



Valoración Multiexport Foods S.A.

**Valoración de empresa para optar al grado de Magister en
Finanzas**

Alumna: María Ignacia Juez G.

Profesor: Carlos Maquieira

Santiago, Junio 2020

Contenido

I. Resumen Ejecutivo.....	4
II. Métodos de Valoración de Empresas.....	5
III. Descripción de la Empresa e Industria.....	7
IV. Financiamiento de la Empresa.....	12
V. Estructura de Capital de la Empresa.....	13
VI. Estimación Beta Patrimonial.....	15
VII. Estimación de Costo de Patrimonial y Costo de Capital.....	16
VIII. Análisis de Crecimiento.....	18
IX. Análisis de Costos de Operación.....	23
X. Análisis de Cuentas no Operacionales.....	26
XI. Análisis de Activos.....	27
XII. Proyección Estado de Resultados.....	28
XIII. Inversiones (Capex).....	31
XIV. Capital de Trabajo.....	32
XV. Ajustes.....	33
XVI. Sensibilización.....	35
XII. Conclusiones.....	36
I. Anexos.....	37
II. Bibliografía.....	44

Tablas

Tabla 1: Empresas Comparables.....	9
Tabla 2: Deuda Financiera.....	13
Tabla 3: Patrimonio Económico.....	13
Tabla 4: Estructura de Capital.....	14
Tabla 5: Indicadores de Solvencia y Liquidez.....	14
Tabla 6: Estimación Beta Patrimonial.....	15
Tabla 7: Ingresos por Ventas (MUSD) y Ventas (ton WFE).....	18
Tabla 8: Crecimiento Toneladas Cosechadas por Producto.....	19
Tabla 9: Ventas por mercado.....	19
Tabla 10: Ingresos Segmento Acuícola.....	20
Tabla 11: Crecimiento YoY Toneladas Cosechadas Salmón Atlántico.....	20
Tabla 12: Proyección Toneladas Cosechadas.....	21
Tabla 13: Precios históricos y proyección de precios de salmón atlántico.....	22
Tabla 14: Costo de Ventas.....	23
Tabla 15: Costos de Distribución.....	24
Tabla 16: Gastos de Administración.....	24
Tabla 17: Depreciación del Ejercicio.....	25
Tabla 18: Apertura Depreciación.....	25
Tabla 19: Otros ingresos, por función.....	26
Tabla 20:Otros gastos, por función.....	26
Tabla 21:Activos de Multiexport Foods S.A a junio de 2019.....	27
Tabla 22:Ingresos por ventas publicados y construidos.....	28
Tabla 23:EE.RR. histórico Multiexport Foods.....	29
Tabla 24:EE.RR. Proyectado.....	30
Tabla 25:Capex.....	31
Tabla 26:Capital de Trabajo Operativo Neto.....	32
Tabla 27:Flujo de Caja Libre.....	33
Tabla 28:Precio Acción.....	34
Tabla 29:Sensibilización.....	35

I. Resumen Ejecutivo

Multiexport Foods S.A. es una salmonera de origen chileno dedicada tanto a la producción como a la comercialización de productos acuícolas. Actualmente produce salmón coho (salmón del pacífico) y atlántico, representando este último un 87% de las ventas en promedio. Con alrededor de 80.000 toneladas cosechadas al año y ventas rondando los MUS\$ 580.000, se posiciona como uno de los actores más relevantes del mercado.

Con fecha al 31 de junio de 2019, el presente documento busca valorar la compañía y así comparar el precio teórico con el precio real de la acción en la Bolsa de Santiago. Se proyectaron los ingresos por venta desde el año 2019 al año 2024, estableciendo una perpetuidad desde el año 2025 en adelante. Para proyectar los ingresos los dos factores más importantes fueron: toneladas cosechadas y precio del salmón. La firma presenta las toneladas que cosecharán el año 2019 y el año 2020, correspondiente a 88.000 y 98.400 respectivamente. Para los años posteriores, se utilizó el crecimiento compuesto anual desde el año 2014 al 2019 (4,28%), castigando luego este porcentaje con la desviación estándar del crecimiento en este mismo período de tiempo, obteniendo un crecimiento esperado de 2,99% entre 2021 y 2024. Esto se justifica dada la alta volatilidad que caracteriza a la industria, presentado una volatilidad de un 30,2% en los últimos cinco años. Respecto al precio, dada la dificultad de proyectarlo, se utilizó principalmente información secundaria y opiniones de analistas del rubro.

Finalmente, y realizando todos los ajustes respectivos, se obtiene un patrimonio económico de MUS\$ 699.916 y un precio de la acción de \$400 CLP. Este valor es un 9,7% mayor al precio del 31 de junio.

II. Métodos de Valoración de Empresas

Existen distintos métodos de valoración, los cuales los podemos dividir en cinco grandes grupos: modelos de valuación basados en el balance, modelos de valuación absolutos, flujos de fondos descontados (FFD), modelos de valuación relativa o múltiplos, modelo de opciones y finalmente otras técnicas como el análisis técnico. Cabe mencionar que todos estos tienen el mismo objetivo, estimar el valor de la compañía, sin embargo, los resultados obtenidos nunca serán únicos ni exactos, ya que dependerá del método, la situación de la empresa e incluso los criterios del analista al momento de valorar. A continuación, se explicará en breve cada metodología:

1. Modelos de Valuación Basados en el Balance:

En general, se valora a la firma en función del valor que poseen sus activos actualmente. Existen tres formas de valorar los activos actuales de la compañía, y, por ende, tres enfoques que pueden tener estos modelos. El primero, es el enfoque de valor de liquidación, el cual se refiere al valor que el mercado estaría dispuesto a pagar hoy por los activos si estos se liquidaran. El segundo es el enfoque de costo de reposición, y tal como lo dice su nombre, se refiere al valor que tendría que desembolsar la empresa por reponer todos los activos que posee actualmente. Finalmente, el tercero es el enfoque del valor neto de los activos corrientes, que corresponde a la valoración por grupo de activos más antiguo con características en común (Maquieira, 2019).

2. Modelos de Valuación Absolutos:

En estos modelos se busca el valor intrínseco del activo y tienen el beneficio que el precio encontrado se puede comparar con el precio de mercado del activo. Dentro de este grupo, los más importantes son los Modelos de Flujo de Caja Descontado. (Maquieira, 2019).

- **Modelo de Ganancia Residual:**

Se busca determinar el ingreso residual de la compañía, el cual se refiere a las ganancias por sobre el retorno de la inversión requerida por parte del inversionista. En otras palabras, se busca medir el valor agregado por sobre los costos de oportunidad del inversionista. En general, se recomienda utilizar cuando la empresa no paga dividendos.

- **Flujo de Caja Libre:**

- Flujo de Caja Libre para la Firma (Free Cash Flow to the Firm): Corresponde al flujo de caja bruto proveniente de las operaciones menos las nuevas inversiones (CAPEX). El valor del patrimonio corresponde al flujo de caja libre para la firma más el valor de otros activos no operacionales menos el valor de mercado de la deuda. Este es el modelo que se utilizó en la presente valoración de MultiExport. Este método es altamente utilizado y tiene un respaldo teórico relevante, puesto que la valoración está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio evaluado.
- Flujo de caja para el inversionista (Free Cash Flow to Equity): Corresponde al flujo de caja libre para la firma menos los pagos a los tenedores de deuda

En general el método de flujo de caja libre se recomienda utilizar cuando la empresa no proyecta flujos de caja libres negativos, los flujos de caja libres de la compañía están alineados

con la rentabilidad de la empresa y cuando la empresa sí paga dividendos, pero estos no exceden significativamente el flujo de caja libre para el accionista. (Maquieira, 2019).

- **Modelo de Descuento de Dividendos:**

El principal beneficio de descontar dividendos y no ganancias es que éstos en general son más estables y por ende son menos sensibles a fluctuaciones de corto plazo. El hecho de que en general son más estables responde a que ante una disminución inesperada en el pago de dividendos, el precio de la acción caería. En general esta metodología es útil cuando la empresa paga dividendos y cuando la empresa ha establecido una política de dividendos que es consistente con las ganancias de la empresa. (Maquieira, 2019). En general, este método se emplea para la valorización de bancos. (Maquieira, 2008).

3. Modelos de Valuación Relativas o Múltiplos:

Este tipo de modelos se basan en activos comparables para valorar el activo de interés. De esta forma, se utiliza una o varias variables en común como pueden ser ganancias, flujos de caja, valor libro o ventas. Al no requerir de proyecciones, este es un modelo más sencillo y rápido, sin embargo, no es tan preciso como puede ser por ejemplo un modelo donde se proyecten los flujos de caja.

Para llevar a cabo una valoración de este tipo, en primer lugar, se debe encontrar uno o más activos comparables, lo cual no siempre es fácil, pues hay muchas aristas relevantes como por ejemplo la industria, el tamaño, el endeudamiento, entre más. En segundo lugar, se deben determinar los múltiplos a utilizar, lo cual muchas veces dependerá de la industria a la que pertenecen las firmas. Es importante que este múltiplo o variable tenga una relación directa con el valor de la firma (Maquieira, 2008). En la práctica, los múltiplos más utilizados y que son transversales al tipo de industria son: precio/utilidad y EV/EBITDA. El primero se refiere al precio del activo dividido en la utilidad de la firma y el segundo al valor de la firma (Enterprise Value) dividido por el EBITDA de esta. Cabe mencionar que EV se calcula como el valor de capitalización bursátil de la firma más el valor del interés minoritario y más el valor de mercado de la deuda financiera neta (Maquieira, 2019).

4. Modelo de Opciones Reales:

Este método se utiliza cuando una firma tiene alternativas de realizar una determinada acción dependiendo de las circunstancias. De esta forma, se valorizan estas alternativas de igual forma a cómo se valorizan las opciones financieras. Algunos tipos de opciones reales son las siguientes: opción de posponer o diferir, opción de expandir, opción de abandono, opción de detener temporalmente la producción y opciones compuestas que se refiere a opciones sobre opciones. Este método suele ser muy útil en el sector de recursos naturales o en ambientes con mucha incertidumbre (Maquieira, 2019). De esta forma, este método entrega un valor más alto con respecto a lo que arrojaría un modelo común de valor presente (Maquieira, 2008).

5. Análisis Técnico:

Este método busca determinar las futuras tendencias en precios de activos basándose en precio, volumen, gráficos y estadísticas históricas del activo en cuestión.

III. Descripción de la Empresa e Industria

1. Descripción General:

Multiexport Foods S.A. es una empresa dedicada a la producción y comercialización de productos acuícolas, actualmente trabaja con dos variedades: salmón del atlántico (o salar) y salmón del pacífico (coho). Por otro lado, los principales mercados en los que participa son Estados Unidos, Brasil y Japón. Tanto el mercado como los productos con los que trabaja la empresa van en línea con el promedio del mercado chileno. En este sentido, el principal salmónido cosechado en el país es el salmón atlántico, teniendo cada vez mayor importancia. Este es seguido por el salmón coho y luego por la trucha. Respecto a las principales exportaciones del país, destaca EE. UU., Japón y Brasil. (ver anexo 1 y 2).

El año 2018, la empresa presentó 81.800 toneladas cosechadas, 71.700 de salmón salar y 10.200 de salmón coho. En este mismo período presentó un EBIT de USD 98 millones, con un EBIT/kg en salmón atlántico de 1,15 y un 1,34 en salmón coho . Esta medida (EBIT/kg) corresponde a una de las clásicas medidas de rentabilidad en la industria que se utiliza para comparar la eficiencia entre las firmas (ver anexo 3).

Los inicios de la empresa se sitúan en el año 1987 con Alimentos Multiexport S.A., organización dedicada a la captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos. Dos años más tarde, comienza sus operaciones Salmones Multiexport S.A. (en adelante Salmex), dedicada a actividades acuícolas.

