a nuevos brote de virus ISA, las jaulas infectadas han podido ser aisladas y descontaminadas, evitando contagios a la producción completa.

**Concentración de exportaciones por países:** Actualmente **Multiexport Foods** concentra gran parte de sus exportaciones en el mercado norteamericano, específicamente en Estados Unidos, país que representa el 48,1% de las ventas totales de la compañía. Dentro de las ventas a este país, el 25,2% se concentraron en un solo cliente. Ante este escenario, cualquier evento que afecte las ventas a este mercado, podría afectar en una importante magnitud a las ventas totales y por ende, al flujo de caja. Actualmente, existe el riesgo que parte de la demanda de Estado Unidos se oriente a los productores noruegos.

## Antecedentes generales

### Historia

En 1988 Salmones Multiexport S.A., parte del grupo Multiexport, inició sus actividades de salmonicultura con un centro de cultivo en Chiloé con el objeto de diversificar los ingresos del grupo.

En 1991 Multiexport constituyó la filial Almex USA Inc., actualmente Multiexport Foods USA Inc., con el fin de comercializar salmones y truchas de producción propia y de terceros en el mercado norteamericano. Cuatro años después y con la misma finalidad, pero esta vez para acceder al mercado japonés, se inicia una alianza estratégica con Mitsui & Co.

En 1999 Salmones Multiexport S.A. adquirió el 100% de Chisal S.A. (50% fue adquirido en 1996), constituyéndose una de las principales productoras de *smolts* de Chile. Dos años después, se fusionó con Alimentos Multiexport, empresa que fue creada en 1987 con el propósito de realizar actividades de captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos abastecidos, en su mayoría, de fuentes artesanales e industriales, manteniendo el nombre de Salmones Multiexport S.A. En 2001 adquirió Piscicultura del Río Bueno S.A. para fortalecer el negocio y ampliar las operaciones.

En 2007 se constituyó Multiexport Foods S.A. como resultado de una reestructuración de la compañía, siendo ésta, a partir de ese año, la sociedad que agrupa todo el negocio acuícola del grupo. El mismo año, se constituyeron dos filiales para potenciar las actividades y abarcar el proceso productivo completo: Mytilus Multiexport S.A. y Cultivos Acuícolas Internacionales S.A.

Durante 2011 se creó la filial Alimentos Multiexport, cuyo objetivo es el procesamiento de pescados y la gestión del negocio de productos de valor agregado.

En octubre de 2012 se firmó un Acuerdo de Entendimiento con Mitsui & Co. (U.S.A. Inc.), con el propósito de acceder al mercado asiático, suscribiendo los contratos definitivos en enero de 2013. Así es como Mitsui & Co. el 2013 adquiere el 30% de una nueva sociedad anónima cerrada constituida por la filial Salmones Multiexport S.A. y así llevar adelante en conjunto el negocio de cultivo, procesamiento y comercialización de las especies de este mercado.

### Propiedad y administración de Multiexport Foods S.A.

#### Accionistas y estructura societaria

A diciembre de 2014 el capital de la compañía está compuesto por 1.410.665.600 acciones suscritas y pagadas; a igual fecha la estructura de propiedad de la empresa es la que se muestra en el siguiente esquema:



<b>Accionista</b>	<b>Participación</b>
Multiexport Dos S.A.	50,10%
Multiexport S.A.	9,55%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	7,02%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	5,59%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	4,36%
Fondo de inversión Larraín Vial Beagle	4,30%
Chile Fondo de Inversión Small Cap.	3,31%
Siglo XXI Fondo de Inversión	3,29%
Banco de Chile por cuenta de no residentes	1,43%
Fondo de inversión Santander Small Cap	1,23%
Euroamerica Corredores de bolsa S.A.	1,07%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,02%
Otros	7,73%

