



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

Analista  
Verónica Vargas M.  
Tel. (56-2) 433 5200  
veronica.vargas@humphreys.cl

## Multiexport Foods S.A.

Mayo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
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 marzo de 2013 <sup>1</sup>

Estado de Resultados Consolidado, IFRS					
M US\$	2009	2010	2011	2012	mar-13
Ingresos de actividades ordinarias	179.464	202.053	278.981	253.777	80.338
Costo de ventas	-207.918	-165.542	-213.659	-261.997	-92.498
Costos de distribución	-10.367	-3.576	-3.412	-4.662	-2.153
Gasto de administración	-4.550	-4.199	-5.643	-6.762	-2.000
Resultado operacional	-54.433	21.682	55.931	-20.792	-16.089
Ajuste Fair Value	5.167	26.751	-23.489	-17.132	-12.752
Costos financieros	-7.009	-5.378	-5.028	-5.625	-1.304
Ganancia (pérdida)	-56.237	31.770	20.980	-35.722	-14.898
EBITDA	-36.819	33.260	67.996	-8.235	-12.848

Balance General Consolidado, IFRS						
M US\$	2008	2009	2010	2011	2012	mar-13
Activos corrientes	157.954	115.663	239.531	240.630	234.284	213.098
Activos no corrientes	223.394	207.732	210.451	211.655	218.732	233.741
<b>Total de activos</b>	<b>381.348</b>	<b>323.395</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>446.839</b>
Pasivos corrientes	135.207	56.023	59.491	57.444	103.627	116.846
Pasivos no corrientes	124.243	200.091	207.005	202.186	196.577	192.133
Total pasivos	259.450	256.114	266.496	259.630	300.204	308.979
Patrimonio total	121.898	67.281	183.486	192.655	152.812	137.860
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>381.348</b>	<b>323.395</b>	<b>449.982</b>	<b>452.285</b>	<b>453.016</b>	<b>446.839</b>
Deuda financiera	187.980	187.394	188.748	186.219	185.129	181.683

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

## 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 2012 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US\$ 253,7 millones, una pérdida de US\$ 35,7 millones y un EBITDA de US\$ -8,2 millones. Al cierre de 2012, la deuda financiera de **Multiexport Foods** sumaba US\$ 185,1 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US\$ 152,8 millones.

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 permiten monitorear las distintas etapas de producción, llevando un exhaustivo control sanitario en cada uno de los procesos.

Apoyando lo anterior, 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 en una línea de productos ahumados, los que constituyeron a 2012 un 21% de sus ingresos. Cabe señalar que **Multiexport Foods** es el principal exportador de estos productos en Chile, con un 43% de participación en las exportaciones totales del año recién pasado.

Complementariamente se ha 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 el 79,1% del total de la producción mundial de 2012. Al considerar, además, la producción de Trucha y Coho, ambos países representaron el 80,2% del total.

La clasificación también considera el explosivo aumento de la demanda mundial por sus productos que, en los últimos veinte años, ha crecido a tasas promedio de 7% anuales, siendo principalmente Japón y Rusia los principales mercados que han incrementado el consumo, en efecto a diciembre 2012 el crecimiento fue de 38% y 36% respectivamente, versus el año 2011. De igual modo, Estados Unidos y la Unión Europea han mostrado aumentos aunque de menor cuantía, alcanzando cerca de 18%. Es importante destacar que en enero de 2013 la compañía firmó un *joint venture* con Mitsui & Co. Ltd con el fin de acceder al mercado asiático, principalmente Japón y China, producto del cual ingresarían US\$ 36 millones a **Multiexport Foods**, reforzando la buena liquidez que históricamente ha tenido a la compañía. En 2013 se espera producir y comercializar 4.200 toneladas de trucha y coho, para llegar a 2017 con un incremento aproximado de 22.000 toneladas.

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 salmonídeos, variable que se encuentran 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 muestra mayor estabilidad en sus márgenes.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que en 2012, Estados Unidos y Brasil representaron en conjunto un 75% de las exportaciones totales, monto similar en lo referido a los ingresos.