La empresa, acorde con lo que sucede a nivel industria, ha incurrido en diversas fusiones y adquisiciones a lo largo de los años. Esto da cuenta de que la industria se encuentra en una etapa de consolidación, presentando múltiples fusiones y adquirentes tanto a nivel nacional como internacional. En este sentido también, la empresa ha adoptado una fuerte integración vertical, abarcando todos los procesos relacionados a la producción y comercialización de salmónes. También ha incurrido en diversas estrategias de integración horizontal, principalmente con el objetivo de abarcar nuevos mercados. En este sentido, y con el objetivo de entrar al mercado asiático la compañía en 2013 estableció un acuerdo con Mitsui & Co. Ésta última adquiere un 30% de una sociedad constituida por Salmex con el objeto de realizar en conjunto el negocio de cultivo, procesamiento y comercialización. Luego, en 2015 Salmex materializa un aumento de capital por US\$100,7 millones suscrito por Mitsui & Co Ltda, resultando en que esta última queda con un 23,37% de las acciones de Salmex.

A continuación se resumen algunas de las aristas más relevantes respecto a la empresa en cuestión:

Razón Social *MULTIEXPORT FOODS S.A.*

RUT	76.672.100-1
-----	--------------

Nemotécnico	multifoods
Industria	Fishing & Farming (Actividad: Acuicultura)
Regulación	<p>En Chile, esta industria está altamente regulada por La Ley General de Pesca y Acuicultura (LGPA). En esta se establece el marco legal para: importación, concesiones, acceso a áreas para acuicultura, condiciones ambientales y sanitarias, infracciones y sistema sancionatorio. Las instituciones estatales encargadas de la regulación son: Subsecretaría de Pesca y Acuicultura (regula actividad y condiciones técnicas), Subsecretaría para las Fuerzas Armadas (otorga concesiones), Servicio de Evaluación Ambiental, Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura y Dirección General de Territorio Marítimo (ambas fiscalizan).</p> <p>Además, es regulada como toda sociedad anónima abierta por la CMF.</p>
Tipo de Operación	Producción y comercialización de salmónidos.
Filiales (anexo 4)	<p>Salmones Multiexport S.A. (Salmex)¹</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Multiexport Foods Inc: filial dedicada a la comercialización de salmón y trucha en Estados Unidos. ○ Multiexport Pacific Farms S.A.: filial dedicada a la producción y comercialización de trucha y salmón coho. ○ Multiexport Patagonia S.A.: productora y exportadora de mitílidos que actualmente se encuentra sin operaciones productivas. ○ Alimentos Multiexport S.A.: elaboración y procesamiento de salmónidos.
Mayores Accionistas	<ol style="list-style-type: none"> 1. Multiexport dos S.A. (50,10%) 2. Multiexport S.A. (9,55%) 3. Compass small cap chile fondo de inversión (9,71%) 4. Siglo XXI fondo de inversión (6,5%) 5. Larraín Vial S.A. corredora de bolsa (5,12%) 6. Asesorías e inversiones Empal Ltda. (3,79%) 7. Fondo de inversión Santander small cap (2,23%) 8. Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes (2,06%) 9. BCI small cap chile fondo de inversión (1,29%)

2. Empresas Comparables:

¹ Siendo la única filial directa existente, controla toda la información financiera en un único segmento de negocios, denominada Salmones y Truchas.

Los principales productores de salmón a nivel mundial son Noruega y Chile (ver anexo 5). En este sentido, como comparables se presentarán 4 empresas chilenas, 1 noruega y 1 escocesa. Los principales criterios utilizados para seleccionar las empresas comparables fueron:

- Negocio principal: Se priorizó que el principal negocio de la empresa sea la producción y comercialización de salmónidos² (por sobre otras especies marinas).
- Tamaño: A pesar de que se incluyeron dos empresas de mayor tamaño como referentes de líderes en la industria (Aqua Chile y Grieg Seafood), se eligieron empresas que tuvieran un tamaño similar a Multiexport Foods.
- Estrategia: En general, la estrategia de las comparables seleccionadas es reducir costos por medio de la integración vertical, encargándose de todo el proceso productivo y de comercialización de las especies.

Tabla 1: Empresas Comparables

Empresa	País	Participación Negocio Acuícola ³	EBITDA (MM CLP)	Market Cap (MMCLP)	Enterprise Value (MM CLP)	ROE actual
Aqua Chile	Chile	86,8%	90.068,4	794.787	835.541,48	15,5%
Australis	Chile	100%	60.108,9	638.133,5	710.201,09	15%
Blumar	Chile	85,7%	88.167,9	387.226,4	563.877,86	19,7%
Grieg Seafood	Noruega	100%	107.215,6	1.037.625,8	1.249.541,85	19,4%
Salmones Camanchaca	Chile	100%	57.662,4	336.474,6	366.211,25	22,5%
Scottish Salmon	Escocia	100%	50.078,5	391.692,2	424.701,17	25,9%

Fuente: Thomson Reuters Eikon.

- **Empresas Aqua Chile S.A.:**

Nemotécnico	aquachile
Clase de acción	Única
Derechos por clase	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa líder en el mercado chileno, en marzo de 2019 se concretó la compra por parte de Agrosuper, convirtiéndose este en el segundo mayor productor a nivel mundial. Al igual que Multiexport, se encuentra integrada verticalmente, participando de toda la cadena de producción y comercialización de sus productos. Las concesiones acuícolas de la empresa se sitúan en la X y XI región principalmente. Los principales mercados son EE. UU., Japón y Latinoamérica.
Industria – Actividad	<i>Fishing and farming – Aquaculture.</i>

2 Se consideran salmónidos las truchas, salmón coho y salmón salar.

3 Se calculó como % del EBITDA que aporta el segmento acuícola.

Negocios en que se encuentra	Aqua Chile se desenvuelve principalmente en tres segmentos operativos: cultivo de salmón y trucha, cultivo de tilapia y producción de alimentos para peces, siendo el primero el principal generador de flujos para la compañía. Al año 2018 la empresa generó 716.193 MUS\$ de ingresos ordinarios, donde un 86,8% correspondieron al segmento de salmón y trucha. En este mismo período, la empresa obtuvo un EBITDA ajustado por fair value de 122.972 MUS\$. Dentro del segmento acuícola la empresa produce y comercializa tanto salmón salar como coho, siendo el primero levemente más relevante. En cosecha de salmónidos la empresa destaca por sobre la competencia nacional. Aunque esta diferencia ha ido disminuyendo con el tiempo, la firma sigue siendo líder.
------------------------------	--

- **Salmones Camanchaca S.A.:**

Nemotécnico	salmocam
Clase de acción	Única
Derechos por clase	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago y Bolsa de Oslo
Descripción de la empresa	Filial de Compañía Pesquera Camanchaca que tuvo su apertura a la bolsa a inicios del año 2018 recaudando US\$108 millones para el grupo y US\$50 millones para salmocam. Las concesiones acuícolas de la empresa se sitúan en la X y XI región. Los principales mercados en los que participa son EE. UU, Rusia y Brasil.
Industria – Actividad	<i>Fishing and farming – Aquaculture.</i>
Negocios en que se encuentra	Participa de un único segmento operativo, el segmento acuícola. La firma se enfoca principalmente en el procesamiento, producción y comercialización de salmón atlántico únicamente. Ofrecen su producto tanto fresco como congelado.

- **Blumar S.A.:**

Nemotécnico	blumar
Clase de acción	Única
Derechos por clase	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Es una de las principales compañías pesqueras y acuícolas a nivel nacional. Las concesiones acuícolas de la empresa se sitúan en la XI y XII región principalmente.
Industria – Actividad	<i>Food Processing – Seafood Product Preparation & Packaging</i>
Negocios en que se encuentra	La firma identifica dos segmentos operativos: pesca y acuícola. En pesca identifica 4 líneas de negocio: harina de pescado, aceite de pescado, jurel congelado y merluza. Por otro lado, en el segmento

acuícola identifica únicamente salmón atlántico. Este último segmento es llevado a cabo por la filial Salmones Blumar S.A., y los principales mercados que atiende son EE. UU., Brasil, Rusia y México. La firma destaca por su eficiencia, presentando un EBIT/ton levemente superior a la competencia. Sin embargo, la firma también presenta alta mortalidad, lo que da un espacio atractivo para aumentar aún más la rentabilidad.

- **Australis S.A.:**

Nemotécnico	australis
Clase de acción	Única
Derechos por clase	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa únicamente dedicada al negocio acuícola. Las concesiones acuícolas que posee se sitúan principalmente en la XI y XII región.
Industria – Actividad	<i>Fishing and farming – Aquaculture.</i>
Negocios en que se encuentra	El único segmento que presenta es la producción y comercialización de salmónidos, lo cual se realiza por medio de la filial Australis Mar S.A. Dentro de este segmento la firma comercializa salmón salar, trucha y salmón coho, siendo el primero el de mayor importancia relativa. En el año 2017, el salmón salar representó 8 veces lo cosechado de salmón coho y 2,7 veces las truchas. Destaca cierta inestabilidad en los flujos de la compañía los últimos años, aunque también presenta una notable mejora en el indicador EBIT/ton y una creciente cosecha de salmónidos en los últimos años.

- **Grieg Seafood:**

Nemotécnico	OOAW.IL
Mercado donde transa	Bolsa de Oslo, Bolsa de Frankfurt y Bats Trading Europe.
Descripción de la empresa	Es una de las principales salmoneras noruegas. Mantiene operaciones en: Noruega, Canadá y Reino Unido.
Industria – Actividad	<i>Fishing and farming – Aquaculture.</i>
Negocios en que se encuentra	El único segmento operativo que tiene es el de salmónidos. Desde el año 2016 presenta un fuerte crecimiento, siendo hoy el quinto mayor productor de salmón atlántico de Noruega, con 46.100 toneladas (ver anexo 8). En este mismo sentido, el EBIT por kg también ha aumentado bastante, por lo que podemos deducir que la empresa ha aumentado considerablemente su eficiencia.

- **Scottish Salmon:**

Nemotécnico	OOAW.IL
Mercado donde transa	Bolsa de Oslo
Descripción de la empresa	Es una de las principales salmoneras de Escocia. Posee una integración vertical en todo su proceso, desde la producción hasta la comercialización. Los principales mercados a los que atiende son el Reino Unido (42%), Europa (44%) y Norteamérica (9%), por lo que no se considera un competidor directo de Multiexport foods.
Industria – Actividad	<i>Food Processing – Food Processing (NEC)</i>
Negocios en que se encuentra	Presenta un único segmento operativo, el negocio acuícola.

IV. Financiamiento de la Empresa

La empresa no se endeuda por medio de bonos corporativos, sino que únicamente por medio de deuda bancaria. Al 31 de junio de 2019, la empresa posee obligaciones financieras que devengan interés no corriente con las siguientes entidades: Banco de Chile, Coöperatieve Rabobank U.A., BCI, Banco Santander de Chile y con Dnb Nor Bank Asa. El detalle se encuentra a continuación:

Deudor	Banco	Años de Vencimiento (MUS\$)				Total, no Corriente	Interés Promedio Anual
		Más de 1 hasta 2 años	Más de 2 hasta 3 años	Más de 3 hasta 4 años	Más de 4 hasta 5 años		
Salmex	De Chile	720	1.440	1.440	4.800	8.400	4,83%
Salmex	Coöperatieve Rabobank U.A.	2.880	5.760	5.760	19.200	33.600	4,83%
Salmex	BCI	720	1.440	1.440	4.800	8.400	4,83%
Salmex	Santander de Chile	1.200	2.400	2.400	8.000	14.000	4,83%
Salmex	Dnb Nor Bank Asa	480	960	960	3.200	5.600	4,83%
	Total	6.000	12.000	12.000	40.000	70.000	

Por otro lado, la proporción de estos pasivos financieros que devengan interés de corto plazo se distribuye de la siguiente forma:

Deudor	Banco	Total, corriente
Salmex	De Chile	1.581
Salmex	Coöperatieve Rabobank U.A.	6.325

Salmex	BCI	1.581
Salmex	Santander de Chile	2.635
Salmex	Dnb Nor Bank Asa	1.054
	Total	13.176

V. Estructura de Capital de la Empresa

1. Deuda Financiera (MUSD):

La deuda financiera ha disminuido a más de la mitad desde el año 2014. Es decir, la empresa ha ido pagando su deuda bancaria (único componente de la deuda financiera) y no ha tomado más deuda aún.

