Humphreys
CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Carlos García B.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Multiexport Foods S.A.

Abril 2019

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**
Solvencia	BBB+[1]
Tendencia	Estable[2]
Acciones (MULTIFOODS)	Primera Clase Nivel 2
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2018

Estado de Resultados Consolidado, IFRS						
M US$	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Ingresos de actividades ordinarias	299.956	400.076	346.268	408.452	508.761	537.247
Costo de ventas	-324.076	-368.701	-365.671	-336.625	-367.107	-418.565
Costos de distribución	-7.310	-8.009	-8.571	-7.127	-6.913	-8.019
Gasto de administración	-8.462	-8.178	-7.294	-7.107	-11.932	-12.711
Ajuste *Fair Value*	7.081	6.778	-11.030	29.312	4.709	7.318
Costos financieros	-4.958	-5.276	-4.863	-5.084	-4.015	-4.622
Ganancia (pérdida)	-4.859	14.449	-32.906	51.906	88.227	78.074
EBITDA	-29.121	30.035	-20.629	74.275	140.426	116.538

Estado de Situación Consolidado, IFRS						
M US$	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Activos corrientes	228.178	276.654	289.118	343.958	372.154	432.825
Activos no corrientes	217.046	211.972	218.002	206.809	199.366	205.899
Total de activos	**445.224**	**488.626**	**507.120**	**550.767**	**571.520**	**638.724**
Pasivos corrientes	99.253	133.560	123.325	157.909	118.879	139.494
Pasivos no corrientes	191.550	184.088	167.299	127.674	127.046	121.491
Total pasivos	290.803	317.648	290.624	285.583	245.925	260.985
Patrimonio total	154.421	170.978	216.496	265.184	325.595	377.739
Total de patrimonio y pasivos	**445.224**	**488.626**	**507.120**	**550.767**	**571.520**	**638.724**
Deuda financiera	175.124	188.209	174.007	139.981	101.072	89.176

[1] Clasificación anterior: Categoría BBB.
[2] Tendencia anterior: Favorable.

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 2018 la empresa obtuvo ingresos consolidados por US$ 537,2 millones, una utilidad neta de US$ 78,1 millones y un EBITDA de US$ 116,5 millones. A diciembre de 2018, la deuda financiera de **Multiexport Foods** ascendía a US$ 89,2 millones, correspondiente en su totalidad a compromisos con instituciones bancarias, mientras que su patrimonio era de US$ 377,8 millones.

El cambio en la clasificación de riesgo, desde *"Categoría BBB"* a *"Categoría BBB+"*, se fundamenta en el mejoramiento de los indicadores de endeudamiento relativo, así como la mayor eficiencia productiva de la empresa, que, en opinión de esta clasificadora, se reflejará en incrementos del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)[3] en los próximos períodos.

Los hechos han ratificado las perspectivas que ***Humphreys*** tuvo en el pasado respecto a **Multiexport Foods** cuando mantenía resultados negativos y se estimaba un mejor escenario de precio por *"un crecimiento de la producción (agregada) en línea con el crecimiento de la demanda"*; en paralelo, se asumía la factibilidad de revertir las pérdidas dado que se esperaba un *"mayor control sanitario y una mejor eficiencia en la producción por parte de la firma, que le permitiría reducir sus costos"*. En virtud que el desempeño de la compañía ha estado en línea con las perspectivas señaladas por ***Humphreys***, el cambio de la clasificación es consistente con el enfoque de mediano y largo plazo en la evaluación de la capacidad de pago de las emisoras.

La clasificación de la solvencia en "*Categoría BBB+*" y de los títulos accionarios en "*Primera Clase Nivel 2",* 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.

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 78% 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 11,2%[4], siendo Japón y EEUU los principales destinos. Con posterioridad, no obstante, la oferta chilena ha

[3] El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.
[4] Fuente: Salmonchile.

mostrado un importante grado de estabilidad, la cual se estima se mantenga en el futuro, como resultado del nuevo marco normativo que rige a la industria, y que desincentiva incrementos abruptos de producción.

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. Sin perjuicio, dentro de este contexto propio del sector, se reconocen las buenas prácticas de la empresa en el manejo de su biomasa lo cual, si bien no elimina, reduce la probabilidad de una manifestación severa de este tipo de riesgo.

