



VALORACIÓN DE EMPRESA MULTIEXPORT FOODS S.A.

METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO
PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS

PROFESOR GUÍA: MARCELO GONZALEZ ARAYA

ALUMNO: IVONNE SEPULVEDA PINTO

MAYO 2020

Dedicatoria

Al finalizar esta etapa de aprendizaje y perfeccionamiento académico, quiero dedicar este parte de mi vida profesional a mi esposo Claudio, por su apoyo incondicional en todo este proceso en donde sus palabras y aliento fueron vitales para finalizar mis objetivos. A mi Hija Karin y Padres Adelina y Samuel, quienes son una de mis principales motivaciones para seguir avanzado en la vida, Además de mis hermanos, amigas y compañeros del magister quienes me apoyaron en todo el proceso.

Agradecimiento

Mis agradecimientos a todos quienes prestaron su ayuda y apoyo en el resultado de esta tesis y valorización de empresa. Principalmente a la institución y a personas que a través de sus funciones y conocimientos me entregaron todas las herramientas necesarias para finalizar esta etapa y llegar a los resultados esperados; a mis coordinadores del programa Bonny Gautier Medina, Laura Troncoso Contreras, a mis docentes Carlos Maquiería Villanueva, especialmente a mi profesor guía por su paciencia y orientación profesional Marcelo González Araya.

A la Universidad de Chile por entregarme todas las facilidades y por responder de forma profesional a través de su prestigio y su cuerpo académico a las necesidades que como estudiantes tuvimos y la sociedad requiere.

Tabla de Contenidos

1. Resumen Ejecutivo	1
2. Métodos de Valoración de Empresas	2
2.1 Modelo de descuento de dividendos	2
2.2 Método de Flujos de Caja Descontados	3
2.3 Método de múltiplos	5
3. Historia	7
3.1 Descripción de la Empresa	9
3.2 Organización empresarial	9
3.3 Descripción del negocio	10
3.3.1 Genética y Producción	10
3.3.2 Crianza en Agua Dulce	10
3.3.3 Engorda en Agua Mar	10
3.3.4 Procesamiento	11
3.3.5 Valor Agregado	11
3.3.6 Ventas y Distribución	11
3.4 Regulaciones	11
3.4.1 Nueva Normativa Acuícola	12
3.5 Filial	13
3.6 Accionistas	14
4. Mercado	15
4.1 Empresas en Chile	18
5. Estructura de Capital de la Empresa	21
6. Patrimonio Económico (Bursátil)	21
7. Estructura de Capital Objetivo	22
8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa	23
8.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	23
8.2 Costo de la Deuda (k_b)	23
8.3 Beta de la Deuda (β_b)	24
8.4 Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)	24
8.5 Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)	25

8.6	Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)	26
8.7	Costo Patrimonial (k_p)	26
8.8	Costo de Capital (k_0)	27
9	Análisis de Operacional del Negocio e Industria	28
9.1	Análisis de crecimiento de Multiexport Foods S.A.	28
9.2	Tasas de Crecimiento de la Industria	29
9.3	Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 a 2024.....	30
9.4	Costo de la Operación	32
	COSTOS DE VENTA	32
	COSTOS DE DISTRIBUCION	32
	GASTOS DE ADMINISTRACION	33
9.5	Análisis de cuentas no Operacionales	34
	INGRESOS FINANCIEROS	34
	COSTOS FINANCIEROS.....	34
9.6	Análisis de Activos.....	35
	9.6.1 Activo no Operacionales.	35
10	Proyección de EE. RR.	37
10.1	Proyección de Ingresos de actividades Ordinarias.....	37
10.2	Proyección de Operación	37
10.2.1	Costo de venta.....	37
10.2.2	Efecto neto por ajuste de Fair Valeu	37
10.2.3	Costos de distribución	38
10.2.4	Gastos de administración.....	38
10.3	Proyección Resultado no Operacional.....	39
	10.3.1 Otros Ingresos.....	39
	10.3.2 Otros gastos, por función.....	39
10.4	Proyección EE. RR. 2020-2024.....	40
10.5	Proyección en % EE. RR. 2020-2024.....	41
11	PROYECCION FLUJO DE CAJA LIBRE	42
11.1	Estimación de Flujo de Caja Bruto.....	42
11.2	Depreciación y Amortización	42
11.3	Flujo de Caja Bruto.....	42

11.4	Estimación del Flujo de Caja Libre	43
11.5	Inversión en Reposición	43
11.5.1	Proyección Inversión en Reposición	43
11.6	Inversión en Nuevos Activos	44
11.6.1	Proyección Inversión nuevos Activos.	44
11.7	Inversión en Capital de Trabajo	45
11.7.1	Detalle Inversión en Capital de Trabajo	45
11.7.2	Proyección Inversión en Capital de Trabajo	46
11.8	Exceso o Déficit de Capital de Trabajo.	46
11.9	Activos Prescindibles	46
	No Operacionales	46
11.9.1	No Operacionales Liquidables	47
11.10	Deuda Financiera	47
12	Flujo de Caja Libre Proyectado	48
12.1	Valoración Económica y Precio de Acción	49
12.1.1	Calculo Patrimonio Económico	49
12.1.2	Precio de la Acción	49
13	Conclusión	50
14	Bibliografía	51
Anexos	52
	Anexo N° 1	52
	Anexo N°2	52
	Anexo N° 3	54
	Anexo N°4	55

Índice Figuras

Figura 1. Organización Empresarial Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019	9
Figura 2. Negocio del Salmon Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019	10
Figura 3. Captura de Salmon Salvaje y Producción de Salmon Cultivado Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019.....	15
Figura 4. Producción Mundial de Salmon Atlántico, Trucha y Coho de Cultivo Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019	15
Figura 5. Cosechas de Acuicultura Regional. Fuente: Informe Sectorial de Pesca y Acuicultura 2019	16
Figura 6. Exportaciones de Chile por Especie. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019. ..	16
Figura 7. Exportaciones de Chile por Especie en Toneladas. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019.....	17
Figura 8. Deuda(kb) Otros Pasivos Financieros no Corrientes. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019.....	23
Figura 9. Fuente: Informe FAO “Estado Mundial de la Pesca y la Acuicultura” del 2018.	30
Figura 10. Proyección de crecimiento tendencial. Fuente: Informe Crecimiento Tendencial .	31

Índice de Gráficos

Grafico 1. Grafico. 1 Empresas Exportadoras de Salmon en Chile. Fuente: Elaboración propia, EE. FF de las empresas.	18
Grafico 2. Ingreso por Mercado AquaChile.	18
Grafico 3., Ingreso por Mercado Salmones Camanchaca.	19
Grafico 4. Ingreso por Mercado Australis.	20
Grafico 5. Ingreso por Mercado Blumar.....	20
Grafico 6. Ingreso por Mercado Multiexport Foods S.A. Fuente: Elaboración propia de la empresa	28
Grafico 7. Valor de Acción	50

Índice Tablas

Tabla 1. Descripción de la Empresa.....	9
Tabla 2.Descripción de Filial Salmones Multiexport S.A.	13
Tabla 3. Principales Accionistas Fuente: Comisión para el mercado financiero	14
Tabla 4. Deuda Financiera	21
Tabla 5. Detalle Deuda Financiera	21
Tabla 6. Patrimonio Económico Bursátil.....	21
Tabla 7. Estructura de Capital Objetivo.....	22
Tabla 8. Detalle Estructura de Capital Objetivo.....	22
Tabla 9. Estimación del Beta Patrimonial Fuente: www.fitchratings.com (Presencia Bursátil)	23
Tabla 10. Estructura B/P Promedio	25
Tabla 11. Estructura Capital Objetivo.....	26
Tabla 12. Ingresos por Sector Fuente: EE.FF. Consolidados	28
Tabla 13. Ingreso por sector en %.....	28
Tabla 14. Ingresos Empresas Competencia - Fuente: Elaboración Propia, información EEFF consolidados	29
Tabla 15. Tasa de Crecimiento Real Industria.....	29
Tabla 16. Ingreso por Mercado Multiexport Foods S.A.....	31
Tabla 17. Proyección Ingresos Actividades Ordinarias.....	31
Tabla 18. Costo de Venta.....	32
Tabla 19. Costo de Distribución.....	32
Tabla 20. Gastos de Administración.....	33
Tabla 21. Ingresos Financieros	34
Tabla 22. Costos Financieros.....	34
Tabla 23. Total de Activos	35
Tabla 24. Detalle Efectivo y Equivalente al Efectivo	35
Tabla 25. Detalle Otros Activos Financieros no Corrientes	36
Tabla 26. Detalle Propiedad, Planta y Equipo.....	36
Tabla 27. Costo de Ventas % Sobre los Ingresos	37
Tabla 28. Efecto Neto por ajuste de Fair Valeu % Sobre los Ingresos.....	37
Tabla 29. Costo de Distribución % Sobre los Ingresos.....	38
Tabla 30. Gastos de Administración % sobre los Ingresos	38
Tabla 31. Otros Ingresos % sobre los Ingresos	39
Tabla 32. Otros Gastos, por Función % sobre los Ingresos	39
Tabla 33. Ingresos Financieros y Costos Financieros % sobre los Ingresos.....	39
Tabla 34. Estado de Resultado proyectado.....	40
Tabla 35. Estado de Resultado en %.....	41
Tabla 36. Depreciación y Amortización	42
Tabla 37. Flujo de Caja Bruto.....	42
Tabla 38. Detalle información histórica PPE.....	43
Tabla 39. Proyección Inversión en Reposición	43
Tabla 40. Detalle información histórica PPE sobre los Ingresos	44
Tabla 41. Proyección Inversión Nuevos Activos.....	44
Tabla 42. Determinación CTON	45

Tabla 43. Información Histórica de CTON	45
Tabla 44. Proyección Inversión en Capital de Trabajo	46
Tabla 45. Detalle Exceso o Déficit de Capital de Trabajo	46
Tabla 46. Detalle Activos no Operacionales.....	46
Tabla 47. Detalle de Activos no Operacionales Liquidables	47
Tabla 48. Detalle Deuda Financiera	47
Tabla 49. Flujo de Caja Libre Proyectado.....	48
Tabla 50. Detalle Calculo Patrimonio Económ.....	49
Tabla 51. Detalle Precio de la Acc	49

1. Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como objetivo establecer la valoración económica para la empresa Multiexport Foods S.A., utilizando el método de Flujo de Caja Descontado.

Multiexport Foods S.A. es una de las principales productoras de Salmon en Chile, sus ingresos durante el año 2019 fueron de un total de MUSD 568, 4 millones, aumentando en un 5,8% sus ingresos respecto al año 2018, teniendo una utilidad después de impuesto de MUSD 43,4 millones, a pesar de no haber logrado el resultado esperado ya que el segundo semestre tuvo una fuerte caída el precio internacional del Salmon, sumando a esto la alta mortalidad en cuatro centros debido a la enfermedad SRS (Síndrome Rickettail Salmonídeo) que generó disminución en la calidad de la biomasa cosechada y un leve aumento en los costos de cultivo.

Para la valoración se ha realizado un análisis de la industria, para establecer tasas de crecimiento que permitan proyectar el crecimiento a 5 años, apoyándose en información histórica de los estados financieros de la empresa.

La tasa de costo de capital estimada es de un 4,62%, considerando que la estructura de capital objetivo B/V de 15,40% promedio de los años 2017 al 2019 y un costo de deuda de un 4,20%.

El patrimonio económico de la empresa al 31 de diciembre 2019 es de MUSD 942.181.-, el valor de la acción se estima en CPL 497,33.-

2. Métodos de Valoración de Empresas

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, 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 que 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. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research 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, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1 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:

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

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.

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= 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:

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

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

2.2 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 unas 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 valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué 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

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

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

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, este 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 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. 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), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida 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, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.3 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación 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: identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, 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 ellos⁵:

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, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, 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 de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

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)

Múltiplos de Ventas:

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

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

3. Historia

La historia de Multiexport Foods S.A. como tal da el punto de partida con el inicio de sus actividades en el año 1987 con el nombre de Alimentos Multiexport S.A. cuyo objetivo inicial fue la captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos de exportación, pero no fue hasta 1989 que la empresa abrió el primer centro de cultivo de Salmones en la localidad Chilota de Dalcahue, Chiloé, dando inicio a sus actividades bajo el nombre de Salmones Multiexport Ltda.

En 1991 constituye la sociedad Almex USA Inc. en la ciudad de Miami, actualmente Multiexport Foods Inc. dedicada a la comercialización de producción propia y terceros en EE. UU, en el año 1995 realizar una alianza estratégica con Mitsui & Co. permitiendo así la comercialización en el mercado japonés.

En el año 1999 se ubica entre las empresas salmoneras más importantes del país, al adquirir el 100% de los activos de Chisal S.A.

Entre los años 2001 y 2002, Salmones Multiexport, adquiere la compañía Piscicultura de Rio Bueno S.A., potenciándose como la salmonera con mayor potencial de producción en agua dulce a nivel nacional. Además, inaugura una planta de Salmon ahumado más moderna a nivel global, sumando a su oferta nuevos productos.

