



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Margarita Andrade P.  
Tel. (56) 22433 5213  
margarita.andrade@humphreys.cl

## Multiexport Foods S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	En Observación
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2015

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de actividades ordinarias	202.053	278.981	253.777	299.956	400.076	346.268
Costo de ventas	-165.542	-213.659	-262.461	-324.076	-368.701	-365.671
Costos de distribución	-3.576	-3.412	-5.424	-7.310	-8.009	-8.571
Gasto de administración	-4.199	-5.643	-6.762	-8.462	-8.178	-7.294
Ajuste <i>Fair Value</i>	26.751	-23.489	-17.132	7.081	6.778	-11.030
Costos financieros	-5.378	-5.028	-5.626	-4.958	-5.276	-4.863
Ganancia (pérdida)	31.770	20.980	-35.722	-4.859	14.449	-32.906
EBITDA	40.313	68.333	-8.461	-29.121	30.035	-20.629

Estado de Situación Consolidado, IFRS						
M US\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos corrientes	239.531	240.630	234.284	228.178	276.654	289.118
Activos no corrientes	210.451	211.655	218.732	217.046	211.972	218.002
<b>Total de activos</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>445.224</b>	<b>488.626</b>	<b>507.120</b>
Pasivos corrientes	59.491	57.444	103.627	99.253	133.560	123.325
Pasivos no corrientes	207.005	202.186	196.577	191.550	184.088	167.299
Total pasivos	266.496	259.630	300.204	290.803	317.648	290.624
Patrimonio total	183.486	192.655	152.812	154.421	170.978	216.496
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>445.224</b>	<b>488.626</b>	<b>507.120</b>
Deuda financiera	188.748	186.219	185.129	175.124	188.209	174.007

## 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 salmonidos, abarcando el negocio completo, desde la reproducción hasta la distribución, siendo líder en las exportaciones chilenas de productos ahumados.

En 2015 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 346,3 millones, una pérdida neta de US\$ 32,9 millones y un EBITDA de US\$ -20,6 millones. En el mismo período, la deuda financiera de **Multiexport Foods** ascendía a US\$ 174,0 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 216,5 millones.

La clasificación de los títulos accionarios se basa en el hecho que, dadas las restricciones propias del tipo de negocio, la compañía ha dispuesto en su oferta un adecuado *mix* de productos, de acuerdo a los requerimientos del cliente final. Con el 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 47% de participación en las exportaciones totales a diciembre de 2015.

Complementariamente se han incluido las ventajas de Chile como país productor de salmones, 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 del volumen de exportaciones chilenas por sus productos (salmón atlántico y trucha arcoíris) que entre 2012 y 2015 tuvo un crecimiento promedio anual de 12%<sup>1</sup>, siendo Japón y EEUU los principales destinos. Es importante destacar que en junio de 2013 la compañía firmó un *joint venture* con Mitsui & Co. (U.S.A.) Inc. aprovechando su experiencia en el mercado asiático, el que se amplió el 2015 con el aumento de capital en la filial Salmones Multiexport S.A. por US\$ 100,7 millones.

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

También restringe la clasificación la exposición que tienen los ingresos al precio internacional de los salmonidos, 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.

<sup>1</sup> Fuente: Salmonchile.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos representa el 50% de los ingresos 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 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 en relación con los flujos observados por la compañía durante 2015.

La tendencia de clasificación de los títulos accionarios “En Observación” obedece a la situación de inestabilidad de los resultados de la compañía, que después de mostrar un positivo 2014, volvió a resultados negativos el 2015 influido por diversos factores<sup>2</sup>, que contrarrestaron los esfuerzos de la compañía en su plan de reducción de costos. Si bien se observa una recuperación del precio del salmón en los primeros meses de este año respecto a los del año pasado, es difícil prever su evolución en el largo plazo, en un contexto para la sociedad con amortizaciones de deuda más elevados a partir de 2018.

No obstante de reconocer la variabilidad inherente del precio del salmón y sus efectos en los resultados de la compañía, la clasificadora espera que en el presente ejercicio **Multiexport Foods**, de manera de reforzar su patrimonio y nivel de caja, arroje resultados positivos y un nivel de EBITDA superior a los US\$ 30 millones; en caso contrario, la clasificación de riesgo podría ser reducida.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Fortaleza de Chile en producción de salmonidos.