## Directorio y ejecutivos

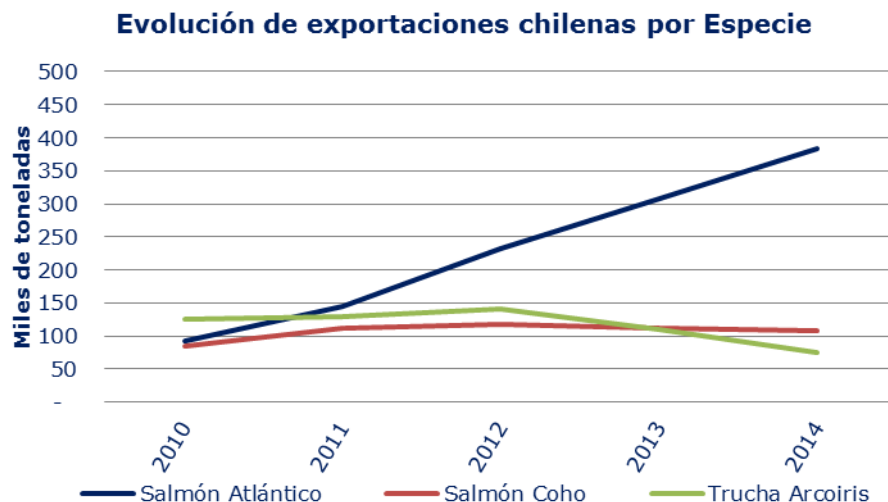
El directorio de la compañía, actualmente, está formado por siete miembros, identificados a continuación:

<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>
Presidente	José Ramón Gutierrez Arrivillaga
Director	César Barros Montero
Director	Carlos Pucci Labatut
Director	Alberto del Pedregal Labbé
Director	Martín Borda Mingo
Director	Rubén Bascuñán Serrano
Director	Hernán Goyanes García

La administración de la compañía está conformada, entre otros, por los siguientes ejecutivos:

<b>Cargo</b>	<b>Nombre</b>	<b>Fecha de nombramiento</b>
Gerente General	Andrés Lyon Labbé	01-01-2010
Gerente de Administración y Finanzas	Cristián García Huidobro Wielandt	29-08-2011
Gerente General Filial	Ricardo Grunwald Aravena	15-09-2012

## Antecedentes de la industria de 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 que producidas en Chile son la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

La industria salmonera chilena se vio fuertemente afectada desde 2007 por el virus ISA, aparecido a mediados de ese año en la zona centro de Chiloé, propagándose paulatinamente al resto de las concesiones. Entre sus consecuencias se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio y, en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector.

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. Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó y es de esperar que todas las medidas tomadas impidan una nueva caída tan brusca.

### Regulaciones

A consecuencia de la crisis que experimentó la industria salmonera chilena entre 2007 y 2010, derivada de la aparición de la variable patógena del virus ISA (existe una variante completamente inocua), las empresas que conforman este mercado y en particular la autoridad (a través del Parlamento y la Subsecretaría de Pesca, Subpesca) establecieron una serie de medidas y leyes tendientes a mejorar la seguridad sanitaria y así evitar o minimizar la probabilidad de aparición de nuevas enfermedades y disminuir los efectos sobre los activos biológicos de la industria.

Las principales modificaciones se establecieron a través de la ley Nº 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales decisiones corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose en tres regiones (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-zonas (subdivisión de las regiones) y barrios. El otorgamiento de nuevas concesiones en la Región de Los Lagos y en la de Aysén, se encuentra suspendido hasta cinco años desde la dictación de la ley (hasta 2015). La normativa apuntó a regular la forma en que los barcos de transporte se mueven entre zonas y macro-zonas, de manera de evitar que se propaguen enfermedades entre áreas afectadas y aquellas libres de brotes infecciosos, estableciendo para ello desinfecciones. Las concesiones deben mantener una distancia mínima de 1,5 millas de parques nacionales y reservas marinas.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua salada asignadas ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual caso a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en vigencia de la ley mantendrán el carácter de indefinido, salvo algunas excepciones. Ninguna persona puede tener más de un 20% de superficie concesionable de una región.

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

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

También, en una primera instancia, se designó un panel de expertos de cinco miembros, y cuya función era asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se había alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le asignó, estaba el definir si se podía realizar el proceso de *smoltificación* en lagos, ríos y estuarios; definir ciertas materias de las macro-zonas y macro-barrios; establecer una metodología para determinar el riesgo de un centro de cultivo (a través de asignación de puntaje) y definir la densidad de cultivos. En 2012 este panel fue reemplazado por ocho Comités Científicos Técnicos encargados de tomar las principales decisiones de administración pesquera, poniendo el énfasis en la preservación de los recursos por sobre los resultados económicos. Los expertos en estos Comités duran cuatro años en el cargo, con renovaciones parciales cada dos.

