



**VALORIZACIÓN COMPAÑÍA MULTIEXPORTE FOODS S.A.
Mediante Método de Flujo de Caja**

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

**Alumno: Jessica Ulloa Rodríguez
Profesor Guía: Marcelo González Araya**

Santiago, Enero 2020

Tabla de Contenido

Resumen Ejecutivo.....	6
Metodología.....	8
Principales Métodos de Valoración	8
Modelo de descuento de dividendos	8
Método de Flujos de Caja Descontados.....	9
Método de múltiplos	12
Descripción de la Empresa e Industria.....	14
Descripción de Multiexport Foods S.A.....	14
Filiales.....	14
Mayores Accionistas	15
Regulación	16
Descripción de la Industria	18
Principales mercados de exportación.....	20
Precios salmón del atlántico, trucha y salmón coho	21
Financiamiento de la Empresa.....	22
Estructura de Capital	23
Costo de Capital	24
Análisis Operacional del Negocio e Industria	29
Ingresos Operacionales	29
Costos Operacionales	37
Otros ingresos y Otros gastos, por función.....	43
Análisis de Cuentas no operacionales.....	45
Análisis de Activos	48
Proyección de Estado de Resultado.....	49
Estado de resultado proyectado.....	67
Proyección de Flujo de Caja Libre	69
Flujo de Caja Bruto.....	69
Inversión en Reposición de Activos.....	70
Inversión en Capital Físico	71
Inversión en Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON).....	72
Flujo de Caja Libre	74
Valorización Económica del Patrimonio y Precio de la Acción.....	76
Conclusiones:	77
Bibliografía.....	78

Anexos	81
Tabla 1 Principales Accionistas	16
Tabla 2: Ranking de exportaciones chilenas de salmones y truchas.....	20
Tabla 3 Deuda Financiera.....	23
Tabla 4 Patrimonio Económico	24
Tabla 5 Estructura de Capital Objetivo.....	24
Tabla 6 Beta de la Acción	25
Tabla 7: Costo de la deuda.....	26
Tabla 8: Beta de la deuda.....	26
Tabla 9: Beta patrimonial sin deuda.....	27
Tabla 10: Beta patrimonial con deuda objetivo.....	27
Tabla 11: Costo patrimonial.....	28
Tabla 12: Costo de capital.....	28
Tabla 13: Ingresos por actividades ordinarias.....	29
Tabla 14: Ingresos por actividades ordinarias en en porcentaje de participación.....	29
Tabla 15: Mercado de destino de los productos terminados.....	30
Tabla 16: Mercado de destino de los productos terminados en %.....	30
Tabla 17: Crecimiento promedio anual de los ingresos operacionales.....	31
Tabla 18: Crecimiento promedio anual de los destinos de los productos terminados.....	31
Tabla 19 Variacion de precio periodo 2015-2018.....	31
Tabla 20: Exportaciones chilenas.....	32
Tabla 21: Evolución y participación de mercado.....	33
Tabla 22: Cantidad de exportaciones por empresas locales.....	33
Tabla 23: Crecimiento de Ventas en ton por empresa (2015-2018).....	34
Tabla 24: Exportaciones de Chile por especies MUS\$ FOB.....	34
Tabla 25: Precio MUS\$ FOB/TON.....	34
Tabla 26: Proyección de siembra.....	36
Tabla 27: Crecimiento de la biomasa periodo 2017-2018.....	36