Durante el 2006 inicia “Puerto Fonck” iniciativa para disminuir el impacto medioambiental. Además, la compañía se reestructura y se constituye como Multiexport Foods S.A. creando además dos filiales Mytilus Multiexport S.A hoy Multiexport VAP S.A. y Cultivos Acuícolas Internacionales S.A. Su apertura bursátil se produce durante el año 2007 lo que significó un aumento de capital en USD 97 millones. A mediados de este año produce la crisis de la industria del salmón, la que produjo una fuerte baja en el precio internacional de los productos y un alza en las materias primas.

Durante el 2008 el escenario negativo de la industria salmonicultora nacional se profundizó por la rápida expansión del virus ISA, afectando a un gran porcentaje de los centros productivos, como resultado, la compañía vio afectado sus resultados productivos y financieros impulsando la reestructuración del negocio.

El 2011 es uno de los años más importantes para la empresa, ya que se consolida gracias a su nuevo modelo productivo-sanitario. Con lo anterior, los Cultivos Acuícolas Internacionales S.A. comenzaron a operar como Alimentos Multiexport, siendo su principal función el procesamiento de pescados propios y de terceros, incorporando la gestión del negocio de productos de valor agregado. En el 2013 nace la Sociedad Productora de Salmones y Truchas S.A. hoy Multiexport Pacific Farms, cuya función es la producción y comercialización de Trucha y Coho con énfasis en el mercado

asiático, luego de la firma de un contrato entre la filial Salmones Multiexport S.A. y Mitsui & Co. Inc.

En el 2015 Multiexport Foods S.A. es la primera empresa chilena en certificar bajo el estándar ASC (Aquaculture Stewardship Council) 4 centros de cultivos en una región distinta a Magallanes, además este año culmina el acuerdo con Mitsui & Co. de un aumento de capital para la filial Salmones Multiexport por el monto de USD 100,7 millones.

En el primer trimestre del 2016 se registrará una pérdida en la producción de 5000 toneladas de salmónidos debido al fenómeno de Bloom de algas, lo que llevo a un importante incremento en los precios de venta, sacando finalmente resultados positivos. En uno de los centros de cultivo se realizó la primera cosecha 100% libre de antibióticos y antiparásitos, hito de la empresa certificado por Sernapesca.

En el 2018 nace Multiexport Patagonia, y en octubre se concreta la llegada a la región de Magallanes, sembrando dos centros de cultivos con 1.800.000 smolts.

Durante el 2019 la compañía informo que pondrá termino a la producción de Smolts en lo lagos de Chile a partir del 2020 por un compromiso con el medioambiente y la sustentabilidad. Multiexport Foods S.A. y Blumar firmaron contrato para la construcción de una moderna planta de procesamientos en Punta Arenas, se considera una primera etapa con una capacidad de producción de 40 mil toneladas de productos frescos y congelados.

En diciembre la compañía marco dos hitos importantes, se cosecho por primera vez en una de las regiones más australes del país en Magallanes y a la vez la cosecha de salmónes atlánticos fue libres de antibióticos y parasitarios.

En la actualidad Multiexport Foods S.A. se encuentra en el tercer lugar de las empresas exportadoras de Salmón en Chile.

3.1 Descripción de la Empresa

En la tabla N°1 se muestra los datos de Multiexport Foods S.A.

	OBSERVACIONES
Razón Social	MULTIEXPORT FOODS S.A.
Rut	76672100-1
Nemotécnico	MULTIFOODS
Industria	ALIMENTOS - ACUICOLA
Regulación	SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, SUBSECRETARIA DE PESCA
Tipo de Operación	Inicio su actividad en 1987, 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.

Tabla 1. Descripción de la Empresa.

3.2 Organización empresarial

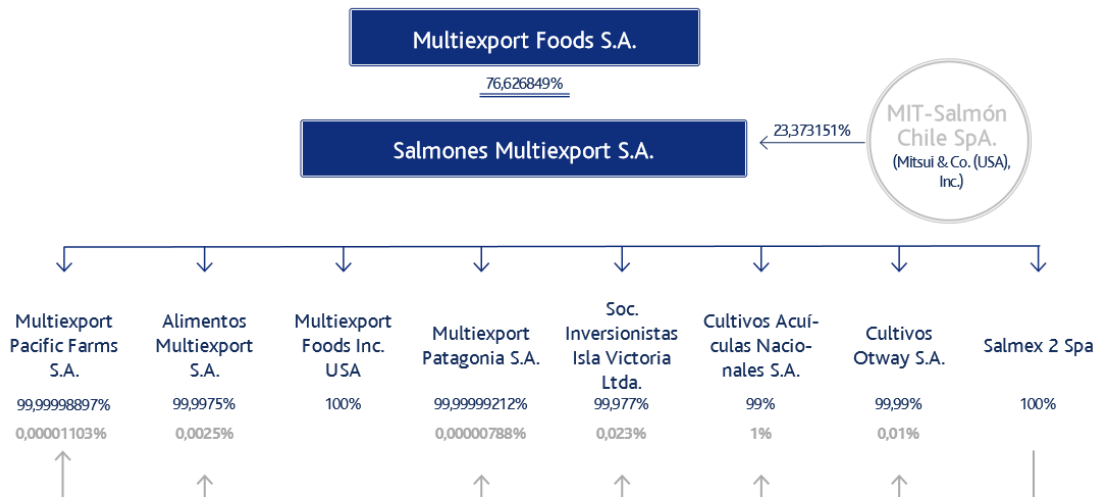


Figura 1. Organización Empresarial Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

3.3 Descripción del negocio

Multiexport Foods S.A. se estructura sobre la base de extraer la máxima eficiencia a cada una de las etapas de la cadena de valor, tanto en la producción y engorda, desde la reproducción en agua dulce hasta la cosecha en agua de mar, como en el valor agregado y ventas, donde destacan los negocios de procesamiento y producción ahumados.



Figura 2. Negocio del Salmón Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

3.3.1 Genética y Producción

La división agua se encarga de la producción de ovas que es la primera etapa del ciclo, la empresa cuenta, con un programa de selección genética, para que estas cumplan con las condiciones sanitarias y de cultivo.

3.3.2 Crianza en Agua Dulce

Esta división comprende las fases de incubación y alevinaje y de smoltificación. Las pisciculturas son con tecnología de punta la que permite la reutilización y recirculación de aguas en un 70 a 90 por ciento, teniendo un manejo medioambiental más sustentable. La producción del 100% Salmon Atlántico es en los centros de crianza de agua dulce, que se realiza en pisciculturas en tierra.

3.3.3 Engorda en Agua Mar

Esta división está a cargo del cultivo de peses en agua mar, la talla de cosecha es de 3,0 kg para el Salmon Coho y de 5,0 Kg para el Salmon Atlántico.

3.3.4 Procesamiento

Esta división tiene como objetivo garantizar los tiempos de producción, cumpliendo con todos los requisitos y estándares del medio ambiente, seguridad, calidad, higiene y mínimo costo de transformación, es por eso que cuenta con 2 plantas de procesamiento, una dedicada a la elaboración de productos frescos y congelados y otra para productos ahumados.

3.3.5 Valor Agregado

La división de valor agregado VAP tiene por objetivo el desarrollo y comercialización de todo tipo de productos, buscando aprovechar al máximo la materia prima.

3.3.6 Ventas y Distribución

La empresa ha logrado establecer relaciones sólidas con clientes en los más importantes mercados en más de 30 países alrededor del mundo.

3.4 Regulaciones

La acuicultura en Chile se encuentra regulada por la Ley de Pesca y Acuicultura (LGPA), son 4 instituciones estatales las encargadas de establecer el marco legal.

Subsecretaría de Pesca y Acuicultura, la que se encarga de regular y establecer las condiciones técnicas bajo las cuales se puede realizar la actividad.

Subsecretaría para las Fuerzas Armadas, la que se encarga de otorga las concesiones de acuicultura y dicta las áreas apropiadas para la actividad.

Servicio de Evaluación Ambiental, participa en la evaluación ambiental de los proyectos en conjunto con una comisión de evaluación.

Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura y Dirección General de Territorio Marítimo, son los encargados de fiscalizar.

3.4.1 Nueva Normativa Acuícola

Ley N°20.434, realizó cambios en el modelo productivo para hacerlo más sustentable, indicando que los centros deben tener periodos de descanso para disminuir las enfermedades, la prohibición de nueva siembra o continuar con la operación cuando se obtienen informes ambientales negativos, se fijó una densidad de cultivo que afectara a todos los centros de una misma agrupación, si estos tienen un mal desempeño ambiental y sanitario en un sector, impedirá el aumento de producción en todos sus centros. Será el Estado el encargado de solicitar informes de seguimientos ambientales y sanitarios, se fortaleció la normativa sobre el uso de fármacos y su mal uso, las concesiones acuícolas se limitaron a 25 años, con posibilidad de renovación si los informes ambientales son positivos. Se fortalecieron los programas de monitoreo para principales enfermedades que afectan la industria del salmón como ISA, SRS y de Caligus. Se fortaleció la normativa para la importación de especies hidrobiológicas según las directrices de la OIE (Organización Mundial de Sanidad Animal).

3.5 Filial

Multiexport Foods S.A. está compuesta por solo una filial directa Salmones Multiexport S.A., a través de estas se integra el proceso productivo y comercialización de salmónidos.

Descripción de Filial Salmones Multiexport S.A.

SALMONES MULTIEXPORTS.A.	
Razón social	Salmones Multiexport S.A.
Naturaleza Jurídica	Sociedad Anónima Cerrada
Capital Suscrito y Pagado	USD 239.963.549,62
% Participación Total	76,63%
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	<p>Titulares</p> <p>José Ramón Gutiérrez Arrivillaga (Presidente)</p> <p>Noboru Nagasawa</p> <p>Alberto del Pedregal Labbé</p> <p>Carlos Pucci Labatut</p> <p>Hernán Salvador Goyanes García</p> <p>Suplentes</p> <p>Martín Borda Mingo</p> <p>Tomonori Sekiguchi</p> <p>Rubén Bascuñán Serrano</p> <p>Jaime Valenzuela Soto</p> <p>César Barros Montero</p>
Gerente General	Andrés Lyon Labbé
Principales contratos con la matriz	Contrato de prestación de servicios directivos

Tabla 2. Descripción de Filial Salmones Multiexport S.A.

A su vez Salmones Multiexport S.A. está compuesta por ocho filiales, las que se pueden ver en el anexo N°1.

3.6 Accionistas

Según la información publicada en la CMF (comisión para el mercado financiero) los siguientes son los 12 mayores accionistas de Multiexport Foods S.A.

Principales Accionistas

Nombre	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
MULTIEXPORT DOS SA	706.743.466	706.743.466	50,10%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	134.997.494	134.997.494	9,57%
MULTIEXPORT SA	134.687.255	134.687.255	9,55%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	97.067.705	97.067.705	6,88%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	71.614.557	71.614.557	5,08%
ASESORIAS E INVERSIONES EMPAL LTDA	53.396.640	53.396.640	3,79%
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	30.966.484	30.966.484	2,20%
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	24.912.524	24.912.524	1,77%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	24.439.087	24.439.087	1,73%
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	14.323.933	14.323.933	1,02%
INVERSIONES DISER 3 LIMITADA	13.103.537	13.103.537	0,93%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	12.318.312	12.318.312	0,87%

Tabla 3. Principales Accionistas Fuente: Comisión para el mercado financiero

4. Mercado

En el año 2019 la producción mundial de salmónes cultivados aumento en un 7.6%, mientras que la captura de salmón salvaje disminuyo en un 5,6%

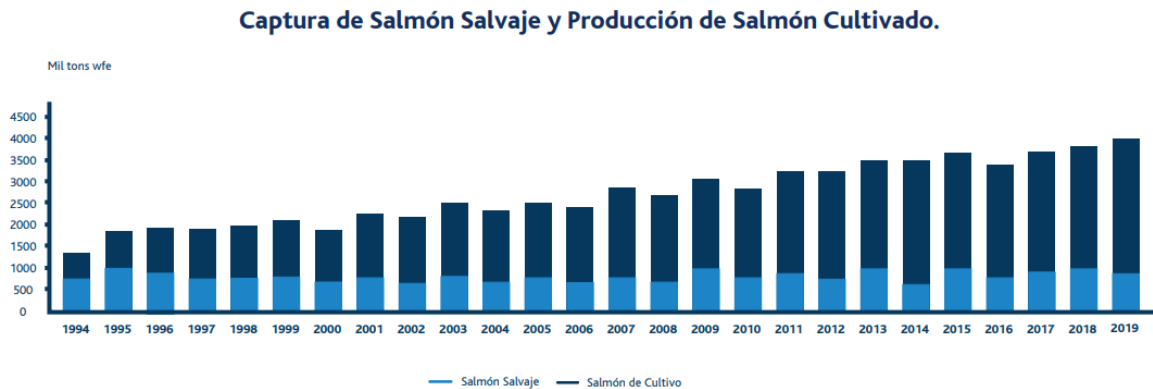


Figura 3. Captura de Salmon Salvaje y Producción de Salmon Cultivado Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

Los principales países productores de salmón siguen siendo Noruega y Chile, los que representan un 46% y 32% respectivamente de la producción mundial.