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

Recientemente se instauraron nuevas normativas, una que regula las siembras de acuerdo a la mortalidad que hubo en el período anterior, asignándole además un período de descanso obligatorio de tres meses, y otra que delimita estrictamente las operaciones a los límites de cada concesión, llevándose a cabo además un proceso de relocalización de éstas para mejorar las condiciones sanitarias. También se comenzaron a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios. Todas tienen un impacto directo en la producción, ya que por ejemplo, la trucha presenta niveles de mortalidad mucho más altos que el salmón atlántico y la producción se limita al no contar con un mayor espacio físico, además de los incrementos en costos.

## Descripción del negocio

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

En el negocio del salmón se trabajan tres variedades distintas (coho, Atlántico y trucha), las que tienen distintos ciclos de producción, se orientan a diferentes mercados y se traducen en distintos tipos de productos.

En el caso del salmón Atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Estados Unidos y Brasil, en este último llegando directamente al cliente final. En el caso de Estados Unidos la distribución se hace a través de la filial Multiexport Foods Inc. USA, y representa una porción importante de los ingresos del grupo (48% de las ventas a diciembre de 2014). Las toneladas vendidas de trucha arcoíris, a diciembre de 2014, representaron el 3,7% del total; mientras que las de salmón coho fueron del 9,5% del total.

## Descripción del proceso productivo

El proceso productivo del salmón, desde la ova hasta la cosecha, requiere 24 a 36 meses en total, dependiendo de la especie. El proceso de producción se resume en el siguiente esquema:



La compañía cuenta con reproductores propios, los que dan origen a las ovas, el primer eslabón de la cadena, las cuales son criadas en agua dulce, para ellos la empresa cuenta con pisciculturas en tierra, donde se lleva a cabo el proceso de alevinaje y de *smoltificación*. Cabe destacar la tecnología de punta con que cuentan las pisciculturas que permiten un exhaustivo control de calidad en cada una de las etapas de esta fase. Cuando el alevín (pez recién nacido) alcanza los 100 gramos se denomina *smolt* y ya está en condiciones de iniciar el proceso de engorda en agua de mar, para esto **Multiexport Foods** cuenta con 100

concesiones, entre la X y XII región, distribuidas en un adecuado *mix* de barrios para enfrentar los descansos sanitarios y mantener una producción estable. El proceso de engorda culmina cuando los salmones alcanzan un peso adecuado, (entre 4,5 y 5 kilos para el salmón atlántico y entre 2,5 y 3 kilos para la trucha y el salmón coho), a partir de ese momento comienza la cosecha.

Una vez cosechado el salmón, y con el fin de darle valor agregado al producto, comienza la etapa de procesamiento, para esto, **Multiexport Foods** cuenta con dos plantas: una dedicada a la elaboración de productos frescos y congelados, y otra de productos ahumados, con una capacidad instalada de aproximadamente 75.000 y 8.000 toneladas de materia prima al año, respectivamente. Un tipo de procesamiento especial lo constituye el negocio de los productos ahumados que ya cuenta con quince años de experiencia y que la compañía vende directamente al consumidor en las principales cadenas de *retail* de Japón y Estados Unidos.

Para el proceso de ventas, el principal mercado lo constituye Estados Unidos, y es a través de su filial Multiexport Foods Inc. USA que la compañía comercializa los productos, llegando al sector *retail* y *food service* a través de alianzas comerciales desde que se iniciaron las operaciones en ese mercado en 1991.