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, aspecto que califica positivamente la clasificadora.

La clasificación incorpora, además, la elevada concentración de los países de destino de las exportaciones, puesto que Estados Unidos representa el 42% de los ingresos totales de la compañía.

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. Tampoco se desconoce que las regulaciones podrían incentivar la consolidación del sector, lo cual podría repercutir en una oferta más controlada y, por tanto, con menor probabilidad de impactar abrupta y negativamente el precio del producto.

Por otro lado, cabe recalcar que la sociedad mantiene en efectivo y equivalente en efectivo, un monto superior a los US$ 61 millones al 31 de diciembre de 2018, que representa un fuerte resguardo para cumplir las obligaciones de corto plazo.

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 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 mercados (riesgo de baja probabilidad de ocurrencia, pero con posible impacto elevado en el corto plazo).
- Riesgos regulatorios (riesgo de incidencia baja).

Hechos recientes

Resultados de 2018

En el período de enero a diciembre de 2018, **Multiexport Foods** obtuvo ingresos por US$ 537,2 millones, lo que implicó un crecimiento de 5,6% respecto a 2017, explicado principalmente por el aumento de los volúmenes de venta de Salmón del Atlántico y de Salmón Coho.

Los costos, por su parte, se incrementaron en 14% en el período, influido, por una parte, por un incremento en los costos unitarios de producción asociado a la cosecha durante el verano de 2018 de un centro afectado por desfavorables condiciones ambientales, y, por otra parte, por un aumento en el volumen de operación. Lo anterior determinó que la ganancia bruta exhibiera una caída de 13,9%.

Los gastos de administración aumentaron en 6,7%, totalizando US$12,7 millones a diciembre de 2018. De esta manera, el resultado operacional durante 2018 alcanzó US$97,9 millones, lo que representa una caída de 20,2% respecto de los US$122,8 registrados en 2017.

El resultado del ejercicio de 2018 correspondió a una ganancia de US$ 78 millones, en tanto que el EBITDA a igual período alcanzó los US$ 116,5 millones.

Adicionalmente, en diciembre de 2018 se suscribió con BluRiver SpA, filial de Salmones Blumar S.A., un memorándum de entendimiento, en virtud del cual participarán, por partes iguales, en la propiedad de la sociedad Cameron S.A., con el objeto de construir y operar plantas de procesamiento de especies salmonideas en la XII región.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB

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

"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

(Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, ella también se hace extensible a empresas).

Primera Clase Nivel 2

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

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

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, calidad de las aguas de mar, extensión del área factible de cultivo y cercanía en la producción de insumos utilizados en la producción de alimentos para peces, 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 27,9%[5] de la producción mundial, según datos al 2018 (25,4% al 2017).

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 pesar que en 2016 el volumen de las exportaciones de salmón y trucha cayó en 13%, durante 2017 la producción se recuperó, mostrando durante ese año un incremento anual de 14%, seguido por una expansión de 7% en 2018. De esta manera, si se compara la producción en 2017 respecto de lo registrado a inicio de la década, se registra una expansión de más de 113%.

[5] Fuente: Kontali.

Integración vertical: La estrategia de integración vertical de la compañía permite asegurar la disponibilidad de materia prima y capacidad de procesamiento. 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.

***Mix* de productos:** El modelo de negocios de la compañía considera la elevada volatilidad en el precio del salmón, y como medida para mitigar esto y no exponer el 100% de sus ingresos a estas fluctuaciones, participa en el negocio de los productos ahumados y otros productos de valor agregado, los cuales le generan un margen mayor a la compañía. Los productos de valor agregado representaron un 43% del total de ventas de la compañía de 2018.

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 tales 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 el precio llegó a niveles muy elevados como resultado de la caída en la oferta chilena, productor relevante a nivel mundial, debido al ataque del ISA en 2008-2009, hasta alcanzar, de acuerdo al FMI, un valor de US$7,92/kg. Posteriormente, durante el mismo año, el precio cayó a US$4,13/kg. Durante 2013 y 2014 se produjo una estabilización de precios, pero que, por los hechos mencionados anteriormente mostraron una fuerte caída el año 2015, llegando a US$5.02/kg. Durante 2016 y 2017 se observó un alza del precio a causa, principalmente, de la disminución en la oferta mundial, alcanzando a US$8,99/kg en mayo de 2018.