Producción Mundial de Salmón Atlántico, Trucha y Coho de Cultivo

Miles de Ton (WFE)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	% Var	Var
Noruega	827	936	1.003	1.047	1.233	1.216	1.273	1.302	1.247	1.271	1.317	1.411	7%	94
Chile	651	456	443	583	748	745	886	859	716	828	929	977	5%	48
UK	137	145	142	157	151	158	171	178	157	174	154	184	20%	30
Canadá	125	120	123	115	124	120	105	135	147	143	148	147	-1%	-1
Islas Faroe	38	48	45	60	62	73	83	81	77	78	72	87	21%	15
Irlanda	13	16	17	16	16	11	12	16	15	17	14	17	20%	3
Finlandia	15	15	15	15	14	14	12	13	15	16	16	16	0%	0
Otros	97	100	103	99	127	128	156	184	201	216	213	242	14%	29
Total	1.903	1.836	1.891	2.092	2.475	2.465	2.699	2.768	2.574	2.744	2.863	3.081	8%	218

Fuente: Kontali, Aquabench, Multiexport Foods.

Figura 4. Producción Mundial de Salmon Atlántico, Trucha y Coho de Cultivo Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

En Chile la producción se concentra en las regiones de los Lagos en un 49%, Aysén en un 42% y en Magallanes en un 9% La que en promedio entre los años 2014 y 2018 llegó a 824.763 toneladas.

Las cosechas de acuicultura del 2019 en relación a las del 2018, en la región de los lagos disminuyeron en un 11,1% mientras que para las regiones Aysén y Magallanes aumentaron en un 35,6% y 53,1% respectivamente.

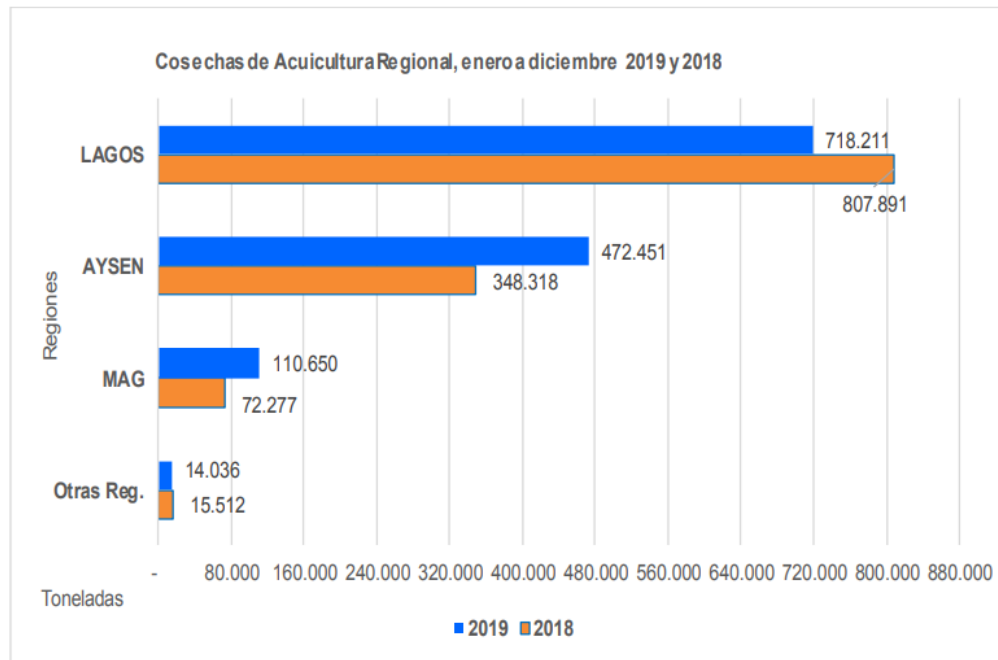


Figura 5. Cosechas de Acuicultura Regional. Fuente: Informe Sectorial de Pesca y Acuicultura 2019

Durante el año 2019 las exportaciones aumentaron, incrementando su volumen en 2,7%.

Exportaciones de Chile por Especie (Mil USD FOB)

	2015	2016	2017	2018	2019	% Var
Salmon Atlántico	2.512.522	2.950.739	3.399.036	3.866.016	3.777.026	-2,3%
Salmon Coho	572.969	489.254	783.462	874.943	897.117	2,5%
Trucha	440.718	400.443	467.539	425.653	468.386	10,0%
Total	3.526.208	3.840.435	4.650.037	5.166.613	5.142.529	-0,5%

Fuente: Lexis Nexis

Figura 6. Exportaciones de Chile por Especie. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019.

De la cosecha acumulada por especies en el 2019, 648 mil toneladas fueron exportadas, representando el Salmon Atlántico el 71%, mientras que las especies de Salmon Coho y Trucha, alcanzaron un 21% y 8%, respectivamente.

Exportaciones de Chile por Especie (TONS Netas)

	2015	2016	2017	2018	2019	% Var
Salmon Atlántico	402.024	379.164	368.651	456.060	458.619	0,6%
Salmon Coho	120.180	86.980	110.839	130.621	137.402	5,2%
Trucha	67.350	49.062	43.164	44.792	52.267	16,7%
Total	589.554	515.206	522.654	631.473	648.288	2,7%

Fuente: Lexis Nexis

Figura 7. Exportaciones de Chile por Especie en Toneladas. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

La cosecha acumulada del Salmon Atlántico durante el 2019 fue de 697 mil toneladas, la que supero en un 10,1% al 2018. La cosecha de esta especie se produce en las regiones de Aysén y los Lagos con 375,8 y 224,2 toneladas respectivamente. Representa un 53% de la cosecha nacional.

La Cosecha acumulada de la Trucha durante el 2019 fue de 79 mil toneladas, aumentando en 10,3% al 2018. La cosecha de esta especie se produce en las regiones de Aysén y Los Lagos con 49,2% y 21,4%. Representa un 6% de la cosecha nacional.

Mientras que el Salmon Coho o del Pacifico durante el 2019 fue de 176 mil toneladas, aumentando en un 28,4% al 2018. La cosecha de esta especie se produce en las regiones de Aysén y los Lagos con un 32,6% y 66,9%. Representando un 13,4% de la cosecha nacional.

4.1 Empresas en Chile

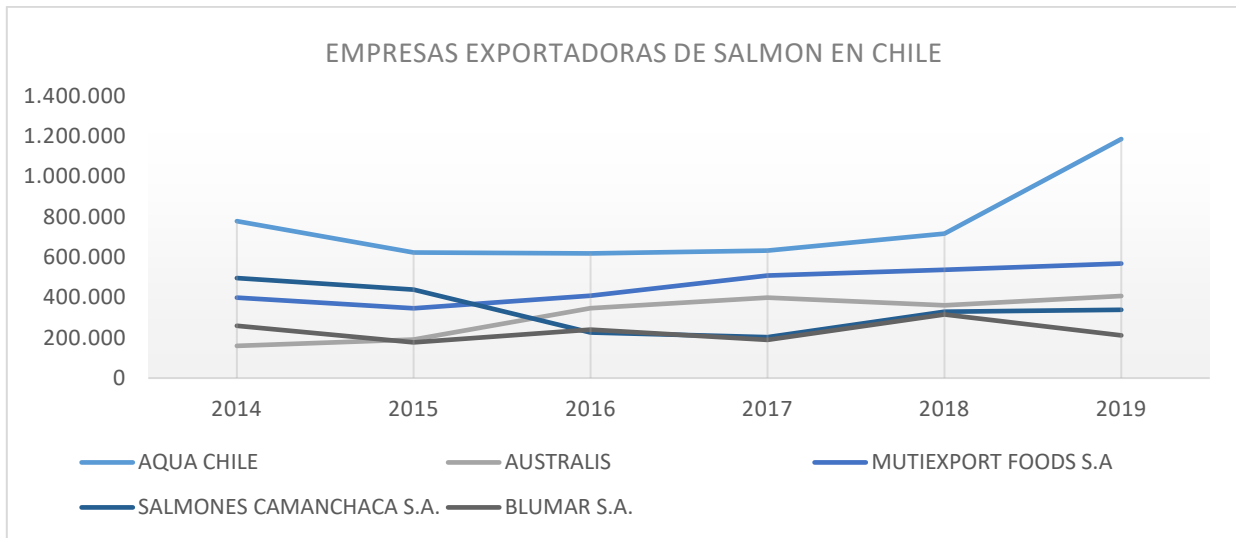


Grafico 1. Grafico. 1 Empresas Exportadoras de Salmon en Chile. Fuente: Elaboración propia, EE. FF de las empresas.

En Chile el mercado de las empresas exportadoras de salmón, está lideradas AquaChile, quien tuvo un crecimiento de las ventas en un 15,9% durante el 2019. Su producción total fue de 159 mil toneladas, de la que 118.892 corresponde al Salmon Atlántico, 25.073 al Salmon del Pacifico o Coho, y 15.061 a Trucha.

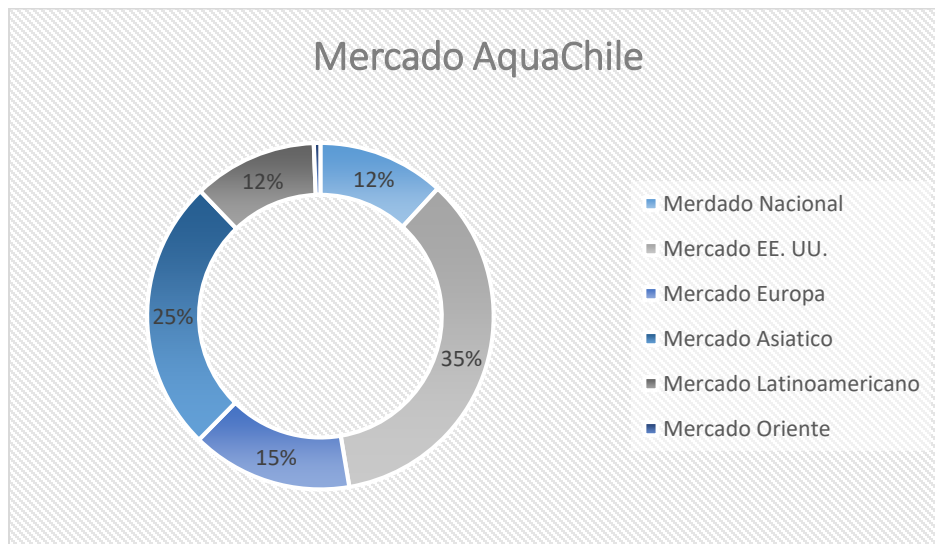


Grafico 2. Ingreso por Mercado AquaChile.

Sus principales mercados son EE. UU y el asiático que representan un 35% y 25% respectivamente.

Salmones Camanchaca, tuvo una cosecha de 58 mil toneladas incrementado en un 19,7% respecto al 2018, sin embargo, se produjo una disminución en sus ingresos de un 1,5%, esto debido a menor precio del producto congelado. La cosecha del Salmon Atlántico alcanzo las 53.731 toneladas aumentando en un 10,8% respecto al año 2018. En el 2019 se cosecho la primera producción del Salmon del Pacifico o Coho, llegando a 4.203 toneladas

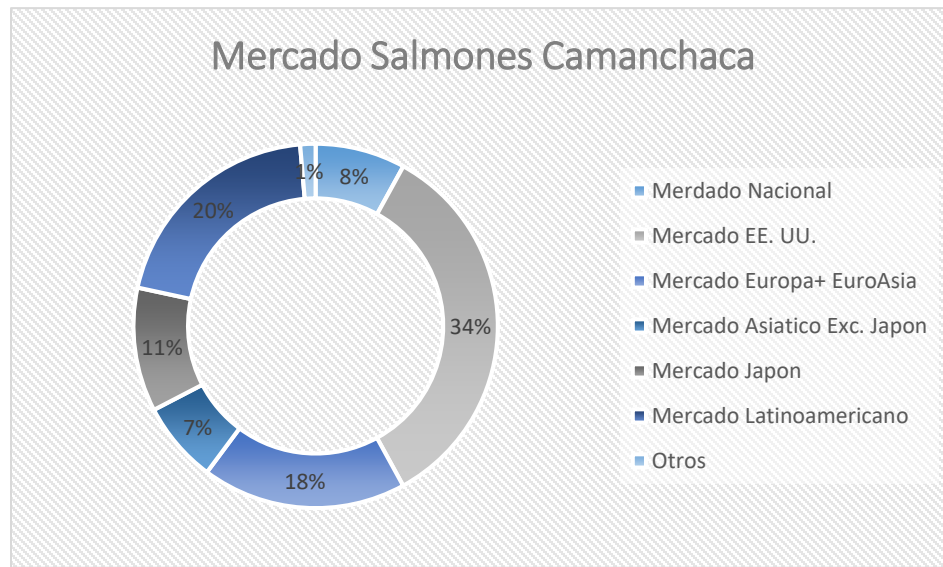


Grafico 3. Ingreso por Mercado Salmones Camanchaca.

