



**VALORACIÓN MULTIEXPORT FOODS S.A.
POR FLUJO DE CAJA LIBRE**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: Sebastián Felipe Águila Valenzuela

Profesor Guía: Marcelo González Araya

Santiago, julio 2017

A mis padres por su soporte incondicional y su confianza sin límites.

A mis hijas Constanza y Emilia, a mi sobrina Julieta sin ellas no hubiese sido realidad.

A la Familia Pavez Farías y Canales Mancilla por su constante compañía en momentos de dificultad.

Quiero agradecer a mi profesor guía Marcelo González por su confianza, dedicación presentada y constante apoyo para la realización de este proyecto.

ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	1
1. METODOLOGÍA.....	2
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	2
1.2 MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS.....	3
1.3 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	4
1.4 MÉTODO DE MÚLTIPLOS.....	6
2. MULTIEXPORT FOODS S.A.....	8
2.1 HISTORIA.....	9
2.2 ANTECEDENTES DE LA INDUSTRIA DE SALMONICULTURA CHILENA.....	12
2.3 REGULACIONES.....	13
2.4 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.....	14
2.5 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO PRODUCTIVO.....	15
2.6 ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL MULTIEXPORT FOODS S.A.....	16
2.7 DESCRIPCIÓN LA INDUSTRIA.....	17
3. MERCADOS.....	18
3.1 ANÁLISIS DE MERCADOS.....	18
3.2 FILIALES MULTIEXPORT FOODS S.A.....	20
4. NOMBRE Y PARTICIPACIÓN EN LA PROPIEDAD.....	24
5. ESTRUCTURA DE CAPITAL MULTIEXPORT FOODS S.A.....	25
5.1 CÁLCULO DEL PATRIMONIO ECONÓMICO MULTIEXPORT FOODS S.A.....	27
5.2 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO MULTIEXPORT FOODS S.A.....	28
5.3 ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	29
5.4 ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	30
5.5 ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO OBJETIVO DE MULTIEXPORT FOODS S.A.	32
6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	34

6.1 OBJETIVO.....	34
6.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO.	35
6.5 COSTOS DE OPERACIÓN.....	45
7. ANÁLISIS DE ACTIVOS.....	51
8. PROYECCIÓN DE EERR.	56
9. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	59
9.1 FLUJO DE CAJA BRUTO.	59
9.2 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN.....	60
9.3 INVERSIÓN EN NUEVO ACTIVO FIJO.....	60
9.4 INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO.....	61
9.5 IDENTIFICACIÓN DE ACTIVOS PRESCINDIBLES.	63
9.6 DEUDA FINANCIERA.....	66
9.7 FLUJO DE CAJA LIBRE.	66
10.1 CÁLCULO DEL VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO.	67
11. CONCLUSIONES.....	69
12. BIBLIOGRAFÍA.	70
13. LINKOGRAFÍA.....	70

ÍNDICE DE TABLAS Y FIGURAS

Tabla 1: Descripción de la empresa, industria y estructura de capital.	8
Tabla 2: Directorio y ejecutivos.....	11
Tabla 3: La administración de la compañía está conformada, entre otros, por los siguientes ejecutivos.	11
Tabla 4: Los principales accionistas de Multiexport Foods S.A.....	24
Tabla 5: Deuda Financiera año 2012.	25
Tabla 6: Deuda Financiera año 2013.	25
Tabla 7: Deuda Financiera año 2014.	25
Tabla 8: Deuda Financiera año 2015.	26
Tabla 9: Deuda Financiera año 2016.	26
Tabla 10: Resumen por año deuda financiera años 2012 a 2016 Multiexport Foods S.A.	26
Tabla 11: Total de acciones suscritas y pagadas para los años 2012 al 2016 Multiexport Foods S.A.	27
Tabla 12: Precio de la acción a diciembre de cada año, para los años 2012 al 2016 Multiexport Foods S.A.....	27
Tabla 13: Patrimonio económico Multiexport Foods S.A.	27
Tabla 14: Estructura de capital objetivo Multiexport Foods S.A.....	28
Tabla 15: Razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año de Multiexport Foods S.A.	28
Tabla 16: Razón patrimonio a valor de empresa (P/V) para cada año de Multiexport Foods S.A.	28
Tabla 17: Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P) para cada año de Multiexport Foods S.A.	28
Tabla 18: Resumen estructura de capital objetivo de la empresa.	28
Tabla 19: Estimación Beta.	29
Tabla 20: Determinación de tasa Kb 2014.....	30
Tabla 21: Determinación de tasa Kb 2016.....	32
Tabla 22: Estado de resultado consolidado, IFRS.	34
Tabla 23: Estado de situación consolidado, IFRS.....	34
Tabla 24: Mercado.	35

Tabla 25: Precios en dólares libra año 2016 estimación 2016.....	41
Tabla 26: Cálculo de precio estimado promedio en dólares.	41
Tabla 27: Vidas útiles estimadas o tasas de depreciación.....	42
Tabla 28: Depreciación del periodo y depreciación del periodo sobre ventas.....	44
Tabla 29: Detalle costo de ventas Multiexport Foods S.A.....	46
Tabla 30: Porcentaje sobre ventas.....	46
Tabla 31: Detalle costo de distribución.....	47
Tabla 32: Porcentaje sobre ventas.....	47
Tabla 33: Detalle de gastos de administración.....	48
Tabla 34: Porcentaje sobre ventas.....	48
Tabla 35: Otros ingresos por función.....	49
Tabla 36: Porcentaje sobre ventas.....	49
Tabla 37: Otros gastos por función.....	50
Tabla 38: Porcentaje sobre ventas.....	50
Tabla 39: Activos de Multiexport Foods S.A. a marzo de 2016.....	51
Tabla 40: Activos corrientes de Multiexport Foods S.A. a marzo de 2016.....	52
Tabla 41: Otros activos financieros corrientes.....	52
Tabla 42: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes.....	52
Tabla 43: Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes.....	53
Tabla 44: Inventarios corrientes.....	53
Tabla 45: Activos biológicos corrientes.....	53
Tabla 46: Activos por impuestos corrientes.....	53
Tabla 47: Otros activos financieros no corrientes.....	54
Tabla 48: Otros activos no financieros no corrientes.....	54
Tabla 49: Cuentas por cobrar no corrientes.....	54
Tabla 50: Activos intangibles distintos de la plusvalía.....	54
Tabla 51: Propiedades, planta y equipos.....	55
Tabla 52: Activos biológicos no corrientes.....	55
Tabla 53: Activos por impuestos diferidos.....	55
Tabla 54: Resumen de cálculos de proyección y supuestos utilizados anteriormente.....	56

RESUMEN EJECUTIVO.

El objetivo principal de este estudio y análisis es la valoración de la empresa Multiexport Foods S.A., para lo anterior se utilizó el método de Flujos de Cajas Descontados.

Se realiza el trabajo de valoración mediante el análisis de los estados financieros y otras variables económicas desde el año 2012 al 30 de junio de 2016, tales como los principales competidores de Multiexport Foods S.A., participación en el extranjero con sus productos de salmón, trucha y su sector industrial.

Posteriormente se realiza una revisión y cálculo de su estructura de capital y de inversión, análisis de operaciones, inversiones, financiamiento, esto; a partir de los estados financieros consolidados presentados por la compañía.

Se calcula la estructura de capital de la empresa usando como información de entrada las estructuras de capital históricas de Multiexport Foods S.A. desde el año 2012 en adelante. Con las conclusiones de los cálculos precedentes, se determina la tasa de descuento a utilizar para valorar la compañía mediante el método del Costo de Capital Promedio Ponderado.

A su vez, se realiza la determinación de los datos futuros de la compañía, proyectando ingresos, costos, gastos, para así poder proyectar el estado resultado ajustando a Flujo de Caja Libre, lo cual es necesario para determinar el valor de la empresa y el patrimonio económico con su valor de acción respectivo.

Al 30 junio de 2016 el valor bursátil de la acción es de \$144 y el valor estimado mediante el método de flujo de caja descontado es de \$179.

1. METODOLOGÍA.

1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía. Existen diversos grupos de métodos de valoración, tales como: los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research (investigación) utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, “el método múltiplos y de flujos de caja descontados”. Éste último es cada vez más utilizado ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos y, en consecuencia, como un activo financiero.

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

1.2 MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS.

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de “Perpetuidad”, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante “g”, la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

1.3 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y una de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar la “valoración por opciones”, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Ésta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección), y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes y se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia “costo patrimonial” (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa). El fin es que los ahorros de los impuestos asociados a los intereses por el pago de una deuda financiera, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa, operativamente hablando, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo y si no se cumple esta condición, no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado). Al aplicar FCD en la valoración, la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que pudiera tener en ese momento. Por último, en lo que respecta a la valoración del patrimonio, simplemente se resta el valor presente de la deuda financiera, al valor completo de la empresa.

Considerando que la empresa no tenga deuda, es decir, financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa, en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales, a una tasa de costo de capital sin deuda, conocida como “tasa de rentabilidad” a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de

capital de trabajo; por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

1.4 MÉTODO DE MÚLTIPLOS.

El enfoque de múltiplos o comparables, establece una relación entre ratios financieros de una compañía y otra (de la misma industria), obteniendo así un valor rápido y aproximado de las empresas cotejadas.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variabilidad en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes: a) identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y b) convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos:

1.4.1 Múltiplos de ganancias.

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, por lo tanto, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas y si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con: la razón

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

de pago de dividendo y con la tasa de crecimiento; y relacionada negativamente con: el nivel de riesgo del patrimonio.

Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o un PU alto debido al nivel de riesgo del patrimonio.

1.4.2 Múltiplos de valor libro.

- Precio acción/valor libro de la acción (PV).
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos.
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q).

1.4.3 Múltiplos de ventas.

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV).
- Value/Sales.

1.4.4 Múltiplo de variables de industria específica.

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail).

2. MULTIEXPORT FOODS S.A.

Tabla 1: Descripción de la empresa, industria y estructura de capital.

	Observaciones
Razón Social	Multiexport Foods S.A.
Rut	76.672.100-1
Nemotécnico	Multifoods.
Industria	Alimentos-Acuícola
Regulación	Superintendencia de Valores y Seguros, Subsecretaría de Pesca.
Filiales	Salmones Multiexport S.A., Multiexport Pacific Farms S.A., Alimentos Multiexport S.A., Mytilus Multiexport S.A.

Fuente: Superintendencia de Seguros y Valores

2.1 HISTORIA.

En 1987 inició sus actividades productivas Alimentos Multiexport S.A., sociedad cuyo objeto era la captura, compra, procesamiento, 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 fin 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, 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, agrupando 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.⁶

⁶ Memoria Multiexport Foods S.A. año 2016.

Tabla 2: 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	Rubén Bascuñán Serrano
Director	Hernán Goyanes García

Fuente: Superintendencia de Seguros y Valores

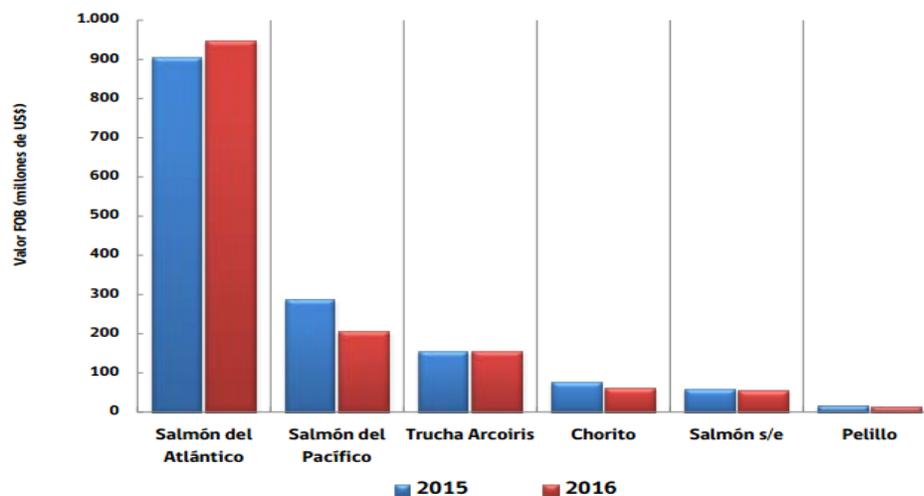
Tabla 3: La administración de la compañía está conformada, entre otros, por los siguientes ejecutivos.