Concentración de exportaciones por países: Actualmente **Multiexport Foods** concentra gran parte de sus exportaciones en el mercado norteamericano, específicamente en Estados Unidos, país que representó el 41,9% de las ventas totales de la compañía del 2018 (40,5% en 2017). 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. En todo caso, la clasificadora reconoce la disminución en su importancia relativa respecto a años anteriores.

Regulación del sector salmonero chileno: Aun cuando, en el caso del salmón, se ha establecido un marco regulatorio tendiente a desincentivar crecimientos abruptos de la biomasa de peces, lo que tendrá como consecuencia, se estima, una reducción de la respuesta de la oferta chilena de Salmón respecto a aumentos de precio, no es del todo descartable cambios en el entorno normativo que pudiera afectar la rentabilidad de la industria.

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 2019 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. ([6])	50,10%
Multiexport S.A. ([6])	9,55%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	9,35%
Siglo XXI Fondo de Inversión	6,33%
Asesorpias e Inversiones Empal Ltda	3,79%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	2,70%
Otros	18,18%

Directorio y ejecutivos

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

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

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

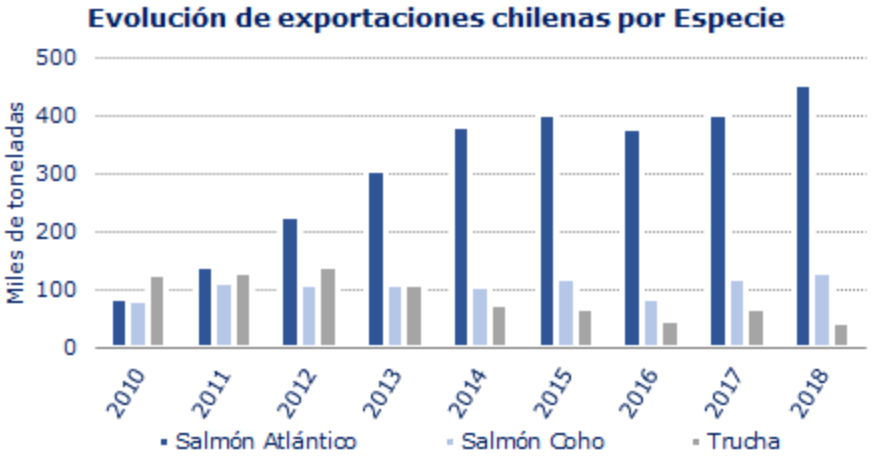
Nombre	Cargo
Andrés Lyon Labbé	Gerente General Corporativo
Gino Manríquez Ossandón	Gerente Administración y Finanzas Corporativo
Sebastián Ortega Sepúlveda	Contralor
Pedro Courard Délano	Gerente de Farming

[6] 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 sociedades de inversión

Nombre	Cargo
Ricardo Grunwald Aravena	Gerente Comercial
Marcelo Cisternas Pereira	Gerente de Personas
Rodrigo Rodriguez Tejos	Gerente de Tecnología
Francisco Lobos Fuentes	Gerente de Sustentabilidad y Asuntos Corporativos
John Mateo Flores	Gerente de Procesos

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 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 y afectando en el largo plazo a la industria (cambio de regulaciones). Entre sus consecuencias se tuvo 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. El 2016 la industria local se vio enfrentada al Florecimiento de Algas Nocivas (FAN) o Bloom de Algas[7] que afectó a la industria entre enero y marzo de ese año, siendo el más severo y extenso que la industria de la acuicultura chilena haya sufrido en los últimos 30 años, produciendo una pérdida de aproximadamente 28 millones de peces y que redujo el volumen de producción final del país en aproximadamente 100 mil toneladas de salmones y truchas en sus diferentes especies, siendo la especie salmón Atlántico la más afectada. El año 2018 se registró un incremento de las toneladas exportadas, alcanzando más de 631 toneladas.

[7] Los Florecimientos de Algas Nocivas (FAN) son fenómenos que ocurren con cierta frecuencia en todos los mares y océanos del mundo, normalmente con efectos leves a moderados en las actividades de acuicultura. El evento del 2016 ha sido considerado, por su magnitud, un hecho extraordinario.