Sus principales mercados son EE. UU y el Latinoamericano que representan un 34% y 20% respectivamente.

Australis, tuvo una producción total de 71.976 toneladas, aumentando su producción en un 22,3%, la cosecha del salmón Atlántico fue de 59.595 toneladas lo que equivale a un 83% de la producción, aumentando en un 11,9% respecto del 2018. La cosecha de Salmon del Pacifico o Coho fue de 842 toneladas representando un 1% de la producción total. La cosecha de Trucha fue de 11.539 toneladas equivalentes a un 16% de la producción total, aumentando en un 105% respecto del 2018. Los ingresos de la empresa aumentaron en un 12,8% respecto del 2018.

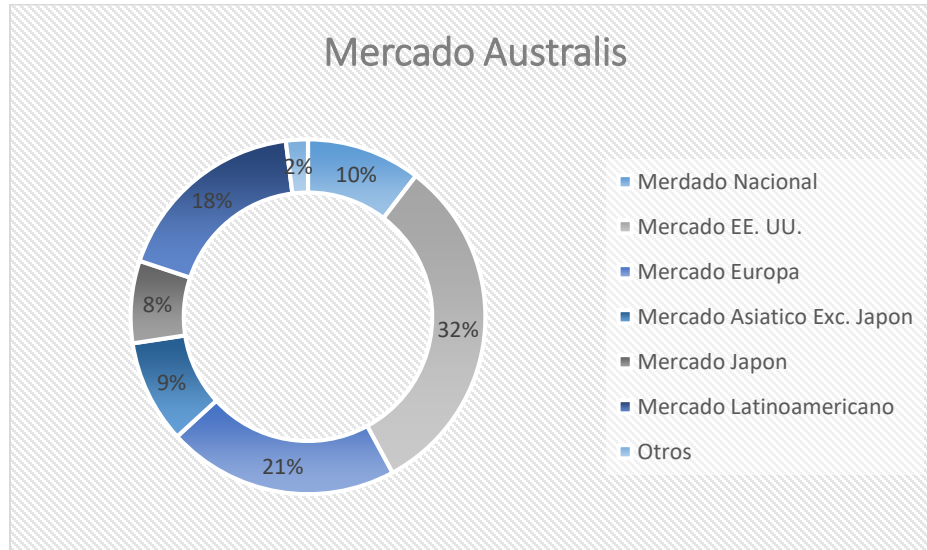


Grafico 4. Ingreso por Mercado Australis.

Sus principales mercados son EE. UU y el Europeo que representan un 32% y 21% respectivamente.

La empresa Blumar, además de dedicarse a la acuicultura, también tiene otras líneas de negocios, pero la exportación de Salmon y Trucha, representa un 52% de sus ingresos, sin embargo, en el 2019 tuvo una disminución en sus ventas de un 33% debido a la menor cosecha respecto al año 2018. La cosecha total fue de 35,3 mil toneladas de las un 77% corresponden al Salmon Atlántico y un 23% al Salmon del Pacifico o Coho.

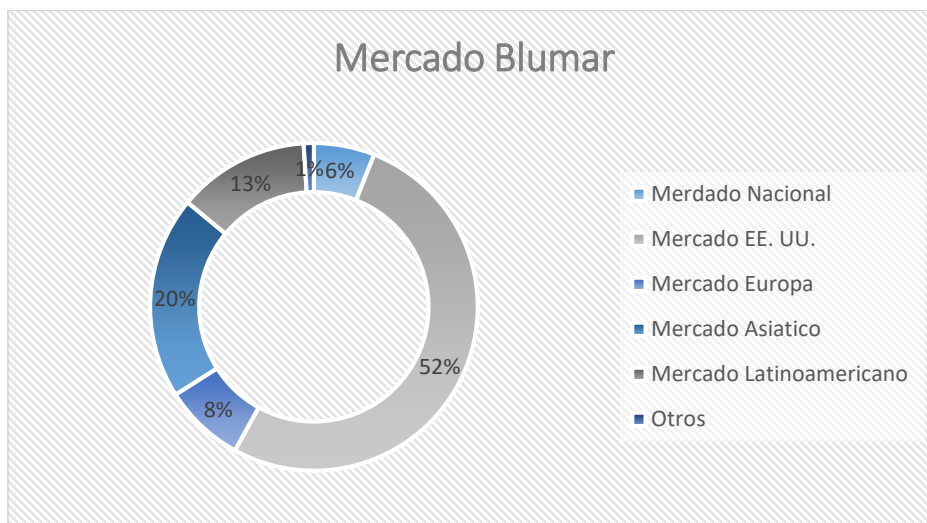


Grafico 5. Ingreso por Mercado Blumar.

Sus principales mercados son EE. UU y al asiático que representan un 52% y 20% respectivamente.

5. Estructura de Capital de la Empresa

Para calcular la estructura de capital de Multiexport Foods S.A., se analizó la deuda financiera extraída de los estados financieros en IFRS auditados entre los periodos 2015 al 2019 obtenidos en la CMF los que se encuentran en MUSD.

Deuda Financiera

Deuda Financiera en MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Otros pasivos financieros corrientes	35.233	45.240	13.072	13.176	93.399
Otros pasivos financieros no corrientes	138.774	94.741	88.000	76.000	64.000
Deuda Financiera Total	174.007	139.981	101.072	89.176	157.399

Tabla 4. Deuda Financiera

La deuda financiera esta compuestas por prestamos corrientes y no corrientes que devengan intereses, a continuación, su detalle.

Detalle Deuda Financiera

Deuda Financiera en MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Prestamos que devengan intereses corrientes	20.087				40.204
Otros Pasivos Financieros Corrientes	15.146	45.240	13.072	13.176	53.195
Prestamos que devengan intereses no corrientes	44.032	47.182	12.000	12.000	12.000
Otros Pasivos Financieros no corrientes	94.742	47.559	76.000	64.000	52.000
Deuda Financiera	174.007	139.981	101.072	89.176	157.399

Tabla 5. Detalle Deuda Financiera

6. Patrimonio Económico (Bursátil)

Para el cálculo del patrimonio económico se revisaron la cantidad de acciones suscritas y pagadas al 31 de diciembre entre los años 2015 y 2019. El valor de las acciones a diciembre de cada año. El Patrimonio Económico Bursátil se encuentra expresados en MUSD.

Patrimonio Económico Bursátil

Patrimonio Económico (bursátil)	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019
Acciones suscritas y pagadas	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600
Valor a Diciembre USD	0,09	0,28	0,39	0,51	0,46
Patrimonio Económico (MUSD)	123.648	401.664	544.299	725.884	645.676

Tabla 6. Patrimonio Económico Bursátil

7. Estructura de Capital Objetivo

Para calcular la Estructura de Capital Objetivo, utilizaremos la Deuda Financiera (B) y el Patrimonio Económico Bursátil (P). Montos expresados en MUSD.

Estructura de Capital Objetivo

	2015	2016	2017	2018	2019
B	174.007	139.981	101.072	89.176	157.399
P	123.648	401.664	544.299	725.884	645.676
V= (P+B)	297.655	541.645	645.371	815.060	803.075

Tabla 7. Estructura de Capital Objetivo

Para el cálculo de la Estructura de Capital Promedio, se consideraron los periodos desde el 2015 al 2019, mientras que para la estructura de capital Objetivo se consideran solo el periodo 2017 al 2019.

Detalle Estructura de Capital Objetivo

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Estructura Objetivo	Promedio periodos 2018-2019
B/V	58,46%	25,84%	15,66%	10,94%	19,60%	26,10%	15,40%	
P/V	41,54%	74,16%	84,34%	89,06%	80,40%	73,90%	84,60%	
B/P	140,73%	34,85%	18,57%	12,29%	24,38%	35,32%	18,20%	18,33%

Tabla 8. Detalle Estructura de Capital Objetivo

8. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

8.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

La estimación del beta se realiza a través del modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$), para el cálculo del Beta Patrimonial, se utilizaron los retornos semanales de las acciones de Multiexport Foods S.A. y el IGPA, dos años para cada Beta, con datos entre los años 2016 al 2019.

Estimación del Beta Patrimonial

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,471	1,202	0,587
p-value (significancia)	0,14	0,00	0,01
Presencia Bursátil (%)	87,2%	71,1%	63,9%

Tabla 9. Estimación del Beta Patrimonial Fuente: www.fitchratings.com (Presencia Bursátil)

La significancia en los 2 últimos años es alta, al igual que la beta muestra un incremento en los periodos, dando señales de que se ha vuelto más riesgoso, pero tiene un riesgo menor que el mercado, la capitalización bursátil ha bajado.

A diciembre 2019 la beta de la acción es de un 0,587

8.2 Costo de la Deuda (k_b)

Multiexport Foods S.A. no cuenta con bonos emitidos, por este motivo se considera como tasa de costo de deuda la tasa de interés en USD de préstamos bancarios a mediano y largo plazo. Para el año 2019 fue de 4,20%

Otros Pasivos Financieros no Corrientes al 31/12/2019

Deudor Acreedor	Nombre	Acreedor Rut	Banco	Moneda	Años de vencimiento				Total no corriente MUS\$	Interés anual Prom. %
					mas de 1 hasta 2 años MUS\$	mas de 2 hasta 3 años MUS\$	mas de 3 hasta 4 años MUS\$	mas de 4 años MUS\$		
79.891.160-0	Salmones Multiexport S.A	97.004.000-5	De Chile	Dólares	1.440	6.240	-	-	7.680	4,20%
79.891.160-0	Salmones Multiexport S.A	59.043.570-8	Coöperatieve Rabob	Dólares	5.760	24.960	-	-	30.720	4,20%
79.891.160-0	Salmones Multiexport S.A	97.006.000-6	BCI	Dólares	1.440	6.240	-	-	7.680	4,20%
79.891.160-0	Salmones Multiexport S.A	97.036.000-k	Santander de Chile	Dólares	2.400	10.400	-	-	12.800	4,20%
79.891.160-0	Salmones Multiexport S.A	59.141.000-8	Dnb Nor Bank Asa	Dólares	960	4.160	-	-	5.120	4,20%
Total					12.000	52.000	0	-	64.000	
k_b 4,20%										

Figura 8. Deuda(k_b) Otros Pasivos Financieros no Corrientes. Fuente: Multiexport Foods. Memoria 2019

8.3 Beta de la Deuda (β_b)

Para calcular el Beta de la deuda se utiliza el modelo CAPM más el costo de la deuda (K_b) ver tabla N°7.

La tasa libre de riesgo R_f se considera al 31 de diciembre 2019, esta corresponde a la Yield T10Y Bond por 1,919% USD⁶ y el Credit de Fault Swap (CDS) 10Y de Chile por 0,8139%⁷, esto debido a que los informes de Multiexport Foods S.A. están en USD. Además, se tiene un PMR de 6.26%.

$$K_b = R_f + PMR * \beta_{deuda}$$

K_b	=	4,20%
R_f	=	2,73%
PMR	=	6,26%

$$4,20\% = 2,73\% + 6,26\% * \beta_{deuda}$$

$$\beta_d = 0,235$$

8.4 Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta de la Acción, calculado anteriormente ver tabla N°6 y anexo N° 4, fue el siguiente:

$$(\beta_p^{C/D}) \quad 0,587$$

⁶ <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>

⁷ <https://www.assetmacro.com/chile/credit-default-swaps-cds/chile-credit-default-swaps-10y-cds/>

8.5 Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

El Beta Patrimonial sin deuda se obtiene desapalancando el beta de la acción, para el cálculo se utilizó B/P promedio de los años 2018 y 2019, el Beta de la acción, el beta de la deuda más la tasa de impuesto a largo plazo.

Estructura B/P Promedio

	2018	2019	Promedio periodos 2018-2019
B/V	10,94%	19,60%	
P/V	89,06%	80,40%	
B/P	12,29%	24,38%	18,33%

Tabla 10. Estructura B/P Promedio

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \times \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$\beta^{c/d}$	0,587
t_c	27%
B/P	18,33%
β_d	0,235

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,587 + 0,235 * (1 - 27%) * 18,33\%}{[1 + (1 - 27% * 18,33\%)]}$$

$\beta_p^{S/D}$	0,097
-----------------	-------

8.6 Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Para obtener el beta patrimonial con deuda, se debe apalancar utilizando la fórmula de Rubinstein (1973) con la estructura de capital objetivo y la tasa de impuesto de largo plazo.