#### Fortalezas complementarias

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

#### Fortalezas de apoyo

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

#### Riesgos considerados

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

<sup>2</sup> Ver Hechos recientes.

## Hechos recientes

### Resultados de 2015

En el período de enero a diciembre de 2015, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US\$ 346,3 millones, lo que implicó una disminución de 13,4% respecto a 2014, explicado por la fuerte disminución que experimentaron los precios en los principales mercados debido a la combinación de una fuerte depreciación de las principales monedas con respecto al dólar estadounidense junto con un 30% de crecimiento en la producción de Canadá y al bloqueo Ruso a las importaciones del salmón noruego, todo lo cual fue parcialmente compensado por un mayor volumen de venta.

El margen de explotación, en tanto, disminuyó a US\$ -19,4 millones respecto de los US\$ 31,4 millones alcanzados en 2014 y el resultado operacional fue de US\$ -35,3 millones, lo que se compara desfavorablemente a los US\$ 15,2 millones del período anterior, todo ello a pesar de la disminución de un 9% del costo de cultivo producto de la constante búsqueda de eficiencias operacionales, pero dada la caída de precios más que compensó dicha mejora.

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2015 correspondió a una pérdida de US\$ 33,0 millones y el EBITDA a igual período alcanzó los US\$ -20,6 millones.

### Eventos recientes

- **Aumento de capital filial**

El 15 de diciembre de 2015, Mitsui & Co., Ltd. a través de su filial Mit-Salmon Chile SpA, suscribió y pagó un aumento de capital en la filial Salmones Multiexport S.A., quedando con una participación en esta última de 23,373151%. El aumento de capital suscrito fue por US\$ 100,7 millones, el que se pagó con US\$ 80 millones en dinero y US\$ 20,7 millones con el aporte de la totalidad de las acciones que Mitsui poseía en la filial Multiexport Pacific Farms S.A.

- **Bloom de algas**

Producto del florecimiento de algas nocivas (bloom de algas) en diversas zonas de la décima y undécima regiones del país, producidos como consecuencia de inusuales y extremas condiciones climáticas y oceanográficas que han afectado a dichas regiones en enero y febrero de 2016, la compañía fue impactada con importantes mortalidades de peces en los centros productivos de salmón atlántico denominados Huyar y Llingua, de la X región, y con mortalidades menos importantes en tres centros productivos de la XI región (Broken, Italiano y Victoria).

Todos los centros de cultivos en agua de mar de la compañía se encuentran asegurados contra el riesgo de floración de algas nocivas, el que cubre la biomasa perdida según su valor contable al momento del siniestro, con deducibles individuales por centro que son entre un 8% y un 20% respecto del valor contable de la biomasa, además de un deducible agregado anual de US\$ 2,5 millones para toda la compañía.

La compañía ha estimado las pérdidas en 5.203 toneladas de biomasa de salmón del atlántico, equivalentes a un 45% del total para dichos centros, correspondiente a un costo total de US\$ 26,6 millones. El monto estimado de la pérdida directa de la biomasa que la filial deberá reconocer en los estados financieros de 2016

alcanza la cifra de US\$ 9,0 millones, equivalente a los montos a que corresponde la estimación de los deducibles. Adicionalmente, se agregan los deducibles de la póliza respecto de la cobertura de gastos de extracción de mortalidad y de mitigación, por US\$ 0,4 millones.

Por último, la compañía ha estimado una reducción aproximada de 6% de la proyección de cosechas para el año 2016, en tanto, la producción del año 2017 no se vería afectada como consecuencia de esta situación.

## Definición categoría de riesgo

### 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.

## Oportunidades y fortalezas

**Fortaleza de Chile en producción de salmones:** 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 debiera traducir en mejores rendimientos en términos de eficiencia. En efecto, Chile es el segundo productor más importante de salmón atlántico en el mundo, con volúmenes del orden del 26,2%<sup>3</sup> de la producción mundial, según datos al 2015 (27,1% al 2014).

**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, el volumen de exportaciones chilenas de salmón atlántico y trucha han crecido un 7% y 4% los años 2014 y 2015, respectivamente, y casi se han duplicado en los últimos cinco años, desde la merma provocada por la crisis del virus ISA<sup>4</sup>.