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

Fuente: Superintendencia de Seguros y Valores

2.2 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. 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.



Fuente: Informe sectorial de pesca y acuicultura, Subsecretaría de Pesca y Acuicultura

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.

Como consecuencia se encuentra un aumento en la mortalidad de los peces y de las cosechas tempranas asociadas a peces de menor tamaño y precio; en general, un efecto negativo sobre la producción total del sector.

Los precios en esta industria son altamente volátiles (elásticos), siendo sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional.

Finalizando el año 2009, el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. Tras la crisis del ISA, la rápida recuperación de la oferta 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 descender el año 2015.

2.3 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 N° 20.434, mientras que Subpesca incorporó vía reglamento 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, con 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, deben iniciar coordinadamente al mismo tiempo el cultivo en dicha zona.

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 estas normas elevan 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. Poco a poco 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 comenzó a implementar vacunaciones obligatorias, así como mejores medidas de registro y transporte para evitar los contagios involuntarios en el proceso.

2.4 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO.

Multiexport Foods S.A.se dedica principalmente a 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.

Se trabajan tres variedades en el negocio del salmón: del atlántico, trucha y coho. Todas tienen distintos ciclos de producción y están orientados a diferentes mercados.

2.5 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO PRODUCTIVO.

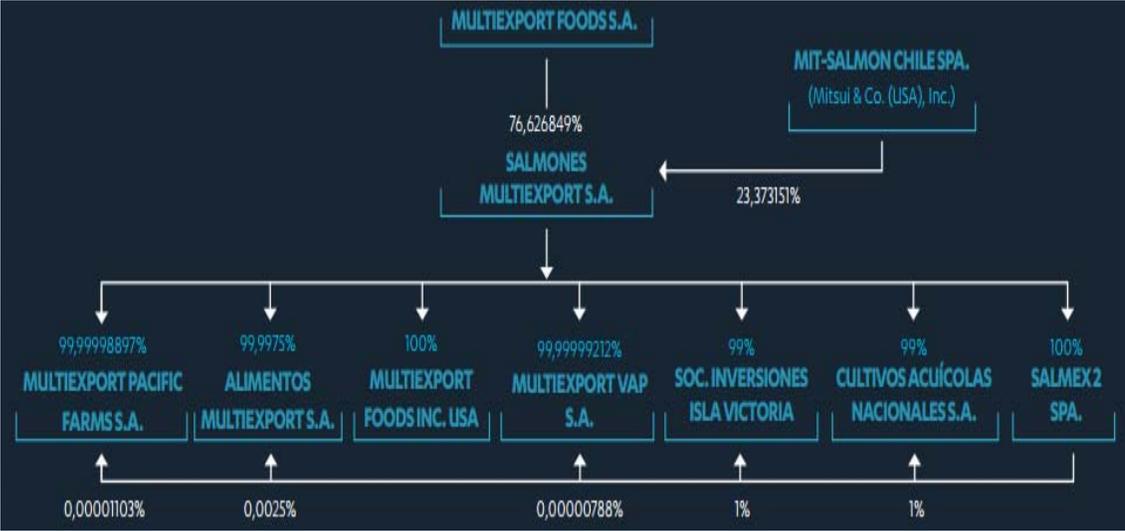
El proceso productivo del salmón, desde la ova hasta la cosecha, requiere 24 a 36 meses en total, dependiendo de la especie. En el siguiente esquema se resume el proceso de producción.

	Reproducción y Genética	Crianza en Agua Dulce	Engorda en Agua Mar	Cosecha	
Salmón del Atlántico	2 meses	4 meses	8 meses	16-18 meses	TOTAL: 30-32 meses
Salmón Coho	2 meses	4 meses	6 meses	11 meses	TOTAL: 23 meses

Fuente: Memoria Multiexport Foods S.A. año 2016

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 ello, 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 S.A. 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.

2.6 ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL MULTIEXPORT FOODS S.A.



Fuente: Memoria Multiexport Foods S.A. año 2016

2.7 DESCRIPCIÓN LA INDUSTRIA.

En las últimas 2 décadas, la demanda mundial por salmones de cultivo ha crecido aproximadamente un 7% anual, con excepción de los años 2009-2010 en que disminuyó como resultado de la drástica reducción de la oferta de Chile producto de la crisis originada por el virus ISA. Nuestros salmones son una alternativa de proteínas sana y con alto contenido de Omega 3, constituyéndose en una alternativa alimentaria nutritiva, confiable y conveniente.

Por otra parte, la pesca salvaje se encuentra estancada desde hace varios años sin posibilidades de crecer, lo cual ha generado una creciente incertidumbre en su disponibilidad futura elevando en forma importante los precios de las principales especies.

La acuicultura estima una participación en la oferta mundial de productos del mar del 50% según FAO al 2025 y ha sido capaz de ofrecer una relación precio – calidad – oferta muy atractiva para el consumo mundial de alimentos. Dentro de este contexto, la salmonicultura ha sido la industria con mayor crecimiento y desarrollo dentro de la acuicultura mundial. Chile y Noruega, son y serán los líderes de este negocio debido a que tienen la capacidad para seguir creciendo, estando los demás países productores muy cerca de su capacidad límite.

Multiexport Foods S.A. está integrado verticalmente, desde la reproducción hasta la distribución al cliente final, agregando valor en cada una de las etapas de la cadena del negocio.

3. MERCADOS.

3.1 ANÁLISIS DE MERCADOS.

Durante el primer semestre de 2016 la producción mundial de Salmón Atlántico tuvo una disminución de 6,3% en relación a igual período de 2015; lo anterior se explica principalmente por la disminución de Noruega (-6,7%) y Chile (-10,5%), compensado en parte por un aumento en Islas Feroe (+12,6%) y Norte América (+7,1%). La producción mundial de Trucha, durante el primer semestre del año 2016 disminuyó un 5,5% con respecto al mismo período de 2015, explicado principalmente por la disminución en Chile (-23,3%), compensado parcialmente por el aumento de Noruega (+23,3%). En el caso del Salmón Coho, durante el primer trimestre 2016 finalizó la cosecha de la temporada de Coho 2015-2016, la cual muestra una disminución de 8,4% respecto a la temporada anterior, la cual finalizó durante el primer trimestre 2015.

SALMÓN DEL ATLÁNTICO.

Durante el primer semestre de 2016, el volumen de las exportaciones de producto terminado de Chile creció un 9,3% en comparación a igual periodo 2015. En términos de monto exportado (USD) la especie tuvo un aumento de 9,6%.

El indicador Urner Barry indica el precio promedio del Salmón del Atlántico fresco, filete trim d, calibre 2-3 lbs, en Estados Unidos, mercado más relevante para Chile, promedió USD 4,57 por libra durante el primer semestre de 2016, lo que constituye un aumento de 21,4% respecto al precio promedio de USD 3,77 por libra para el primer semestre de 2015. Este aumento se debe principalmente a la fuerte baja de oferta de salmón atlántico chileno causado por el Bloom de Algas que afectó a la industria durante el primer trimestre de 2016.

TRUCHA.

Las exportaciones de producto terminado de Chile disminuyeron un 12,3% en términos de volumen respecto a igual período de 2015. En términos de valor exportado (USD) experimentó una reducción del 12,7% en comparación con el año pasado.

Los precios en el mercado japonés, el más relevante para Chile, y de acuerdo al indicador Fish Information & Services (FIS), que equivale al precio de la trucha HG (sin cabeza y eviscerada, congelada, calibre 4-6 lbs), promedió JPY 713 por kg, mostrando una disminución de 0,4% respecto al precio promedio de JPY 716 por kg de igual periodo 2015.

SALMÓN COHO.

Durante el primer semestre del año 2016, el volumen de las exportaciones de producto terminado de Chile disminuyó un 24,0% respecto del mismo período de 2015. Analizando la temporada acumulada 2015-2016, se observa un aumento en las exportaciones de producto terminado de Chile de 2,4% respecto a igual período de temporada 2014-2015.

Respecto de los precios en el mercado de Japón y de acuerdo al indicador FIS, que equivale al precio de Salmón Coho HG (sin cabeza y eviscerada, congelada, calibre 4-6 lbs), cerró en un nivel de JPY 680, con un promedio de JPY 633 por kg, mostrando un aumento de 6,2% respecto al precio promedio de JPY 595 por kg del mismo periodo de 2015, y un incremento importante durante el presente año 2016.

3.2 FILIALES MULTIEXPORT FOODS S.A.

3.2.1 Salmones Multiexport S.A.

- Razón Social: Salmones Multiexport S.A.
- Naturaleza Jurídica: Sociedad Anónima Cerrada.
- Capital Suscrito y Pagado: USD 179.857.805
- Porcentaje de participación total: 99,9999999%
- Objeto Social: El objeto de la sociedad es la compra, venta, crianza, cultivo, desarrollo, procesamiento y captura, ya sea en estado natural, congelado o elaborado o en cualquier otro estado, de todo tipo de fauna que tenga en el agua su medio normal de vida y muy especialmente salmones.
- Directorio:
 - Martín Borda Mingo (Presidente)
 - Alberto del Pedregal Labbé
 - José Ramón Gutiérrez Arrivillaga
 - Carlos Pucci Labatut
 - Rubén Bascuñan Serrano
- Gerente General: Andrés Lyon Labbé
- Principales contratos con la matriz: Contrato de prestación de servicios corporativos.

3.2.2 Multiexport Pacific Farms S.A.

- Razón Social: Multiexport Pacific Farms S.A.
- Naturaleza Jurídica: Sociedad Anónima Cerrada
- Capital Suscrito y Pagado: USD 9.070.000
- Porcentaje de participación total: 70, 0000%
- Objeto Social: El objeto de la Sociedad es la compra, venta, crianza, cultivo, desarrollo, procesamiento y captura, ya sea en estado natural, congelado o elaborado o en cualquier otro estado, de todo tipo de fauna que tenga en el agua su medio normal de vida y muy especialmente salmones.
- Directorio:
 - Yasushi Sugiyama
 - Kazuo Sato
 - Alberto del Pedregal Labbé
 - Martín Borda Mingo (Presidente)
 - José Ramón Gutiérrez Arrivillaga
- Gerente General: Andrés Lyon Labbé
- Principales contratos con la matriz: Contrato de prestación de servicios corporativos.

3.2.3 Alimentos Multiexport S.A.

- Razón Social: Alimentos Multiexport S.A.
- Naturaleza Jurídica: Sociedad Anónima Cerrada
- Capital Suscrito y Pagado: USD 400.000
- Porcentaje de participación total: 99,9975%
- Objeto Social: Es el proceso, elaboración, comercialización y exportación de productos hidrobiológicos y servicios de análisis de laboratorio de actividades acuícolas.
- Directorio:
 - José Ramón Gutiérrez Arrivillaga (Presidente)
 - Alberto Del Pedregal Labbé
 - Martín Borda Mingo
 - Andrés Lyon Labbé
 - Cristián García Huidobro Wielandt
- Gerente General: Ricardo Grunwald Aravena
- Principales contratos con la matriz: Contrato de prestación de servicios corporativos

3.2.4 Mytilus Multiexport S.A.

- Razón Social: Mytilus Multiexport S.A.
- Naturaleza Jurídica: Sociedad Anónima Cerrada
- Capital Suscrito y Pagado: CLP 2.254.263.911
- Porcentaje de participación total: 99,99996%
- Objeto Social: Producción, compra, venta, comercialización, distribución, importación y exportación, ya sea en estado natural, congelado o elaborado o en cualquier otro estado, que tenga en el agua su medio natural de vida y muy especialmente mariscos, moluscos y crustáceos.
- Directorio:
 - José Ramón Gutiérrez Arrivillaga (Presidente)
 - Ricardo Grunwald Aravena
 - Alberto del Pedregal Labbé
 - Carlos Pucci Labatut
 - Andrés Lyon Labbé
 - Gerente General – Director: Andrés Lyon Labbé
 - Principales contratos con la matriz: N/A.