Estructura Capital Objetivo

	2017	2018	2019	Promedio	Estructura Objetivo
B/V	15,66%	10,94%	19,60%	26,10%	15,40%
P/V	84,34%	89,06%	80,40%	73,90%	84,60%
B/P	18,57%	12,29%	24,38%	35,32%	18,20%

Tabla 11. Estructura Capital Objetivo

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \times \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta^{S/D} = 0,097$$

$$t_c = 27\%$$

$$B/P = 18,20\%$$

$$\beta_b = 0,235$$

$$\beta^{c/d} = 0,097 * [1 + (1 - 27\%) * (18,20\%)] - 0,235 * (1 - 27\%) * (18,20\%)$$

$$\beta^{C/D} = 0,107$$

8.7 Costo Patrimonial (k_p)

El costo patrimonial se estima mediante el modelo CAMP (Capital Asset Pricing Model), se incluye un premio por iliquidez de un 1,5% ya que la presencia bursátil de la acción es relativamente baja (63,9%).

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D} + P_{\text{iliquidez}}$$

$$R_f = 2,73\%$$

$$PRM = 6,26\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,107$$

$$P_{\text{iliquidez}} = 1,5\%$$

$$K_p = 2,73\% + 6,26\% * 0,107 + 1,5\%$$

$$K_p = 4,90\%$$

8.8 Costo de Capital (k_0)

Teniendo identificadas la tasa de costo de la deuda K_b y la de costo de capital K_p podemos calcular la tasa de costo de capital promedio ponderado WACC.

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

k_p	=	4,90%
P/V	=	84,60%
k_b	=	4,20%
B/V	=	15,40%
t_c	=	0,27

$$K_0 = 4,90\% * (84,60\%) + 4,20\% * (1 - 0,27) * (15,40\%)$$

$$K_0 = 4,62\%$$

9 Análisis de Operacional del Negocio e Industria

9.1 Análisis de crecimiento de Multiexport Foods S.A.

En las siguientes tablas se muestran las tasas de crecimiento reales de las ventas por sector de la empresa.

Ingresos por sector

Ingresos por Sector	INGRESOS ANUALES MUSD					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
venta de Producto terminado Salmon	399.026	336.658	401.152	501.782	531.820	556.392
Venta de Activos biológicos		222	6	1.926	159	1.040
Otros Ingresos Ordinarios		9.388	7.294	5.053	5.268	10.970
Total Ingreso de Actividades Ordinarias	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	568.402

Tabla 12. Ingresos por Sector Fuente: EE.FF. Consolidados

Ingreso por sector en %

Ingresos por Sector	TASAS DE CRECIMIENTO REALES					\bar{x}
	2015	2016	2017	2018	2019	
venta de Producto terminado Salmon	-15,63%	19,16%	25,09%	5,99%	4,62%	
Venta de Activos biológicos		-97,30%	32000,00%	-91,74%	554,09%	
Otros Ingresos Ordinarios		-22,31%	-30,72%	4,25%	108,24%	
Total Ingreso de Actividades Ordinarias	-13,22%	17,96%	24,56%	5,60%	5,80%	8,14%

Tabla 13. Ingreso por sector en %

El 98% de los ingresos provienen del sector de Venta de Producto Terminado de Salmon, mientras que la venta de Activos Biológicos y otros Ingresos Ordinarios representan un 0,18% y un 1,9% respectivamente para el año 2019.

Un 90,1% de las ventas totales para el 2019 corresponde a exportaciones, las que en un 46,9% son destinadas al mercado EE. UU.

Las ventas desde el 2015 al 2019 han mantenido una tendencia al alza. Las ventas totales del 2019 tuvieron un incremento de un 0,9 % respecto al 2018.

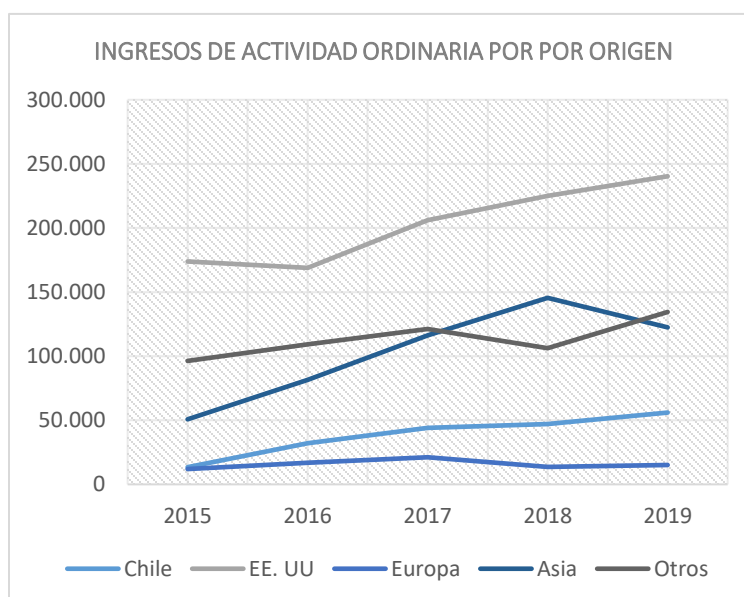


Gráfico 6. Ingreso por Mercado Multiexport Foods S.A. Fuente: Elaboración propia de la empresa

9.2 Tasas de Crecimiento de la Industria

Para realizar el cálculo de la tasa de crecimiento de la industria, se utilizaron las empresas más representativas de sector de la que se destaca AQUA Chile siendo una de las principales exportadoras de Salmones y Truchas, en el caso de BLUMAR S.A. solo se consideró la división Acuícola. El análisis se realiza utilizando la información obtenida de los estados financieros de las empresas expresados en MUSD.

Ingresos Empresas Competencia.

EMPRESAS	INGRESOS ANUALES MUSD					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
AQUA CHILE	779.106	623.366	618.628	632.738	716.193	1.186.155
AUSTRALIS	159.759	191.249	347.560	399.441	360.878	407.286
SALMONES CAMANCHACA S.A.	496.392	439.225	225.546	203.070	329.411	338.959
BLUMAR S.A.	258.896	177.043	239.964	190.210	315.484	211.175

Tabla 14. Ingresos Empresas Competencia - Fuente: Elaboración Propia, información EEFF consolidados

Tasa de Crecimiento Real Industria.

EMPRESAS	TASAS DE CRECIMIENTO REALES					\bar{x}
	2015	2016	2017	2018	2019	
AQUA CHILE	-19,99%	-0,76%	2,28%	13,19%	65,62%	12,07%
AUSTRALIS	19,71%	81,73%	14,93%	-9,65%	12,86%	23,92%
SALMONES CAMANCHACA S.A.	-11,52%	-48,65%	-9,97%	62,22%	2,90%	-1,00%
BLUMAR S.A.	-31,62%	35,54%	-20,73%	65,86%	-33,06%	3,20%
					Promedio industria	9,54%

Tabla 15. Tasa de Crecimiento Real Industria

La tasa de crecimiento de la industria promedio se consideró en un 9,54%

9.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 a 2024

Debido a que las ventas de Multiexport Foods S.A. no son representativas en la demanda local, para la proyección de las ventas, se utilizaron las ventas por origen con el PIB internacional proyectado del Banco Mundial⁸ y el PIB proyectado de Chile. Dando una tasa del 2,06% para la proyección.

Se respalda además la decisión tomada, con el informe realizado por la FAO (Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación) “Estado Mundial de la Pesca y la Acuicultura” del 2018⁹, el que pronostica las tasas de crecimiento entre los años 2017 a 2030, serán de un 2,1%.

Producción mundial de la pesca de captura y la acuicultura, 1990-2030

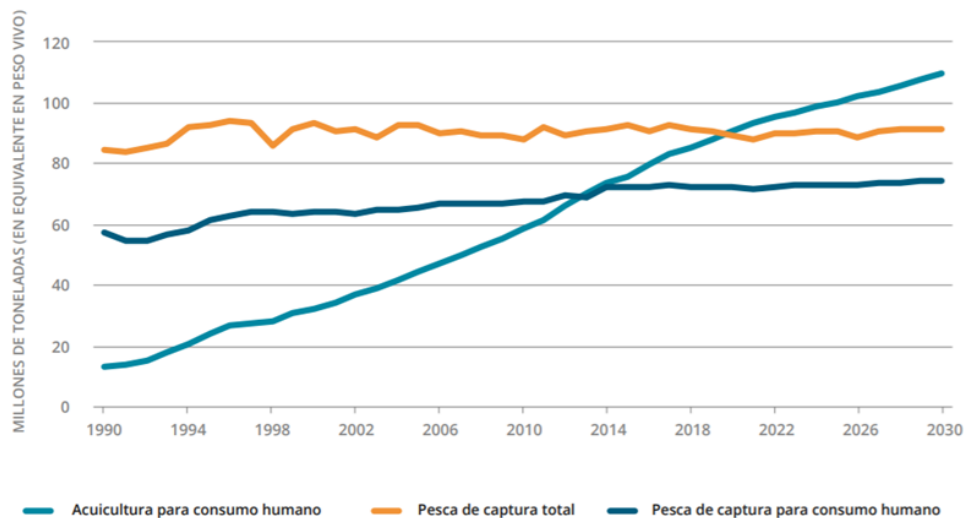


Figura 9. Fuente: Informe FAO “Estado Mundial de la Pesca y la Acuicultura” del 2018.

Para el PIB proyectado de Chile se considera del informe “Crecimiento Tendencial” del año 2017¹⁰, el que indica que el PIB de Chile, en el escenario base estima un crecimiento total de 3,2% promedio para la década 2017 – 2026.

⁸ <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects#forecasts>

⁹ FAO. 2018. El estado mundial de la pesca y la acuicultura 2018. Cumplir los objetivos de desarrollo sostenible. Roma. Licencia: CC BY-NC-SA 3.0 IGO.

¹⁰ https://www.bcentral.cl/documents/33528/1325580/crecimiento_tendencial_sep2017.pdf/4a8878cf-a68b-caa3-0372-49b55032211d?t=1573288037550

Proyección de crecimiento tendencial
Método función de producción, 2017-2050

	Capital	Fuerza trabajo	Horas trabaj.	Índice calidad	Factor trabajo	PTF	PIB resto	PIB RRNN	PIB total
Esc. Pesimista									
2017-2026	3,0	1,1	-0,7	0,7	1,1	0,9	2,9	2,0	2,8
2017-2036	2,6	0,8	-0,6	0,6	0,8	0,9	2,6		
2017-2050	2,4	0,6	-0,4	0,5	0,6	0,9	2,4		
Esc. Base									
2017-2026	3,4	1,3	-0,4	0,8	1,6	0,9	3,4	2,0	3,2
2017-2036	3,0	1,0	-0,4	0,7	1,3	0,9	3,0		
2017-2050	2,7	0,8	-0,4	0,6	1,0	0,9	2,7		
Esc. Optimista									
2017-2026	3,7	1,4	-0,2	0,9	2,1	0,9	3,8	2,0	3,6
2017-2036	3,4	1,2	-0,2	0,8	1,8	0,9	3,5		
2017-2050	3,0	0,9	-0,2	0,7	1,3	0,9	3,1		

Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN, INE y OCDE.

Figura 10. Proyección de crecimiento tendencial. Fuente: Informe Crecimiento Tendencial

Según los datos históricos de Multiexport Foods S.A. las ventas a mercados externos representan un 90% de los ingresos totales.

Ingreso por Mercado Multiexport Foods S.A.

Ingreso de actividades ordinarias por origen	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio vtas. x años	PIB proyectado
Chile	3,88%	7,83%	8,66%	8,75%	9,85%	7,79%	3,2%
EE. UU	50,20%	41,35%	40,52%	41,88%	42,28%	43,25%	2,1%
Europa	3,45%	4,16%	4,16%	2,53%	2,66%	3,39%	1,5%
Asia	14,66%	19,95%	22,86%	27,08%	21,54%	21,22%	0,9%
Otros	27,81%	26,72%	23,80%	19,76%	23,66%	24,35%	2,7%
						Tasa proyección ventas	2,06%

Tabla 16. Ingreso por Mercado Multiexport Foods S.A.

En el siguiente cuadro podemos ver la proyección de ingresos de actividades ordinarias por sector:

Proyección Ingresos Actividades Ordinarias.

Ingresos de Actividades Ordinarias por Sector	PROYECCION INGRESOS ANUALES										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Venta de Producto terminado Salmon	399.026	336.658	401.152	501.782	531.820	556.392	567.854	579.551	591.490	603.675	616.111
Venta de Activos biológicos		222	6	1.926	159	1.040	1.061	1.083	1.106	1.128	1.152
Otros Ingresos Ordinarios		9.388	7.294	5.053	5.268	10.970	11.196	11.427	11.662	11.902	12.147
Total Ingreso de Actividades Ordinarias	399.026	346.268	408.452	508.761	537.247	568.402	580.111	592.061	604.258	616.706	629.410

Tabla 17. Proyección Ingresos Actividades Ordinarias

Montos expresados en MUSD

9.4 Costo de la Operación

De acuerdo a la composición de los EE.RR. podemos hacer el siguiente análisis.