**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 compite. 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,

<sup>3</sup> Fuente: Kontali.

<sup>4</sup> Fuente: Salmonchile.

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.

**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, 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 salmonidos:** Si bien la demanda mundial de salmonidos 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. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015.

**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 participación de mercado a nivel internacional. Con el objeto de mejorar las condiciones sanitarias del sector, se han promulgado una serie de medidas tendientes a aumentar el control sanitario de la producción<sup>5</sup>, incrementando los costos de producción de la compañía. Con todo, se reconoce que este nuevo modelo ha tendido a controlar las enfermedades; es así como frente a nuevos brote de virus ISA, se aplican las medidas necesarias para evitar contagios a la producción completa. Adicionalmente se deben considerar las nuevas regulaciones o modificaciones de ley que pueda realizar la autoridad al sector y que podrían incidir en los niveles de costos de la compañía y/o niveles de producción futuros (actualmente las empresas productoras se encuentran revisando las últimas propuestas realizadas por la autoridad).

**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

<sup>5</sup> Ver Antecedentes de la industria de salmonicultura chilena, Regulaciones.

50% de las ventas totales de la compañía. Ante este escenario, cualquier evento que afecte las ventas a este mercado, podría impactar en una importante magnitud a las ventas totales y por ende, al flujo de caja.

## Antecedentes generales

### Historia

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, abastecidos principalmente de fuentes artesanales e industriales. En 1989 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 comenzó sus operaciones Alimentos Multiexport S.A. (antes Cultivos Acuícolas Internacionales S.A.), 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. El 2013 Mitsui & Co. 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. En diciembre de 2015 se materializó el aumento de capital de la filial Salmones Multiexport por US\$ 100,7 millones, suscrito por Mitsui & Co Ltd, quien queda con el 23,37% de las acciones de Salmones Multiexport S.A.

## Propiedad y administración

### Accionistas y estructura societaria

A marzo de 2016 el capital de la compañía está compuesto por 1.410.665.600 acciones suscritas y pagadas, el que se encuentra distribuido de la siguiente manera:

Accionista	Participación
Multiexport Dos S.A.	50,10%
Multiexport S.A.	9,55%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	9,08%
Siglo XXI Fondo de Inversión	7,07%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	5,84%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	4,71%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	2,98%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	1,28%
Euroamerica Corredores de Bolsa S.A.	1,05%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,01%
Inversiones Diser 3 Limitada	0,93%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	0,90%
Otros	5,50%

Las sociedades controladoras de la compañía, Multiexport Dos S.A. y Multiexport S.A., son propiedad de los señores Alberto del Pedregal Labbé, Martín Borda Mingo, José Ramón Gutiérrez Arrivillaga, Carlos Pucci Labatut y la sucesión del señor Hugo Pino Morán, todos a través de sus respectivas sociedad de inversión.

### Directorio y ejecutivos

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

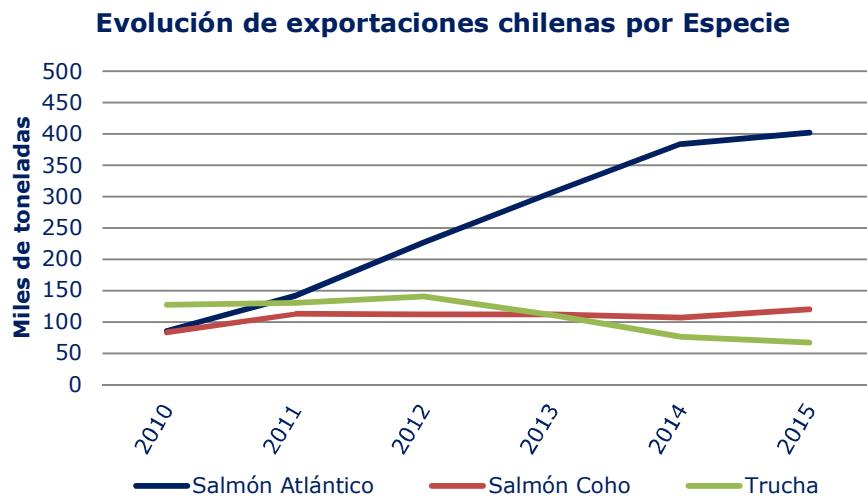
Cargo	Nombre
Presidente	José Ramón Gutierrez Arrivillaga
Director	César Barros Montero
Director	Carlos Pucci Labatut
Director	Alberto del Pedregal Labbé
Director	Martín Borda Mingo
Director	Rubén Bascuñán Serrano
Director	Hernán Goyanes García