4. NOMBRE Y PARTICIPACIÓN EN LA PROPIEDAD.

Tabla 4: Los principales accionistas de Multiexport Foods S.A.

Período: 06 de 2016 (Último Período Informado)				
N°	Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
1	MULTIEXPORT DOS S.A.	706.743.466	706.743.466	50,10%
2	COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	135.436.804	135.436.804	9,60%
3	MULTIEXPORT S.A.	134.687.255	134.687.255	9,55%
4	SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	112.637.878	112.637.878	7,98%
5	LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	80.234.765	80.234.765	5,69%
6	BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	59.821.525	59.821.525	4,24%
7	CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	38.480.292	38.480.292	2,73%
8	BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	18.791.290	18.791.290	1,33%
9	EUROAMERICA C DE B S.A.	16.125.406	16.125.406	1,14%
10	FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	14.561.346	14.561.346	1,03%
11	INVERSIONES DISER 3 LIMITADA	13.103.537	13.103.537	0,93%
12	BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION(CTA.NUEVA)	11.963.816	11.963.816	0,85%

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL MULTIEXPORT FOODS S.A.

AÑO 2012

Tabla 5: Deuda Financiera año 2012.

Año 2012 (MUS\$)		
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	5.047
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	6.115
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	7.039
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	166.928
=	DEUDA FINANCIERA	185.129

AÑO 2013

Tabla 6: Deuda Financiera año 2013.

Año 2013 (MUS\$)		
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	0
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	8.195
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	14.076
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	152.853
=	DEUDA FINANCIERA	175.124

AÑO 2014

Tabla 7: Deuda Financiera año 2014.

Año 2014 (MUS\$)		
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	20.132
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	15.168
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	14.134
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	138.775
=	DEUDA FINANCIERA	188.209

AÑO 2015

Tabla 8: Deuda Financiera año 2015.

Año 2015 (MUS\$)		
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	20.087
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	15.146
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	44.032
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	94.742
=	DEUDA FINANCIERA	174.007

AÑO 2016

Tabla 9: Deuda Financiera año 2016.

Año 2016AcQ2 (MUS\$)		
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	20.015
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	30.256
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	45.606
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	71.152
=	DEUDA FINANCIERA	167.029

2016AcQ2 corresponde al acumulado al segundo trimestre de 2016.

Tabla 10: Resumen por año deuda financiera años 2012 a 2016 Multiexport Foods S.A.

	Ítems/Año (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
+	Préstamos que devengan intereses (corriente)	5.047	0	20.132	20.087	20.015
+	Otros Pasivos Financieros (corriente)*	6.115	8.195	15.168	15.146	30.256
+	Préstamos que devengan intereses (no corriente)	7.039	14.076	14.134	44.032	45.606
+	Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	166.928	152.853	138.775	94.742	71.152
=	DEUDA FINANCIERA	185.129	175.124	188.209	174.007	167.029

5.1 CÁLCULO DEL PATRIMONIO ECONÓMICO MULTIEXPORT FOODS S.A.

El número de las acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año, fueron obtenidas desde la nota de patrimonio de los Estados Financieros de la Sociedad. Por su parte, el valor de cierre de cada acción se obtuvo desde los reportes de la Bolsa de Santiago de Chile. En las tablas siguientes se detalla esta información.

Tabla 11: Total de acciones suscritas y pagadas para los años 2012 al 2016 Multiexport Foods S.A.

Q	2012	2013	2014	2015	30-06-2016
Acciones Suscritas y Pagadas	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600

Fuente: Bolsa de Santiago.

Tabla 12: Precio de la acción a diciembre de cada año, para los años 2012 al 2016 Multiexport Foods S.A.

US\$	2012	2013	2014	2015	30-06-2016
Precio Acción	0,24	0,18	0,21	0,09	0,22

Fuente: Bolsa de Santiago.

Tabla 13: Patrimonio económico Multiexport Foods S.A.

MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Patrimonio Económico	337.487	250.750	301.466	123.648	304.410

Fuente: Elaboración propia.

5.2 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO MULTIEXPORT FOODS S.A.

En base a los Estados Financieros de la empresa, obtenidos desde la SVS, calculamos la estructura de capital objetivo por los años de análisis, donde se obtuvo la tabla a continuación:

Tabla 14: Estructura de capital objetivo Multiexport Foods S.A.

MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
B	185.129	175.124	188.209	174.007	167.029
P	337.487	250.750	301.466	123.648	304.410
V	522.616	425.874	489.675	297.655	471.439

Tabla 15: Razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año de Multiexport Foods S.A.

Razón de Endeudamiento por año Multiexport Foods S.A. (B/V)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
	0,354235	0,411211	0,384355	0,584593	0,354296

Tabla 16: Razón patrimonio a valor de empresa (P/V) para cada año de Multiexport Foods S.A.

Razón patrimonio a valor de empresa para cada año Multiexport Foods S.A. (P/V)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
	0,645765	0,588789	0,615645	0,415407	0,645704

Tabla 17: Razón deuda a patrimonio de la empresa (B/P) para cada año de Multiexport Foods S.A.

Razón deuda a patrimonio de la empresa para cada año. Multiexport Foods S.A. (B/P)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
	0,548552	0,698400	0,624313	1,407276	0,548697

Tabla 18: Resumen estructura de capital objetivo de la empresa.

MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Objetivo (*)	Promedio 2013-2014	Mínimo	Máximo	Mediana	Desvest
B/V	0,354	0,411	0,384	0,585	0,354	0,418	0,398	0,384	0,411	0,398	0,019
P/V	0,646	0,589	0,616	0,415	0,646	0,582	0,602	0,589	0,616	0,602	0,019
B/P	0,549	0,698	0,624	1,407	0,549	0,717	0,661	0,384	0,616	0,5	0

5.3 ESTIMACIÓN COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.

5.3.1 Beta patrimonial de una acción por el modelo de mercado para Multiexport Foods S.A.

- Beta Patrimonial.

Para la estimación del Beta Patrimonial se analizaron los precios y retornos accionarios semanales entre los años 2010 al 2016 de Multiexport Foods S.A. y del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) para determinar la sensibilidad del precio de la acción ante cambios en el comportamiento de la variable mercado. Para este caso usaremos el beta del año 2014 para determinar la estructura de capital actual de la empresa ya que a junio del 2016 y junio del 2015 el beta calculado es poco significativo (p-value).

Tabla 19: Estimación Beta.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	1,3398	0,5894	0,2182	-0,0467	0,6037
p-value (significancia)	0,0120	0,0422	0,0077	0,0927	0,2912
Presencia Bursátil (%)	93,33%	86,11%	59,44%	9,28%	29,12%

5.4 ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.

5.4.1 Costo de la Deuda (Kb) y Beta de la Deuda.

El siguiente paso consistirá en estimar el beta de la deuda, para lo cual se trabajó con el costo de la deuda, éste se calcula y define como el endeudamiento vía bonos o instrumentos de renta fija, dado que la compañía no emite bonos; para Multiexport Foods S.A. será de un 3,28%, calculado vía endeudamiento con instituciones financieras y obligaciones por pagar, lo anterior se mostrará en la tabla 20. Los datos utilizados pertenecen a los estados financieros de Multiexport Foods S.A. presentados el año 2014. Se usará este beta de la deuda para efectos de calcular la estructura de capital actual de la empresa ya que los datos a junio del 2016 no son significativos.

Tabla 20: Determinación de tasa Kb 2014.

30-06-2014	MUS\$	Tasa	%
Pasivo corriente	133.560	-	10,21%
Pasivo no corriente	184.088	-	29,34%
Total	317.648	-	-
Obligaciones por pagar (cupón)	76.699	2,24%	31,62%
Crédito a corto plazo	76.699	1,50%	31,62%
Deuda proveedores	89.177	5,70%	36,76%
Total	242.575		
Kb	3,28%		

A partir de esta estimación, se estimó el Beta de la Deuda usando información del año 2014, (Rf 2,24% y PRM 5,93% 2014 al 30 de junio respectivamente), utilizando el método de CAPM, con lo cual obtenemos:

- **Para el año 2014:**

$$k_b = R_F + B_b [E(R_m - R_f)]$$

$$3,28\% = 2,24\% + B_b [5,93\%]$$

$$B_b = 0,175$$

5.4.2 Beta Patrimonial Sin Deuda.

Como se trata de una acción con la poca presencia bursátil a junio de 2016 y tiene un nivel de significancia bajo (p-value), como también ocurre en el año 2015, se utilizó el Beta Patrimonial calculado a través de nuestra regresión (Beta = 0,218), para el año 2014.

Se desapalanca utilizando la estructura de capital promedio de los años 2013 y 2014 de Multiexport Foods, la cual fue calculado en base a la información de mercado y a los Estados Financieros presentados en los años respectivos, también se usará la tasa de impuesto promedio de ambos años (Tax Rate = 21,3%).

Tasa de impuesto a la renta promedio 2013-2014 y proyectada.

Año	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tax Rate	20,0%	20,0%	22,5%	22,5%	24,0%	25,5%	27,0%	27,0%	27,0%
Tax Rate Promedio 2013-2014	21,3%								
Tax Rate Proyectado	27,0%								

Para efectos de una correcta valoración, con los datos calculados anteriormente y la información obtenida en **tabla 18** se procederá al desarrollo del cálculo del Beta Patrimonial sin Deuda de la empresa ($B_p^{s/d}$).

- **Beta Patrimonial sin Deuda ($B_p^{s/d}$):**

$$B_p^{c/d} = B_p^{s/d} \left[1 + (1 - T_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) B_b \frac{B}{P}$$

$$0,218 = B_p^{s/d} [1 + (1 - 21,3\%) \cdot 0,661] - (1 - 21,3\%) \cdot 0,175 \cdot 0,661$$

$$B_p^{s/d} = 0,203$$

5.5 ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO OBJETIVO DE MULTIEXPORT FOODS S.A.

Para realizar este cálculo se utilizarán los datos obtenidos a junio del año 2016 de Multiexport Foods S.A.

Los datos utilizados pertenecen a los estados financieros de Multiexport Foods S.A. presentados el año 2016.

Se calculará beta de la deuda de este año, para efectos de calcular la estructura de capital objetivo de la empresa.

Se apalancó utilizando la estructura de financiamiento objetivo de Multiexport Foods S.A., la cual fue estimado en base a la información de mercado y los Estados Financieros presentados a junio de 2016, también se usará la tasa de impuesto proyectada (Tax Rate = 27,0%).

Tabla 21: Determinación de tasa Kb 2016.