Tabla 28: Composición costo de venta	37
Tabla 29: Monto de depreciación incluida en los costos de venta.....	38
Tabla 30: Composición de las ganancias brutas	38
Tabla 31: Composición de los costos de distribución.....	39
Tabla 32: Costo de distribución sobre ingresos por venta.....	40
Tabla 33: Composición de los gastos de administración.....	41
Tabla 34: Gastos de administración sobre ingresos por venta.....	41
Tabla 35: Variación anual de los gastos de administración.....	42
Tabla 36: Depreciación incluida en los gastos de administración.....	42
Tabla 37: Depreciación y amortización sobre ingresos por venta.....	42
Tabla 38: Efecto Fair Value de activos biológicos sobre sobre ingresos por venta.	43
Tabla 39: Fair value sobre ingresos por venta.	43
Tabla 40: Composición de Otros ingresos y otros gastos.	44
Tabla 41: Otros ingresos y otros gastos sobre ingresos por venta.....	45
Tabla 42: Detalle anual de intereses percibidos.....	45
Tabla 43: Intereses percibidos sobre ingresos por venta.	45
Tabla 44: Composición de los costos financieros.	46
Tabla 45: Costos financieros sobre ingresos por venta.....	46
Tabla 46: Composición de la diferencia de cambio.	47
Tabla 47: Diferencia de cambio sobre ingresos por venta.....	48
Tabla 48 : Tipo de activos.....	49
Tabla 49 : Composición de ingresos operacionales.....	49
Tabla 50 : Relación venta y producción cosechada.	50
Tabla 51 : Proyección de ventas de toneladas cosechadas.....	51
Tabla 52 : Precio Promedio MUS\$ / tonelada	51
Tabla 53 : Proyección de ventas de producto terminado en MUS\$.	51
Tabla 54 : Estructura de los Ingresos de actividades ordinarias.....	52
Tabla 55 : Proyección de Ingresos de actividades ordinarias en MUS\$.	52
Tabla 56 : Ajuste proyección de Ingresos de actividades ordinarias segundo semestre 2019.	52

Tabla 57 : Costo de venta sobre venta.	53
Tabla 58 : Proyección costo de venta	53
Tabla 59 : Ajuste a proyección de costos de ventas para año 2019.....	54
Tabla 60: Depreciación anual incluida en los costos de ventas.....	54
Tabla 61: Proyección de depreciación de costos de ventas.....	54
Tabla 62: Ajuste a proyección de costos de ventas distribución para año 2019.....	55
Tabla 63: Costos de distribución sobre ingresos.....	55
Tabla 64: Proyección de costos de distribución.	56
Tabla 65: Ajuste a proyección de costos de distribución para año 2019.	56
Tabla 66 Gasto de administración sobre Ingresos	56
Tabla 67: Proyección de los gastos de administración.....	57
Tabla 68: Ajuste a proyección de gasto de administración para año 2019.....	57
Tabla 69: Ajuste a proyección de depreciaciones y amortizaciones para año 2019.....	58
Tabla 70: Promedio de biomasa / cosecha (WFE) periodo 2015-2018.	58
Tabla 71: Relación Biomasa / cosecha (WFE) periodo 2019-2013.	59
Tabla 72: Factor de proyección de valorización Fair Value	59
Tabla 73: Factor de proyección de valorización Fair Value	60
Tabla 74: Proyección de valorización Fair Value.....	60
Tabla 75: Otros Ingresos y otros gastos sobre Ingresos	60
Tabla 76: Proyección de los otros ingresos y otros gastos.....	61
Tabla 77: Ajuste a proyección de los otros ingresos y otros gastos para año 2019.....	61
Tabla 78 Proyección Costos de Operación	63
Tabla 79: Ingresos financieros sobre ventas.....	63
Tabla 80: Proyección de los ingresos financieros	64
Tabla 81: Ajuste a proyección de los ingresos financieros para año 2019.	64
Tabla 82: Composición de los costos financieros.....	65
Tabla 83: Proyección de los costos financieros.....	65
Tabla 84: Ajuste a proyección de los costos financieros para año 2019.	65
Tabla 85 Composición de la diferencias de cambio.	66
Tabla 86 Proyección de la diferencias de cambio.	66

Tabla 87 Proyección de gastos por impuestos a las ganancias.	66
Tabla 88 Proyección Resultado No Operacional.....	67
Tabla 89: Estado de resultado proyectado.....	69
Tabla 90 Flujo de caja bruto.....	70
Tabla 91 Proyección de la depreciación y amortización.....	70
Tabla 92 Proyección de la Inversión por reposición.	70
Tabla 93 Inversión histórica en capital físico.....	71
Tabla 94: Relación Inversión en capital físico versus ingresos por venta.....	71
Tabla 95: Proyección de inversión en capital físico.....	72
Tabla 96: Ajuste proyección de inversión de capital físico 2º semestre 2019.....	72
Tabla 97 RCTON.....	73
Tabla 98 Proyección de necesidad de Capital de Trabajo.	73
Tabla 99 Exceso Capital de Trabajo.....	74
Tabla 100 Flujo de Caja Libre.....	75
Tabla 101 Valoración económica de la empresa.....	76
Tabla 102: Valoración económica del patrimonio.....	76
Ilustración 1 Esquema Societario – Multiexport Foods S.A.	15
Ilustración 2 Evolución de la población Mundial.....	18
Ilustración 3 Proyección del consumo de pescado per cápita (kilos por personas al año).19	
Ilustración 4 Exportaciones USD FOB y Tons. netas de salmón atlántico, trucha y salmón coho en Chile 2018.....	21