Adicionalmente, un aspecto que puede incidir en la rentabilidad de la empresa son 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 implica ya un avance al respecto, disminuyendo los costos asociados de adaptación a eventuales nuevos cambios legislativos.

La clasificación de los títulos accionarios se establece en "*Primera Clase Nivel 4*" atendiendo a la solvencia asignada a la empresa, que si bien presenta un endeudamiento elevado, mantiene una estructura y modelo de negocio viable en el largo plazo. Con todo, la tendencia de la clasificación se califica "*En observación*", considerando que la evolución de los resultados está en línea con la capacidad de la industria de proyectar sus volúmenes de producción sin provocar una sobreoferta que haga disminuir los precios internacionales, situación que siendo inherente al sector, cobra mayor relevancia en empresas con mayor endeudamiento relativo.

Actualmente los precios muestran una tendencia creciente, pero desbalances en la producción podrían implicar nuevamente disminuciones de ellos, como la registrada en 2012, que pudiesen generar márgenes operativos negativos que presionen la liquidez de la compañía. No obstante, se reconoce que a diciembre de 2012, el emisor mantiene recursos líquidos por US\$ 28 millones.

Sin perjuicio de lo anterior, **Humphreys** reconoce que la industria salmonera como un todo, más allá de cada situación en particular, ha demostrado la capacidad para revertir los magros resultados que se dieron debido a la crisis del virus ISA, que se tradujo en cambios en relación con el modelo de negocio desarrollado hasta antes de dicho evento.

## 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. Ltda para acceder al mercado asiático, específicamente a China.

### 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, pero por ciclos sectoriales, en particular si se tienen elevados niveles de apalancamiento financiero).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).
- Concentración de distribuidores (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).

## Hechos recientes

### Resultados 2012

En 2012, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US\$ 253,7 millones, una disminución de 9,0% respecto de 2011, producto de la sobreoferta de salmónes a nivel mundial, puesto que si bien en términos de volúmenes exportados, estos se incrementaron un 26,3%, llegando a 43.488 toneladas en 2012, el precio de venta alcanzó mínimos históricos de los últimos seis años. El margen de explotación, en tanto, disminuyó a US\$ -8,2 millones respecto de los US\$ 65,3 millones alcanzados en 2011. El resultado operacional de 2012 fue de US\$ -20,8 millones, explicado principalmente por el incremento en los costos de explotación, específicamente en los insumos harina de pescado y aceite de pescado, los que a 2012 representaron aproximadamente el 50% del costo total, que alcanzó US\$ - 261,9 millones aumentando un 22,6% respecto de 2011.

Producto de los factores mencionados anteriormente, el resultado del ejercicio de 2012 correspondió a una pérdida de US\$ 35,7 millones y el EBITDA a igual período alcanzó los US\$ -8,2 millones, mostrando una disminución respecto de los US\$ 67,9 millones de 2011.

## 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. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## Oportunidades y fortalezas

**Fortaleza de Chile en producción de salmónidos:** Chile ofrece condiciones ambientales y geográficas para la crianza de salmónes 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 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 del mundo, con volúmenes del orden del 30,7%<sup>2</sup> de la producción mundial, según datos a diciembre 2012 (28,9% a igual fecha de 2011).

**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 apuntando hacia esta tendencia, lo que se ve reforzado por las características de este alimento en términos de sus beneficios para la salud humana. En efecto, en 2012 la demanda mundial creció un 23%, y a lo largo de los últimos 20 años, ha crecido en torno al 7% anual.

**Integración vertical:** La estrategia de integración vertical de la compañía (en producción de agua dulce, de alimentos para peces y comercialización) 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, al contar con un programa de selección genética que chequeen 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 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. En 2012, los ingresos generados por estos productos representaron el 21% de los ingresos totales de la compañía, cinco puntos porcentuales más de lo obtenido en 2011. Cabe señalar que desde 2010, y producto principalmente

<sup>2</sup> Estos datos consideran la producción de salmón del atlántico, trucha y coho.

de los difíciles años 2008-2009 en la industria, la participación de los productos ahumados en los ingresos consolidados, se ha ido incrementando en promedio a razón de cuatro puntos porcentuales por año.