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. El 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el bloom de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del "*Sea Lice*" en el caso de Noruega), el precio presentó una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una leve caída en 2018.

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 barrio.

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 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.

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.

El 2016 la autoridad realizó modificaciones regulatorias tendientes, por un lado, a manejar la contingencia ambiental generada por el bloom de algas, permitiendo distintos manejos de mortalidad, transferencias de peces entre centros o barrios y adelantamiento de cosechas (como resultado de dicha experiencia, Sernapesca estableció un programa con exigentes condiciones y plazos para el tratamiento de mortalidades masivas en centros de cultivo). Por otro lado, la autoridad realizó una evaluación de las herramientas para el control de siembra individual y grupal en los barrios donde este mecanismo fue aplicado, determinando que las medidas existentes eran insuficientes para asegurar una mejora en el *performance* productivo futuro de los barrios, por lo que durante los meses de abril y agosto de 2016 se promovieron dos modificaciones al Reglamento Sanitario (RESA); la primera contempló ajustes al modelo vigente, incorporando una mayor exigencia a las tablas de pérdidas, adicionando un nivel de bioseguridad y modificando las ponderaciones para obtener el *score* final; la segunda busca ofrecer una nueva alternativa para definir siembras futuras, basada en un modelo de reducción de siembras respecto al periodo anterior, denominado "Programa de Reducción de Siembras" (PRS), que comenzó a regir durante el año 2017. Junto con lo anterior se eliminaron algunos aspectos contenidos en el RESA, denominados "lomos de toro", que corresponden a sobre regulación originada con posterioridad a la crisis del virus ISA y que no agregaban valor al modelo productivo.

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 con los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. El modelo de la compañía está integrado verticalmente puesto que abarca todo el proceso, desde la reproducción en agua dulce hasta la cosecha en agua de mar.

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

En el caso del salmón Atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Estados Unidos y Brasil. En el caso de Estados Unidos la distribución se hace a través de la filial Multiexport Foods Inc. USA, y representa una porción importante de los ingresos del grupo (42% de las ventas de 2018), llegando al sector *retail* y *food service* a través de alianzas comerciales desde que se iniciaron las operaciones en ese mercado en

1991. Las ventas de la compañía se concetran en el salmón atlántico que representan el 86% del total de la producción, seguido por el salmón coho y la trucha arcoiris cuya importancia relativa es del 11,4% y 1,9%, 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, 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 pez 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 a la fecha con 106 concesiones, entre la X y XII región, distribuidas en un adecuado *mix* de barrios para enfrentar los descansos sanitarios y mantener una producción estable. El proceso de engorda culmina cuando los salmones alcanzan un peso adecuado (en torno a 5 kilos para el salmón atlántico y entre 2,5 y 3 kilos para la trucha y el salmón coho), a partir de ese momento comienza la cosecha.

Una vez cosechado el salmón, y con el fin de darle valor agregado al producto, comienza la etapa de procesamiento, para esto, **Multiexport Foods** cuenta con dos plantas: una dedicada a la elaboración de productos frescos y congelados, y otra de productos ahumados, con una capacidad instalada conjunta de aproximadamente 85 mil toneladas de materia prima al año (el 2018 se procesaron 71,5 miles de toneladas). Un tipo de procesamiento especial lo constituye el negocio de los productos ahumados que ya cuenta con más de veinte años de experiencia y que la compañía vende directamente al consumidor en las principales cadenas de *retail* de Estados Unidos y Japón.