Resumen Ejecutivo

Multiexport Foods S.A. es una empresa chilena que cultiva, procesa y comercializa salmón a nivel mundial, con un modelo de negocios que se caracteriza por estar verticalmente integrado desde la genética y reproducción, al cultivo del salmón y finalmente su comercialización. En la actualidad, Multiexport Foods cuenta con una filial; Salmones Multiexport S.A., mediante la cual integra todo el proceso productivo y de comercialización de salmónidos entregando salmón fresco, congelado y ahumado a más de 30 países desde los 106 centros de cultivo ubicados en las regiones X, XI y XII, y 2 plantas de procesamiento ubicadas en la región X.

El objetivo de la presente valorización es obtener el valor económico de la Compañía Multiexport Foods S.A., al 30 de Junio de 2019, utilizando el método de flujos de caja descontados. Todo esto con la finalidad de contrastar el precio de mercado de la acción con su precio teórico, y de estos resultados obtener recomendaciones para un inversionista.

Para obtener el valor económico de la empresa, se utiliza información financiera pública de los estados financieros bajo norma IFRS y memorias de la compañía, correspondiente al periodo comprendido entre el 31 de Diciembre de 2015 al 30 de Junio de 2019. Analizando las características del Financiamiento, Estructura de Capital Objetivo, Costo de Capital, proyección de Estados de Resultados y Flujo de Caja Libre.

Finalmente, el resultado de la valorización de Multiexport Foods S.A., al 30 de Junio de 2019 establece un precio de referencia estimado por acción de \$339,40, mientras que el valor de mercado para la misma fecha valoriza la acción en \$364,51. Con estos resultados, se recomienda la venta de acciones de Multiexport Foods S.A.

Metodología

Principales Métodos de Valoración

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.

No 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.

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

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

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

caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

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

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

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

fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

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

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

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.

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 son 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

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

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

Descripción de la Empresa e Industria.

Descripción de Multiexport Foods S.A.

Razón Social	MULTIEXPORT FOODS S.A.
Rut	76.672.100 - 1
Nemotécnico	Multifoods.
Industria	Acuícola-salmonera.

Multiexport Foods S.A. es una sociedad chilena que, a través de sus filiales, tiene como principal negocio la elaboración de productos en base a salmón para los mercados de Estados Unidos, Brasil y Japón, de acuerdo con los requerimientos específicos de los consumidores de cada país. El modelo de la compañía está integrado verticalmente puesto que abarca todo el proceso, desde la reproducción hasta la distribución, siendo líder en las exportaciones chilenas de productos ahumados.

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

Las ventas de la compañía se concentran en el salmón atlántico que representan el 86% del total de la producción, seguido por el salmón coho y la trucha arcoíris cuya importancia relativa es del 11,4% y 1,9%, respectivamente.

En el caso del salmón Atlántico, las ventas se concentran en los mercados de Estados Unidos y Brasil.

Filiales

En la actualidad, Multiexport Foods cuenta con una filial; Salmones Multiexport S.A., mediante la cual integra todo el proceso productivo y de comercialización de salmónidos; a su vez Salmones Multiexport S.A. cuenta con 8 filiales: Multiexport Patagonia S.A., hasta el 2017 denominada Multiexport VAP S.A., la que concentra toda la operación y producción de salmónidos en la XII región. Alimentos Multiexport S.A., establecida legalmente en 2006 bajo el nombre de Cultivos Acuícolas Internacionales S.A. y modificada su razón social y ampliación de giro en febrero de 2011. Sociedad Productora Salmones y Truchas S.A., hoy Multiexport Pacific Farms S.A., creada en el

año 2013 con el objeto principal de producir y comercializar las especies Trucha y Salmón Coho con especial énfasis en el mercado asiático, resultado del Joint Venture entre Salmones Multiexport S.A., y Mitsui & Co. (U.S.A.), Inc. SALMEX 2 SpA, constituida en noviembre

de 2015 producto de la reestructuración societaria del grupo Multiexport Foods con el objeto de adquirir y administrar acciones y derechos de inversiones de interés minoritario en sociedades filiales de Salmones Multiexport S.A. Multiexport Foods Inc. USA, filial establecida en Estados Unidos el año 1991 con la finalidad de vender y distribuir salmónidos en dicho mercado. Las otras tres filiales son Soc. Inversiones Isla Victoria Ltda., Cultivos Acuícolas Nacionales S.A. y Cultivos Otway S.A., las que al día de hoy se encuentran sin operación⁶.