Tabla 2: Deuda Financiera

MUSD	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q*
Deuda Financiera	188.209	174.007	139.981	101.072	89.176	83.176
Corriente	35.300	35.233	45.240	13.072	13.176	13.176
No Corriente	152.909	138.774	94.741	88.000	76.000	70.000

*Al 31 de junio

2. Patrimonio Económico (MUSD):

Se observa un crecimiento exponencial del patrimonio económico desde el año 2017, lo cual se debe al “boom salmoneo” en nuestro país de los últimos años, donde los precios de las acciones de esta industria se van visto afectados positivamente. Se observa también un fuerte castigo en el precio de la acción el año 2015, lo cual también se responde a nivel industria, pues aquel año ocurrió un fuerte Bloom de algas afectando las rentabilidades.

Tabla 3: Patrimonio Económico

MUSD	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q*
Patrimonio Económico	254.269	100.343	324.649	468.498	656.424	638.020
Número de Acciones (M)	1.187.666	1.187.666	1.187.666	1.187.666	1.187.666	1.187.666
Precio de Cierre (CLP)	\$130	\$62	\$183	\$243	\$384	\$382
Tipo de Cambio	\$607	\$710	\$669	\$615	\$695	\$679

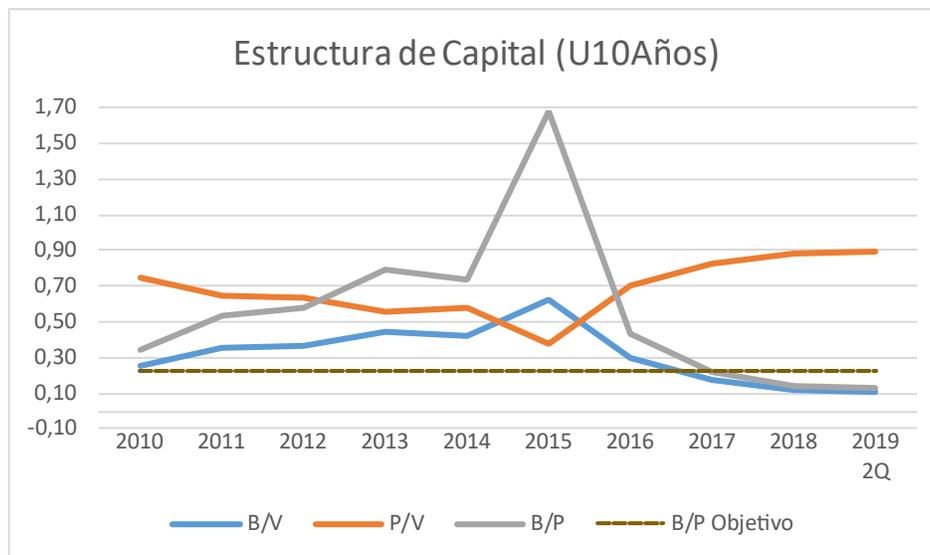
*Al 31 de junio

3. Estructura de Capital Objetivo:

Se calculó la estructura capital objetivo de cada año. Cabe mencionar que se observa una disminución del endeudamiento de la compañía dado que la deuda se ha ido amortizando y no se ha tomado más. Por otro lado, el precio de la acción ha ido al alza desde el año 2016, lo que se traduce en un aumento del patrimonio económico. Ambas cosas han significado una caída sostenida del ratio deuda patrimonio (B/P). Al comunicarse con investor relations, se expresó la intención de la compañía de volver a tomar deuda, y que esto no respondía a un cambio estructural.

Tabla 4: Estructura de Capital

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q	Promedio
B/V	0,43	0,63	0,3	0,18	0,12	0,11	0,29
P/V	0,57	0,37	0,7	0,82	0,88	0,89	0,71
B/P	0,74	1,68	0,43	0,22	0,14	0,13	0,56



Se observa cierta volatilidad en el ratio B/P, especialmente en el año 2015. Tal como se mencionó, esto se debe a un fuerte castigo del precio de la acción para ese año, castigo generalizado en la industria dado a un fuerte Bloom de algas que afectó fuertemente las ventas y las rentabilidades de las salmoneras de Chile. Es por esto que, para calcular el promedio de endeudamiento (B/P) se calculó desde el año 2016, es decir, el B/P objetivo corresponderá al promedio de los últimos tres años y medio. Esto se debe también a que se espera que la empresa vuelva a tomar deuda, pero

de forma gradual, de manera de no afectar tan fuertemente la estructura de capital. Así se obtiene un **B/P objetivo de 0,23**.

$$B/P^{objetivo} = \frac{(0,43+0,22+0,14+0,13)}{4} = 0,23$$

Esto se ve respaldado también por los indicadores de solvencia y liquidez de la empresa, donde se puede concluir que Multiexport Foods tiene la holgura financiera suficiente para tomar más deuda.

Tabla 5: Indicadores de Solvencia y Liquidez

	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q	Promedio
Cobertura de intereses	0,22	-10,32	8,45	26,39	17,42	7,98	8,36
Test Ácido	1,7	2,03	1,96	2,85	2,86	2,97	2,4
Razón Corriente	2,07	2,34	2,18	3,13	3,1	3,35	2,7

VI. Estimación Beta Patrimonial

En primer lugar, se estimaron los betas para cada año de análisis utilizando precios semanales y dos años de historia para cada estimación. La estimación de cada año tiene fecha límite el último día hábil de junio, siendo esta misma fecha la fecha en la cual se está realizando la valoración. Los resultados obtenidos son los siguientes:

Tabla 6: Estimación Beta Patrimonial

	Junio 2015	Junio 2016	Junio 2017	Junio 2018	Junio 2019
Beta de la Acción	1,55	-0,14	0,26	1,38	1,07 ⁴
P-Value	0,000002	0,810	0,5074	0,0000007	0,00004
Presencia Bursátil	9,28%	35%	87%	71%	62,8%

Vemos que no hay significancia en los años 2016 y 2017. En el año 2016 esto se debe probablemente a una baja presencia bursátil, lo cual impulsó el beta calculado a la baja debido a transacciones discontinuas. Para corregir esto, en primer lugar se pensó estimar el beta sin deuda de la industria utilizando acciones de salmoneras de Noruega (principal productor de salmones a nivel mundial), sin embargo, se visualizó una diferencia relevante respecto a los betas de ambos países.

Se calcularon, mediante la misma metodología anterior, betas para empresas noruegas y chilenas, incluyendo en el análisis únicamente aquellos que resultaron significativos al menos al 10%. Los resultados fueron los siguientes:

⁴ Ver anexo 9

Empresa Chilena	Beta Pat.	Empresa Noruega	Beta Pat.
Australis	1,3***	Marine Harvest	0,474***
Aqua Chile	0,997***	Bakkafrost	0,048**
Multifoods	1,17***	Salmar	0,629***
Promedio	1,16	Leroy Seafood	0,626***
		Ausstevol Seafood	0,632***
		Promedio	0,48

Se puede ver que en promedio el beta para las acciones noruegas es bastante menor. Esta diferencia no es casualidad, más bien responde a diferencias de desarrollo de la industria en ambos países. Por un lado, la industria salmonera Noruega se ha caracterizado por mantener producciones estables en el tiempo y ser una industria más establecida. Por otro lado, la industria chilena se ha caracterizado por tener caídas bruscas y alzas sin límites en la producción, lo cual ha llevado a la aparición de diversos virus y enfermedades (Aqua, 2016). Es por esta razón que en los últimos años se han llevado a cabo diversas modificaciones a la regulación actual chilena, limitando la cantidad de salmones que se pueden producir para así evitar enfermedades. Además, según lo comunicado por el *Investor Relator* el producto vendido en Noruega es distinto al chileno, dado que en el primero se vende el salmón entero y en Chile en formato filete, por esto también los precios presentados por analistas noruegos no serán útiles para la industria chilena, siendo este precio menor al del mercado noruego.

Dicho esto, se llegó a la conclusión de que es más correcto utilizar el beta estimado mediante el modelo de mercado, teniendo en cuenta también que la empresa ha aumentado su presencia bursátil, otorgándole mayor significancia a los coeficientes y evitando el problema que surge cuando existen transacciones discontinuas. De esta forma, el beta a utilizar será el actual de la empresa (1,07).

VII. Estimación de Costo de Patrimonial y Costo de Capital

Previamente se concluyó que la empresa se endeuda en dólares a una tasa nominal de 4,83%. Dado que la deuda y los estados financieros en general están en dólares, se construyó una tasa "sintética" libre de riesgo en dólares para Chile. Para esto se utilizó la T-bond de Estados Unidos a 10 años al 31 de junio de 2019 (2,007%) y luego se ajustó por el CDS de Chile para esta misma fecha y para el mismo rango de tiempo (0,8348%), obteniendo una tasa libre de riesgo en dólares de 2,84%. Teniendo la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado de Chile (6,58%), podemos despejar el beta de la deuda de la siguiente ecuación:

$$K_b = r_f + PRM * \beta_{Deuda}$$

$$4,83\% = 2,84\% + 6,58\% * \beta_{Deuda}$$

$$\beta_{Deuda} = 0,3022$$

Costo de la Deuda	4,83%
T-Bond 10 años	2,01%
CDS	0,83%

Rf en dólares	2,84%
PRM	6,58%
Beta Deuda	0,3022

Luego, se desapalancó el beta con deuda de la compañía, ajustado por Blume (ocupando coeficientes de Bloomberg).

$$\text{Beta patrimonial con deuda} = 0,33 + 0,67 * 1,07$$

Dado que el beta fue calculado con una historia de 2 años a partir del 31 de junio de 2019, se utilizó la tasa de impuestos promedio de este período y el endeudamiento promedio (B/P), los cuales respectivamente fueron 26,5% y 0,164. Se obtuvo un beta sin deuda de 0,966.

Beta patrimonial con deuda	1,07
Beta patrimonial con deuda ajustado	1,05
B/P período	0,164
Tasa impuesto período	26,5%
Beta patrimonial sin deuda	0,966

Luego se debe apalancar de acuerdo a la estructura de capital objetivo de la empresa y a la tasa de impuestos proyectada. La tasa de impuestos proyectada es de 27%. Respecto a la estructura de capital objetivo, tal como se explicó en la sección V, se considerará un B/P objetivo de 0,23.

Luego se apalanca el beta utilizando la fórmula de Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - (1 - tc) \frac{\beta_d * B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,966 \left[1 + (1 - 27\%) * 0,23 \right] - (1 - 27\%) * 0,3022 * 0,23$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,08$$

Por otro lado, se deberá sumar un premio por iliquidez de 2,23% (Amihud et al., 2015).

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{c/d} + \text{premio por iliquidez}$$

$$k_p = 2,84\% + 6,58\% * 1,08 + 2,23\%$$

$$k_p = 12,15\%$$

Luego se deberá calcular el costo de capital promedio ponderado de la firma.

$$k_0 = \frac{k_p * P}{V} + \frac{k_b * B}{V} (1 - tc)$$

$$k_0 = 12,15\% * 0,8141 + 4,83\% * 0,1859 (1 - 27\%)$$

$$k_0 = 10,54\%$$

Finalmente, se obtuvo un costo de capital para Multiexport Foods de 10,54%.