30-06-2016	MUS\$	Tasa	%
Pasivo corriente	139.011	-	10,21%
Pasivo no corriente	149.614	-	29,34%
Total	288.625	-	-
Obligaciones por pagar (cupón)	50.271	2,70%	27,34%
Crédito a corto plazo	55.584	1,40%	30,23%
Deuda proveedores	78.026	5,60%	42,43%
Total	183.881		
Kb	3,54%		

A partir de esta estimación, el Beta de la Deuda usando información del año 2016 (Rf 1,92% y PRM 8,17% año 2016 al 30 de junio respectivamente), mediante el método de CAPM, obtenemos:

- **B_b Para el año 2016:**

$$k_b = R_F + B_b[E(R_m - R_f)]$$

$$3,54\% = 1,92\% + B_b[8,17\%]$$

$$\mathbf{B_b = 0,198}$$

Usando la información derivada de **tabla 18**, su estructura al 30 de junio del 2016 y con la tasa de impuesto proyectada (27%), obtendremos el beta patrimonial con deuda.

5.5.1 Beta Patrimonial Con Deuda y Costo Patrimonial (Kp) para Multiexport Foods S.A.

Lo anterior permitirá apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa estimada previamente (referirse a tabla 18 “Resumen estructura de capital objetivo de la empresa”), como el promedio de las estructuras de capital de los años 2012-2016:

Estructura de Capital Objetivo

Estructura de Capital	2016AcQ2 Objetivo (*)
B/V	0,42
P/V	0,58
B/P	0,72

$$B_p^{c/d} = B_p^{s/d} \left[1 + (1 - T_c) \frac{B}{P} \right] - (1 - T_c) B_b \frac{B}{P}$$

$$B_p^{c/d} = 0,203 [1 + (1 - 27,0\%) 0,720] - (1 - 27,0\%) \cdot 0,198 \cdot 0,720$$

$$B_p^{c/d} = 0,206$$

CAPM:

Se determina asignar un 2% por premio por liquidez.

$$K_p = R_f + B_p^{c/d} [E(R_m) - R_f]$$

$$K_p = 1,92\% + 0,206 [8,17\%]$$

$$K_p = (1,92\% + 0,206 \cdot 8,17\%) + 2\%$$

$$K_p = 5,60\%$$

5.5.2 Cálculo de K₀ Costo Promedio Ponderado Capital WACC (K₀ – WACC).

$$K_0(\text{WACC}) = K_p \frac{P}{V} + K_b (1 - T_c) \frac{B}{V}$$

$$K_0(\text{WACC}) = 5,60\% \cdot 0,580 + 3,54\% (1 - 27,0\%) 0,420$$

$$K_0(\text{WACC}) = 4,34\%$$

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.

6.1 OBJETIVO.

Se analizará el negocio financieramente, dadas las características de la industria.

Se utilizaron los Estados Financieros Consolidados, descargados desde 31-12-2012 al 30-06-2016, todos bajo norma IFRS expresados en miles de dólares. Se detallan los principales ítems a continuación:

Tabla 22: Estado de resultado consolidado, IFRS.

Estado de Resultado Consolidado, IFRS					
MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Ingreso de actividades ordinarias	253.777	299.956	400.076	346.268	145.581
Costo de Ventas	-262.461	-324.076	-324.076	-368.701	-147.228
Costo de distribución	-5.424	-7.310	-8.009	-8.571	-3.577
Gasto de administración	-6.762	-8.462	-8.178	-7.294	-2.711
Ajuste Fair Value	-17.132	7.081	6.778	-11.030	20.212
Costos Financieros	-5.626	-4.958	-5.276	-4.863	-2.545
Ganancia (pérdida)	-35.722	-4.859	-14.449	-32.906	4.778
EBITDA	-43.628	-37.769	61.315	-54.191	9.732

Tabla 23: Estado de situación consolidado, IFRS.

Estado de Situación Consolidado, IFRS					
MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Activos Corrientes	234.284	228.178	276.654	289.118	284.841
Activos no corrientes	218.732	217.046	211.972	218.002	225.058
Total de Activos	453.016	445.224	488.626	507.120	509.899
Pasivos corrientes	103.627	99.253	133.560	123.325	139.011
Pasivos no corrientes	196.577	191.550	184.088	167.299	149.614
Total pasivos	300.204	290.803	317.648	290.624	288.625
Patrimonio total	152.812	154.421	170.978	216.496	221.274
Total de patrimonio y pasivos	453.016	445.224	488.626	507.120	509.899

6.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO.

En las notas de los estados financieros, se detallan las ventas por tipo de producto.

6.2.1 Principal segmento: Unidad de negocio Salmones y truchas.

La creciente demanda de alimentos saludables en el mundo ha incidido en un importante aumento en el consumo de salmones y truchas. Esto ha hecho que el cultivo de peces sea una opción sustentable para abastecer a la población con una demanda que crece todos los años. Adicionalmente, entre los peces cultivados, el salmón es la mejor fuente de Omega 3, el cual se clasifica como un alimento seguro y confiable en cuanto a calidad.

6.2.2 Mercado.

Los productos se clasifican en: frescos, congelados y ahumados. Principalmente se comercializan en el exterior, siendo EE.UU, Japón y Brasil los principales consumidores del Salmón Atlántico y Trucha, representando alrededor del 90% de las exportaciones totales de la sociedad. Otros mercados activos son Europa, Asia, Rusia y otros.

Tabla 24: Mercado.

Desglose por productos	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Crecimiento anual compuesto
Ingreso (monto en MUS\$)						
Ingresos Salmón y Trucha	253.777	299.946	399.026	346.268	145.581	
Crecimiento (YoY)	-	18,19%	33,03%	-13,22%	-57,96%	6,67%
Ingresos choritos	-	10	-	-	-	-
Crecimiento (YoY)	-	-	-	-	-	-
Total	253.777	299.956	399.026	346.268	145.581	-
Crecimiento (YoY)	-	18,20%	33,03%	-13,22%	-57,96%	6,67%
% sobre ventas						
Ingresos Salmón y Trucha	100%	100%	100%	100%	100%	-
Ingresos choritos	-	0,0033%	-	-	-	-

*Nota: Para el cálculo del crecimiento real anual compuesto se anualizó la cifra de junio de 2016.

Claramente, el negocio de la empresa se concentra casi exclusivamente en la venta de salmones y truchas. El crecimiento de las ventas de Multiexport Foods S.A. ha sido de un 6,67% anual compuesto.

Ahora se analizará en el desglose incorporando lo que se vende en Chile por tipo de producto:

Ingresos por actividad de origen.

Ingresos de actividades ordinarias por origen	2012		2013		2014		2015		2016AcQ2	
	Salmón y trucha	Choritos	Salmón y trucha	Choritos	Salmón y Trucha	Choritos	Salmón y trucha	Choritos	Salmón y trucha	Choritos
Chile										
Chile (país domicilio Sociedad)	20.939	1	16.636	10	18.190	0	13.431	0	7.816	0
Clientes externos	232.837	0	283.310	0	380.836	0	332.837	0	137.765	0
Norteamérica (Estados Unidos)	134.445	0	165.259	0	191.858	0	173.843	0	77.654	0
Asia	36.270	0	42.786	0	77.078	0	50.750	0	21.372	0
Europa	0	0	8.764	0	18.373	0	11.941	0	8.320	0
Resto América	42.342	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	19.780	0	66.501	0	93.527	0	96.303	0	30.419	0
Total	253.776	1	299.946	10	399.026	0	346.268	0	145.581	0

Porcentaje sobre ventas.

% sobre ventas	2012		2013		2014		2015		2016AcQ2	
	Salmón y Trucha	Choritos								
Chile										
Chile (país domicilio Sociedad)	8,25%	0%	5,55%	0%	4,56%	0%	3,88%	0%	5,37%	0%
Clientes externos	91,75%	0%	94,45%	0%	95,44%	0%	96,12%	0%	94,63%	0%
Norteamérica (Estados Unidos)	52,98%	0%	55,10%	0%	48,08%	0%	50,20%	0%	53,34%	0%
Asia	14,29%	0%	14,26%	0%	19,32%	0%	14,66%	0%	14,68%	0%
Europa	0,00%	0%	2,92%	0%	4,60%	0%	3,45%	0%	5,72%	0%
Resto América	16,68%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros	7,79%	0%	22,17%	0%	23,44%	0%	27,81%	0%	20,89%	0%
Total	100%	0%								

Ahora se realizará la separación por Chile y del resto del mercado mundial para simplificar el desarrollo y análisis.

Chile en el mercado mundial.

Ingresos Salmón y Trucha (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Crecimiento anual compuesto
Chile	20.939	16.636	18.190	13.431	15.632	
Crecimiento (YoY)	-	-20,55%	9,34%	-26,16%	16,39%	-17,89%
Cientes externos	232.837	283.310	380.836	332.837	275.530	
Crecimiento (YoY)	-	21,68%	34,42%	-12,60%	-17,22%	-9,96%
Ingresos Choritos (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016 Q2	Crecimiento anual compuesto
Chile	1	10	0	0	0	
Crecimiento (YoY)	-	900,00%	0%	0%	0%	-
Cientes externos	0	0	0	0	0	
Crecimiento (YoY)	-	0%	0%	0%	0%	-

*Nota: Para el cálculo del crecimiento real anual compuesto se anualizó la cifra de junio de 2016.

Se puede inferir, con los cálculos anteriores, que la empresa concentra la gran mayoría de las ventas en sus productos salmónes y truchas en el extranjero. También se desarrollará la proyección de los niveles de oferta y precio de los salmónes.

6.2.3 Tasa de crecimiento real de industria.

Para la obtención de los datos y estimaciones para el cálculo de la tasa de crecimiento real de la industria, se mostrará el crecimiento de la competencia.

Se realizará el análisis de cada empresa competidora, estas son: Empresas AquaChile S.A., Australis S.A. e Invermar S.A. Luego se analizará el crecimiento a nivel industria mediante el promedio simple de las tres empresas.

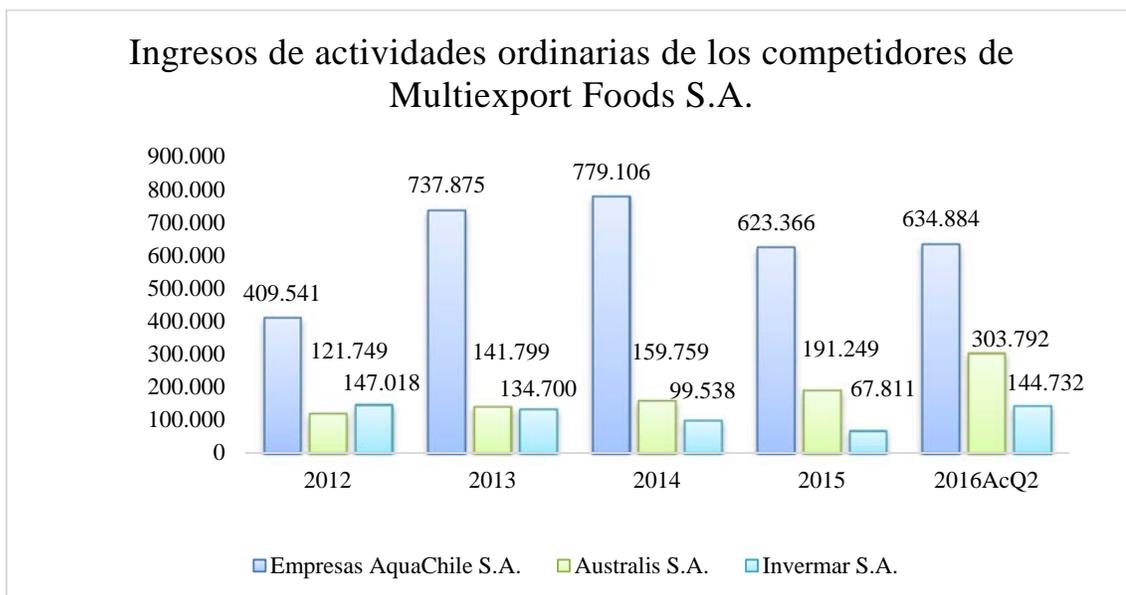
Ingresos de actividades ordinarias de competidores de Multiexport Foods S.A.