El esquema societario al 31 de Diciembre 2018, es el siguiente:

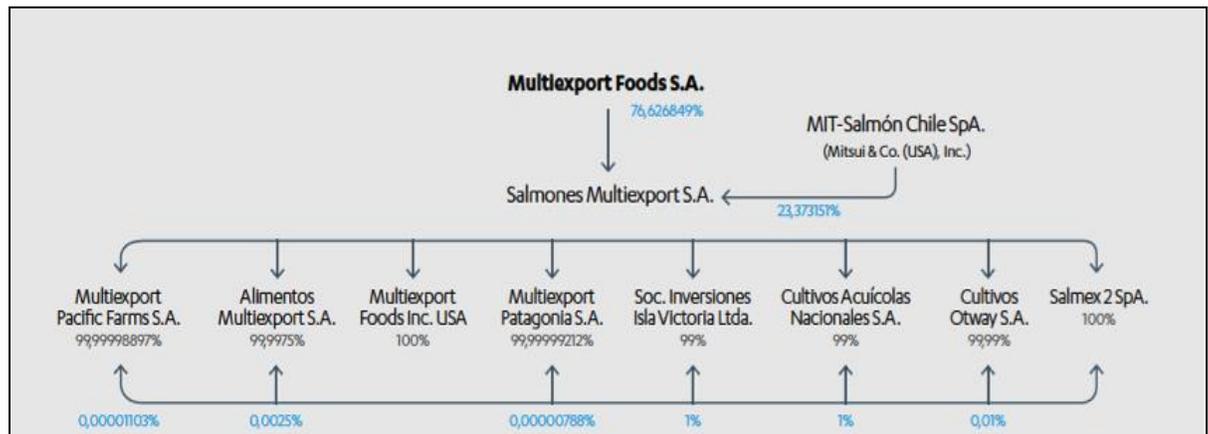


Ilustración 1 Esquema Societario – Multiexport Foods S.A.

Mayores Accionistas

Al finalizar el ejercicio correspondiente al 30-06-2019, los 12 mayores accionistas de Multiexport Foods S.A, en porcentaje de participación de propiedad, son los siguientes:

Nombre Accionista	Nº Acciones	Part.
Multiexport Dos S.A.	706.743.466	50,10%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversion	136.983.322	9,71%
Multiexport S.A.	134.687.255	9,55%
Siglo XXI Fondo De Inversión	91.732.112	6,50%
Larrain Vial S A Corredora De Bolsa	72.276.853	5,12%

⁶ Memoria Anual Multiexport Foods al 31-12-2018

Nombre Accionista	Nº Acciones	Part.
Asesorías E Inversiones Empal Ltda.	53.396.640	3,79%
Fondo De Inversión Santander Small Cap.	31.426.315	2,23%
Banco De Chile por cuenta de terceros no residentes	29.046.736	2,06%
Bci Small Cap Chile Fondo De Inversión	18.163.427	1,29%
Inversiones Diser 3 Limitada	13.103.537	0,93%
Chile Fondo De Inversión Small Cap	12.111.411	0,86%
Banco Santander por cuenta de inv. extranjeros	11.972.903	0,85%
Otros	99.021.623	7,02%
Total	1.410.665.600	100%

Tabla 1 **Principales Accionistas**

Si analizamos la tabla anterior, observamos que los accionistas controladores de Multiexport Foods S.A., son Multiexport Dos S.A., RUT N° 76.308.969-k, propietaria de 706.743.466 acciones con un 50,1% de propiedad, y Multiexport S.A., RUT N° 89.491.900-0, propietaria de 134.687.255 acciones, con una participación de 9,55% de propiedad. Tanto Multiexport Dos S.A. y Multiexport S.A. son controladas por los señores Alberto del Pedregal Labbé, RUT N° 6.604.969-8, Martín Borda Mingo, RUT N° 7.010.555-1, José Ramón Gutiérrez Arrivillaga, RUT N° 7.017.364-6, Carlos Pucci Labatut, RUT N° 6.474.225-6 y la sucesión del señor Hugo Pino Morán, todos a través de sus respectivas sociedades de inversión.