VIII. Análisis de Crecimiento

- Crecimiento Empresa:

Recordemos que dentro de los productos que comercializa la firma se encuentra al salmón atlántico, salmón coho y trucha, aunque esta última fue descontinuada el año 2017. El salmón atlántico es considerablemente el de mayor importancia, representando un 87% de las ventas por toneladas en promedio por año desde el 2012. Por otro lado, el salmón coho se produce desde el año 2015 y promedia un 11% de relevancia en las ventas por tonelada, ascendiendo a un 14% en los últimos dos años (tabla 2).

En promedio las ventas por producto (ton WFE) corresponden a un 99% de las cosechas del año, desde el año 2012. Es por esta razón que para proyectar los ingresos por venta se comenzará proyectando las cosechas de la empresa, principalmente de salmón atlántico. Por otro lado, será necesario proyectar el precio del salmón atlántico, para así lograr estimar los ingresos por venta de la firma. La firma proyecta que para el año 2019 cosechará 80.000 toneladas de salmón atlántico y 92.000 para el año 2020, lo cual será explicado más adelante en la sección de crecimiento esperado de los volúmenes.

Cabe mencionar también que la firma presenta una división en sus ingresos por venta, aunque la sección de venta de productos terminados abarca en promedio el 98,26%.

Tabla 7: Ingresos por Ventas (MUSD) y Ventas (ton WFE).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	20192Qac	CAGR
Tipos de Ingresos por Ventas								

Ingresos por Venta (YoY)	299.956 (18%)	399.026 (33%)	346.268 (-13%)	408.452 (18%)	508.761 (25%)	537.247 (6%)	423.954	19%
Venta Productos Terminado Salmón	299.956	399.026	336.658	401.152	501.782	531.820	283.305	11,2%
Venta Activos Biológicos	-	-	222	6	1.926	159	-	-10,5%
Otros ingresos ordinarios	-	-	9.388	7.294	5.053	5.268	-	-17,5%
Ventas (ton WFE)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	20192Qac	CAGR
Total (YoY)	46.298 (6%)	63.102 (36%)	64.952 (3%)	65.489 (1%)	75.254 (15%)	82.850 (10%)	41.830	10,4%
Salmón Atlántico (YoY)	40.109 (4%)	54.805 (37%)	58.006 (6%)	57.481 (-1%)	64.741 (13%)	71.058 (10%)	41.669	13%
Trucha (YoY)	6.189 (30%)	2.306 (-63%)	1.686 (-27%)	2.034 (21%)	-	-	-	-31%
Salmón Coho (YoY)	0	5.991	5.260 (-12%)	5.974 (14%)	10.514 (76%)	11.792 (12%)	-	18,4%

Tabla 8: Crecimiento Toneladas Cosechadas por Producto

Ton. Cosechadas	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	CAGR	2019E	2020E
Salmón Atlántico (YoY)	39.262 (-2%)	60.234 (53%)	56.681 (-6%)	54.284 (-4%)	65.272 (20%)	71.656 (10%)	43.497	14,2%	80.000 (12%)	92.000 (8%)
Trucha (YoY)	2.316 (-71%)	2.450 (6%)	997 (-59%)	-	-	-	-	-34,4%	-	-
Salmón Coho (YoY)	-	6.519	6.042 (-7%)	6.603 (9%)	10.385 (57%)	10.182 (-2%)	-	11,79%	8.000 (-21%)	6.400 (-21%)

- Ventas por Mercado:

El principal mercado que atiende la empresa y que va en línea con la industria chilena, es Estados Unidos, representando en promedio un 46% de las ventas, valor que es relativamente estable durante el tiempo.

Tabla 9: Ventas por mercado

Mercado/MUSD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	20192Qac
Chile (% Total)	18.521 (6,2%)	18.190 (4,6%)	13.431 (3,9%)	31.975 (7,8%)	44.077 (8,7%)	46.995 (8,7%)	25.019 (8,7%)
EE. UU. (% Total)	160.890 (53,6%)	191.858 (48,1%)	173.843 (50,2%)	168.866 (41,3%)	206.172 (40,5%)	225.014 (41,9%)	130.940 (45,6%)
Europa (% Total)	27.515 (9,2%)	18.373 (4,6%)	11.941 (3,4%)	16.972 (4,2%)	21.140 (4,2%)	13.608 (2,5%)	5.821 (2%)
Asia (% Total)	48.450 (16,7%)	77.078 (19,3%)	50.750 (14,7%)	81.492 (20%)	116.288 (22,9%)	145.488 (27,1%)	52.766 (18,4%)

Otros (% Total)	44.570 (14,9%)	93.527 (23,4%)	96.303 (27,8%)	109.147 (26,7%)	121.084 (23,8%)	106.142 (19,8%)	72.762 (25,3%)
Total	299.946	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	287.308

- Crecimiento Industria y Perspectivas:

La industria en Chile ha crecido, en ingresos, a una tasa de 11,34% anual desde el año 2014. A pesar de que existen fuertes diferencias entre las firmas, esto es más bien circunstancial en la mayoría de los casos y se debe a la base comparable utilizada. Si por ejemplo realizamos el mismo cálculo para Aqua Chile e Invermar desde el año 2012, el CAGR es de 9,76% y 7,31% respectivamente. Por otro lado, si se realiza el mismo análisis para todas las firmas desde el año 2012, en promedio la industria ha crecido un 12,8%, por lo que se puede concluir que en promedio el crecimiento ha sido bastante estable.

Tabla 10: Ingresos Segmento Acuicola

MUSD	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
Australis	159.759	191.249	347.560	399.441	360.878	22,6%
Aqua Chile	779.106	623.366	618.628	632.738	716.193	-2,08%
Blumar	258.896	177.043	383.738	190.210	315.484	5,07%
Invermar	95.049	62.266	136.797	210.471	216.429	22,8%
Multiexport	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	7,7%
C. Pesquera Camanchaca	278.510	262.824	352.752	309.964	436.296	11,8%

- Volúmenes:

Se analizarán las toneladas cosechadas por la firma respecto a la industria, tanto a nivel global como local. Cabe mencionar que desde el año 2016 la firma ha presentado un desempeño levemente superior respecto a la industria. Por otro lado, desde el año 2013 al 2015 las cosechas fueron más volátiles.

En Chile destaca un fuerte crecimiento en los últimos dos años respecto al nivel global. Sin embargo, respecto a las perspectivas, el país está bastante acoplado a las perspectivas de crecimiento esperado a nivel global, las cuales son menores a lo que ha ido creciendo la industria en el país.

Respecto a Multiexport, sus perspectivas son más positivas principalmente debido a la incorporación de una nueva planta en la XII Región. El crecimiento anual real de la firma respecto a

las toneladas cosechadas desde el año 2014 es de 4,28%. Desde el 2021 al año 2024, es razonable pensar que la firma va a crecer a un ritmo levemente menor (menor a 4,28% por período), dado que la industria en Chile está pasando de una fase de consolidación más que de un fuerte crecimiento. Por otro lado, también se debe considerar que la industria presenta riesgos relacionados a fuertes enfermedades o algas que pueden afectar las cosechas. Dicho esto, el crecimiento compuesto de 4,28% se ajustará por la desviación estándar del crecimiento YoY (30,23%), obteniendo así una tasa de crecimiento esperada de cosechas de 2,99% desde 2021 a 2024.

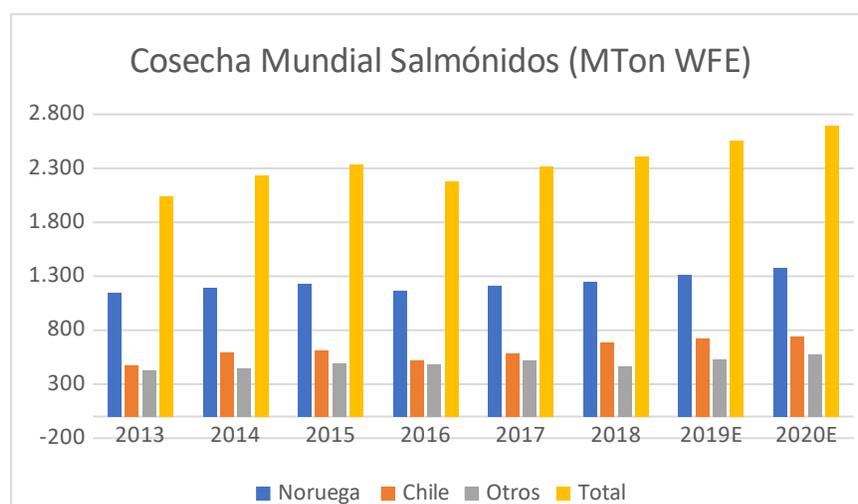
Cálculo tasa de crecimiento 2021-2024:

$$2,99\% = 4,28\% - 30,23\% * 4,28\%$$

Tabla 11: Crecimiento YoY Toneladas Cosechadas Salmón Atlántico

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Multiexport	-14%	66%	-8%	-4%	24%	8%	12%	15%
Chile	30%	26%	3%	-15%	13%	17%	5%	4%
Noruega	-3%	4%	3%	-5%	4%	3%	5%	5%
Global	3%	9%	4%	-7%	6%	4%	6%	6%

Fuente. Presentación a Inversionistas Multiexport junio 2019.



En conclusión, se espera un crecimiento en volúmenes cosechados totales (y vendidos) de **7,5% para el año 2019, 11,8% para el año 2020 (según sus proyecciones de cosecha), y de 2,99% desde el año 2021 a 2024**. Cabe mencionar que esta proyección corresponde a la suma de salmón atlántico y coho, luego para separarlos se asumirá que el salmón atlántico pesa un 86% en el total del volumen cosechado.

La proyección de las toneladas cosechadas finales es la siguiente:

Tabla 12: Proyección Toneladas Cosechadas

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ton. Cosechadas (YoY)	81.838 (8%)	88.000 (7,5%)	98.400 (11,8%)	101.339 (2,99%)	104.366 (2,99%)	107.848 (2,99%)	110.694 (2,99%)

- **Precios de Venta:**

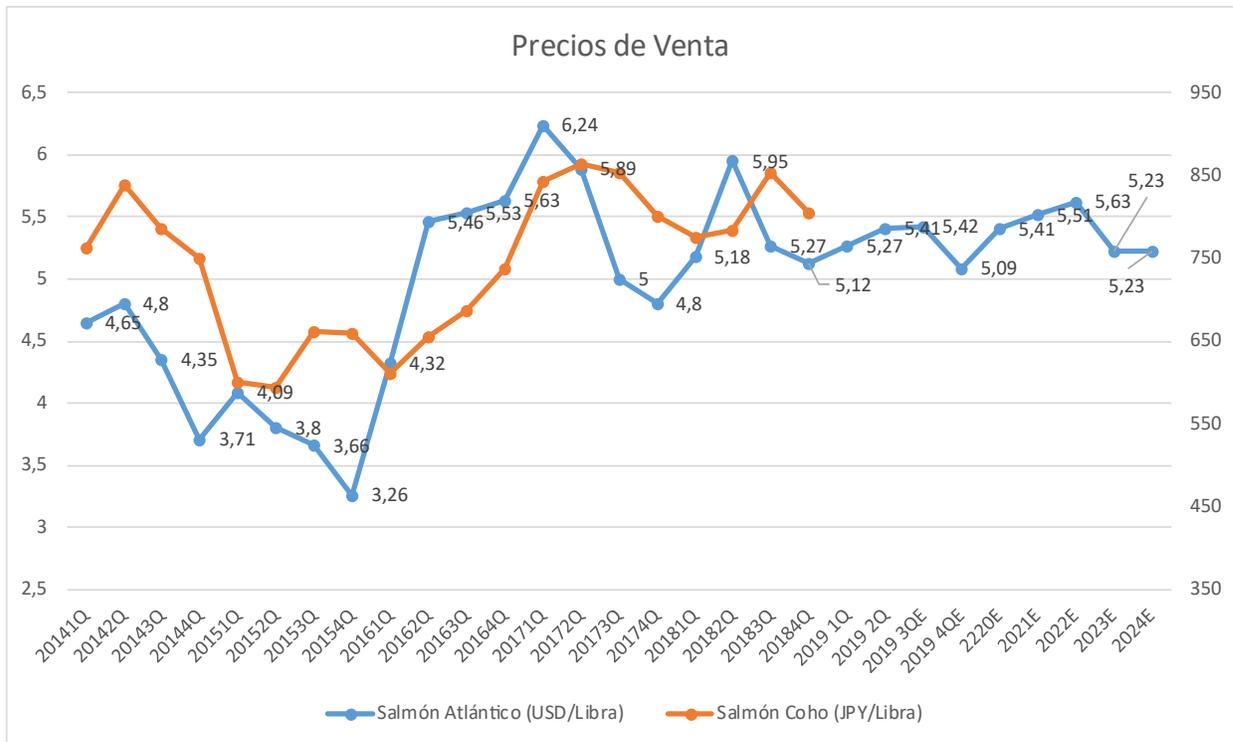
Se puede apreciar una leve tendencia al alza del precio de salmón atlántico durante los últimos años, con un crecimiento compuesto de un 2,02% anual histórico desde al año 2011 al 2018.