Ingresos (en MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Crecimiento real anual compuesto
Empresas AquaChile S.A.	409.541	737.875	779.106	623.366	634.884	9,16%
Australis S.A.	121.749	141.799	159.759	191.249	303.792	20,07%
Invermar S.A.	147.018	134.700	99.538	67.811	144.732	-0,31%

Industria	9,64%
------------------	--------------

*Nota: Para el cálculo del crecimiento real anual compuesto se anualizó las cifras de 2016.

Se pueden observar diferencias sustanciales entre las empresas competidoras de la industria.



Fuente: Elaboración propia

El crecimiento de la industria ha sido de un 9,64% anual compuesto para el periodo analizado.

6.2.4 Perspectivas de crecimiento real de la industria para los años 2016 a 2020.

Oferta.

Para 2016, se espera un crecimiento de la producción de salmón muy inferior al avance de la demanda que se ha registrado en los últimos 10 años. Se estima que la cosecha global de salmón atlántico sea solo 0,7% superior al 2015, lo que está muy por debajo del crecimiento histórico que ha registrado la demanda, con avances anuales de 6% en los últimos diez años y de 12% en los últimos tres años.

Ventas Internacionales.

Para el segundo semestre de 2016 se estima que en Chile apuntaría con una tasa del 48,3% en este 2016; sus cosechas esperadas de salmón entre desde el 2017 al 2020 es de un 7,5% y Noruega un 11%. Luego que en la primera semana de junio Multiexport Foods informó que durante el segundo trimestre de 2016 anotó una utilidad de US\$14,2 millones.

Ventas Nacionales.

En los años 2015 y 2016, las ventas en Chile del salmón han disminuido en un 18% anual compuesto. Se proyecta una caída del 10% para los siguientes tres años. Cuando se proyecte, se considerará mantención en los ingresos.

Volúmenes y retornos.

Las cosechas de salmónidos totalizarán cerca de 647.646 toneladas en 2016, un 23% menos que lo registrado durante el 2015. Del total, un 74% (480.539 toneladas) corresponderían a salmón Atlántico, un 16% (105.206 toneladas) a salmón Coho y un 10% (61.901 toneladas) a trucha arcoíris. Como efecto de las FANs, las proyecciones de cosecha de salmón Atlántico para este año, disminuyeron en un 20,3% o en 122.226 toneladas. Por otro lado, las truchas cayeron en 8,4%, o en 5.694 toneladas, para el mismo periodo. Mientras que las de salmón Coho bajaron entre un 7,9%, o en 8.695 para la temporada 2016-2017. El mercado estará expectante ante las alzas de precios impulsadas por la reducción de la oferta en el 2016. Incluso, desde la octava semana del año, el precio del salmón en EE.UU. ha aumentado progresivamente. Tanto así, que durante la décima tercera semana del 2016, el precio del filete Trim D de salmón chileno C+F* en Miami (FL), EE.UU. se cotizó en un promedio de US\$ 5,41 por libra (US\$ ~ 11,93 por kg), un 32,6% superior al precio observado en la misma semana del 2015, (US\$ 4,08).

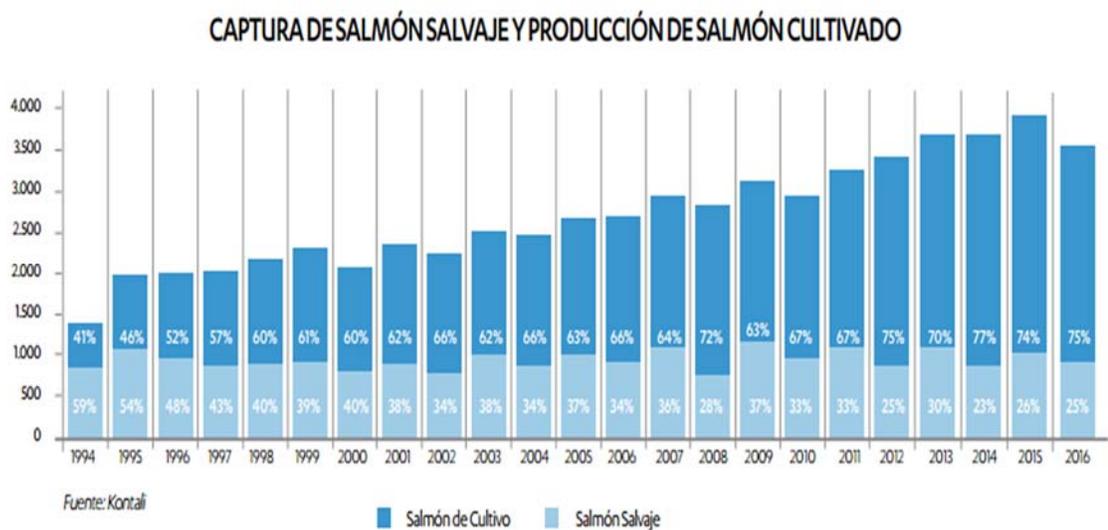
Según lo confirmado por el banco noruego Nordea, la alta tasa de mortalidad ocurrida en Chile provocará un shock en la oferta mundial de salmón, disparando el precio del salmón chileno y respaldando los actuales altos precios del salmón noruego.

6.3 DEMANDA.

6.3.1 Aumento de volúmenes en todos los mercados.

En los principales mercados de destino se reflejó un alza de volúmenes exportados. Japón ocupó el primer lugar, recibiendo 150.037 toneladas de salmónes, cifra que refleja un alza del 2% frente a los resultados del 2015 y del 7% en comparación con el 2016.

Los envíos a EE.UU. alcanzaron 143.120 toneladas en 2016, esto significa alzas del 15% y 4% frente a los años 2014 y 2015, respectivamente. Mientras que hacia Brasil se enviaron 94.416 toneladas, un 20% más que lo enviado en el 2013 y un 9% más en comparación con las cifras 2012.



Fuente: Multiexport Foods S.A. – Presentación Resultados Q2 2006.

6.3.2 Precios.

6.3.3 Primer trimestre 2016.

Durante el mes de marzo, ocurre un alza significativa de los precios spot, por lo que no afecta significativamente los resultados del primer trimestre.

6.3.4 Segundo semestre 2016.

Concentra más del 65% de la cosecha del año 2016. Sustancial mejora en costos de cosecha en comparación a primer semestre. Precios de venta en línea con precios spot, dado término de contratos vigentes.

Con el fin de determinar el precio futuro del año 2016, se calculó un factor de variación al precio de venta a junio del 2016.

Tabla 25: Precios en dólares libra año 2016 estimación 2016.

2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Crecimiento anual compuesto	Factor	2006 anual
3,41	4,83	3,93	3,86	5,4	0,096	1,096	5,92

Tabla 26: Cálculo de precio estimado promedio en dólares.

				Promedio	Desvest	Precio estimado 2018-2020
				6,07	0,139	5,93
2007	Desvest	Estimación	2017	2018	2019	2020
4,39	0,98	5,37	6,49	5,93	6,21	6,07

En el 2016 se espera un precio promedio de 5,92 US/libra, para 2017 se espera un precio promedio de 6,49. Entre 2018 y 2020 se espera un precio de 5,93 US/libra y un crecimiento proyectado de 15% en ventas para los años 2017 a 2020, en base al promedio de crecimiento anual compuesto.

6.4 COSTOS.

Primer trimestre 2016: Gran alza de los precios spot ocurre durante el mes de marzo por lo que no afecta significativamente los resultados del primer trimestre.

Segundo trimestre 2016: Bajo volumen de venta, dada las bajas cosechas del periodo. Cosecha afectada por el Bloom de Algas, disminución de performance y altos costos de cosecha. Término de contratos 2015 durante el trimestre.

6.4.1 Análisis de costos de operación.

Se efectuará la depreciación de cada periodo y se fijará un valor que corresponda a cada costo operacional.

6.4.2 Depreciación de cada periodo.

El método lineal es el método de depreciación utilizado por Multiexport Foods S.A. para el año 2016, según sus notas a los estados financieros es para todo el activo fijo (excepto los terrenos), dando lugar de esta forma a un cargo constante a lo largo de la vida útil del activo fijo.

Tabla 27: Vidas útiles estimadas o tasas de depreciación.

Vidas útiles estimadas o tasas de depreciación	Vida útil	Vida útil	Vida útil
Rubros	mínima	máxima	promedio
Edificios y construcciones	10	100	40
Planta y equipo	3	20	10
Equipamiento de tecnologías de la información	3	6	4
Instalaciones fijas y accesorios	10	20	15
Vehículos de motor	7	7	7
Otras propiedades, plantas y equipos	3	7	5

Las depreciaciones de cada periodo se especificarán. La depreciación a junio del 2016 es la acumulada al 30 de junio de 2016.

Depreciación del periodo.

Depreciación del periodo (MUS\$) Depreciación del periodo	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Terrenos	-	-	-	-	-
Edificios	598	229	676	791	356
Planta y equipo	9.704	2.667	11.993	12.432	7.102
Equipamiento de tecnologías de la información	45	300	80	45	425
Instalaciones fijas y accesorios	600	570	725	824	454
Vehículos de motor	25	33	24	10	3
Otras propiedades, plantas y equipos	121	79	91	97	23
Totales	11.193	3.212	13.453	14.199	7.467

Porcentaje sobre ventas.

% sobre ventas	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Terrenos	-	-	-	-	-
Edificios	0,24%	0,08%	0,17%	0,23%	0,24%
Planta y equipo	3,82%	0,89%	3,01%	3,59%	4,88%
Equipamiento de tecnologías de la información	0,02%	0,10%	0,02%	0,01%	0,29%
Instalaciones fijas y accesorios	0,24%	0,19%	0,18%	0,24%	0,31%
Vehículos de motor	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Otras propiedades, plantas y equipos	0,05%	0,03%	0,02%	0,03%	0,02%
Totales	4,41%	1,07%	3,37%	4,10%	5,13%

Para los gastos de administración, la compañía solo asigna un monto específico. Multiexport Foods S.A. no fija el monto restante de la depreciación a otro costo operacional específico.

La depreciación para cada costo de operación se comporta de la siguiente manera:

Tabla 28: Depreciación del periodo y depreciación del periodo sobre ventas.

Depreciación del periodo (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Depreciación costo de ventas	11.048	3.512	13.461	14.154	7.892
Depreciación costo de distribución	0	0	0	0	0
Depreciación gastos de administración	45	300	80	45	425
Total	11.093	3.212	13.453	14.199	7.467
% sobre ventas	2012	2013	2014	2015	2016
Depreciación costo de ventas	4,35%	1,17%	3,37%	4,09%	5,42%
Depreciación costo de distribución	0%	0%	0%	0%	0,00%
Depreciación gastos de administración	0,02%	0,10%	0,02%	0,01%	0,29%
Total	4,37%	1,07%	3,37%	4,10%	5,13%

Se proyectará estimando que la depreciación se comportará de la misma manera porcentual sobre los ingresos a junio de 2016 (5,13%).

6.5 COSTOS DE OPERACIÓN.

Se muestran los costos de venta, de distribución y el gasto de administración. Luego se ponderará respecto a la venta de cada periodo. Los costos a junio de 2016 es el acumulado del año a esa fecha.

Costo de venta, de distribución, gasto de administración.