## Análisis financiero

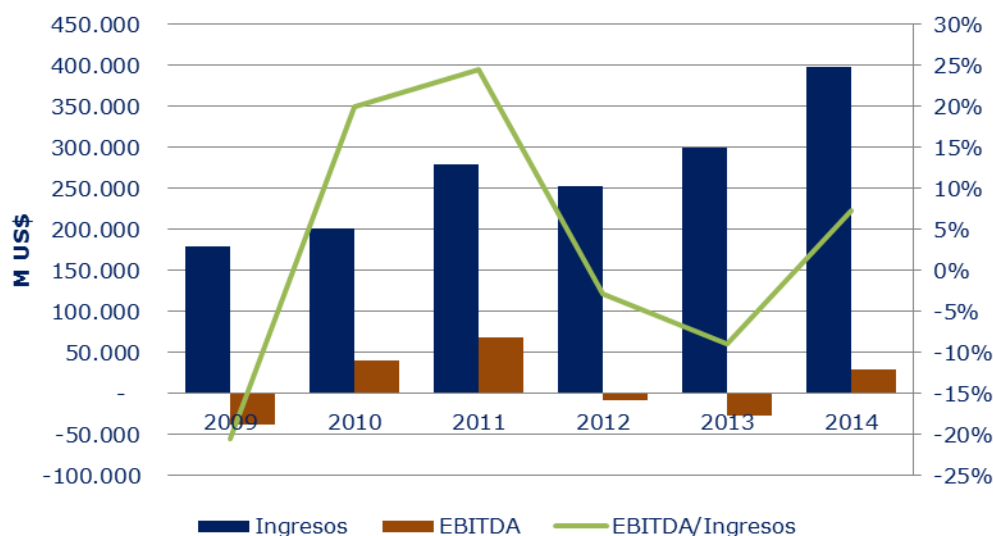
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Multiexport Foods** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2014.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos consolidados de **Multiexport Foods** han sido variables puesto que, como se mencionaba anteriormente, están directamente relacionados con el precio internacional del salmón, y aún cuando los volúmenes vendidos se han incrementado, en los años 2009 y 2012 se observan variaciones negativas en el total de ingresos. El EBITDA en tanto ha seguido una tendencia similar a los ingresos y a 2011 alcanza el máximo de los últimos cinco años por efecto del alza experimentada en los precios del salmón, específicamente el primer semestre. Luego a 2012, pese al incremento en toneladas vendidas, la brusca caída del precio de venta (ocasionado por el brusco aumento de la oferta tras las mermas producidas por la crisis del virus *ISA*) y el incremento de los costos de venta, hicieron caer fuertemente el EBITDA. Luego, en 2013, pese a la recuperación paulatina del precio de venta, el bajo rendimiento productivo de los peces en cultivo y el incremento de los costos, hicieron caer aún más el EBITDA. El año 2014, representó una consolidación del precio de venta y una reducción de los costos derivada del mayor control sanitario que se empezó a ejercer; esto sumado al incremento de las ventas físicas llevaron a la empresa a obtener los mayores ingresos del último tiempo y al primer EBITDA positivo de los últimos tres años.

En el siguiente gráfico se puede observar lo expuesto anteriormente:

### Evolución de los ingresos y EBITDA

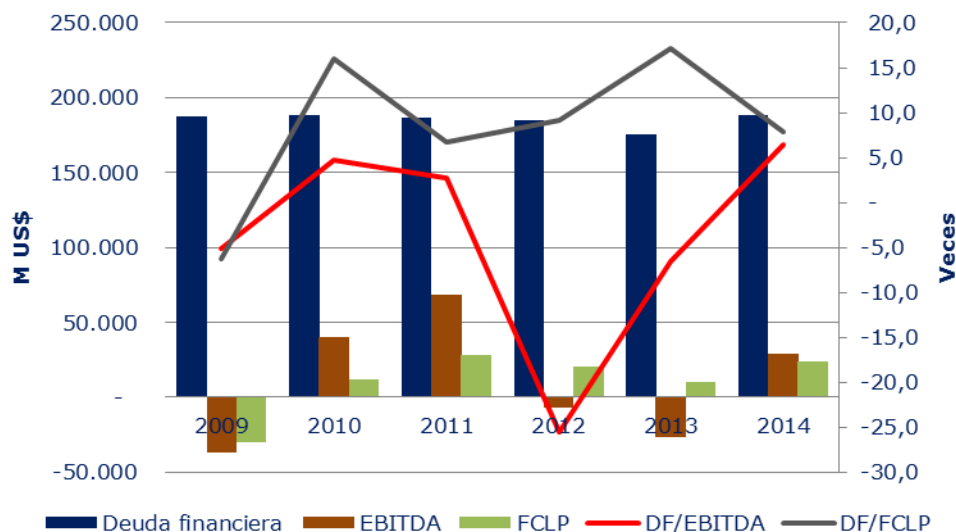


### Evolución del endeudamiento y la liquidez<sup>4</sup>

La deuda financiera de **Multiexport Foods** se ha mantenido relativamente estable los últimos años y se han ido pagando los vencimientos correspondientes. Cabe señalar que durante 2012 la compañía logró flexibilizar un crédito sindicado en lo que respecta con el cumplimiento de sus *covenants*, de manera de poder llevar a cabo mayor actividad. El perfil de pagos de la compañía muestra que a partir de 2017 sus pagos serán más elevados respecto de los desembolsos que deberá hacer en el período 2014 – 2016. De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, de reproducirse el comportamiento promedio de los últimos años, dichos pagos deberán ser reprogramados.