En primer lugar, es importante tener en cuenta que el precio del salmón presenta estacionalidad, lo cual será importante al momento de proyectar el precio del tercer y cuarto trimestre del año 2019. Para el caso del tercer trimestre se calculó la tasa de crecimiento compuesta desde el tercer trimestre de 2014 al tercer trimestre de 2018, obteniendo una tasa de 2,9%. Es razonable pensar que el precio va a seguir subiendo, pues en mayo de este año Noruega sufrió una crisis de algas que ha producido la muerte de 8,2 millones de salmones, por lo que para fines del año actual se espera un precio ligeramente mayor al mismo período del año anterior. Se utilizará el factor trimestral (1,029) para el tercer trimestre, obteniendo un precio de 5,42. Para el cuarto trimestre, primero se debe notar que el cuarto trimestre el precio generalmente cae, desde 2014 el precio ha caído el promedio 6,2% respecto al tercer trimestre. Teniendo en cuenta la crisis de algas de Noruega y las perspectivas positivas del precio, se utilizará un descuento de 6,2% respecto al tercer trimestre, obteniendo así un precio de 5,09, el cual es ligeramente menor al precio del mismo período del año anterior (5,12). Finalmente, dadas estas proyecciones el precio promedio del año 2019 sería de 5,3.

Por otro lado, el banco danés Danske Bank y el holding Noruego Pareto Group esperan que en el mediano y largo plazo la demanda siga siendo positiva y que la oferta se mantenga moderada, esperando precio estables y ligeramente altos para los años siguientes (Fish Farming Expert, 2019). Dado esto, se utilizará el factor anual (1,0202) para proyectar el precio desde el año 2020 al 2022. Luego desde el año 2022 se espera una recuperación de la oferta mundial de salmón, teniendo efectos negativos sobre el precio del salmón. Según proyecciones de Australia, se espera que para el período 2023-2024 el precio caiga en un 7%, con lo cual se obtiene un precio promedio par 2023-2024 de 5,23. (Australian Government , 2018).

Tabla 13: Precios históricos y proyección de precios de salmón atlántico.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023-2024E
Precio Salmón Atlántico (USD/Libra)	4,38	3,73	5,46	5,46	5,29	5,30	5,41	5,51	5,63	5,23



IX. Análisis de Costos de Operación

Los costos relevantes por analizar son los costos de venta, costos de distribución y gastos de administración y ventas.

- Costos de Ventas:

En promedio los costos de venta promedian un 85% de los ingresos por ventas. La alta proporción entre los años 2015 y 2016 se debe al Bloom de algas que ocurrió en el país en el año 2015 que afectó las cosechas y las ventas de toda la industria, y por ende los ingresos. Dicho esto, para los efectos de la proyección se asumirá que estos representan un 73% de los ingresos, lo cual corresponde al promedio desde el año 2014, pero exceptuando el año 2015, ya que no se considera representativo. La categoría más importante, representando un 90% en promedio los costos de ventas son los costos por producto terminado. Luego le siguen los costos de transporte, los cuales en promedio representan un 10% y con el tiempo han ido levemente tomando más relevancia, pasando de un 8% en 2014 a un 13% a junio de 2019. Son justamente estas dos cuentas las que varían con el porcentaje de ventas.

Tabla 14: Costo de Ventas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Costos de Ventas	-368.592	-365.671	-336.625	-367.107	-418.565	-221.203
% ingresos por venta	-92%	-106%	-82%	-72%	-78%	-77%
Costo producto terminado salmón	-336.773	-333.342	-302.252	-329.677	-372.134	-192.838
Costo activo biológico	-246	-74	-21	-1.531	-210	-
Otros costos ordinarios	-2.117	-3.169	-2.930	-1.003	-1.670	-378
Costos de transporte	-29.456	-29.086	-31.422	-34.896	-44.551	-27.987

- Costos de Distribución:

En promedio los costos de distribución representan un 1,8% de los ingresos por ventas. Dentro de estos, destacan los costos relacionados a los frigoríficos y a los gastos de ventas de la oficina de Estados Unidos. Por un lado, el costo de los frigoríficos ha reducido significativamente su importancia, pasando de un 33% en el año 2014 a un 14% en el último período. Por otro lado, la oficina de EE.UU. se ha ido tornando levemente más relevante, pues pasó de pesar un 30% en el año 2014 a un 35% en el último período, teniendo su punto más alto el año 2017 (47%).

Tabla 15: Costos de Distribución

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Costos de Distribución	-8.009	-8.571	-7.127	-6.913	-8.019	-4.538
% ingresos por venta	-2,0%	-2,5%	-1,7%	-1,4%	-1,5%	-1,6%
Frigoríficos	-2.618	-2.954	-1.138	-816	-1.132	-657
Gastos ventas oficina EEUU	-2.367	-2.610	-2.806	-3.222	-3.210	-1.586
Gastos ventas oficina Chile	-267	-288	-249	-103	-28	-5
Gastos generales embarque y pre-embarque	-388	-346	-156	-87	-149	-105
Remuneraciones del personal	-883	-690	-607	-653	-804	-393
Comisiones por ventas	-439	-491	-620	-693	-608	-430
Otros gastos de ventas	-1.047	-1.192	-1.551	-1.339	-2.088	-1.362

- Gastos de administración:

Los gastos de administración representan en promedio un **2,2%** de los ingresos por ventas. En este caso son las remuneraciones las que toman mayor importancia, representando en promedio un **56%**. Otra categoría relevante son los servicios externos (11,8%), otros gastos de administración (10%) y los gastos del personal (10,8%).

Tabla 16: Gastos de Administración

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Gastos de administración	-8.178	-7.294	-7.107	-11.932	-12.711	-7.269
% ingresos por venta	-2,0%	-2,5%	-1,7%	-1,4%	-1,5%	-1,6%
Remuneraciones del personal	-4.466	-4.359	-4.876	-6.351	-6.431	-3.571
Gastos del personal	-387	-314	-742	-2.677	-1.614	-723
Innovación y desarrollo organizacional	-1	-	-	-	-	-
Asuntos corporativos administración	-19	-25	-19	-40	-206	-133
Comunicaciones	-54	-60	-66	-97	-189	-133
Servicios externos	-1.352	-968	-770	-985	-1.248	-856
Vehículos	-167	-166	-159	-182	-224	-135
Seguros	-77	-133	-137	-109	-164	-175
Gastos de computación	-153	-165	-209	-258	-886	-594
Otros gastos de administración	-1.393	-977	73	-972	-1.492	-776
Depreciaciones y amortizaciones	-109	-127	-202	-261	-257	-173

- Depreciación:

Tabla 17: Depreciación del Ejercicio

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Terrenos	-	-	-	-	-	-
Edificios	-676	-843	-715	-723	-783	-431
Planta y equipo	-13.382	-12.655	-14.885	-15.303	-16.384	-8.167
Equipamiento de tecnologías de la información	-125	-155	-162	-239	-218	-153
Instalaciones fijas y accesorios	-638	-837	-939	-1.043	-1.026	-483
Vehículos de motor	-9	-34	-4	-5	-5	-5
Otras propiedades, planta y equipo	-99	-105	-133	-136	-163	-87
Total	-14.929	-14.629	-16.838	-17.449	-18.579	-9.326

Esta depreciación se distribuye de la siguiente manera en los costos de venta y los gastos de administración:

Tabla 18: Apertura Depreciación

MUSD	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Depreciación	18.576	21.449	22.505	23.559	22.867	23.549

(Costo de ventas)						
Depreciación (GAV)	300	347	363	380	369	380
Depreciación total	18.875	21.845	22.868	23.939	23.263	23.929
Inversión en Reposición (100%)	18.875	21.845	22.868	23.939	23.263	23.929

La depreciación se asumirá constante en relación con el porcentaje sobre costos al año 2019. Esto se justifica dada la estabilidad de esta proporción a lo largo de los años.

MUSD	2015	2016	2017	2018	2019E
Depreciación/Costo de ventas	4,05%	4,29%	4,52%	4,11%	4,14%
Depreciación/GAV	1,74%	2,84%	2,19%	2,02%	2,38%

Dicho esto, la **depreciación proyectada dependerá de los costos de ventas y de los gastos de administración y ventas (GAV), a una tasa de 4,14% y 2,38% respectivamente.** Por otro lado, se asumirá una inversión en reposición de un 100% de la depreciación.

X. Análisis de Cuentas no Operacionales

Las cuentas no operacionales presentes en el estado de resultado son las siguiente: otros ingresos por función, otros gastos por función, ingresos/costos financieros y diferencias de cambio. En promedio los ingresos financieros son un 0,31% de las ventas, los costos un 1,07% y las diferencias en el tipo de cambio un 0,17%.

Es desglose de las cuentas otros ingresos por función y otros gastos por función se presenta a continuación:

Tabla 19: Otros ingresos, por función

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Arriendo de concesiones	1.050	-	-	-	-	-
Otros ingresos no operacionales	137	140	118	32	26	11
Ventas de activos fijos	327	-	-	666	671	280
Total	1.514	140	118	698	697	291

Tabla 20:Otros gastos, por función

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q Ac
Costo de arriendo concesiones y otros	-109	-	-	-	-	-
Costo de venta concesiones	-327	-	-	-	-	-

Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	-164	-	-8.988	-1.275	-359	-384
Castigos de Existencias	-19	-3	-3	-385	-420	-20
Otros gastos	-17	-152	-172	-87	-41	-
Total	-636	-155	-9.163	-1.747	-820	-404

Desde el año 2014 la firma no ha incurrido en gastos derivados de un arriendo de concesiones. También se identifica la venta de activos fijos, en especial en el año 2016 y 2017, lo cual sin duda es no recurrente.

XI. Análisis de Activos

Tabla 21: Activos de Multiexport Foods S.A a junio de 2019.

Activos (MUS\$)	30/06/2019	Clasificación
Activos corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	25.225	No Operacional
Otros activos no financieros. Corrientes	3.047	Operacional
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	61.523	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas. Corrientes	1.276	Operacional
Inventarios	45.052	Operacional
Activos biológicos. Corrientes	261.435	Operacional
Activos por impuestos. Corrientes	5.196	No Operacional
Total, activos corrientes	402.754	
Activos no corrientes		
Otros activos financieros. No corrientes	26	No Operacional
Otros activos no financieros. No corrientes	2.054	No Operacional
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	288	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.699	Operacional
Propiedades. Planta y equipo	131.895	Operacional
Activos biológicos. No corrientes	35.678	Operacional

Activos por impuestos diferidos	7.780	No Operacional
Total, de activos no corrientes	200.420	
TOTAL DE ACTIVOS	603.174	

Los activos financieros no corrientes se clasifican como no operacionales, pues corresponden a una Inversión en “Inversión Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas” por 26.000 USD. No es operacional ya que no genera ganancias operativas para la empresa.