Costos (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Costo de venta	-262.461	-324.076	-324.076	-368.701	-147.228
Depreciación costo de venta	-11.193	-3.212	-13.461	-14.199	-7.467
Costo de venta variable	-251.268	-320.864	-310.623	-354.502	-139.761
Costo de distribución	-5.424	-7.310	-8.009	-8.571	-3.577
Depreciación costo de distribución	0	0	0	0	0
Costo de distribución variable	-5.424	-7.310	-8.009	-8.571	-3.577
Gasto de administración	-6.762	-8.462	-8.178	-7.294	-2.711
Depreciación gastos de administración	-45	-300	-80	-45	-425
Gasto de administración variable	-6.807	-8.762	-8.258	-7.339	-3.136
Total	-263.499	-336.936	-326.890	-370.412	-146.474
% sobre ventas	2012	2013	2014	2015	2016
Costo de venta variable	99,01%	106,97%	77,85%	102,38%	96,00%
Costo de distribución variable	2,14%	2,44%	2,01%	2,48%	2,46%
Gasto de administración variable	2,68%	2,92%	2,07%	2,12%	2,15%
Total	103,83%	112,33%	81,92%	106,97%	100,61%

6.5.1 Detalle costo de ventas Multiexport Foods S.A.

Tabla 29: Detalle costo de ventas Multiexport Foods S.A.

Costo de Ventas (MUS\$)					
Costos ordinarios	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Costo producto terminado salmón	-239.268	-303.450	-336.773	-333.342	-131.836
Costo activos biológicos	-28	-332	-246	-74	0
Otros costos	-7.285	-3.824	-2.117	-3.169	-2.422
Costos de transporte	-15.515	-16.443	-29.456	-29.086	-12.970
Total costo segmento operativo Salmón	-261.966	-324.049	-368.592	-365.671	-147.228
Costo activos biológicos	0	0	0	0	0
Otros costos	-1	-27	0	0	0
Total costo segmento operativo Choritos	-1	-27	0	0	0
Depreciación costo de venta	-11.193	-3.212	-13.453	-14.199	-7.467
Total costo de venta variable	-250.804	-320.864	-355.139	-351.472	-139.761

Tabla 30: Porcentaje sobre ventas.

% sobre ventas					
Costos ordinarios	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Costo producto terminado salmón	94,28%	101,16%	84,40%	96,27%	-90,56%
Costo activos biológicos	0,01%	0,11%	0,06%	0,02%	0%
Otros costos	2,87%	1,27%	0,53%	0,92%	-1,66%
Costos de transporte	6,07%	5,48%	7,38%	8,40%	-8,91%
Total costo segmento operativo Salmón	103,24%	108,03%	92,37%	-105,60%	-101,13%
Costo activos biológicos	0%	0%	0%	0%	0%
Otros costos	0%	0,01%	0%	0%	0%
Total costo segmento operativo Choritos	0%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Depreciación costo de venta	4,41%	1,07%	3,37%	4,10%	5,13%
Total costo de venta variable	98,83%	106,97%	89,00%	101,50%	96,00%

Se proyecta, en promedio, un costo de venta variable de un 74% de los ingresos para el periodo 2016 al 2020, esto es dado que el alza en el nivel de precios del salmón generaría una mejora en los resultados corporativos de Multifoods, a pesar de las presiones de costos originadas por el deterioro en las condiciones sanitarias y alzas en el precio del alimento. Del costo total de venta, casi un 70 a 80% está representado por el costo variable y de éste, más de un 50% lo representa el alimento del salmón, lo que lo hace una variable fundamental en la generación de márgenes de las compañías del sector.

6.5.2 Se detallan los costos de distribución.

Tabla 31: Detalle costo de distribución.

Costo de distribución (MUS\$)					
Costos de distribución	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Frigoríficos terceros	-307	-1.757	-2.618	-2.954	-768
Gastos ventas oficina EEUU	-2.195	-2.360	-2.367	-2.610	-1.491
Gastos ventas oficina Chile	-178	-147	-267	-288	-111
Gastos generales embarque y pre-embarque	-112	-326	-388	-346	-84
Remuneraciones del personal	-934	-974	-883	-690	-299
Comisiones	-384	-300	-439	-491	-317
Otros gastos de ventas	-552	-1.446	-1.047	-1.192	-507
Depreciación costo de distribución	0	0	0	0	0
Total costo de distribución variable	-4.662	-7.310	-8.009	-8.571	-3.577

Tabla 32: Porcentaje sobre ventas.

% sobre ventas					
Costos de distribución	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Frigoríficos terceros	0,12%	0,59%	0,66%	0,85%	0,53%
Gastos ventas oficina EEUU	0,86%	0,79%	0,59%	0,75%	1,02%
Gastos ventas oficina Chile	0,07%	0,05%	0,07%	0,08%	0,08%
Gastos generales embarque y pre-embarque	0,04%	0,11%	0,10%	0,10%	0,06%
Remuneraciones del personal	0,37%	0,32%	0,22%	0,20%	0,21%
Comisiones	0,15%	0,10%	0,11%	0,14%	0,22%
Otros gastos de ventas	0,22%	0,48%	0,26%	0,34%	0,35%
Depreciación costo de distribución	0%	0%	0%	0%	0%
Total costo de distribución variable	1,84%	2,44%	2,01%	2,48%	2,46%

Se considerará que los costos de distribución variable se van a mantener con el mismo porcentaje sobre ingresos a junio de 2016 (2,46%).

6.5.3 Se detallan los costos de administración.

Tabla 33: Detalle de gastos de administración.

Gastos de Administración (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Remuneraciones del personal	-3.778	-4.627	-4.466	-4.359	-2.253
Gastos del personal	-334	-313	-387	-314	-198
Innovación y desarrollo organizacional	0	0	-1	0	0
Asuntos corporativos administración	-65	-20	-19	-25	-5
Comunicaciones	-118	-83	-54	-60	-32
Servicios externos	-722	-1.403	-1.352	-968	-368
Vehículos	-131	-153	-167	-166	-71
Seguros	-97	-86	-77	-133	-72
Gastos de computación	-136	-157	-153	-165	-90
Otros gastos de administración	-1.226	-1.482	-1.393	-977	-469
Depreciaciones y amortizaciones	-155	-138	-109	-127	-91
Total gasto de administración variable	-6.762	-8.462	-8.178	-7.294	-2.711

Tabla 34: Porcentaje sobre ventas.

% sobre ventas	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Gastos de administración					
Remuneraciones del personal	1,49%	1,54%	1,12%	1,26%	1,55%
Gastos del personal	0,13%	0,10%	0,10%	0,09%	0,14%
Innovación y desarrollo organizacional	0%	0%	0%	0%	0%
Asuntos corporativos administración	0,03%	0,01%	0%	0,01%	0%
Comunicaciones	0,05%	0,03%	0,01%	0,02%	0,02%
Servicios externos	0,28%	0,47%	0,34%	0,28%	0,25%
Vehículos	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%	0,05%
Seguros	0,04%	0,03%	0,02%	0,04%	0,05%
Gastos de computación	0,05%	0,05%	0,04%	0,05%	0,06%
Otros gastos de administración	0,48%	0,49%	0,35%	0,28%	0,32%
Depreciaciones y amortizaciones	0,06%	0,05%	0,03%	0,04%	0,06%
Total gasto de administración variable	2,66%	2,82%	2,05%	2,11%	1,86%
					Proyección
					2,30%

Por el aumento de algunos gastos se prevé un porcentaje de gasto de administración variable del 2,30%.

6.5.4 Análisis de cuentas no operacionales.

En la tabla que prosigue, se detallan ingresos y gastos por función. Ingresos y gastos no operacionales a junio 2016 acumulado.

Tabla 35: Otros ingresos por función.

Otros Ingresos (MUS\$)					
Otros ingresos , por función	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Arriendo concesiones y otros	1.969	1.138	1.050	0	0
Ingreso neto por venta del 30% de participación en Multiexport Pacific Farms S.A. (antes Soc. Productora de Salmones y Truchas S.A.) Filial de Salmones Multiexport S.A.	0	29.852	0	0	0
Ingreso por venta de concesiones	0	0	327	0	0
Otros ingresos no operacionales	186	203	137	140	42
Total	2.155	31.193	1.514	140	42

Tabla 36: Porcentaje sobre ventas.

Otros Ingresos (% sobre ventas)					
Otros ingresos , por función	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Arriendo concesiones y otros	0,78%	0,38%	0,26%	0,00%	0,00%
Ingreso neto por venta del 30% de participación en Multiexport Pacific Farms S.A. (antes Soc. Productora de Salmones y Truchas S.A.) Filial de Salmones Multiexport S.A.	0,00%	9,95%	0,00%	0,00%	0,00%
Ingreso por venta de concesiones	0,00%	0,00%	0,08%	0,00%	0,00%
Otros ingresos no operacionales	0,07%	0,07%	0,03%	0,04%	0,03%
Total	0,85%	10,40%	0,38%	0,04%	0,03%

Tabla 37: Otros gastos por función.

Otros gastos, por función (MUS\$)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Deducibles de seguro por siniestro Bloom de algas	0	0	0	0	-8.988
Costo arriendo concesiones y otros	-1.685	-106	-109	0	0
Castigos de existencias	0	0	-19	0	0
Castigos de activos fijos	0	-189	-8	-3	-3
Costo de venta de concesiones	0	0	-327	0	0
Otros gastos	-1.618	-93	-17	-152	-32
Total	-3.303	-388	-636	-155	-9.023

Tabla 38: Porcentaje sobre ventas.

Otros Gastos (% sobre ventas)	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Otros gastos, por función					
Deducibles de seguro por siniestro Bloom de algas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-6,17%
Costo arriendo concesiones y otros	0,66%	0,04%	0,03%	0,00%	0,00%
Castigos de existencias	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Castigos de activos fijos	0,00%	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%
Costo de venta de concesiones	0,00%	0,00%	0,08%	0,00%	0,00%
Otros gastos	0,64%	0,03%	0,00%	0,04%	0,02%
Total	1,30%	0,13%	0,16%	0,04%	6,20%

Se proyectan los gastos recurrentes y todos los ingresos para el período 2017-2021; los activos fijos igual al monto anualizado de 2016.

7. ANÁLISIS DE ACTIVOS.

A continuación, se detallan los activos de Multiexport Foods S.A. a junio de 2016:

Tabla 39: Activos de Multiexport Foods S.A. a marzo de 2016.

Activos (MUS\$)	30-06-2016
Efectivo y equivalentes al efectivo	46.509
Otros activos no financieros, corrientes	1.458
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	43.748
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	818
Inventarios	29.304
Activos biológicos, corrientes	161.806
Activos por impuestos, corrientes	1.198
Activos corrientes totales	284.841
Otros activos financieros, no corrientes	26
Otros activos no financieros, no corrientes	9.280
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	296
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.732
Propiedades, planta y equipo	108.323
Activos biológicos, no corrientes	25.518
Activos por impuestos diferidos	58.883
Total de activos no corrientes	225.058
Total de activos	509.899

En las siguientes tablas se clasificarán los activos en operacionales y no operacionales.

Tabla 40: Activos corrientes de Multiexport Foods S.A. a marzo de 2016.

Activos corrientes.

Efectivo y equivalente al efectivo (MUS\$)	30-06-2016	
Efectivo en caja	12	Operacional
SalDOS en bancos	7.033	Operacional
Depósitos a corto plazo	35.418	Operacional
Fondos mutuos e inversiones	4.046	Operacional
Total	46.509	

Tabla 41: Otros activos financieros corrientes.

Otros activos no financieros corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Garantías vigentes	38	Operacional
Gastos pagados por anticipado	1.191	Operacional
Seguros vigentes	229	Operacional
Total	1.458	

Tabla 42: Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes.

Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Deudores comerciales	23.738	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar comerciales	0	
Deudores comerciales (neto)	23.738	Operacional
Otras cuentas por cobrar	20.010	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar otros deudores	0	
Otras cuentas por cobrar (neto)	20.010	Operacional
Total	43.748	

Tabla 43: Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes.

Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Alimex S.A.	0	
Martín Borda Mingo	0	
Toho Bussan Kaisha, Ltda.	818	Operacional
Total	818	

Tabla 44: Inventarios corrientes.