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

Cargo	Nombre
Gerente General Corporativo	Andrés Lyon Labbé
Gerente Administración y Finanzas Corporativo	vacante
Gerente Comercial	Ricardo Grunwald Aravena
Gerente General Alimentos Multiexport S.A.	John Mateo Flores
Gerente Operaciones y Planta	Claudio Vera Silva
Gerente de Operaciones, Abastecimiento, Logística y Cosecha	Rodrigo Niklitschek Aguilera
Gerente de Concesiones, Medio Ambiente y Certificaciones	Francisco Lobos Fuentes
Gerente de Personas	Marcelo Urrutia Burns

## 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 salmonidos 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, para volver a caer el 2015.

## 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 Congreso 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.

Adicionalmente, las nuevas concesiones en agua de mar asignadas ya no serán indefinidas, teniendo una vigencia de 25 años, renovables por igual plazo a no ser que la mitad de los informes sanitarios hayan sido negativos o se verifiquen las causales de caducidad. Las otorgadas con anterioridad a la entrada en 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.

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 tienen que ser eliminados.

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. Esta situación aún no se ha constatado en la realidad.

Se han ido instaurando 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.

## 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 de mar.

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 (50% de las ventas a diciembre de 2015), llegando al sector *retail* y *food service* a través de alianzas comerciales desde que se iniciaron las operaciones en ese mercado en 1991. Las toneladas vendidas de trucha arcoíris, a diciembre de 2015, representaron el 2,6% del total; mientras que las de salmón coho fueron de 8,1% 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 conjunta de aproximadamente 75.000 toneladas de materia prima al año (el 2015 se procesaron 68.400 toneladas). Un tipo de procesamiento especial lo constituye el negocio de los productos ahumados que ya cuenta con más de quince años de experiencia y que la compañía vende directamente al consumidor en las principales cadenas de *retail* de Japón, Estados Unidos y Brasil.

## Análisis financiero

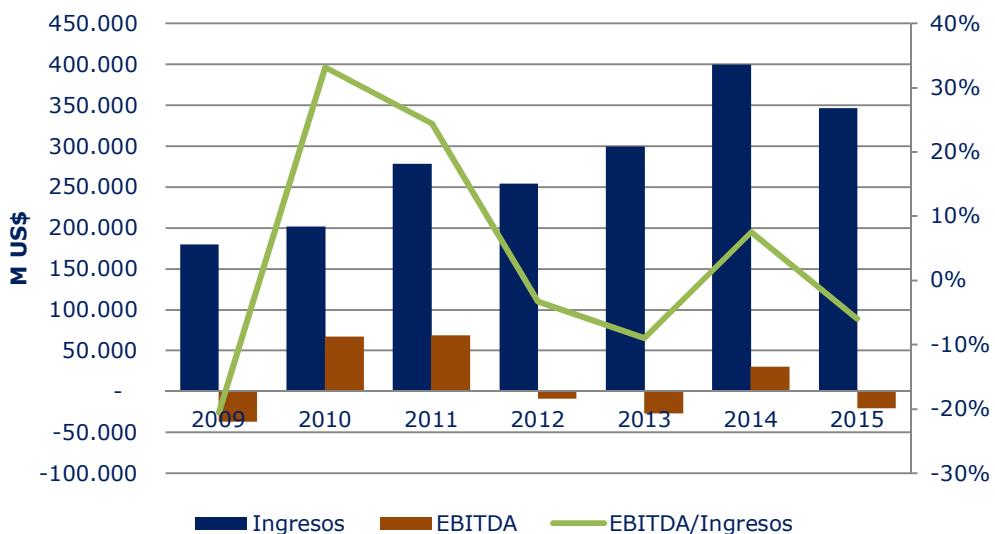
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Multiexport Foods** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2015.