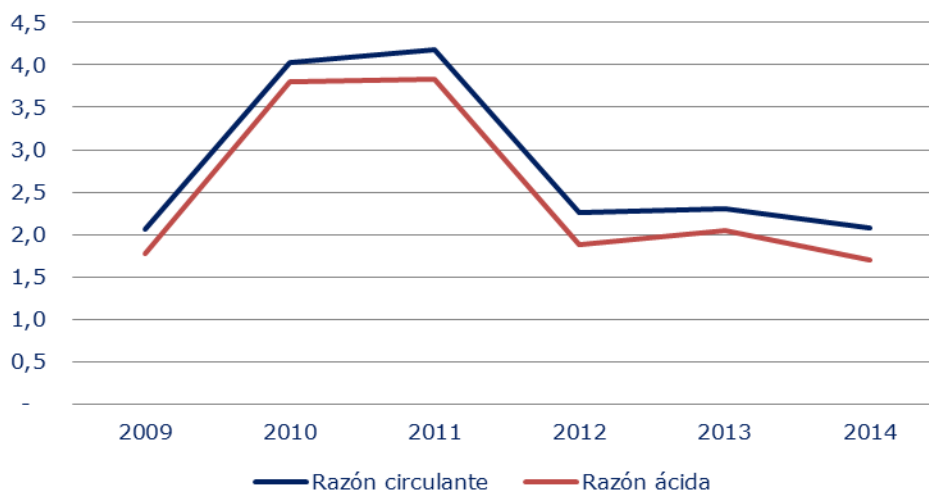
<sup>4</sup> El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones esperadas en distintos años.

### Evolución del endeudamiento



Con relación a la liquidez, medida como razón circulante, la compañía ha mostrado niveles elevados, llegando incluso a ser superior a cuatro veces en 2010 y 2011. Con posterioridad, debido a las altas necesidades de capital de trabajo, en conjunto con los bajos márgenes obtenidos tras 2011, el indicador se vio reducido, pero igualmente elevado, en niveles sobre 2 veces. En ese contexto, los pasivos corrientes se vieron incrementados, producto de un aumento en los créditos de proveedores para financiar los mayores niveles de actividad. La evolución de la razón circulante (activos corrientes sobre pasivos corrientes) y la razón ácida (activos corrientes sin tener en cuenta los inventarios, sobre los pasivos corrientes), ha sido como muestra el siguiente gráfico:

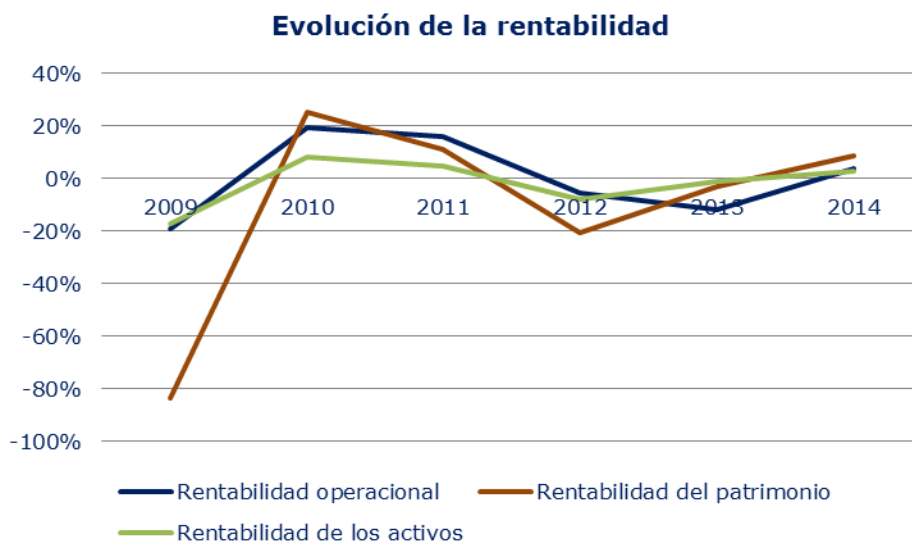
### Evolución de la liquidez



## Evolución de la rentabilidad

Las rentabilidades, tanto operacional como de los activos, han tenido un comportamiento bastante similar y afectadas directamente por las variaciones del EBITDA. En 2013 la trayectoria de la rentabilidad del patrimonio cambia, dada la importante ganancia no operacional proveniente de la venta a Mitsui, y en 2014, dado el año más saludable sigue la tendencia al alza.

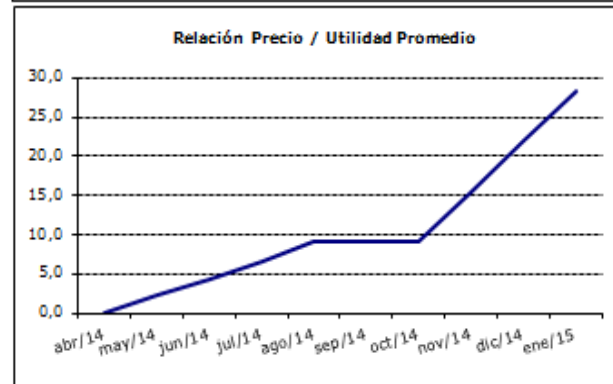
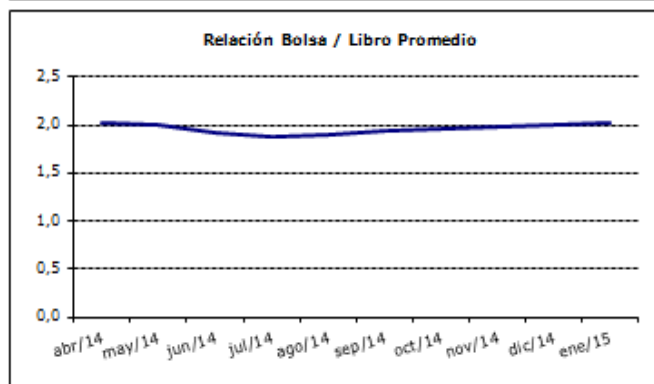
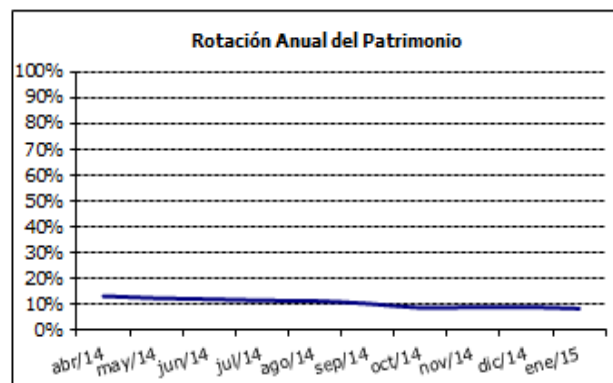
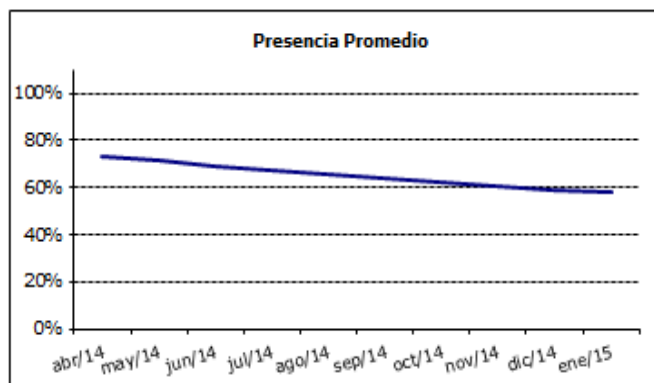
A continuación se muestra un gráfico con la evolución de los últimos seis años:



## Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se muestra la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una tendencia a la baja hasta enero de 2015.





"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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".