Por otro lado, los activos no financieros corrientes corresponden a garantías, gastos pagados por anticipados y seguros vigentes. Esta cuenta no afecta los resultados operacionales por lo tanto no se considera un activo operacional.

Respecto a los activos no financieros, no corrientes, corresponde a la aplicación del beneficio tributario existente por inversiones en propiedad planta y equipo efectuadas en la XI y XII región. Funciona como un crédito directo contra el impuesto a las ganancias que se puede usar hasta 2045.

El activo operacional más importante para la firma y para cualquier empresa de la industria, son los activos biológicos, tanto corrientes como no corrientes. Para Multiexport Foods éstos corresponden a un 49,3% de todos los activos. Dentro de éstos se incluyen grupos o familias de reproductores, ovas, smolts y peces en engorda en el mar. Estos se valoran a su fair value menos los costos estimados en el punto de venta (este ajuste por fair value se encuentra en el estado de resultado). Dentro de los activos biológicos corrientes se encuentran las truchas y salmones de mayor edad/tamaño. Por otro lado, en los no corrientes se incluyen las ovas y smolts. Otro activo operacional muy importante son los intangibles, pues ahí se encuentran las concesiones acuícolas necesarias para operar.

XII. Proyección Estado de Resultados

Con el objetivo de proyectar los ingresos por venta, se proyectarán precios y volúmenes vendidos. Para esto, se construyeron los ingresos por venta anteriores como el precio por producto por las ventas por toneladas (WFE). Sin embargo, éstos resultaron ser siempre menores a los presentados por la empresa, lo cual fue explicado por el Investor Relator, quien explicó que esto se debe a otros ingresos como por ejemplos ingresos por transporte, por lo que los ingresos serán siempre mayores a los contruidos como precio por cantidad vendida.

A continuación, se presentan los ingresos estimados versus los reales presentados y su variación. En promedio son un 17,6% más bajos, lo cual según lo indicado se debe a que estos ingresos incluyen otros ingresos independientes. Esto se deberá tener en cuenta al momento de proyectar, lo cual se realizará multiplicando el precio proyectado por las toneladas vendidas, ajustando luego por este 17,6%.

Tabla 22: Ingresos por ventas publicados y contruidos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 2Q
Ingresos por Ventas totales	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Venta producto terminado salmón	399.026	336.658	401.152	501.782	531.820	283.306
Ingresos contruidos (precio*cantidad)	295.933	251.705	352.880	433.760	468.683	117.716
% Sobre ventas de producto terminado salmón	-25,8%	-25,2%	-12%	-13,6%	-11,9%	-21,4%

Por otro lado, a continuación, en la tabla 16, se presenta el Estado de Resultados desde el año 2014. En la columna “proyección” se indica cómo se proyectará cada cuenta, lo cual dependerá principalmente si se considera que es una cuenta que sea variable respecto a los ingresos, o más bien fija como por ejemplo la venta de activos biológicos, ingresos financieros, diferencias de tipo de cambio, etc.

Tabla 23:EE.RR. histórico Multiexport Foods.

Cuenta	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q Ac	Proyección
Ingresos de Ac. Ordinarias	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309	
<i>Venta prod. Salmón</i>	399.026	336.658	401.152	501.782	531.820	283.306	Proyección
<i>Venta activos biológicos</i>	-	222	6	1.926	159	713	Fijo (605)
<i>Otros ingresos ordinarios (% venta prod. Salmón)</i>	-	9.388 (2,7%)	7.294 (1,8%)	5.053 (1,0%)	5.268 (1,0%)	3.290 (1,2%)	Variable (1,2%)
Costo de Ventas (% ingresos)	-368.592 (-92%)	-365.671 (-106%)	-336.625 (-82%)	-367.107 (-72%)	-418.565 (-79%)	-221.203 (-77%)	
<i>Costo producto terminado salmón (% venta prod. Salmón)</i>	-336.773 (-84%)	-333.342 (-99%)	-302.252 (-75%)	-329.677 (-66%)	-372.134 (-70%)	-192.838 (-68%)	Variable (72,7%)
<i>Costo activos biológicos</i>	-246	-74	-21	-1.531	-210	-	Fijo (-416,4)
<i>Otros costos ordinarios (% otros ing. Ordinarios)</i>	-2.117	-3.169 (-34%)	-2.930 (-40%)	-1.003 (-20%)	-1.670 (-32%)	-378 (-11%)	Variable (27,4%)
<i>Costo de transporte (% ingresos)</i>	-29.456 (-7%)	-29.086 (-8%)	-31.422 (-8%)	-34.896 (-7%)	-44.551 (-8%)	-27.987 (-10%)	Variable (8,2%)
Ganancias brutas antes FV	30.434	-19.403	71.827	141.654	118.682	66.106	-
Ganan. Brutas después FV	37.212	-30.433	101.139	146.363	126.000	62.915	-
Otros ingresos por función (% ingresos)	1.514 (0,38%)	140 (0,04%)	118 (-0,03%)	698 (-0,14%)	697 (0,13%)	291 (-0,1%)	Variable (0,09%)
Costos de distribución (% ingresos)	-8.009 (-2,0%)	-8.571 (-2,5%)	-7.127 (-1,7%)	-6.913 (-1,4%)	-8.019 (-1,5%)	-4.538 (-1,6%)	Variable (-1,5%)
Gastos de administración	-8.178	-7.294	-7.107	-11.932	-12.711	-7.269	Variable

(% ingresos)	(-2,0%)	(-2,1%)	(-1,7%)	(-2,3%)	(-2,4%)	(-2,5%)	(-2,2%)
Otros gastos, por función	-636	-155	-9.163	-1.747	-820	-404	Variable
(% ingresos)	(-0,2%)	(-0,04%)	(-2,2%)	(-0,3%)	(-0,2%)	(-0,1%)	(-0,6%)
Ganancias de actividades operacionales	21.903	-46.313	77.860	126.469	105.147	50.995	-
Ingresos financieros	131	108	361	1.343	3.908	2.065	Fijo (1.170)
Costos financieros	-5.276	-4.863	-5.084	-4.015	-4.622	-2.239	Fijo (-4.574)
Diferencias de cambio	1.907	4.612	-1.958	-3.031	3.727	-1.196	Fijo (-1.196)
Ganancias antes de impuestos	18.665	-46.456	71.179	120.766	108.160	49.625	-
Gasto por impuestos a las ganancias	-4.216	13.550	-19.273	-32.539	-30.086	(13.205)	-
Ganancias	14.449	-32.906	51.906	88.227	78.074	36.420	-

Los costos financieros se mantienen fijos al nivel del promedio desde el año 2016, esto para ser consistentes con la estructura de capital objetivo definida anteriormente, la cual se estableció como el promedio desde el año 2016. Cabe mencionar también que se observa una disminución de los costos financieros a través del tiempo, lo cual responde a lo expuesto anteriormente sobre la amortización que ha tenido la deuda. Por otro lado, las diferencias de tipo de cambio se mantendrán constantes al valor actual.

Finalmente, en la tabla 17 se presenta el EERR proyectado hasta el año 2024, utilizando todos los supuestos anteriores. Cabe mencionar que los ingresos por venta proyectados representarían un crecimiento anual de un 5,2% desde el año 2018 al 2024, siendo menor al crecimiento de la industria (11,3%) y similar al crecimiento de la empresa (7,7%) desde el año 2014 al 2018. Esto responde principalmente a una leve consolidación (y menor crecimiento) de la industria que se espera para los siguientes años. Sin embargo, dada la pronta inauguración de la nueva planta en la XII región, la empresa tendrá capacidad para cosechar 18.000 toneladas más, por lo cual esa expectativa de menor crecimiento en la industria no aplica completamente a la empresa.

Tabla 24:EE.RR. Proyectado

Cuenta	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ingresos de Ac. Ordinarias (YoY)	586.979 (9%)	690.998 (18%)	743.351 (8%)	799.866 (8%)	757.447 (-5%)	787.720 (4%)
Venta prod. Salmón	579.642	682.467	734.219	790.086	748.153	778.079
Venta activos biológicos	605	605	605	605	605	605
Otros ingresos ordinarios	6.731	7.925	8.526	9.175	8.688	9.036
Costo de Ventas	-448.920	-519.562	-543.877	-569.365	-552.632	-569.126
Costo prod. Salmón	-412.855	-477.883	-500.265	-523.726	-508.324	-523.507
Costo activos biológicos	-416	-416	-416	-416	-416	-416
Otros costos	-1.807	-2.091	-2.189	-2.292	-2.224	-2.291

<i>ordinarios</i>						
Costo de transporte	-33.842	-39.172	-41.007	-42.930	-41.668	-42.912
Otros ingresos por función	503	582	610	638	620	638
Costos de distribución	-8.879	-10.276	-10.757	-11.261	-10.930	-11.257
Gastos de administración	-12.592	-14.574	-15.255	-15.970	-15.501	-15.964
Otros gastos, por función	-3.364	-3.893	-4.076	-4.267	-4.141	-4.265
Ingresos financieros	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170	1.170
Costos financieros	-4.574	-4.574	-4.574	-4.574	-4.574	-4.574
Diferencias de cambio	-1.196	-1.196	-1.196	-1.196	-1.196	-1.196
Ganancias antes de imp.	97.258	113.275	118.788	124.567	120.773	124.513
Gasto por imp. A las gan.	-26.260	-30.584	-32.073	-33.633	-32.609	-33.619
Ganancias	70.998	82.691	86.716	90.934	94.736	98.654

XIII. Inversiones (Capex)

Tabla 25:Capex

MUSD	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q
Compras Propiedad Planta Equipo	11.077	17.231	17.037	18.813	40.002	21.246
Ingresos por venta	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Compras PPE/Ingresos por venta	2,78%	4,98%	4,17%	3,7%	7,45%	7,39%

La empresa no presenta su plan de inversiones, es por esto, que para proyectar el capex futuro, principalmente su usará información histórica. En promedio, las compras de propiedad planta y equipo por sobre los ingresos por venta, representan un 4,46% desde el 2014 y un 5,26% desde el año 2011. Las nuevas inversiones se asumirán constantes a un nivel de 5%, esto dada la intención presentada por el *Investor Relator* de seguir explotando fuertemente la XII región, lo que se traduce en mayores inversiones. Dado que la inversión en propiedad planta y equipo incluye tanto el CAPEX como la inversión en reposición, se deberá restar la inversión en reposición del CAPEX proyectado.

XIV. Capital de Trabajo

Tabla 26:Capital de Trabajo Operativo Neto

MUSD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	20192Q
Activos biológicos	98.984	131.020	168.158	155.646	142.627	158.501	180.367	224.719	261.435
Cuentas por cobrar corrientes	49.207	46.314	42.901	57.655	53.719	49.026	42.641	98.230	62.799
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	82	4	1.768	1.982	5.601	5.610	3.064	28.916	1.276
Inventarios	29.976	29.878	29.806	32.819	32.890	34.371	39.216	34.499	45.052
Cuentas por pagar	113.146	107.012	82.827	103.050	104.831	76.079	77.125	110.784	90.936
CTON	65.103	100.204	159.806	145.052	130.006	171.429	188.163	275.580	279.626
Incrementos en C.Trabajo	-	35.101	59.602	-14.754	-15.046	41.423	16.734	87.417	4.046
Ingresos por Ventas	278.981	253.777	299.956	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
RCTON	0,233	0,395	0,533	0,364	0,375	0,420	0,370	0,513	0,49

En primer lugar, se calculó en capital de trabajo operativo neto para cada período desde el año 2011. Este se obtuvo de la siguiente forma:

$$CTON = \text{Activos biológicos} + \text{Cuentas por cobrar} + \text{Inventarios} - \text{Cuentas por pagar}$$

Luego calculamos el RCTON dividiendo el CTON por los ingresos por venta. En promedio, el RCTON es de 0,4, lo cual equivale a 144 días de venta. Luego, el valor actual de capital de trabajo operativo neto es de 279.626. Por otro lado, el requerimiento estimado para el año 2020 es de 266.442 (0,4 x Ventas2020), resultando en un exceso de capital de trabajo de 13.184.