Los costos de venta representan un 84% del total de las ventas para el 2019, aumentando en un 14% respecto a 2018. Debido a la disminución en el precio de venta, el que registró una caída 5,4% en comparación al año anterior a pesar de haber aumentado su cosecha en un 16% respecto del 2018, además de un leve aumento de los costos Ex Farm generado de la cosecha de grupos de peses afectados por condiciones ambientales dañinas en el pasado verano y otoño.

COSTOS DE VENTA

Costo segmento operativo Salmon y Trucha MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Costo Producto Terminado Salmon	-333.342	-302.252	-329.677	-372.134	-425.338
Costo Activos Biológicos	-74	-21	-1.531	-210	-209
Otros Costos Ordinarios	-3.169	-2.930	-1.003	-1.670	-1.099
Costo de Transporte	-29.086	-31.422	-34.896	-44.551	-51.722
Total costo segmento operativo salmón y trucha	-365.671	-336.625	-367.107	-418.565	-478.368

Tabla 18. Costo de Venta.

Los costos de distribución representan un 2% del total de las ventas durante el 2019, aumentando en un 22% respecto al 2018. Los costos de Frigoríficos, Marketing, aumentaron en un 50% y 111% respecto del año anterior.

COSTOS DE DISTRIBUCION

Costos de Distribución MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Frigoríficos	-2.954	-1138	-816	-1132	-1698
Marketing				-536	-1131
Gastos ventas oficina EEUU	-2.610	-2806	-3222	-3210	-3167
Gastos ventas oficina Chile	-288	-249	-103	-28	-8
Gastos ventas oficina Japón					-250
Gastos generales embarque y pre-embarque	-346	-156	-87	-149	-281
Remuneraciones del personal	-690	-607	-653	-804	-814
Comisiones por ventas	-491	-620	-693	-608	-756
Otros gastos de ventas	-1.192	-1551	-1339	-1552	-1651
Total	-8.571	-7.127	-6.913	-8.019	-9.756

Tabla 19. Costo de Distribución.

Los Gastos de Administración representan un 3% para el año 2019, teniendo un aumento de un 23% respecto al 2018, esto se explica principalmente por el aumento de Remuneraciones del personal, gastos del personal y gastos de computación en un 13%,50% y 70% respectivamente.

GASTOS DE ADMINISTRACION

Gastos de Administración MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Remuneraciones del personal	-4359	-4876	-6351	-6431	-7269
Gastos del personal	-314	-742	-2677	-1614	-2415
Asuntos corporativos administración	-25	-19	-40	-206	-263
Comunicaciones	-60	-66	-97	-189	-361
Servicios externos	-968	-770	-985	-1248	-1725
Vehículos	-166	-159	-182	-224	-256
Seguros	-133	-137	-109	-164	-316
Gastos de computación	-165	-209	-258	-886	-1503
Otros gastos de administración	-977	73	-972	-1492	-1917
Depreciaciones y amortizaciones	-127	-202	-261	-257	-415
Total	-7294	-7107	-11932	-12711	-16440

Tabla 20. Gastos de Administración

9.5 Análisis de cuentas no Operacionales

Los ingresos representan una disminución significativa respecto al 2018 en un 18%, sin embargo, en el promedio de los últimos 5 años es de un 0,3%

Los ingresos financieros corresponden en el 2019 a descuentos por pagos anticipados por un monto de USD 2358.- y a Inversiones en el mercado financiero por un monto de USD 832.-

INGRESOS FINANCIEROS

Ingresos Financieros MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Intereses percibidos	108	361	1.343	3.908	3.190
Total	108	361	1.343	3.908	3.190

Tabla 21. Ingresos Financieros

Según el análisis vertical el total las cuentas de costos financieros representan un 1% del total de los ingresos, teniendo una leve disminución con respecto al 2018, del 1%.

COSTOS FINANCIEROS

Costos financieros MUSD	2015	2016	2017	2018	2019
Intereses préstamo anticipo a exportador	-500	-775			-252
Intereses por préstamos no corrientes	-4.167	-4.128	-3.834	-4.116	-3.821
Otros gastos financieros	-196	-181	-181	-506	-499
Total	-4.863	-5.084	-4.015	-4.622	-4.572

Tabla 22. Costos Financieros

9.6 Análisis de Activos

A continuación, se presenta los activos de Multiexport Foods S.A, los que se dividen en Operacionales y no operacionales.

Total de Activos

Estados financieros consolidados MUSD	31-12-2019	Tipo de Activo
Activos corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.265	No Operacional
Otros activos no financieros corrientes	10.626	Operacional
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	72.965	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	29.808	Operacional
Inventarios corrientes	54.825	Operacional
Activos biológicos corrientes	260.467	Operacional
Activos por impuestos corrientes, corrientes	10.246	Operacional
Total Activos Corrientes	446.202	
Activos no corrientes		
Otros activos financieros no corrientes	26	No Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	5.882	Operacional
Cuentas por cobrar no corrientes	261	Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	177	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.672	Operacional
Propiedades, planta y equipo	117.559	Operacional
Propiedades, planta y equipo	20.681	No Operacional
Activos biológicos no corrientes	43.194	Operacional
Activos por impuestos diferidos	9.962	Operacional
Total de activos no corrientes	220.414	
Total de activos	666.616	

Tabla 23. Total de Activos

9.6.1 Activo no Operacionales.

Los siguientes activos se consideran como no operacionales.

El efectivo y efectivo equivalente, está compuesto de inversiones de fondos mutuos y depósitos a plazo.

Detalle Efectivo y Equivalente al Efectivo

Efectivo y equivalentes al efectivo MUSD	2019
Efectivo en caja	6
Saldo en Bancos	7.259
Total	7.265

Tabla 24. Detalle Efectivo y Equivalente al Efectivo

Otros activos financieros no corrientes, corresponde a una inversión realizada a la Sociedad Inmobiliaria Colegio de Puerto Varas. Esta sociedad posee 3 acciones de Multiexport Foods S.A. desde 1995.

Detalle Otros Activos Financieros no Corrientes.

Otros activos financieros no corrientes MUSD	2019
Inversión Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas S.A.	26
Total	26

Tabla 25. Detalle Otros Activos Financieros no Corrientes

El 14,96% del total neto de los activos fijos se mantienen temporalmente inactivos, ya que de acuerdo a la Ley N° 20.434¹¹ vigente, los centros de cultivo deben tener un periodo de descanso para disminuir el riesgo de enfermedades.

Detalle Propiedad, Planta y Equipo.

Propiedades, planta y equipo MUSD	2019
Terrenos	1.454
Edificios	4.104
Planta y equipos	13.380
Equipamiento de tecnología de la información	240
Instalaciones fijas y accesorios	1.234
Vehículos de motor	5
Otras propiedades, planta y equipo	263
Total	20.681

Tabla 26. Detalle Propiedad, Planta y Equipo

¹¹ <http://www.subpesca.cl/portal/616/w3-article-60650.html>

10 Proyección de EE. RR.

10.1 Proyección de Ingresos de actividades Ordinarias

Debido a que las tasas de crecimiento de Multiexport Foods S.A. son variables en los periodos analizados, para la proyección de los ingresos se consideraron las ventas por origen, con el PIB internacional proyectado del Banco Mundial y el PIB proyectado de Chile. Para la proyección del EE.RR. se proyectarán sobre los ingresos de actividades ordinarias.

10.2 Proyección de Operación

10.2.1 Costo de venta

Para proyectar el costo de ventas se hace sobre los ingresos de actividades ordinarias, el que presenta un 84% por este motivo se considera ese porcentaje para realizar la proyección.

Costo de Ventas % Sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Costo de ventas	-106%	-82%	-72%	-78%	-84%	-84%

Tabla 27. Costo de Ventas % Sobre los Ingresos

10.2.2 Efecto neto por ajuste de Fair Valeu

Los abonos (cargos) por resultado Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos y activos del ejercicio, representan en conjunto un 0,06% en el 2019, para la proyección se utilizará el promedio de los últimos 3 años de un 1%. Multiexport Foods S.A. debió aplicar cambios valorizando a valor justo toda la biomasa en mar a través de flujos descontados o valor presente.

Efecto Neto por ajuste de Fair Valeu % Sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
(Cargos) abonos a resultado por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	0%	-6%	-19%	-16%	-15,87%	-11%
(Cargos) abonos a resultado por Fair Value de activos biológicos del ejercicio	-3%	13%	20%	18%	15,81%	13%
Efecto neto por ajuste de Fair Valeu	-3%	7%	1%	2%	-0,06%	1,4%

Tabla 28. Efecto Neto por ajuste de Fair Valeu % Sobre los Ingresos

10.2.3 Costos de distribución

Representa un 2% de los ingresos de actividades ordinarias en el año 2019 y en el promedio de los 5 años se ha mantenido en ese porcentaje, es por ese motivo que se proyecta con un 2%.

Costo de Distribución % Sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Costos de distribución	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%	-2%

Tabla 29. Costo de Distribución % Sobre los Ingresos

10.2.4 Gastos de administración

Representa un 3% de los ingresos de actividades ordinaria, en el año 2019, calculando el promedio de los últimos 3 años, mantienen porcentaje, se proyectará con un 3%.

Gastos de Administración % sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Gastos de administración	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%

Tabla 30. Gastos de Administración % sobre los Ingresos

10.3 Proyección Resultado no Operacional.

10.3.1 Otros Ingresos

Los otros Ingresos se proyectarán en un 0,1% ya que no ha tenido cambios significativos en los últimos 3 años, dando el mismo promedio porcentual.

Otros Ingresos % sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Otros ingresos	0%	0%	0%	0%	0,1%	0%

Tabla 31. Otros Ingresos % sobre los Ingresos

10.3.2 Otros gastos, por función

Estos se proyectarán dada su variabilidad con el promedio de los tres últimos años 0,3%.

Otros Gastos, por Función % sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Otros gastos, por función	0%	-2%	0%	0%	0%	-1%

Tabla 32. Otros Gastos, por Función % sobre los Ingresos

Los ingresos financieros y los costos financieros se mantendrán constante en la proyección tomando como referencia el año 2019.

Ingresos Financieros y Costos Financieros % sobre los Ingresos.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Ingresos financieros	0%	0%	0%	1%	1%	0%
Costos financieros	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%

Tabla 33. Ingresos Financieros y Costos Financieros % sobre los Ingresos

10.4 Proyección EE. RR. 2020-2024

El estado de resultado está proyectado en base al ingreso de actividades ordinarias, expresado en MUSD

Estado de Resultado Proyectado.

ESTADO DE RESULTADO	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	568.402	580.111	592.061	604.258	616.706	629.410
Costo de ventas	-478.368	-488.222	-498.280	-508.544	-519.020	-529.712
Ganancias Brutas antes de Fair Valeu	90.034	91.889	93.782	95.714	97.685	99.698
Efecto neto por ajuste de Fair Valeu	-344	-351	-358	-366	-373	-381
Ganancias Brutas	89.690	91.538	93.423	95.348	97.312	99.317
Otros ingresos	551	562	574	586	598	610
Costos de distribución	-9.756	-9.957	-10.162	-10.371	-10.585	-10.803
Gastos de administración	-16.440	-16.779	-17.124	-17.477	-17.837	-18.205
Otros gastos, por función	-2.685	-1.740	-1.776	-1.813	-1.850	-1.888
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	61.360	63.624	64.935	66.272	67.638	69.031
Ingresos financieros	3.190	3.190	3.190	3.190	3.190	3.190
Costos financieros	-4.572	-4.572	-4.572	-4.572	-4.572	-4.572
Participación en las ganancias (perdidas) de asociaciones y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	15					
Diferencias de Cambios	-433	-433	-433	-433	-433	-433
Ganancias (perdidas) antes de impuestos	59.560	61.809	63.120	64.457	65.823	67.216
Gastos por impuestos a las ganancias	-16.135	-16.688	-17.042	-17.403	-17.772	-18.148
Ganancias procedente de operaciones continuadas	43.425	45.121	46.077	47.054	48.050	49.068
Ganancias	43.425	45.121	46.077	47.054	48.050	49.068

Tabla 34. Estado de Resultado Proyectado

10.5 Proyección en % EE. RR. 2020-2024

Estados de resultado en porcentajes en base a los ingresos de actividades ordinarias.

Estado de Resultado en %.