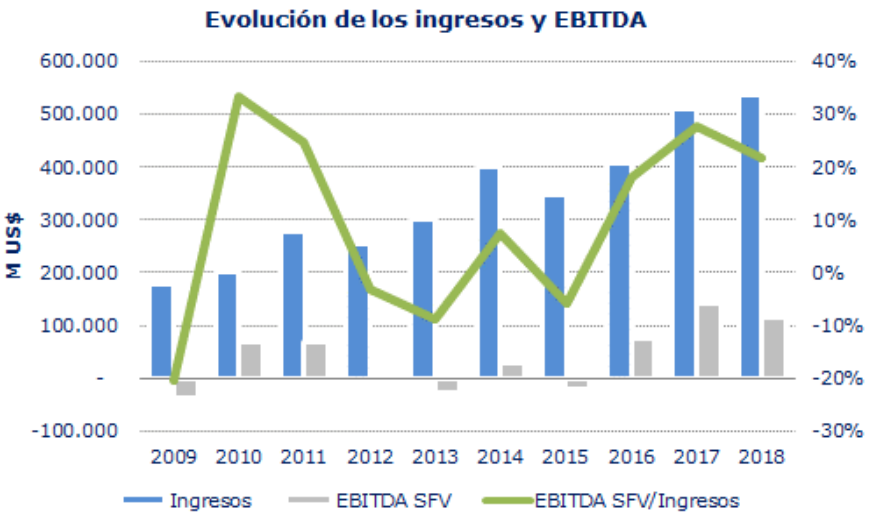
Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Multiexport Foods** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2009 y 2018.

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 se ve beneficiado por efecto del alza experimentada en los precios del salmón, específicamente el primer semestre. Luego en 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.

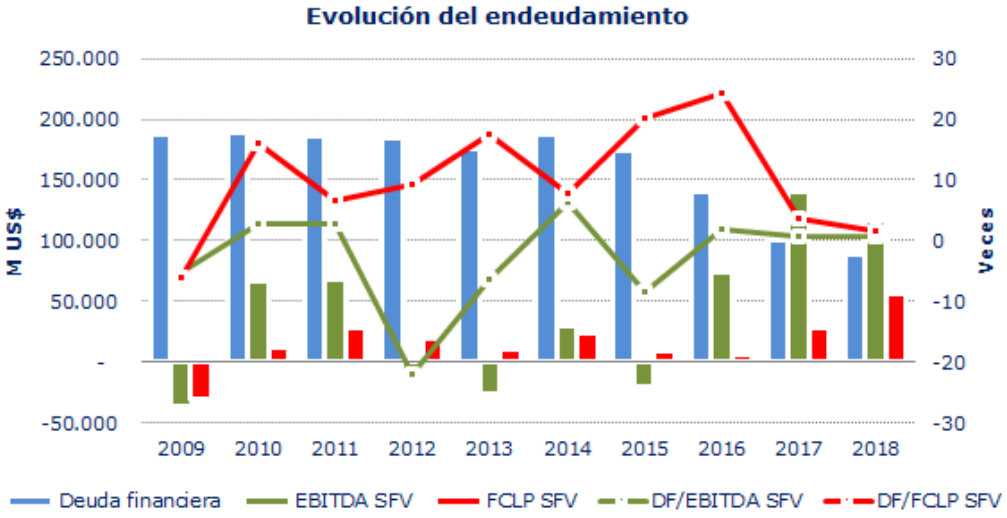
En 2013, no obstante la recuperación paulatina del precio de venta, el bajo rendimiento productivo de los peces en cultivo y el incremento de los costos, hicieron caer aún más el EBITDA. El año 2014, el incremento del precio de venta y una reducción de los costos derivada del mayor control sanitario que se empezó a ejercer, sumado al incremento de las ventas físicas, llevaron a la empresa a obtener los mayores ingresos de los últimos años y un EBITDA positivo. El 2015, pese al aumento del volumen de venta, la fuerte caída en los precios mermó los ingresos de la compañía, y significó un EBITDA nuevamente en valores negativos. El 2016 subieron los precios, recuperándose los ingresos y el EBITDA, en el que además influyó la continua baja de costos, situación que continuó registrándose durante 2017, lo cual determinó un incremento en los ingresos, EBITDA y margen EBITDA, el cual se situó en torno al 28%. Posteriormente, en 2018, los ingresos aumentan debido a un incremento en el volumen, pero debido a la cosecha de un centro producto de desfavorables condiciones ambientales, determinaron una caída en el EBITDA, que representó un 22% de los ingresos durante 2018.



Evolución del endeudamiento y la liquidez[8]

A partir de 2015 la deuda financiera ha mostrado una tendencia decreciente, tal como se aprecia en el siguiente gráfico. Lo anterior, en conjunto con el incremento en la capacidad de generación de flujos de la compañía, ha significado una reducción en los indicadores de endeudamiento relativo.