## 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. En particular, en la actualidad el precio de estos productos está experimentando un ciclo de valores bajos con tendencia al alza, pero aún lejos de los valores alcanzados el segundo semestre de 2011, donde llegaron a niveles elevados como resultado de la caída en la oferta chilena debido al ataque del ISA en 2008-2009, hecho que elevó los precios internacionales al existir menor oferta por parte de un productor relevante a nivel mundial. Posteriormente, la recuperación de la producción chilena conllevó una reducción en los precios, los cuales sólo recientemente se ha revertido parcialmente.

**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, el Parlamento chileno promulgó una nueva Ley de Pesca, que estableció 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 la compañía para producir. Con todo, se reconoce que este nuevo modelo ha tendido a disminuir la adquisición de enfermedades, es así como actualmente frente a este nuevo 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 55% de las exportaciones totales de la compañía. Brasil lo secunda con una participación del 20% en 2012. Con respecto a los ingresos, estos están en línea con las exportaciones, representando Estados Unidos, a igual fecha, el 53% de los ingresos totales, seguido por el 25% que corresponde a ventas a otros países de América, incluido Chile. Con respecto a la concentración por cliente, existe uno que representa el 12% de los ingresos generados en 2012 y que está ubicado en Estados Unidos, cabe señalar que a 2011 ningún cliente representó más de 10%. Se reconoce en todo caso que el riesgo de concentrar sus operaciones en determinados países y clientes se atenúa puesto que, gran parte de los flujos de Norteamérica provienen de

una de sus filiales, Multiexport Foods Inc. USA, de la cual Salmenes Multiexport S.A., principal generador de ingresos del grupo, posee el 100% de su propiedad.

## Antecedentes generales

### Historia

En 1988 Salmenes Multiexport S.A., parte del grupo Multiexport, inició sus actividades de salmonicultura con un centro de cultivo en Chiloé y como estrategia para 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 Salmenes Multiexport S.A. adquirió el 100% de Chisa 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 fin de realizar actividades de captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos abastecidos, en su mayoría, de fuentes artesanales e industriales, manteniendo del nombre de Salmenes Multiexport S.A. En 2001 adquirió Piscicultura del Río Bueno S.A. con la finalidad de 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: Mylitis 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 del año pasado se firmó un Acuerdo de Entendimiento con Mitsui & Co, con el propósito de acceder al mercado asiático.

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

### Accionistas y estructura societaria

A marzo de 2013 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:



Accionista	Participación
Multiexport S.A.	59,65%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	10,17%
Asesorías e Inversiones Empall Ltda.	3,79%
Celfin Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,69%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	2,50%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	2,39%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,27%
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	1,43%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	1,19%
Banchile Corredores de Bolsa	1,16%
Santander Corredores de Bolsa	0,85%
IM Trust S.A. Corredores de Bolsa	0,81%
Otros	11,10%