Regulación

De acuerdo al estado financiero al 30 de Junio 2019, la sociedad Multiexport Foods S.A. se encuentra inscrita en el registro de valores número 979 en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF - ex SVS). Por tanto se encuentra sujeta a la regulación de la Comisión para el Mercado Financiero, a su vez por constituirse como empresa del sector acuícola, se encuentran también regulada por la ley General de Pesca y Acuicultura (LGPA) en donde se establece el marco legal para: importación de recursos hidrobiológicos, acceso a áreas para la acuicultura, concesiones, condiciones ambientales y sanitarias para su ejercicio, reglas para realizar acuicultura con fines científicos u ornamentales, infracciones y sistema sancionatorio.

También, esta regulada por la normativa indicada en el Reglamento Ambiental para la acuicultura, la Superintendencia de Medio Ambiente, y por último la Subsecretaría de Salud Pública.

Durante el periodo 2018, la normativa sectorial se enfocó en las siguientes actividades⁷:

1) Implementación de modelo de siembras en formato de Macro zonas Temporales.

A partir de enero de 2018, los titulares de concesiones pudieron utilizar los “Programas de Reducción de Siembras” suscritos ante la autoridad sectorial. El modelo habilitó a los titulares aplicar a la máxima densidad en sus centros de cultivos, toda vez que disminuyeran el número de siembra original de una determinada Macro zona Temporal en un 3%, y que los indicadores sanitarios así lo permitiesen. Este nuevo sistema de administración de siembras, fue informado por las compañías semestralmente (en febrero y agosto) y aprobado por el Estado dos meses antes de empezar las siembras de las Macro zonas Temporales 1 y 2.

2) Sistema más estricto para desincentivar uso de Densidades Bajas.

La Subsecretaría de Pesca y Acuicultura a través de la Resolución Ex. N° 3224 de 2018, definió una categoría más baja de bioseguridad para los titulares de concesiones que opten por sembrar bajo el Régimen de Densidad. Esto significa que los propietarios o compañías que incrementan sus planes de siembra por sobre un 6% comparado con el último ciclo de producción, están forzadas a producir el siguiente ciclo productivo con una densidad máxima de 4 kg/m³ en salmón del Atlántico y 3 kg / m³ para salmón Coho y Trucha.

3) Cambios al Reglamento Ambiental para la Acuicultura (RAMA). La Autoridad sectorial incorporó en esta modificación nuevos requisitos asociados a:

I) capacidades de sistemas de ensilajes,

II) nuevas exigencias a planes de contingencias,

III) nuevas exigencias para INFA (Informe Ambiental) y CPS (Caracterización Preliminar de Sitio) y

IV) limitaciones a la entrega de un nuevo Permiso Ambiental Sectorial (PAS) en determinadas concesiones.

⁷ Memoria Anual Multiexport Foods al 31-12-2018

Descripción de la Industria

A nivel mundial, el consumo de proteínas ha ido aumentando a lo largo de tiempo. Esto se explica por el crecimiento de la población y, especialmente, por el incremento en el consumo de las economías emergentes, las que al aumentar sus niveles de ingreso, mejoran la calidad de su alimentación, privilegiando las proteínas más saludables.

En el largo plazo, las perspectivas son positivas, ya que hay potencial para seguir creciendo. Los principales impulsores de esta demanda son:

- Crecimiento de la población mundial.
- Aumento del tamaño y poder adquisitivo de la clase media en los mercados emergentes.
- Mejoras en la infraestructura de retail de los países emergentes.
- Cambio en los hábitos de consumo hacia alimentos más sanos.
- Contracción general de la oferta de productos del mar de origen silvestre.