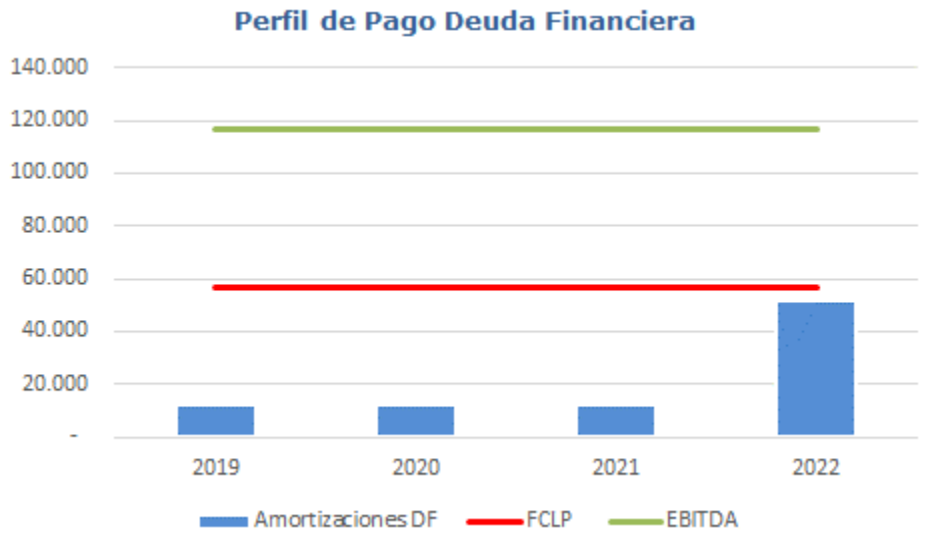
En efecto, la relación Deuda Financiera/EBITDA, que durante 2016 alcanzó 1,9 veces, a 2018 se sitúa en niveles de 0,8 veces. En el caso del indicador Deuda Financiera/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)[9], se registra una caída desde niveles superiores a 24 veces en 2016, a 1,6 veces en 2018. Más aún, para su construcción, este indicador considera las rentabilidades anuales a partir de 2014. De esta manera, cuando estas observaciones negativas se excluyan del cálculo, el FCLP mostrará ulteriores crecimientos, reduciendo aún más el indicador de endeudamiento relativo.



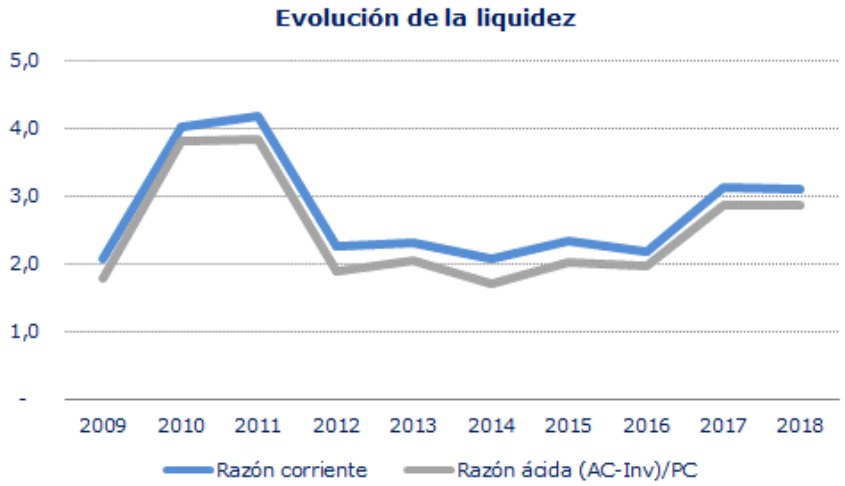
Cabe señalar que durante 2012 la compañía logró flexibilizar los términos de un crédito sindicado en lo que respecta con el cumplimiento de sus *covenants,* de manera de poder llevar a cabo mayor actividad. Asimismo, a fines de 2017 la compañía renegoció su crédito sindicado, estableciendo menores amortizaciones en los próximos años, lo cual disminuye la presión sobre la caja, y permite una posición más sólida en el largo plazo.

[8] 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.