## Directorio y ejecutivos

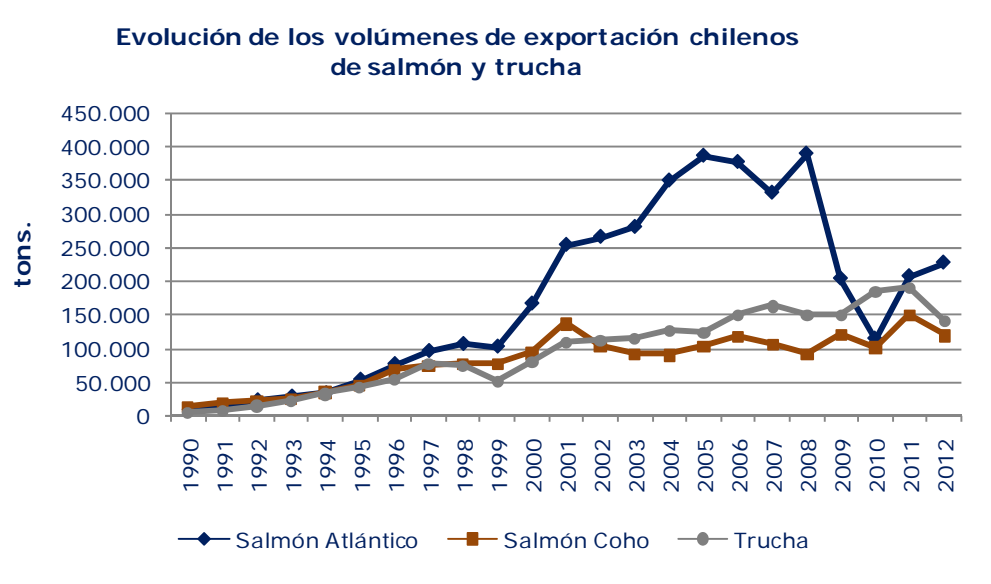
El directorio de la compañía, actualmente, está formado por siete miembros, identificados a continuación:

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

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

Cargo	Nombre	Fecha de nombramiento
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
Gerente División Agua Dulce	Gonzalo Valdivieso Sotomayor	29-09-2006

## 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 se comercializan 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 tuvo un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. Actualmente los precios están recuperándose lentamente luego de alcanzar los mínimos históricos en 2012.

### 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 N° 20.434, mientras que Subpesca incluyó vía reglamento algunas medidas adicionales. Una de las principales medidas corresponde a la reorganización de las áreas geográficas de cultivo, definiéndose tres macro-zonas (correspondientes a las regiones de Los Lagos, Aysén y Magallanes), macro-barrios (subdivisión de las macro-zonas) y barrios. Las concesiones en la Región de Los Lagos y en la Región de Aysén, se encuentran suspendidas hasta cinco años desde la dictación de la ley. 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 mantendrán 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 cuatro 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 éste. 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 deberán ser eliminados 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 se designó un panel de expertos de cinco miembros cuya función es asesorar al Presidente de la República, especialmente en materias sobre las cuales no se ha alcanzado un consenso, no siendo sus opiniones vinculantes. Entre las tareas que se le han asignado está el definir si se puede 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.

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.

## 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 éste 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 (a 2012 fue el 55% de las exportaciones totales fueron a Estados Unidos). El salmón coho se distribuye principalmente a Japón, y a diciembre de 2012 las toneladas vendidas a este país representaron el 15% de las exportaciones totales.

## Distribución de ingresos

Respecto a la distribución de sus flujos, la compañía busca diversificar las fuentes de ingresos, entregando el producto de distintas maneras: filetes, porciones, ahumado y entero, de acuerdo al mercado de destino y los requerimientos del cliente final.

A diciembre 2012 los ingresos estaban adecuadamente concentrados, siendo el formato "filetes" el que representó un mayor ingreso correspondiendo al 32% del total, un poco menos representó la venta de pescado en porciones (25%) y más atrás el producto entero y el ahumado, representando un 22% y 21% respectivamente.

## 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, acá 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 39 centros de cultivo ubicados en las X y XI regiones. La compañía cuenta con 92 concesiones, distribuidas en 23 barrios entre la X y XI región, lo que corresponde a 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 3,5 y 5 kilos, a partir de ese momento comienza la cosecha. En amarillo datos que debiéramos registrar y comparar a futuro, nos ayuda a aprender

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 a productos ahumados, ambas cuentan con una capacidad instalada de aproximadamente 75.000 toneladas de materia prima al año. 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.