XV. Ajustes

Los activos prescindibles de la empresa, al 31 de junio de 2019, son los siguientes:

Activos Prescindibles	20192Q
Efectivo y equivalentes al efectivo	25.225
Otros activos financieros, no corrientes	26
Activos por impuestos, corrientes	5.196
Otros activos no financieros, no corrientes	2.054
Activos por impuestos diferidos	7.780
Total	40.281

Los ajustes realizados son los siguientes:

Tabla 27: Flujo de Caja Libre

MUSD	2019E (3-4Q)⁵	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025-∞
Ganancia del ejercicio	34.373	82.691	86.716	90.934	88.165	90.895	90.895
Ajustes							
Otros ingresos por función	-155	-425	-445	-466	-452	-466	-466
Otros gastos por función	2.161	2.842	2.975	3.115	3.023	3.113	3.113
Ingresos financieros	653	-854	-854	-854	-854	-854	-854
Costos financieros	1.704	3.339	3.339	3.339	3.339	3.339	3.339
Diferencias de cambio	0	1.196	1.196	1.196	1.196	1.196	1.196

⁵ Corresponde a la diferencia de 2019E respecto a 20192Q acumulado real.

Depreciación	9.444	21.845	22.868	23.939	23.236	23.929	23.929
Flujo de Caja Bruto	48.180	110.634	115.794	121.203	117.625	121.152	121.152
CAPEX	-4.951	-13.930	-14.985	-16.124	-15.269	-	-
Inversión en reposición	-9.444	-21.845	-22.868	-23.939	-23.236	-23.929	-23.929
Inversión en capital de trabajo	-18.112	-12.468	-13.069	8.580	-8.458	-	-
Flujo de caja libre	15.673	62.391	64.872	89.719	70.689	97.233	97.233
Valor terminal						922.151	
T	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	
Valor Presente Flujos	14.907	53.681	50.493	63.172	45.026	587.368	

Al descontar los flujos a la tasa de costo de capital de la empresa (10,54%), se obtiene un valor presente de los flujos operacionales de **814.647**.

Tabla 28: Precio Acción

Valor Presente de Activos Operacionales	814.647
Activos Prescindibles	40.281
Exceso de capital de trabajo	13.184
Valor total de los activos	868.112
Deuda financiera	83.176
Interés minoritario	85.020
Patrimonio económico	699.916
Número de acciones	1.187.665.600
Precio acción	\$400

Luego, convirtiendo al precio del dólar al 31 de junio de 2019 (679,5), y dividiendo por el número de acciones de la empresa, se obtiene un precio de la acción de \$400, representando un leve *upside* de un 9,7% considerando el precio de cierre al 31 de junio de 2019 (365).

XVI. Sensibilización

Es importante entender que dado que el ciclo productivo del salmón es largo (2-3 años) y que el producto debe ser consumido fresco, es muy difícil ajustar la oferta en el corto plazo, lo cual genera una fuerte volatilidad en el precio del salmón.

Dada esta volatilidad, se realizó una sensibilización al precio objetivo de Multiexport. De esta forma, se calculó la desviación estándar del precio del salmón atlántico, resultando en una variación que representa alrededor de un 15% del precio.

Tabla 29: Sensibilización

Precio Salmón Atlántico	Precio acción
Precio Optimista (+15%)	\$445
Precio Proyectado	\$400
Precio Pesimista (-15%)	\$356

Se obtiene un rango de precios que va desde los \$356 hasta los \$445 aproximadamente.

XII. Conclusiones

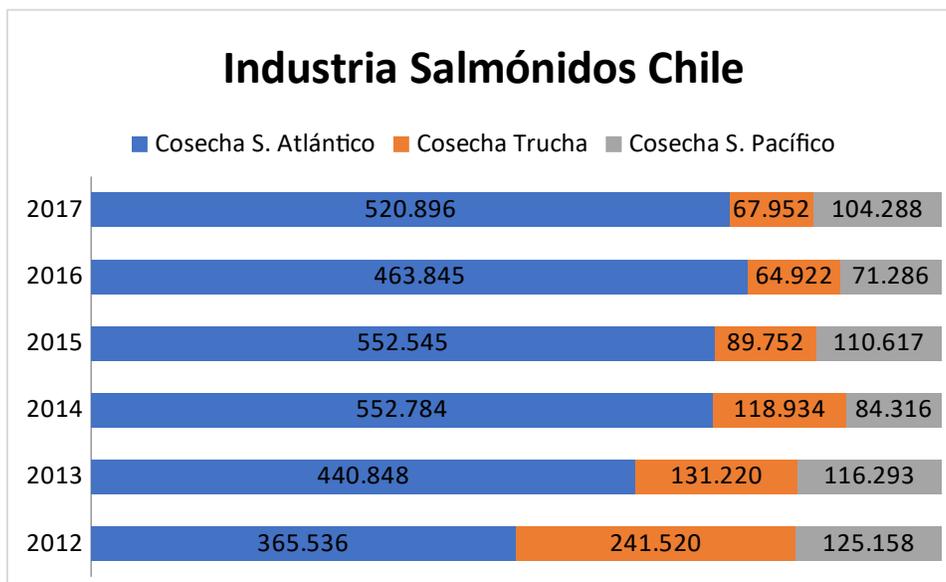
A lo largo de los años Multiexport ha demostrado que posee una fuerte posición competitiva dentro de la industria, situándose dentro de los tres principales productores de salmónidos a nivel país. Esto se ha traducido en volúmenes que superan las 80.000 toneladas anuales, ventas de más de 500.000 MUSD y más destacable aún, se ha traducido en sostener una eficiencia operacional destacable en relación con la competencia (medido como EBIT por tonelada). Respecto a los resultados operativos de la firma, si bien son relativamente estables en condiciones favorables o neutras, la firma está expuesta a los riesgos propios del negocio acuícola, viéndose afectados sus resultados en aquellos años más desafiantes para la industria, como por ejemplo el año 2015.

En primera instancia, las perspectivas a futuro de la firma son relativamente positivas dada la solidez financiera y productividad operacional de la firma. Sin embargo, el riesgo propio de la industria es bastante alto, por lo que las proyecciones resultan ser más bien neutras. Por otro lado, la industria está atravesando por una etapa de consolidación más que de un fuerte crecimiento, viéndose esto impulsado por un fuerte control y restricciones por parte de los reguladores locales.

En este sentido, y teniendo en cuenta tanto las perspectivas a nivel industria como a nivel empresa, por medio del método de flujo de caja descontado (FCD) se obtiene un precio objetivo de la firma de \$400, representando un *upside* de 9,7% respecto al precio real de la fecha de valoración (31 de junio de 2019). Esta variación está dentro del parámetro de error de este método, y no representa directamente una recomendación de compra de la acción. Además, dada la alta volatilidad que presenta el precio del salmón atlántico, se realiza una sensibilización de éste, obteniendo un precio objetivo que puede ir desde \$356 hasta los \$445 por acción.

I. Anexos

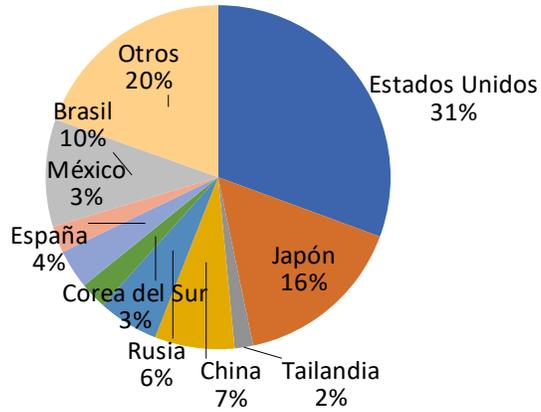
Anexo 1. Industria Salmónidos Chile



Fuente: Elaboración Propia

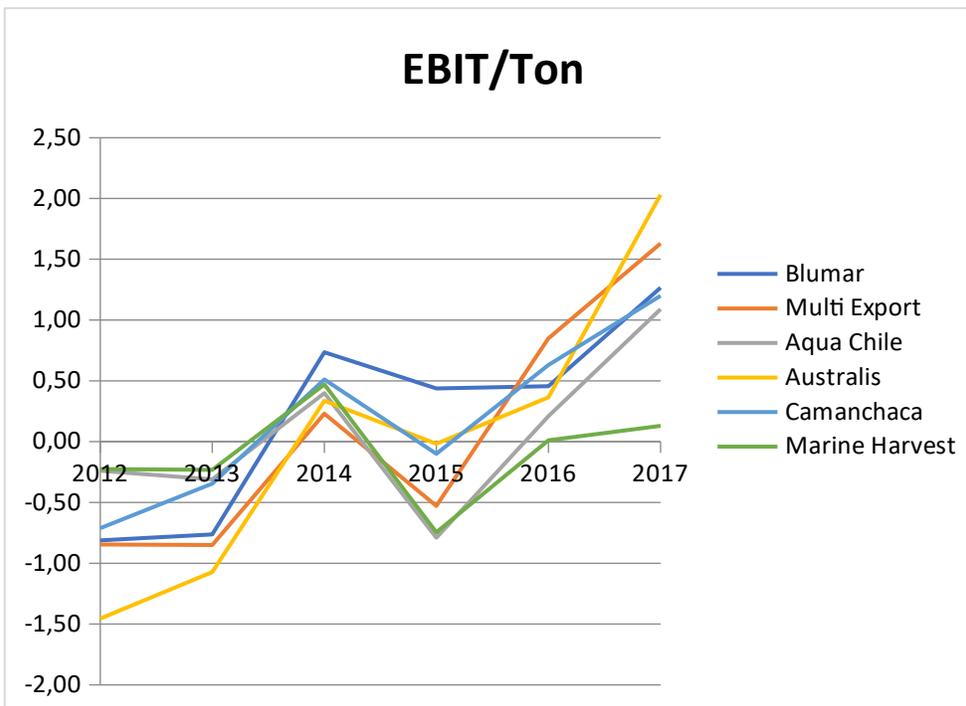
Anexo 2. Exportaciones acuícolas y pesqueras año 2016 y 2017