[9] Como se señaló más arriba, el FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

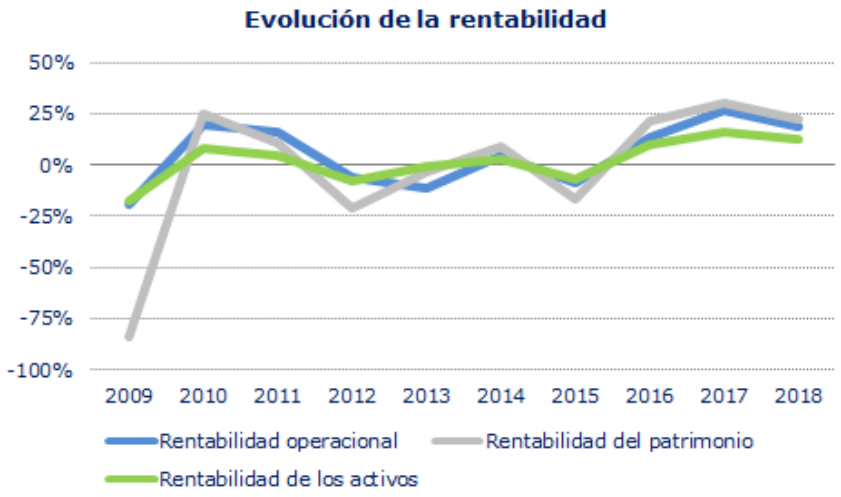


Con relación a la liquidez, medida como razón corriente, la compañía ha mostrado niveles elevados, llegando incluso a ser superior a cuatro veces en 2010 y 2011. Con posterioridad, debido a las altas necesidades de capital de trabajo, en conjunto con los bajos márgenes obtenidos tras 2011, el indicador se vio reducido, pero igualmente elevado, en niveles sobre 2 veces. Las observaciones más recientes de 2017 y 2018 muestran que este indicador se sitúa en niveles en torno a las tres veces.



Evolución de la rentabilidad[10]

Las rentabilidades, tanto operacional como de los activos, han tenido un comportamiento bastante volátil, 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 del 30% de su filial Multiexport Pacific Farms a Mitsui; en 2014, dado el mayor nivel de generación de EBITDA, este indicador mantiene su tendencia al alza, en tanto, el 2015 vuelve a disminuir. No obstante, con posterioridad, en 2017 y 2018 la importante recuperación de la capacidad de generación de flujos se refleja en incrementos en las diversas medidas de rentabilidad.

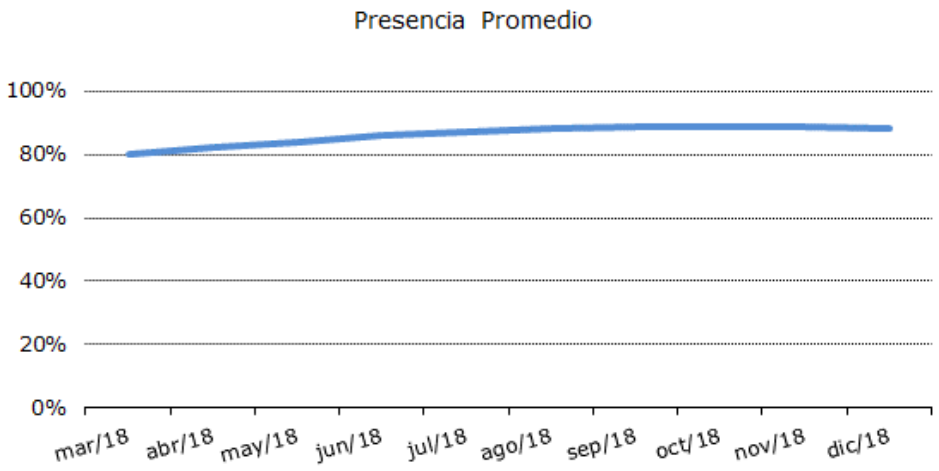


Desempeño bursátil de la acción

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

Podemos ver la evolución de la presencia ajustada promedio de los últimos diez meses, observando una tendencia creciente en el período analizado, que se ha moderado hacia fines del período analizado, alcanzando, en lo más reciente, una presencia de más de 88%.

[10] 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.



"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".