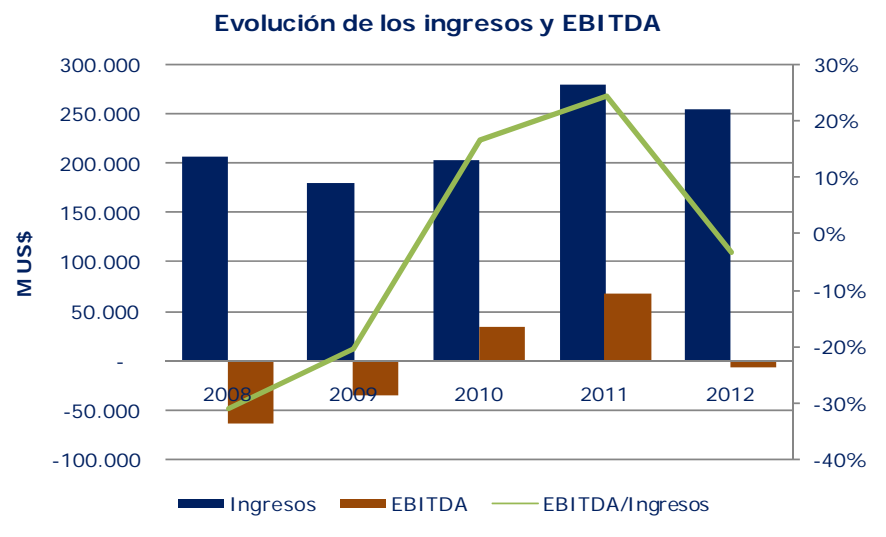
## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Multiexport Foods** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2008 y 2012. Cabe señalar que hasta 2008 la compañía presentaba sus estados financieros utilizando la normativa chilena y a partir de 2009 la contabilidad se basó en la normativa IFRS.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

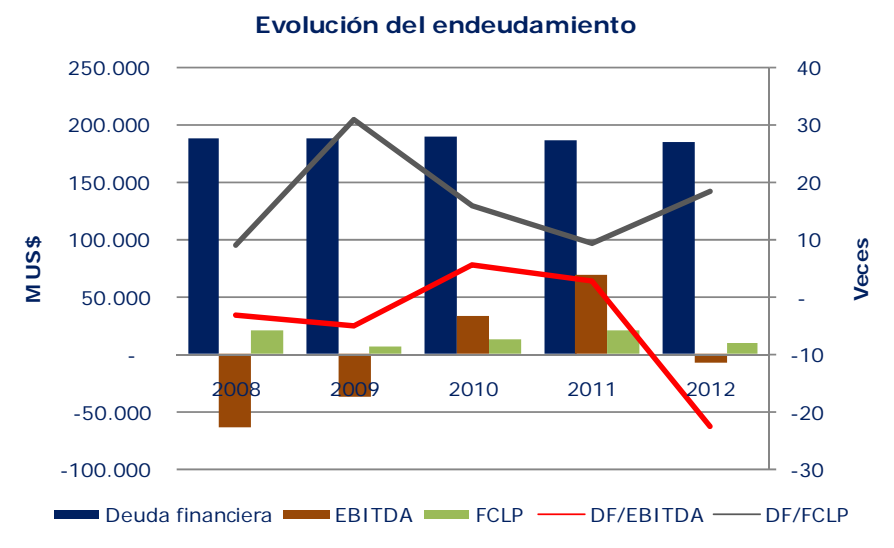
Los ingresos consolidados de **Multiexport Foods** han sido variables puesto que, como se mencionara anteriormente, están directamente relacionados con el precio internacional del salmón, y aún cuando los volúmenes vendidos se han incrementado, los años 2009 y 2012 se observan variaciones negativas en el total de ingresos. El EBITDA en tanto ha seguido una tendencia similar a los ingresos y a 2011 ambos valores alcanzaron el máximo de los últimos cinco años por efecto del alza experimentada en los precios del salmón, específicamente el primer semestre.