### 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, por ello, 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 aumento en toneladas vendidas, la importante 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 cuatro años. El 2015 pese al aumento del volumen de venta, la fuerte caída en los precios mermó los ingresos de la compañía, así como el EBITDA pasando nuevamente a un valor negativo.

### Evolución de los ingresos y EBITDA



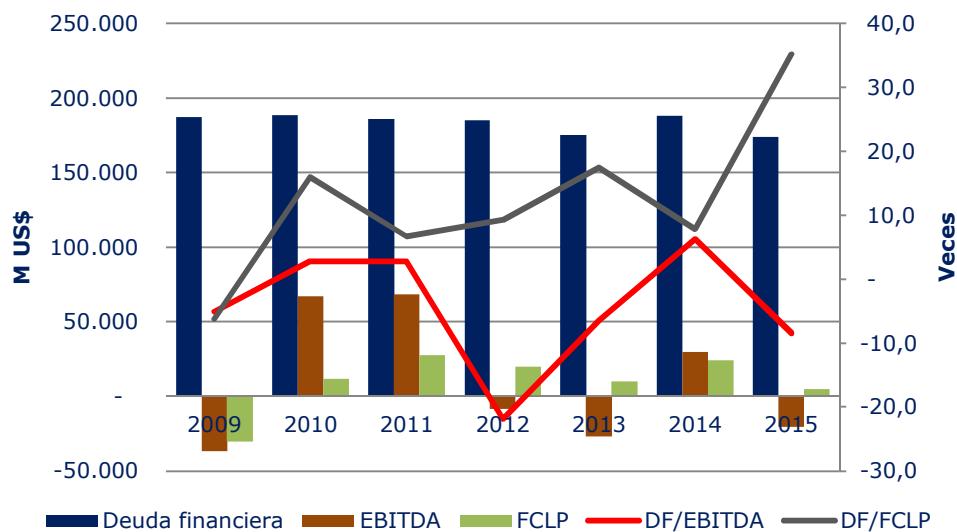
### Evolución del endeudamiento y la liquidez<sup>6</sup>

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 vencimiento de la compañía muestra que a partir de 2018 sus pagos serán más elevados respecto de los desembolsos del período 2014 – 2017. De acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, de reproducirse el comportamiento promedio de los últimos años, dichos pagos deberán ser reprogramados. En el corto plazo cuenta con caja para hacer frente a sus obligaciones inmediatas por el aumento de capital de la filial.

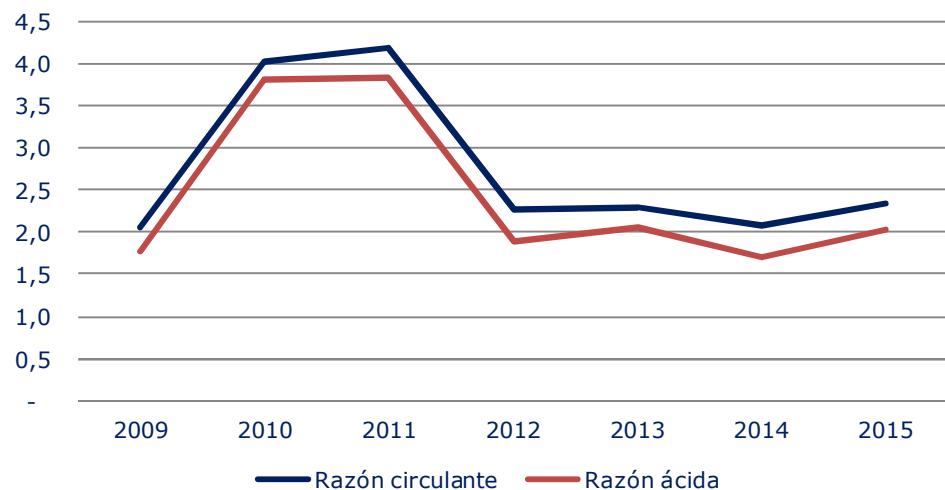
<sup>6</sup> El FCLP es una aproximación del flujo de caja, entendido como el resultado operacional más la depreciación y menos los gastos financieros y el impuesto. Se asume que, dada la actual estructura del balance, en el largo plazo dicho valor sería el promedio anual obtenido, al margen de las variaciones 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.