ESTADO DE RESULTADO	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costo de ventas	-84,16%	-84,16%	-84,16%	-84,16%	-84,16%	-84,16%
Ganancias Brutas antes de Fair Valeu	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%	15,84%
Efecto neto por ajuste de Fair Valeu	-0,06%	-0,06%	-0,06%	-0,06%	-0,06%	-0,06%
Ganancias Brutas	15,78%	15,78%	15,78%	15,78%	15,78%	15,78%
Otros ingresos	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Costos de distribución	-1,72%	-1,72%	-1,72%	-1,72%	-1,72%	-1,72%
Gastos de administración	-2,89%	-2,89%	-2,89%	-2,89%	-2,89%	-2,89%
Otros gastos, por función	-0,47%	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%	-0,30%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	10,80%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%	10,97%
Ingresos financieros	0,56%	0,55%	0,54%	0,53%	0,52%	0,51%
Costos financieros	-0,80%	-0,79%	-0,77%	-0,76%	-0,74%	-0,73%
Participación en las ganancias (perdidas) de asociaciones y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diferencias de Cambios	-0,08%	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,07%	-0,07%
Ganancias (perdidas) antes de impuestos	10,48%	10,65%	10,66%	10,67%	10,67%	10,68%
Gastos por impuestos a las ganancias	-2,84%	-2,88%	-2,88%	-2,88%	-2,88%	-2,88%
Ganancias procedente de operaciones continuadas	7,64%	7,78%	7,78%	7,79%	7,79%	7,80%
Ganancias	7,64%	7,78%	7,78%	7,79%	7,79%	7,80%

Tabla 35. Estado de Resultado en %.

11 PROYECCION FLUJO DE CAJA LIBRE

11.1 Estimación de Flujo de Caja Bruto

Para la estimación de flujo de caja bruto, se consideran las cuentas no operacionales después de impuesto, además la depreciación y amortización.

11.2 Depreciación y Amortización

La depreciación es calculada bajo el método lineal, para la proyección de la depreciación y amortización se utilizará la información histórica, esta nos da un promedio de 3,74% en base a los Ingresos Actividades Ordinarias, este porcentaje será utilizado para proyectar los años 2020 al 2025.

Depreciación y Amortización.

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Total Depreciación y Amortización	14.638	16.682	17.618	18.586	19.709	
% sobre los ingresos	4,23%	4,08%	3,46%	3,46%	3,47%	3,74%

Tabla 36. Depreciación y Amortización

Montos expresados en MUSD

11.3 Flujo de Caja Bruto

Flujo de Caja Bruto.

FLUJO DE CAJA	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ganancia (perdida)	45.121	46.077	47.054	48.050	49.068	50.106
Depreciación y Amortización	21.698	22.145	22.601	23.067	23.542	24.027
Otros ingresos después de Impuestos	402	411	419	428	436	436
Otros gastos, por función después de Impuestos	-1.960	-1.270	-1.297	-1.323	-1.351	-1.351
Ingresos financieros después de Impuestos	2.329	2.329	2.329	2.329	2.329	2.329
Costos financieros después de Impuestos	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338
Diferencias de Cambios	-316	-316	-316	-316	-316	-316
Flujo de Caja Bruto	63.936	66.037	67.452	68.896	70.370	71.893

Tabla 37. Flujo de Caja Bruto

Montos expresados en MUSD

11.4 Estimación del Flujo de Caja Libre

Para la estimación del Flujo de caja libre, se debe estimar la inversión en Reposición, inversión en nuevos activos e inversión de Capital de Trabajo.

11.5 Inversión en Reposición

Para la estimación de la inversión en Reposición, la que consiste en reponer bienes ya depreciados, se consideró la Depreciación y amortización sobre la propiedad planta y equipo proveniente de flujo de efectivo de inversión.

Detalle información histórica PPE.

	2015	2016	2017	2018	2019
Compras de propiedades, planta y equipo	17.231	17.037	18.813	40.002	48.302
Depreciación y amortización	14.638	16.682	17.618	18.586	19.709
% Depreciación y amortización sobre compra PPE	85%	98%	94%	46%	41%
Promedio	73%				

Tabla 38. Detalle información histórica PPE

Montos expresados en MUSD

Se considera el promedio ya que entre los años 2018 y 2019, tiene mayores montos reportados por las nuevas inversiones en la XII región.

Dado que la depreciación y amortización tiene una tasa promedio de un 73% sobre la Propiedad, Planta y Equipo, la proyección de la Inversión en reposición será la siguiente:

11.5.1 Proyección Inversión en Reposición

Proyección Inversión en Reposición.

	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión en Reposición MUSD	15.839	16.166	16.499	16.839	17.185

Tabla 39. Proyección Inversión en Reposición

11.6 Inversión en Nuevos Activos

Para el monto anual que Multiexport Foods S.A. invertirá en nuevos activos se observó el monto de inversión en PPE del Estado de Flujos, se obtuvo un indicador del monto de inversión por los ingresos ordinarios de los datos históricos y el promedio es un indicador del 6%.

Dado que el 6% es la tasa total que la empresa invierte, se desglosara una parte en Inversión en Reposición y el restante en Inversión en Nuevos Activos, quedando el siguiente valor anual según los ingresos ordinarios proyectados:

Detalle información histórica PPE sobre los Ingresos.

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso Actividades Ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	568.402
Compras Propiedad Planta y Equipos	17.231	17.037	18.813	40.002	48.302
% Ingresos de Actividades ordinarias	5%	4%	4%	7%	8%
Promedio % Ingresos de Actividades ordinarias	6%				

Tabla 40. Detalle información histórica PPE sobre los Ingresos

Montos expresados en MUSD

11.6.1 Proyección Inversión nuevos Activos.

Proyección Inversión Nuevos Activos.

	2020	2021	2022	2023	2024
Ingreso Actividades Ordinarias	580.111	592.061	604.258	616.706	629.410
Compras Propiedad Planta y Equipos	33.401	34.089	34.792	35.508	36.240
% Ingresos de Actividades ordinarias	6%	6%	6%	6%	6%
Inversión en Reposición	15.839	16.166	16.499	16.839	17.185
Inversión en Nuevos Activos	17.562	17.924	18.293	18.670	19.054

Tabla 41. Proyección Inversión Nuevos Activos

Montos expresados en MUSD

11.7 Inversión en Capital de Trabajo

Para calcular el capital de trabajo Operacional CTON, se consideró a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses.

Determinación CTON

DETERMINACION CAPITAL DE TRABAJO CTON	2015	2016	2017	2018	2019
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	28.326	53.178	54.591	69.314	72.965
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	5.601	5.610	3.064	28.916	29.808
Inventarios corrientes	38.425	33.874	32.819	34.499	54.825
Activos biológicos corrientes	142.627	158.501	180.367	224.719	260.467
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas no cobrar no corrientes	-85.878	-106.499	-84.259	-88.922	-105.782
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	-45	-3.250	-18.791	-21.862	-13.146
CTON	129.056	141.414	167.791	246.664	299.137
Ingreso Actividades Ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	568.402
RCTON	37,27%	34,62%	32,98%	45,91%	52,63%
RCTON (Días Ventas)	134	125	119	165	189

Tabla 42. Determinación CTON

Montos expresados en MUSD

El promedio del RCTON entre los años 2015 y 2019 es de un 40,68%, mientras que el promedio de días de ventas es de 146 días.

11.7.1 Detalle Inversión en Capital de Trabajo

Información Histórica de CTON

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Proyectados	580.111	592.061	604.258	616.706	629.410	642.376
CTON Proyectado	235.989	240.851	245.812	250.892	256.044	261.318
Variación CTON Proyectado	4.861	4.962	5.080	5.152	5.275	0
RCTON	40,68%	40,68%	40,68%	40,68%	40,68%	40,68%

Tabla 43. Información Histórica de CTON

Montos expresados en MUSD

Con la información histórica se calculó RCTON promedio, este fue utilizado para proyectar la inversión en capital de trabajo para los años 2020 al 2024. No se considerará inversión en capital de trabajo para el año 2025.

11.7.2 Proyección Inversión en Capital de Trabajo

Proyección Inversión en Capital de Trabajo.

FLUJO DE CAJA	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inversión en Capital de Trabajo MUSD	4.861	4.962	5.080	5.152	5.275	0

Tabla 44. Proyección Inversión en Capital de Trabajo

11.8 Exceso o Déficit de Capital de Trabajo.

Para realizar el cálculo del capital de trabajo, se estimó la diferencia entre diciembre 2019 y diciembre 2020.

Existe un exceso de CTON a diciembre 2019 de 63.155.- MUSD

Detalle Exceso o Déficit de Capital de Trabajo

CTON Diciembre 2019	299.137
CTON Diciembre 2020	235.982
Exceso o Déficit Capital de Trabajo MUSD	63.155

Tabla 45. Detalle Exceso o Déficit de Capital de Trabajo

Montos expresados en MUSD

11.9 Activos Prescindibles

No Operacionales

Detalle Activos no Operacionales.

Efectivo y equivalentes al efectivo	7.265
Otros activos financieros no corrientes	26
Propiedades, planta y equipo	20.681
Total Activos Prescindible MUSD	27.972

Tabla 46. Detalle Activos no Operacionales

Montos expresados en MUSD

El 14,96% del total neto de los activos fijos se mantienen temporalmente inactivos, ya que de acuerdo a la Ley N° 20.434¹² vigente, los centros de cultivo deben tener un periodo de descanso para disminuir el riesgo de enfermedades.

11.9.1 No Operacionales Liquidables

Se considera como prescindibles el Efectivo y Equivalentes al efectivo, es difícil identificar que parte de estos activos son utilizados para el giro de la empresa.

Mientras que Otros activos financieros no corrientes, corresponde a una inversión realizada a la Sociedad Inmobiliaria Colegio de Puerto Varas.

Detalle de Activos no Operacionales Liquidables.

Efectivo y equivalentes al efectivo	7.265
Otros activos financieros no corrientes	26

Tabla 47. Detalle de Activos no Operacionales Liquidables

Montos expresados en MUSD

11.10 Deuda Financiera

Multiexport Foods S.A. cuenta con la siguiente deuda financiera a diciembre 2019, corresponde a Otros Pasivos Corriente y Pasivos no corrientes, que devengan interés a corto y largo plazo.

Detalle Deuda Financiera.

Deuda Financiera en MUSD	2019
Otros pasivos financieros corrientes	93.399
Otros pasivos financieros no corrientes	64.000
Deuda Financiera Total	157.399

Tabla 48. Detalle Deuda Financiera

Montos expresados en MUSD

¹² <http://www.subpesca.cl/portal/616/w3-article-60650.html>

12 Flujo de Caja Libre Proyectado

A continuación, se detalla el Flujo de Caja Libre Proyectado, el año 2025 es el primer año en régimen de perpetuidad, no se consideran inversión en nuevos activos y capital de trabajo, mientras que la inversión en reposición se considera como el 73% de depreciación y amortización sobre la compra de propiedad, planta y equipo.

Flujo de Caja Libre Proyectado.

FLUJO DE CAJA	2020	2021	2022	2023	2024	2025[∞]
Ganancia (perdida)	45.121	46.077	47.054	48.050	49.068	50.106
Depreciación y Amortización	21.698	22.145	22.601	23.067	23.542	24.027
Otros ingresos después de Impuestos	402	411	419	428	436	436
Otros gastos, por función después de Impuestos	-1.960	-1.270	-1.297	-1.323	-1.351	-1.351
Ingresos financieros después de Impuestos	2.329	2.329	2.329	2.329	2.329	2.329
Costos financieros después de Impuestos	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338	-3.338
Diferencias de Cambios	-316	-316	-316	-316	-316	-316
Flujo de Caja Bruto	63.936	66.037	67.452	68.896	70.370	71.893
Inversión en Reposición	-15.839	-16.166	-16.499	-16.839	-17.185	-24.027
Inversión en nuevos activos	-17.562	-17.924	-18.293	-18.670	-19.054	0
Inversión en Capital de Trabajo	-4.861	-4.962	-5.080	-5.152	-5.275	0
Flujo de Caja Libre	25.673	26.986	27.581	28.236	28.856	47.867
Valor Terminal					1.113.508	
Flujo de Caja Libre Total	25.673	26.986	27.581	28.236	1.142.364	

Tabla 49. Flujo de Caja Libre Proyectado

Montos expresados en MUSD

El valor terminal se calcula con la tasa WACC de 4,62%.

12.1 Valoración Económica y Precio de Acción

12.1.1 Calculo Patrimonio Económico

Para calcular el valor económico de Multiexport Foods S.A. necesitamos el valor de los activos operacionales, los activos prescindibles, el exceso o déficit de capital de trabajo más la deuda financiera al 31 de diciembre 2019.

Detalle Calculo Patrimonio Económico.

	Al 31 de Diciembre 2019
VALORACION ECONOMICA	
Valor de los Activo Operacionales	1.008.461
Activos Prescindibles (Balance 2019)	27.972
Exceso (Déficit) de Capital de Trabajo (Balance 2019)	63.148
Valor Total de los Activos	1.099.580
Deuda Financiera (Balance 2019)	-157.399
Patrimonio Económico	942.181

Tabla 50. Detalle Calculo Patrimonio Económico

Montos expresados en MUSD

12.1.2 Precio de la Acción

Teniendo el Patrimonio Económico, podemos calcular el valor de la acción, este se obtiene dividiendo el Patrimonio Económico por el número de acciones. El que nos da un valor de Acción en USD 0,667898 y en CPL de 497,33.-

Detalle Precio de la Acción.