En el siguiente gráfico se puede observar lo expuesto anteriormente:



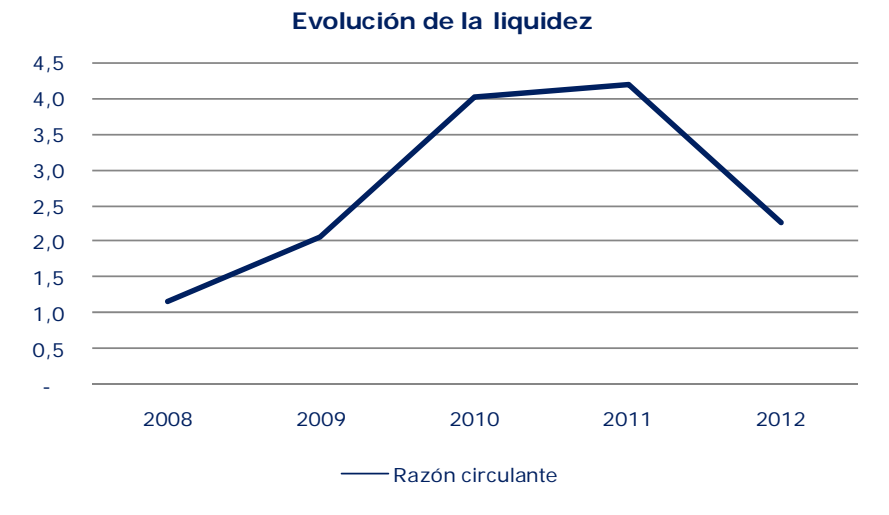
## Evolución del endeudamiento y la liquidez

La deuda financiera de **Multiexport Food** se ha mantenido relativamente estable los últimos años, aunque mostrando una leve tendencia a la baja. Cabe señalar que durante 2012 la compañía refinanció un crédito sindicado, con lo cual logró mayor holgura en las restricciones de sus *covenants* y *capex*. 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 2013 – 2016. De acuerdo a las estimaciones de **Humphreys**, dichos pagos deberán ser reprogramados.



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. En 2012 este indicador disminuye a niveles en torno a

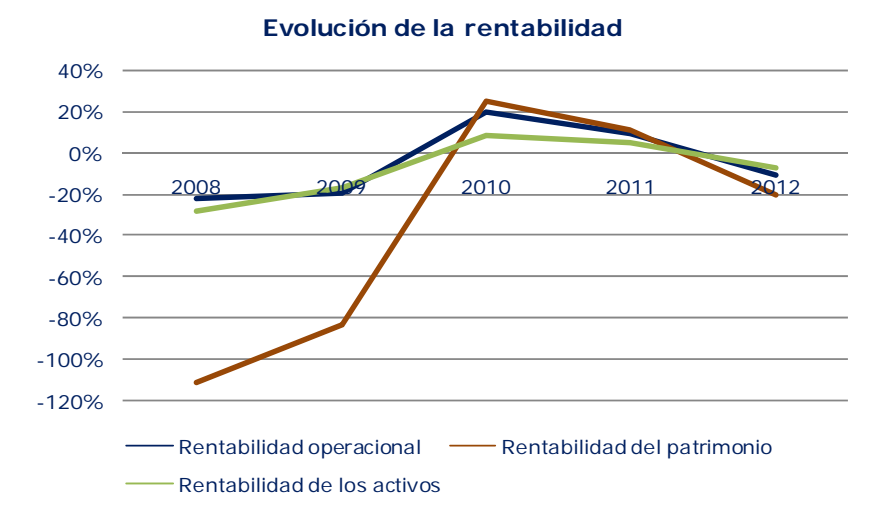
dos veces debido principalmente a las necesidades de capital de trabajo de la compañía, en conjunto con una disminución de los márgenes en el mismo período. Por otro lado los pasivos corrientes se incrementaron un 80% producto de un aumento en los créditos de proveedores, para financiar los mayores niveles de actividad.