Inventarios corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Productos terminados	18.097	Operacional
Suministros para la producción	6.128	Operacional
Otros inventarios	5.079	Operacional
Total	29.304	

Tabla 45: Activos biológicos corrientes.

Activos biológicos corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Salmón y trucha	161.806	Operacional
Ovas y smolt	0	
Total	161.806	

Tabla 46: Activos por impuestos corrientes.

Activos por impuestos corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Pagos provisionales mensuales	563	Operacional
Crédito por gasto de capacitación	330	Operacional
Pagos provisionales utilidades absorbidas	305	Operacional
Total	1.198	

Seguidamente, ordenamos Activos no corrientes.

Tabla 47: Otros activos financieros no corrientes.

Otros activos financieros no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Inversión Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas S.A.	26	Operacional
Total	26	

Tabla 48: Otros activos no financieros no corrientes.

Créditos por inversiones en activos fijos: Franquicia tributaria, Ley Austral N°19.606 (MUS\$)	30-06-2016	
Inversiones año 2007	14.212	
Crédito tope 32%	4.548	Operacional
Inversiones año 2008	14.789	
Crédito tope 32%	4.732	Operacional
Total	9.289	

Tabla 49: Cuentas por cobrar no corrientes.

Cuentas por cobrar no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Deudores comerciales	23.738	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar comerciales	0	
Deudores comerciales (neto)	23.738	Operacional
Otras cuentas por cobrar	20.010	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar otros deudores	0	
Otras cuentas por cobrar (neto)	20.010	Operacional
Total	43.748	

Tabla 50: Activos intangibles distintos de la plusvalía.

Activos intangibles distintos de la plusvalía (MUS\$)	30-06-2016	
Concesiones acuícolas	20.150	Operacional
Derechos de agua	2.173	Operacional
Derechos de tratamientos de riles	409	Operacional
Total	22.732	

Tabla 51: Propiedades, planta y equipos.

Propiedades, planta y equipos (MUS\$)	30-06-2016	
Terrenos	8.591	Operacional
Edificios, neto	21.818	Operacional
Planta y equipo, neto	67.447	Operacional
Equipamiento de tecnologías de la información, neto	668	Operacional
Instalaciones fijas y accesorios, neto	9.326	Operacional
Vehículos de motor, neto	31	Operacional
Otras propiedades, plantas y equipos, neto	442	Operacional
Totales	108.323	

Tabla 52: Activos biológicos no corrientes.

Activos biológicos no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Salmón y trucha	161.806	Operacional
Ovas y smolt	-	
Total	161.806	

Tabla 53: Activos por impuestos diferidos.

Activos por impuestos diferidos (MUS\$)	30-06-2016	
Provisión cuentas incobrables	131	Operacional
Ingresos Anticipados	370	Operacional
Provisión de vacaciones	9.415	Operacional
Gastos de fabricación	0	Operacional
Depreciación activos fijos	0	Operacional
Amortización Concesiones	10	Operacional
Otros eventos	150	Operacional
Provisión obsolescencia	17	Operacional
Pérdida tributaria	57.771	Operacional
Activos incorporados por fusión	296	Operacional
Prov. Recall clientes extranjeros	0	Operacional
Prov. valor neto de realización	68	Operacional
Valor justo activos biológicos	18	Operacional
Valor justo concesiones	0	Operacional
Valor retasado activos fijos	0	Operacional
Provisión Ingresos	0	Operacional
Total	58.883	

8. PROYECCIÓN DE EERR.

Se presenta un breve resumen de supuestos utilizados y desarrollados anteriormente.

Tabla 54: Resumen de cálculos de proyección y supuestos utilizados anteriormente.

	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de operación total					
Ingresos de operación	48,30%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Costos de operación					
Costo de ventas	-79,13%	-79,13%	-79,13%	-79,13%	-79,13%
Costos de venta variables	-74,00%	-74,00%	-74,00%	-74,00%	-74,00%
Depreciación costo de venta	-5,13%	-5,13%	-5,13%	-5,13%	-5,13%
Costo de distribución	-2,46%	-2,46%	-2,46%	-2,46%	-2,46%
Costos de distribución variables	-2,46%	-2,46%	-2,46%	-2,46%	-2,46%
Depreciación costo de distribución	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gasto de administración	-2,35%	-2,35%	-2,35%	-2,35%	-2,35%
Gasto de administración variable	-2,30%	-2,30%	-2,30%	-2,30%	-2,30%
Depreciación gastos de administración	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
	2016	2017	2018	2019	2020
Total ingresos no operacionales	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Total gastos no operacionales	-1,57%	-1,57%	-1,57%	-1,57%	-1,57%

A continuación se analizan: costos financieros, diferencia de cambio, resultado por unidad de reajuste y la participación de las ganancias o pérdidas de filiales y negocios conjuntos que se contabilicen en el método de la participación.

Costos financieros, diferencia de cambio, ganancia o pérdidas con filiales o empresas relacionadas.

En MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Costos financieros	-5.624	-4.958	-5.276	-4.863	-2.545
Diferencias de cambio	-1.112	1.109	1.907	4.612	-1.669
Resultado por unidad de reajuste	0	0	0	0	0
Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación	0	0	0	0	0

Porcentaje sobre ventas.

(% sobre ventas)	En MUS\$				
	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Costos financieros	-0,22%	-1,65%	-1,32%	-1,40%	-1,75%
Diferencias de cambio	-0,44%	0,37%	0,37%	1,33%	-1,15%
Resultado por unidad de reajuste	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Participación en ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de participación	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Se proyectan los costos financieros fijos, se igualan al valor acumulado a junio de 2016, para el periodo 2017-2020.

Se detallan los EERR proyectados en MUS\$:

Estado de resultado proyectado en MUS\$.

	En MUS\$				
	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de Operación	215.897	248.281	285.523	328.352	377.605
Costo de venta	-170.837	-196.463	-225.932	-259.822	-298.795
Costos de ventas variables	-159.764	-183.728	-211.287	-242.980	-279.427
Depreciación	-11.074	-12.735	-14.645	-16.842	-19.368
Ganancia bruta	45.060	51.818	59.591	68.530	78.809
Costo de distribución	-5.305	-6.100	-7.015	-8.068	-9.278
Gasto de administración	-5.068	-5.828	-6.703	-7.708	-8.864
Gastos de administración variables	-4.967	-5.712	-6.569	-7.555	-8.688
Depreciación gastos de administración	-101	-116	-133	-153	-176
Ingresos no operacionales	5.051	5.808	6.680	7.682	8.834
Gastos no operacionales	-139	-137	-134	-132	-130
Costos financieros	-4.581	-4.581	-4.581	-4.581	-4.581
Diferencia de cambio	0	0	0	0	0
Resultado por unidad de reajuste	0	0	0	0	0
Participación en las ganancias (perdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	29.950	35.152	41.135	48.014	55.926
Impuesto por cobrar periodos anteriores	0	0	0	0	0
Pago impuestos	-7.188	-8.984	-11.106	-12.964	-15.100
Ganancia (pérdida)	22.762	26.188	30.028	35.051	40.826

*2016 corresponde al acumulado al cuarto trimestre de 2016 o al 31 de diciembre de este año.

9. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.

A continuación se desarrollará la proyección del Flujo de Caja Libre de Multiexport Foods S.A.

Se detallarán los estados de resultados proyectado en MUS\$, desde el año 2016 hasta el 2020, desarrollado previamente.

9.1 FLUJO DE CAJA BRUTO.

Cálculo de flujo de caja bruto.

FLUJO DE CAJA BRUTO	Monto en MUS\$				
	2016 2S	2017	2018	2019	2020
Ganancia (pérdida)	17.984	26.188	30.028	35.051	40.826
Depreciación total	3.282	12.851	14.778	16.995	19.544
Amortización de Activos Intangibles	0	0	0	0	0
Ingresos no operacionales	-1.201	-4.240	-4.876	-5.607	-6.449
Gastos no operacionales	-2	100	98	97	95
Costos Financieros	1.486	3.344	3.344	3.344	3.344
Diferencias de cambio	0	0	0	0	0
Resultado por unidad de reajuste	0	0	0	0	0
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociados y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA BRUTO	21.550	38.243	43.373	49.879	57.360

9.2 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN.

Anualmente el Grupo evalúa la existencia de deterioro de los activos considerados dentro de la Unidad Generadora de Flujos (UGE). Los activos incluidos en esta definición corresponden principalmente a propiedades, planta y equipo. El Grupo evalúa al final de cada ejercicio en el que informa la existencia de deterioro.

Con la finalidad de mantener la capacidad productiva, Multiexport Foods S.A. tiene como política de inversión invertir en cada ejercicio el 100% de la depreciación entonces, bajo esta premisa, se proyecta la inversión en reposición del 100% de la depreciación total de cada periodo y mantener la capacidad productiva de sus activos.

Cálculo de Inversión en reposición.

	En MUS\$				
	2016	2017	2018	2019	2020
Inversión en reposición	3.282	12.851	14.778	16.995	19.544

9.3 INVERSIÓN EN NUEVO ACTIVO FIJO.

Multiexport Foods no especifica claramente su plan de CAPEX. Dado lo anterior, se analizará el porcentaje de compra de propiedad, planta y equipo sobre los ingresos históricos. Posteriormente, se obtendrá el promedio del periodo y se proyectará.

Inversión en nuevo activo fijo.

	En MUS\$				
	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2
Compra de propiedades, planta y equipo	68.285	65.927	63.927	68.592	67.447
Ingresos de explotación	253.777	299.956	339.026	346.268	145.581

Compra de propiedades y equipos, sobre ingresos de explotación.

	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	Promedio
Compra de propiedades, planta y equipo (% sobre ingresos de explotación)	26,91%	21,74%	16,02%	19,81%	46,33%	26%

Ahora se calculará la inversión en nuevo activo fijo.

	Monto en MUS\$				
	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de operación	215.897	248.281	285.523	328.352	377.605
Inversión en nuevo activo fijo	56.482	64.954	74.697	85.902	98.787

9.4 INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO.

Para efectos de determinar el flujo de caja libre, el capital de trabajo está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes (ambos no devengan intereses).

CTON = Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes + Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes + Inventarios + Activos biológicos, corrientes – (Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar + Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes).

Cálculo de capital de trabajo operacional neto (CTON).

MUS\$	2012	2013	2014	2015	2016AcQ2	
Ventas	253.777	299.956	399.026	346.268	145.581	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	34.870	26.755	41.001	28.326	23.738	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	4	1.768	1.982	5.601	818	
Inventarios	39.009	25.108	49.893	38.425	29.304	
Activos biológicos, corrientes	131.020	168.158	155.646	142.627	161.806	
Activo corriente neto	204.903	221.789	248.522	214.979	215.666	
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	90.313	88.844	94.175	85.878	86.986	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	51	11	1.991	45	29	
Pasivo Corriente neto	90.364	88.855	96.166	85.923	87.015	
CTON	114.539	132.934	152.356	129.056	128.651	Promedio
RCTON (% sobre ingresos)	45,13%	44,32%	38,18%	37,27%	59,59%	44,90%
RCTON (días ventas)	162	160	137	134	215	162

*Para junio de 2016 el capital de trabajo se calculó sobre el ingreso total del 2016.

El promedio de los días de venta son 162 días. Se proyectará una inversión en capital de trabajo en base a esa cifra.

Detalle de la inversión en capital de trabajo.

En MUS\$	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos de explotación	215.897	248.281	285.523	328.352	377.605
CTON proyectado	96.935	111.475	128.196	147.426	169.539
Promedio RCTON	44,90%				
Inversión en capital de trabajo	14.540	16.721	19.229	22.114	0

*Anualizados los ingresos a junio 2016.