Patrimonio Económico	942.181
Número de Acciones	1.410.665.600
Precio de la Acción USD	0,667898
Valor Dólar 31 de diciembre 2019	744,62
Valor Acción(en CLP)	497,33
Valor Acción en Bolsa al 31 de Diciembre 2019	340,82

Tabla 51. Detalle Precio de la Acciones

Montos expresados en MUSD

13 Conclusión

El presente trabajo tuvo como objetivo valorar la empresa Multiexport Foods S.A., una de las principales productoras y exportadoras de Salmon del país.

El método de valoración fue el de Flujo de Caja descontado, primero se debió determinar el Flujo de Caja Bruto, para esto se proyectó la depreciación y amortización, en base a sus históricos, además otros ingresos y costos financieros después de impuestos.

Luego se proyectó la inversión en Reposición, de Nuevos Activos y en Capital de Trabajo, para determinar el Flujo de Caja Libre.

Finalmente, con el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de un 4,62% se obtiene el valor terminal de la empresa con el que calculamos el Flujo de Caja Libre Total, además del valor total de los Activos Operacionales por MUSD 1.088.461.- y el valor del Patrimonio Económico de MUSD 942.181.-

El resultado obtenido para el valor de la acción de Multiexport Foods S.A. fue de CPL 497,33 y en USD 0,667898, por lo que se concluye que el valor transado en la Bolsa al 31 de diciembre del 2019 por un monto de 340,82 CPL se encuentra subvalorado.

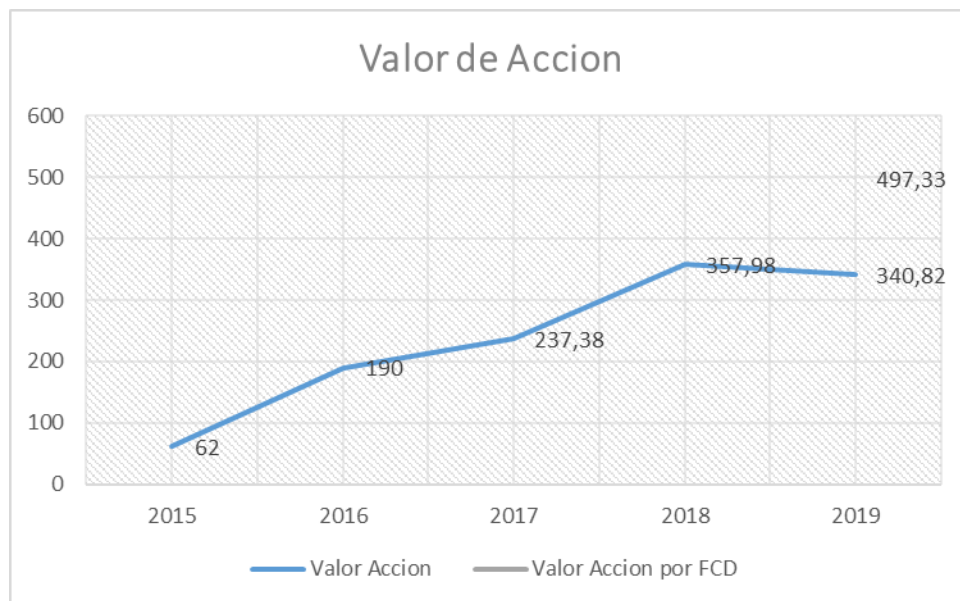


Grafico 7. Valor de Acción

El valor de la acción obtenido después de realizar la valoración de la empresa es superior en un 46% al precio transado en la bolsa al 31 de diciembre 2019.

14 Bibliografía

- Memorias Multiexport Foods S.A periodos 2014 al 2019
- Memorias AquaChile, Australis, Salmones Camanchaca S.A, Blumar, Periodos 2014 al 2019
- WEB Comisión Para el Mercado Financiero <http://www.cmfchile.cl>
- WEB Sernapesca <http://www.sernapesca.cl>
- WEB Subpesca <http://www.subpesca.cl/portal/615/w3-propertyvalue-50853.html>
- Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Autor: Carlos Maquieira Villanueva, Editorial Thomson Reuters, 1ra. Edición 2015.
- Informe Sectorial de Pesca y Acuicultura http://www.subpesca.cl/portal/618/articles-106845_documento.pdf
- <https://www.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>
- <https://www.assetmacro.com/chile/credit-default-swaps-cds/chile-credit-default-swaps-10y-cds/>
- <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects#forecasts>
- Informe de Crecimiento Tendencial
- https://www.bcentral.cl/documents/33528/1325580/crecimiento_tendencial_sep2017.pdf/4a8878cf-a68b-caa3-0372-49b55032211d?t=1573288037550
- Informe FAO El estado mundial de la pesca y la acuicultura 2018. Cumplir los objetivos de desarrollo sostenible. Roma. Licencia: CC BY-NC-SA 3.0 IGO.
<http://www.fao.org/3/I9540ES/i9540es.pdf>
- Informes de Clasificación de Riesgos Humphreys
- <https://www.humphreys.cl/clasificaciones/?empresa=/empresas/multiexport-foods>

Anexos

Anexo N° 1

SALMONES MULTIEXPORT S.A. Está compuesta por las siguientes filiales:

Sociedad	Objetivo
Multiexport Patagonia S.A.	Producción y comercialización de salmón atlántico
Alimentos Multiexport S.A.	Elaboración y procesamiento de salmonidos
Multiexport Foods Inc.	Comercialización de salmónes y truchas en Estados Unidos
Multiexport Pacific Farms S.A.	Producción y comercialización de trucha y salmón coho.
Salmex 2 SPA	Cultivo, Procesamiento y comercialización de salmonidos
Sociedad de Inversiones Isla Victoria Limitada	Producción y comercialización de salmón atlántico
Cultivos Acuicola Nacionales S.A.	Actualmente sin operaciones.
Cultivos Otway S.A.	Actualmente sin operaciones.

Anexo N°2

Cuadro resumen de las empresas utilizadas para el análisis de mercado, con el detalle del capital suscrito, principales accionista y filiales.

AQUACHILE S.A.			
Capital suscrito (USD)		86247400-7	
371.603.068,27			
Accionistas % de propiedad (*)	% de acciones	Filiales	Participacion
AGROSUPER SA	100,00%	AQUACHILE INC	69,91%
EMPRESAS AQUACHILE SA DERECHO A RETIRO	0,00%	GRUPO ACI S.A.	79,96%
AGROSUPER COMERCIALIZADORA DE ALIMENTOS LTD	0,00%	INVERSIONES SALMONES AUSTRALES LIMITADA	99,99938%
AGROCOMERCIAL AS LTDA	0,00%	SERVICIOS DE ACUICULTURA ACUIMAG S. A.	99,999907%
		SALMONES RELONCAVI SPA	99,999988%

SALMONES CAMANCHACA S.A.			
Capital suscrito (USD)		76065596 - 1	
91.786.390,08			
Accionistas % de propiedad (*)	% de acciones	Filiales	Participacion
COMPAÑIA PESQUERA CAMANCHACA S.A.	70,00%	FIORDO BLANCO S.A	99,99%
DNB BANK ASA	11,50%	FIORDO AZUL S.A.	100,00%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	3,70%		
SIGLO XXI FONDO DE INVERSION	3,66%		
CHILE FONDO DE INVERSION SMALL CAP	2,43%		
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	2,41%		
FONDO DE INVERSION SANTANDER SMALL CAP	1,68%		
BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	1,23%		
BCI SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	0,84%		
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	0,74%		
LARRAIN VIAL ASSET MANAGEMENT A.G.F. S.A.	0,62%		
ARRAYAN ACCIONES CHILENAS FIP	0,15%		

AUSTRALIS SEAFOODS S.A.	76003557 - 2		
Capital suscrito (USD)	6.814.640.680		
Accionistas % de propiedad (*)	% de acciones	Filiales	Participacion
FOOD INVESTMENT SPA	99,89%	AUSTRALIS NAVARINO S.A. -	99,90%
BCI C DE B S A	0,03%	PISCICULTURA RIO MAULLIN SPA	100,00%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	0,02%	AUSTRALIS AGUA DULCE S.A. -	50,33%
BANCHILE C DE B S A	0,01%	COMERCIALIZADORA AUSTRALIS SPA	100,00%
MONEDA CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	0,01%	CONGELADOS Y CONSERVAS FITZ ROY S.A.	99,06%
CONSORCIO C DE B S A	0,01%		
BANCOESTADO S.A. CORREDORES DE BOLSA	0,01%		
BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S A	0,00%		
EUROAMERICA C DE B S.A.	0,00%		
VALORES SECURITY S A C DE B	0,00%		
BTG PACTUAL CHILE S A C DE B	0,00%		
ITAU CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	0,00%		

BLUMAR S.A.	80860400 - 0		
Capital suscrito (USD)	63.807.589.455		
Accionistas % de propiedad (*)	% de acciones	Filiales	Participacion
SOCIEDAD DE INVERSIONES PETROHUE SA	29,88%	PACIFICBLU SPA	4,16%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	12,49%	SALMONES BLUMAR S.A.	49,70%
INVERSIONES BARACALDO LIMITADA	9,07%	PESQUERA BAHÍA CALDERA S.A.	2,11%
EL CONDOR COMBUSTIBLE S A	9,06%		
INVERSIONES MARTE SPA	8,76%		
NOGALEDA ENERGIA LIMITADA	5,03%		
INVERSIONES ORONTES SA	2,83%		
CIA DE RENTAS E INVERSIONES SAN IGNACIO PESQUER	2,27%		
COMPANIA DE RENTAS E INVERSIONES SAN IGNACIO C	2,27%		
INVERSIONES TEMQUI LTDA	2,06%		
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	2,03%		
INVERSIONES CAUNAHUE LTDA	1,92%		

Anexo N° 3

Análisis de vertical.

ESTADO DE RESULTADO	2015	2016	2017	2018	2019	\bar{X}
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	
Costo de ventas	-106%	-82%	-72%	-78%	-84%	-84%
Ganancias Brutas antes de Fair Valeu	-6%	18%	28%	22%	16%	16%
(Cargos) abonos a resultado por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	0%	-6%	-19%	-16%	15,87%	-11%
(Cargos) abonos a resultado por Fair Value de activos biológicos del ejercicio	-3%	13%	20%	18%	15,81%	13%
Efecto neto por ajuste de Fair Valeu	-3%	7%	1%	2%	-0,06%	1,4%
Ganancias Brutas	-9%	25%	29%	24%	16%	17%
Otros ingresos	0%	0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Costos de distribución	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%	-2%
Gastos de administración	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%
			-	-		
Otros gastos, por función	0%	-2%	0,3%	0,2%	-0,5%	-1%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	-13%	19%	25%	20%	11%	12%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	1%	1%	0,3%
Costos financieros	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Participación en las ganancias (perdidas) de asociaciones y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación		0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambios	1%	0%	-1%	1%	0%	0%
Ganancias (perdidas) antes de impuestos	-13%	17%	24%	21%	10%	12%
Gastos por impuestos a las ganancias	4%	-5%	-6%	-6%	-3%	-3%
Ganancias procedente de operaciones continuadas	-10%	13%	17%	15%	8%	9%
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancias	-10%	13%	17%	15%	8%	9%

Anexo N°4

Calculo del Beta Patrimonial de la Empresa

Resumen	
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,271107328
Coefficiente de determinación R ²	0,073499183
R ² ajustado	0,064415842
Error típico	0,036558603
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA				
	Grados de libertad	Varianza de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,01081474	0,01081474	8,09164609
Residuos	102	0,13632621	0,00133653	
Total	103	0,14714095		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,003799369	0,00359793	1,05598637	0,29346918	-0,003337115	0,01093585	-0,003337115	0,010935852
Variable X 1	0,586629977	0,20622714	2,84458188	0,00537458	0,177579429	0,99568053	0,177579429	0,995680525

Resumen	
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,318875848
Coefficiente de determinación R ²	0,101681806
R ² ajustado	0,092874765
Error típico	0,062149899
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA				
	Grados de libertad	Varianza de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,04459581	0,04459581	11,5455128
Residuos	102	0,39398622	0,00386261	
Total	103	0,43858203		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,010400231	0,00632943	1,64315472	0,10343016	-0,002154161	0,02295462	-0,002154161	0,022954623
Variable X 1	1,202420868	0,35387501	3,39786887	0,0009697	0,50051147	1,90433027	0,50051147	1,904330266

Resumen	
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,144342538
Coefficiente de determinación R ²	0,020834768
R ² ajustado	0,011235109
Error típico	0,050340675
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA				
	Grados de libertad	Varianza de cuadrado de los cua	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0055001	0,0055001	2,17036542
Residuos	102	0,25848672	0,00253418	
Total	103	0,26398682		

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,003456094	0,00493633	-0,70013447	0,48543718	-0,013247281	0,00633509	-0,013247281	0,006335092
Variable X 1	0,47090756	0,31964597	1,47321601	0,14377212	-0,163108704	1,10492382	-0,163108704	1,104923825