## Evolución de la rentabilidad

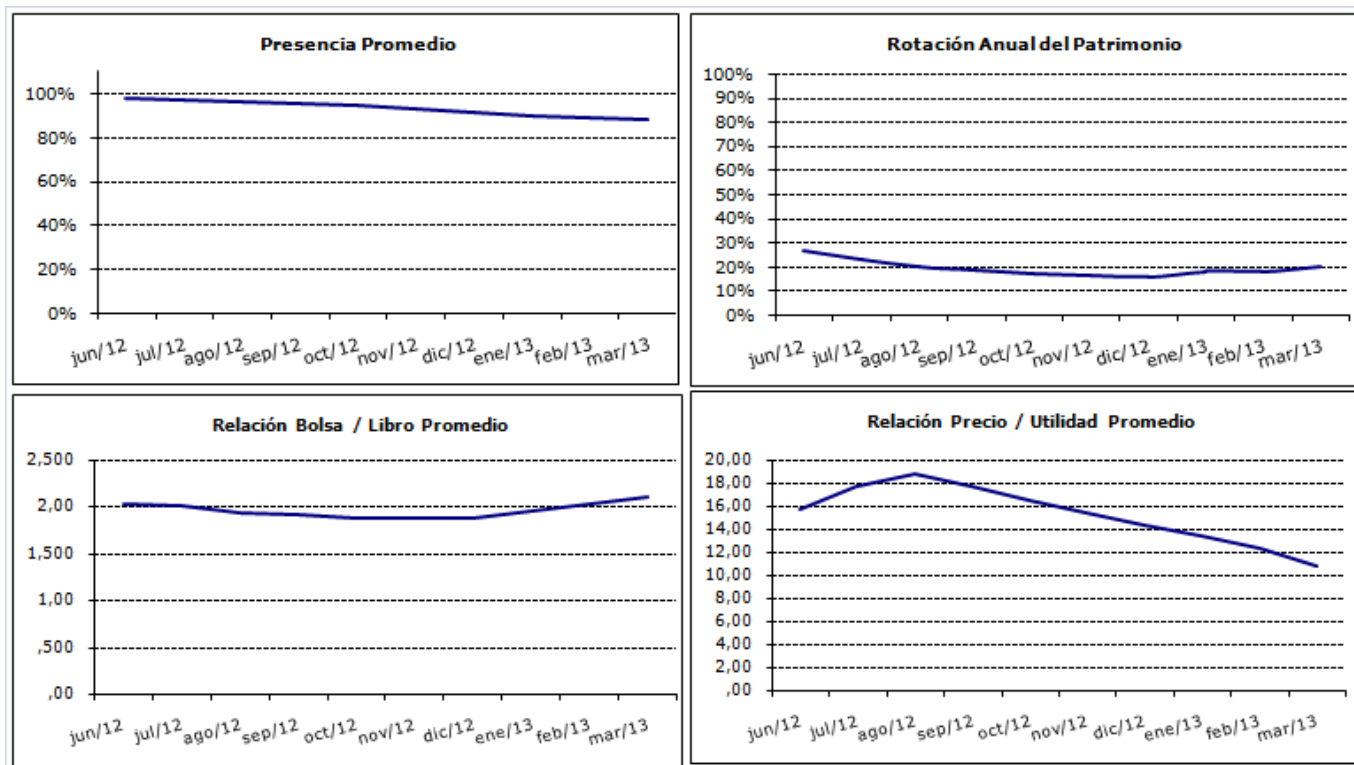
Las rentabilidades, tanto operacional como de los activos, han tenido un comportamiento bastante similar y afectadas directamente por las variaciones de los ingresos. La rentabilidad del patrimonio ha sido más baja, específicamente hasta 2010 producto de los deficientes resultados de la compañía, afectados entre otras cosas por hechos puntuales como el menor volumen de producción, problema extensivo a toda la industria salmonera, que a partir de 2008 y producto del virus ISA vivió tres años con peores resultados del último tiempo. Por otra parte, ésta menor producción implicó un aumento en los precios de 2011 y por ende, un incremento en los ingresos.

A continuación se muestra un gráfico con la evolución de los últimos cinco 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 leve tendencia a la baja hasta marzo de 2013.



*“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”.*