9.4.1 Exceso o déficit de capital de trabajo.

Se estimará si Multiexport Foods S.A. tiene un déficit o un exceso de capital de trabajo, para tal cálculo, consideraremos las ventas estimadas a 31 de diciembre de 2016 se multiplicarán por el 44,90% que representa el promedio de capital de trabajo que Multiexport Foods S.A. ha mantenido en sus últimos periodos respecto de los ingresos, luego, tal valor será comparado con el CTON al 30 de junio de 2016, determinándose el posible exceso o déficit de capital de trabajo.

CTON requerido al 31 de Diciembre 2016	96.935
CTON al 30 de junio de 2016	128.651
Exceso de Capital de trabajo	31.716

9.5 IDENTIFICACIÓN DE ACTIVOS PRESCINDIBLES.

A fecha de junio de 2016, los activos no corrientes son todos operacionales.

Se describen los activos no corrientes en las tablas a continuación:

Otros activos no corrientes.

Otros activos no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Inversión en Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas S.A.	26	Operacional
Total	26	

Otros activos no financieros no corrientes.

Otros activos no financieros no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Franquicia tributaria, Ley Austral N°19.606		
Inversiones año 2007	14.212	
Crédito tope 32%	4.548	Operacional
Inversiones año 2008	14.789	
Crédito tope 32%	4.732	Operacional
Total	9.280	

Cuentas por cobrar no corrientes.

Cuentas por cobrar no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Deudores comerciales	23.738	
Menos: Deterioro de las cuentas por cobrar comerciales	0	
Deudores comerciales (neto)	23.738	Operacional
Otras cuentas por cobrar	20.010	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar otros deudores	0	
Otras cuentas por cobrar (neto)	20.010	Operacional
Total	43.748	

Activos intangibles distintos de la plusvalía.

Activos intangibles distintos de la plusvalía (MUS\$)	30-06-2016	
Concesiones acuícolas	20.150	Operacional
Derechos de agua	2.173	Operacional
Derechos de tratamientos de riles	409	Operacional
Total	22.732	

Propiedades, planta y equipo.

Propiedades, planta y equipo (MUS\$)	30-06-2016	
Terrenos	8.591	Operacional
Edificios, neto	21.818	Operacional
Planta y equipo, neto	67.447	Operacional
Equipamiento de tecnologías de la información, neto	668	Operacional
Instalaciones fijas y accesorios, neto	9.326	Operacional
Vehículos de motor, neto	31	Operacional
Otras propiedades, plantas y equipos, neto	442	Operacional
Total	108.323	

Activos biológicos no corrientes.

Activos biológicos no corrientes (MUS\$)	30-06-2016	
Salmón y trucha	6.512	Operacional
Ovas y smolt	19.006	Operacional
Total	25.518	

Activos por impuestos diferidos.

Activos por impuestos diferidos (MUS\$)	30-06-2016	
Provisión cuentas incobrables	121	Operacional
Ingresos Anticipados	70	Operacional
Provisión de vacaciones	370	Operacional
Gastos de fabricación	0	Operacional
Depreciación activos fijos	0	Operacional
Amortización Concesiones	10	Operacional
Otros eventos	150	Operacional
Provisión obsolescencia	17	Operacional
Pérdida tributaria	57.771	Operacional
Activos incorporados por fusión	296	Operacional
Prov. Recall clientes extranjeros	0	Operacional
Prov. valor neto de realización	68	Operacional
Valor justo activos biológicos	0	Operacional
Valor justo concesiones	0	Operacional
Valor retasado activos fijos	0	Operacional
Provisión Ingresos	0	Operacional
Total	58.883	

La empresa no cuenta con activos prescindibles al 30 de junio de 2016, ya que al analizar sus activos; estos son de carácter operacional, los activos de la compañía que no son prescindibles y los netamente operacionales, se determinó incluir como operaciones todos los activos fijos productivos como plantas, terrenos, equipos más activos biológicos ligados principalmente a filiales y al negocio pesquero. A esto se suman los inventarios tradicionales más los inventarios biológicos listos para la venta, más caja y cuentas por cobrar.

9.6 DEUDA FINANCIERA.

La deuda financiera de Multiexport Foods S.A. a junio de 2016 es de es de 167.029 MUS\$.

Resumen deuda financiera Multiexport Foods S.A.

En IFRS (MUS\$)	2014	2015	2016 A c Q 2
Otros Pasivos Financieros corrientes	15.168	15.146	30.256
Otros Pasivos Financieros no corrientes	138.775	94.742	71.152
DEUDA FINANCIERA	188.209	174.007	167.029

9.7 FLUJO DE CAJA LIBRE.

Se agrega el flujo de año 2021, correspondiente al primer año de la perpetuidad de la empresa para este año la inversión en reposición sigue siendo el 100% de la depreciación. No se considera inversión en nuevo activo fijo y en capital de trabajo.

Cálculo de flujo de caja libre y cálculo del valor presente de los flujos de caja libre (valor de los activos).

	Monto en MUS\$					
	2016 2S	2017	2018	2019	2020	2021
FLUJO DE CAJA BRUTO	21.550	38.243	43.373	49.879	57.360	57.360
Inversión en reposición	-11.174	-12.851	-14.778	-16.995	-19.544	-19.544
Inversión en nuevo activo fijo	-18.396	-64.954	-74.697	-85.902	-98.787	0
Inversión en capital de trabajo	-14.540	-16.721	-19.229	-22.114	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	-22.560	-56.283	-65.332	-75.132	-60.970	37.816
VALOR TERMINAL					871.344	
FLUJO DE CAJA LIBRE TOTAL	-22.560	-56.283	-65.332	-75.132	810.374	
PERIODOS	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
VALOR PRESENTE DE FCL	-22.086	-52.808	-58.749	-64.751	669.355	
SUMA VP FCL	470.961					
WACC						
4,34%						

WACC.

La tasa de descuento que se utilizó:

$$K_0(\text{WACC}) = 4,34\%$$

PERPETUIDAD.

Se asume perpetuidad constante para Multiexport Foods S.A.

10. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.

10.1 CÁLCULO DEL VALOR ECONÓMICO DEL PATRIMONIO.

Al 31-06-2016	En MUS\$	
Valor económico de los activos operacionales	470.961	
Exceso de capital de trabajo	31.716	
Efectivo y equivalente	46.509	
Activos prescindibles	0	
Valor de los activos totales	549.187	
Deuda financiera	-167.029	En US\$
Patrimonio económico	382.158	382.157.776

El patrimonio económico de Multiexport Foods S.A. es de 382.158 MUS\$ al 30 de junio de 2016 valorizado por el método de Flujo de Caja Descontados.

10.2 PRECIO DE LA ACCIÓN.

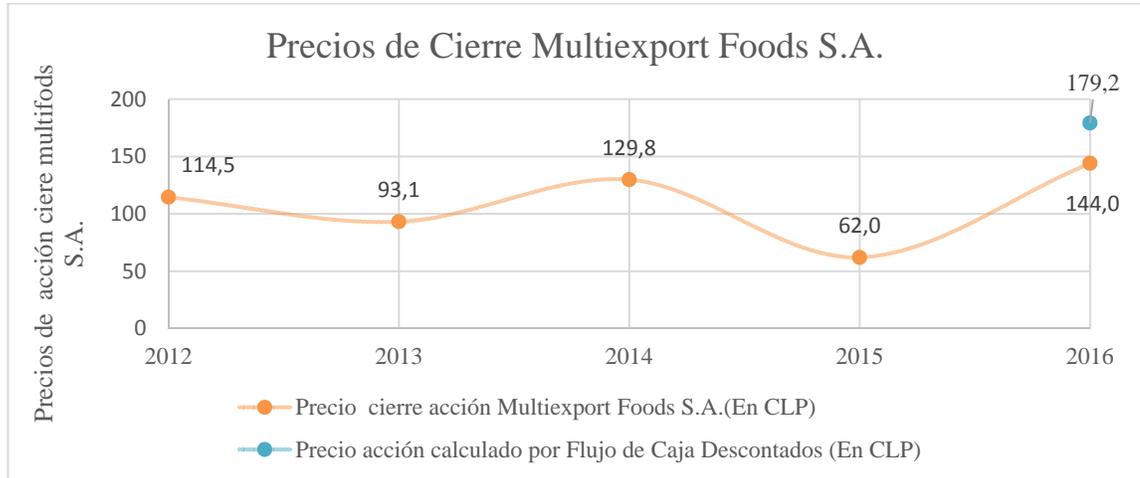
El número de acciones era de 1.410.665.600 a junio de 2016; por lo tanto, el precio de la acción calculada es de:

Precio acción determinado para Multiexport Foods S.A.

Cálculo precio acción Multiexport Foods S.A.	En CLP	
Número de acciones	1.410.665.600	
Precio de la acción MUS\$	0,270906	P. US\$ 30 Junio 2016 (CLP)
Precio de la acción estimado por FCL en CLP	179	661,5
Valor de mercado Multiexport Foods en CLP	144	
	24% Variación (+)	

11. CONCLUSIONES.

En base a la estimación del valor de la acción de Multiexport Foods S.A., realizada a través del modelo de Flujos de Caja Descontados, se obtuvo un valor de acción de \$179, el cual se encuentra 24% sobre el precio de cierre del 30 de junio de 2016, el cual es de \$144.



Fuente: Elaboración propia.

Durante el segundo trimestre la compañía presentó una utilidad de USD 14,2 millones, esto a pesar de los negativos efectos provocados por el Bloom de Algas que azotó a la industria del salmón en los meses de febrero y marzo del presente año, evento que disminuyó los volúmenes proyectados de cosecha de salmón y aumentó los costos de la producción correspondientes al segundo trimestre de 2016. El volumen de cosecha del trimestre alcanzó únicamente 8.892 toneladas de materia prima, lo que representa una disminución de 30,3% respecto a igual periodo del año anterior, explicado únicamente por el Bloom de Algas ya mencionado. Con esto, se ha cosechado aproximadamente el 93% de los peces de los centros afectados por el Bloom de Algas, proyectando para el segundo semestre del año una importante recuperación de los volúmenes de cosecha y una significativa reducción en los costos de producción.

12. BIBLIOGRAFÍA.

- Damodaran Aswath, "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
- Fernández Viviana, "Revista Ingeniería de Sistemas Modelo CAPM Para Distintos Horizontes de Tiempo", Volumen XIX, (Octubre 2005). 7 – 10p.
- González Marcelo "Apuntes Valoración de Empresas por FCD", Junio 2016.
- Maquieira Carlos "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica", Ed. Thomson Reuters, 1a. ed. enero 2015.
- Informativo de Análisis Sectorial y de Antecedentes Financieros de las Sociedades que cotizan en Bolsa al 31 de Septiembre de 2016.
- Informe FtchRating Multiexport Foods junio 2016.
- Informe Humphreys Multiexport Foods 2016, Clasificadora de Riesgo.

13. LINKOGRAFÍA

- www.bcentral.cl/es/faces/home?
- www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Resumen-deInstrumento.aspx?NEMO=MULTIFOODS.
- www.bolsadesantiago.com/mercado/Paginas/Presencia-Bursatil.aspx.
- www.bolchile.cl/AccionPorInstrumento?idAccion=MULTIFOODS.
- http://www.euroamerica.cl/euroamerica/Estudios/InfEmpresa/MultiexportFoods_13052013.pdf.
- www.multiexportfoods.com/sitio/index.php/es/productos/mercados.
- www.multiexportfoods.com/sitio/index.php/es/inversionistas/reportes-trimestrales.
- www.multiexportfoods.com/sitio/images/site/Memoria_Anual/2016/MEF-Memoria_2012-2016.
- www.subpesca.cl/institucional/602/w3-channel.html.
- <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76672100&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AABbBQABwAAAA5ZAAV&vig=VI&control=svs&pestanía=33>.