### Evolución de la liquidez



### Evolución de la rentabilidad<sup>7</sup>

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

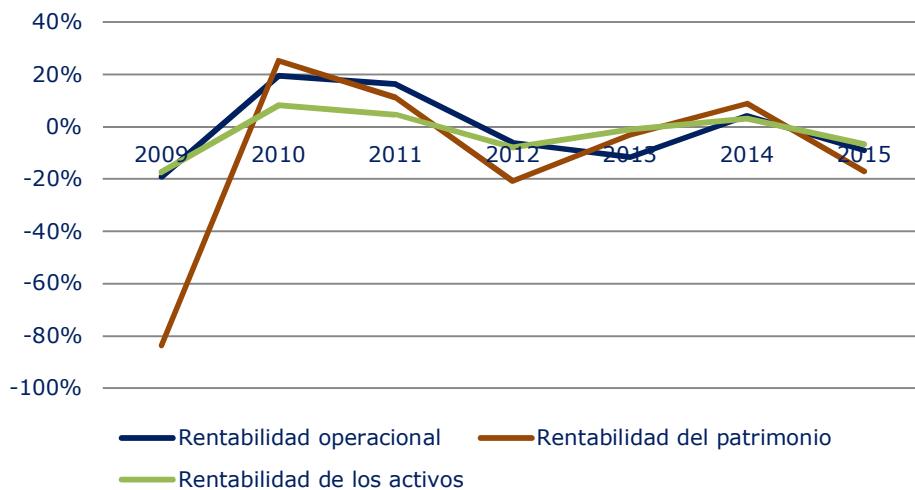
<sup>7</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución).

Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio).

Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

patrimonio cambia, dada la importante ganancia no operacional proveniente de la venta a Mitsui; en 2014, dado el año más saludable sigue la tendencia al alza, en tanto, el 2015 vuelve a disminuir.

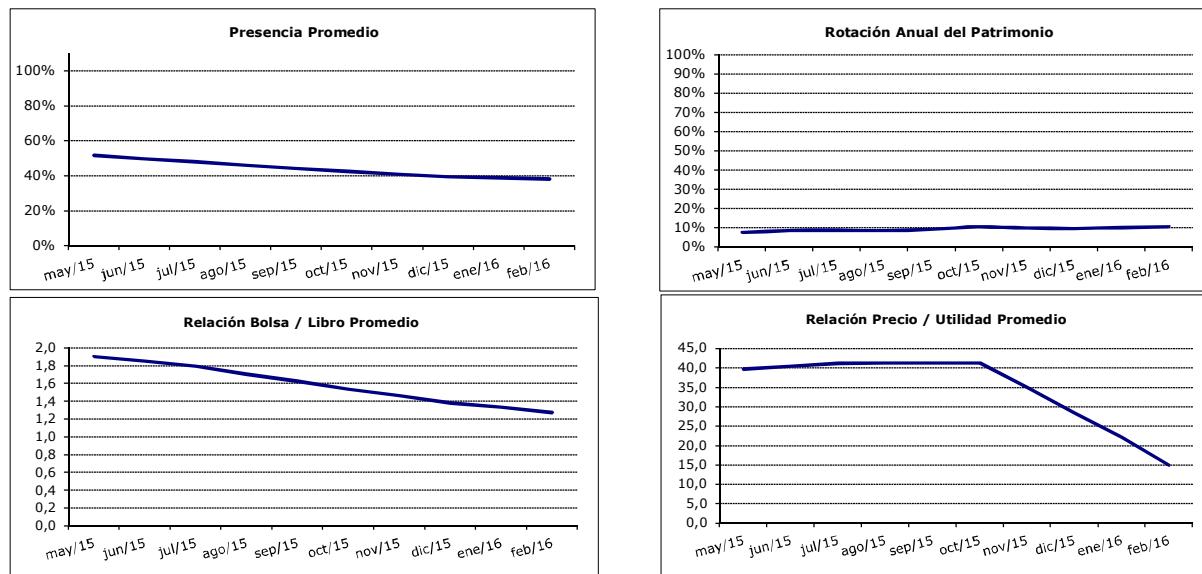
### Evolución de la rentabilidad



### Desempeño bursátil de la acción

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio 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 febrero de 2016.



*"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".*