Exportaciones acuícolas y pesqueras promedio 2016-2017



Fuente: Elaboración propia

Anexo 3. EBIT/ton industria chilena

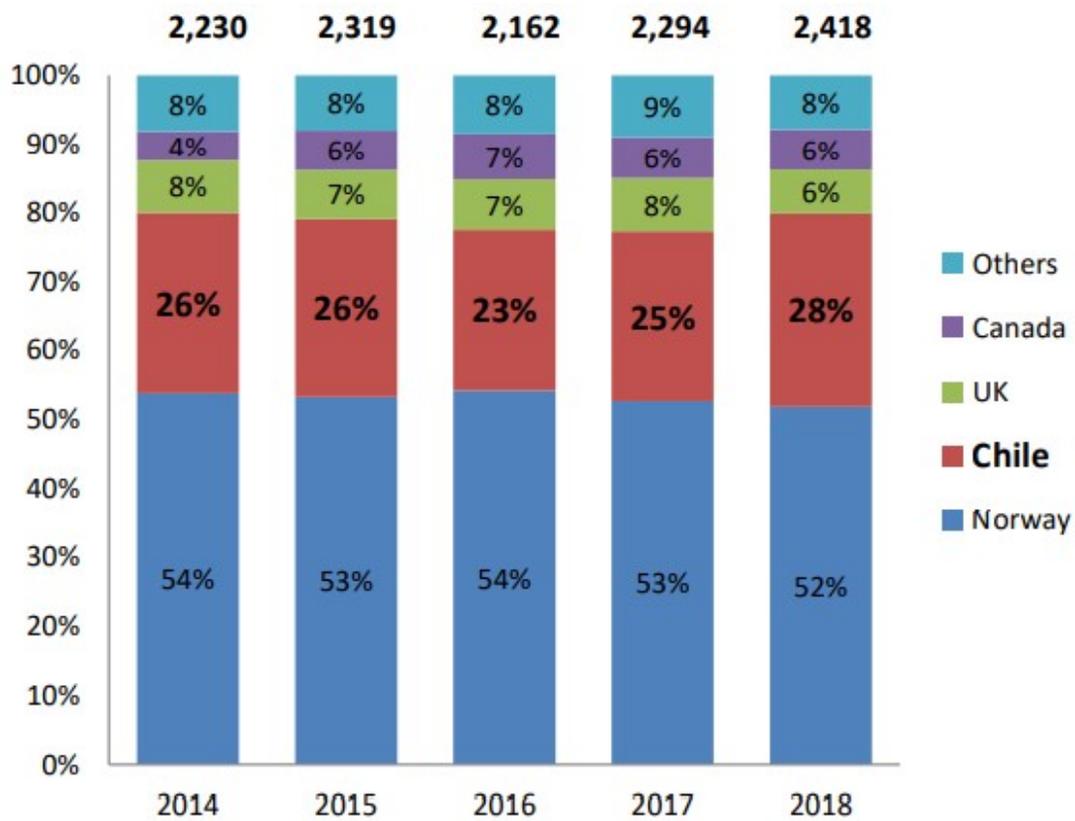


Fuente: Elaboración Propia

Anexo 4. Filiales

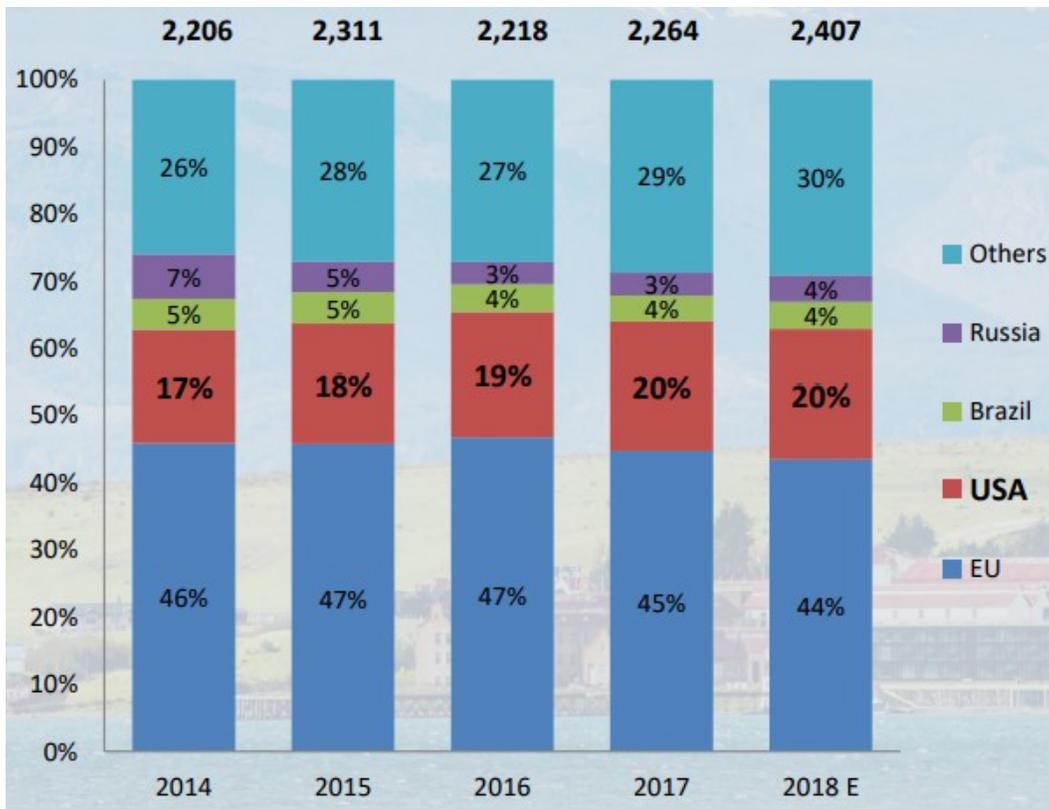
	31/03/2019
	%
<u>Participación directa:</u>	
Salmones Multiexport S.A.	76,626849
	31/03/2019
	%
<u>Participación indirecta:</u>	
Multiexport Patagonia S.A. (Ex Multiexport VAP S.A.)	76,626849
Multiexport Foods Inc.	76,626849
Sociedad de Inversiones Isla Victoria Limitada.	76,626849
Multiexport Pacific Farms S.A.	76,626849
Alimentos Multiexport S.A.	76,626849
Salmex 2 SPA.	76,626849

Anexo 5. Producción mundial de Salmón Atlántico (en miles de toneladas)



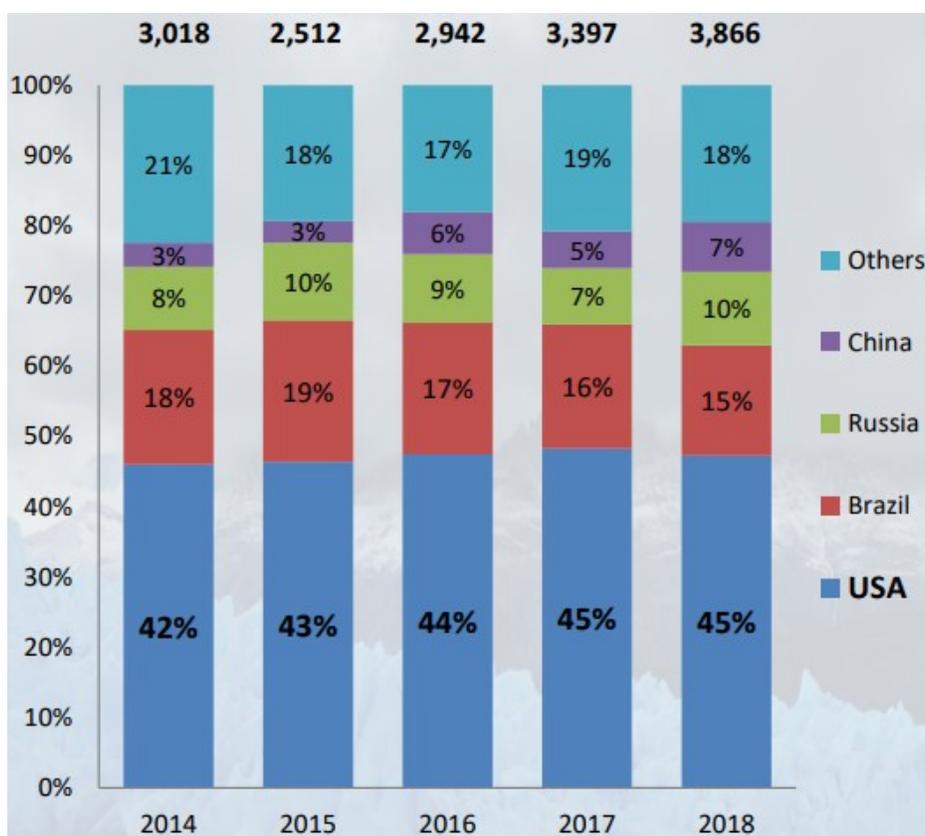
Fuente: Presentación Corporativa Compañía Pesquera Camanchaca 4Q2018 (Kontali).

Anexo 6. Demanda mundial de Salmón Atlántico (miles de toneladas)



Fuente: Presentación Corporativa Compañía Pesquera Camanchaca 4Q2018 (Kontali).

Anexo 7. Exportaciones de Salmón Atlántico Chilenas



Fuente: Presentación Corporativa Compañía Pesquera Camanchaca 4Q2018 (Kontali).

Anexo 8. Principales Productores de Salmón Atlántico

Top 5-10 Productores de salmón Atlántico de cultivo

	Top 10 - Noruega	H.Q.	Top 5 - Reino Unido	H.Q.	Top 5 - América del Norte	H.Q.	Top 10 - Chile	H.Q.
1	Mowi	230.400	Mowi	38.400	Cooke Aquaculture	60.800	*New Aquachile* (Agrosuper)	109.000
2	Salmar	142.500	The Scottish Salmon Co.	29.900	Mowi	39.300	Mitsubishi / Cermaq	66.000
3	Lerøy Seafood	137.800	Scottish Seafarms	27.500	Mitsubishi / Cermaq	21.800	Salmones Multiexport	64.800
4	Mitsubishi / Cermaq	57.400	Cooke Aquaculture	21.600	Grieg Seafood	16.600	Mowi	53.200
5	Grieg Seafood	46.100	Grieg Seafood	11.900	*		Blumar	47.600
6	Nova Sea	37.900	*				Camanchaca	43.600
7	Nordlaks	36.100					Australis Seafood	34.500
8	Norway Royal Salmon	36.000					Ventisqueros	30.300
9	Sinkaberg-Hansen	27.500					Invermar	20.000
10	Alsaker Fjordbruk	26.000					Marine Farm	19.800
	Top 10	777.700	Top 5	129.300	Top 5	138.500	Top 10	449.000
	Otros	350.400	Otros	8.900	Otros	10.200	Otros	160.700
	Total	1.128.100	Total	138.200	Total	148.700	Total	609.700

Todas las figuras en toneladas WFE. Fuente: Manual de la Industria Salmonicoltora 2019, Mowi.

Fuente: SalmonExpert, 2019 (<https://d178ivhysawugh.cloudfront.net/1560542197/top-5-10-mowi-01.jpg>)

Anexo 9. Regresión al 31 de Junio de 2019.

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,03751973	0,03751973	17,9615723	4,8898E-05
Residuos	104	0,21724445	0,00208889		
Total	105	0,25476417			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción					-			
n	0,00557071	0,00444471	1,25333368	0,21289468	0,00324332	0,01438473	-0,00324332	0,01438473
Variable X 1	1,06839504	0,25209236	4,23810952	4,8898E-05	0,56848643	1,56830366	0,56848643	1,56830366

Anexo 10. Desempeño Multiexport e índice de mercado (IGPA) 1 año.



Anexo 11. Desempeño bursátil industria salmónidos Chile últimos 5 años.



Anexo 12. Desempeño bursátil industria salmónidos Chile últimos 10 años



II. Bibliografía

- Amihud et al. (2015). Journal of Financial Economics. Vol 117. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.005>
- Australian Government . (2018). *Australian Government, Department of Agriculture*. Obtenido de Annual fisheries outlook 2019: <http://www.agriculture.gov.au/abares/research-topics/fisheries/fisheries-economics/fisheries-forecasts#tuna>
- "Chile y Noruega: El cara y sello de la industria del salmón". (2016). Aqua. Disponible en <http://www.aqua.cl/2016/08/01/chile-noruega-cara-sello-la-industria-del-salmon/>
- C. Maquieira. (2019). Notas de Clases de Maquieira.
- C. Maquieira. (2019). Valoración de Empresas. Capítulo 1.
- C. Maquieira. (2008). Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Editorial Andrés Bello.
- Fish Farming Expert. (17 de julio de 2019). *Fish Farming Expert*. Obtenido de Analysts: Norway algae crisis will push up Q4 salmon price: <https://www.fishfarmingexpert.com/article/analysts-norway-algae-crisis-will-push-up-q4-salmon-price/>
- "Fitch Ratings eleva clasificación de solvencia de Multiexport Foods". (2018). Salmon Expert. Disponible en <https://www.salmonexpert.cl/article/fitch-ratings-eleva-clasificacin-de-solvencia-de-multiexport-foods/>