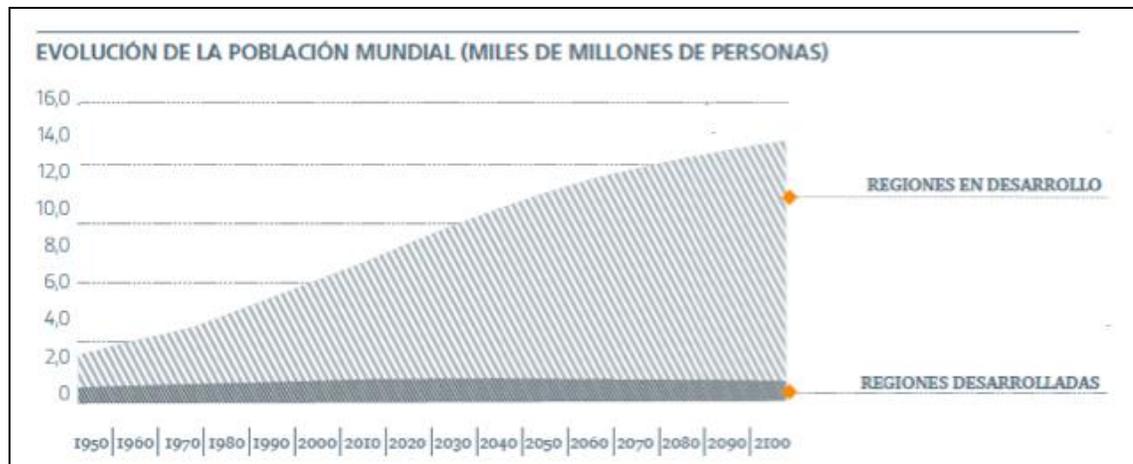


Ilustración 2 Evolución de la población Mundial⁸.

En un escenario en que la sobreexplotación ha limitado la disponibilidad de pesca silvestre en el mundo, la acuicultura se ha convertido en una alternativa con gran potencial de crecimiento para satisfacer la demanda de productos del mar.

⁸ Memoria anual empresas Aqua Chile S.A al 31-12-2018

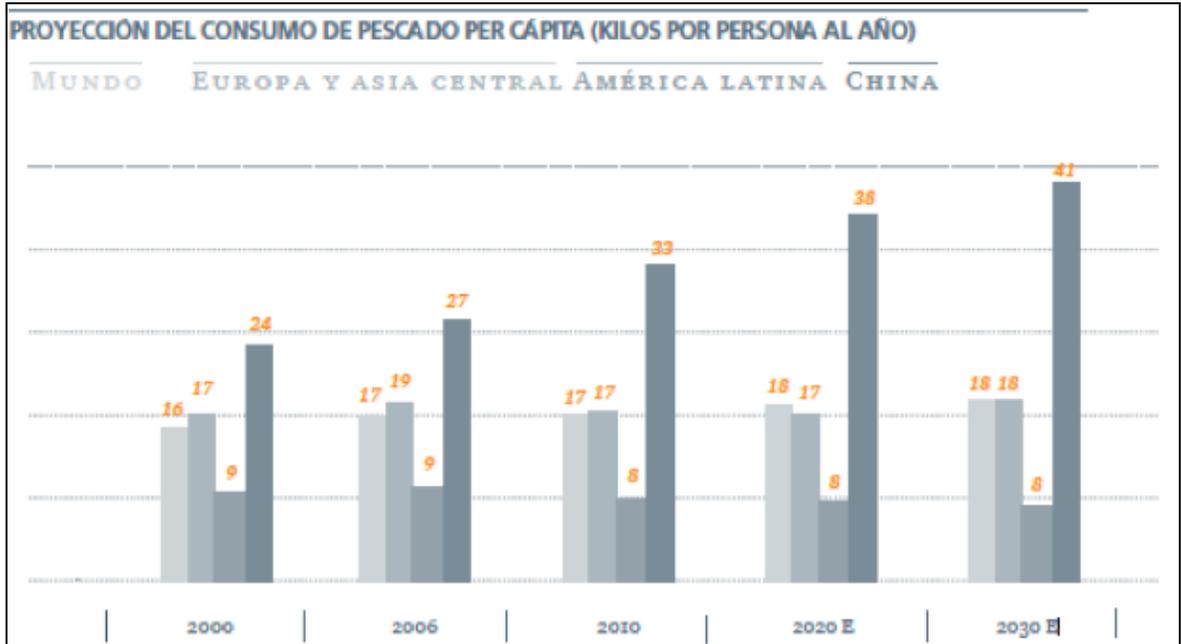


Ilustración 3 Proyección del consumo de pescado per cápita (kilos por personas al año)⁹.

Según memoria anual Aqua Chile S.A. al 31-12-2018: Chile tiene condiciones favorables para el desarrollo de la acuicultura, especialmente debido a la pureza y temperaturas estables de sus aguas.

Las principales especies de salmónidos producidas en Chile son: la trucha, el salmón coho y el salmón Atlántico, siendo este último el que concentra la mayor parte de la oferta chilena.

Los principales productores de Salmón del Atlántico en 2018 continuaron siendo Chile y Noruega. En conjunto, representaron alrededor del 79% de la producción mundial. Históricamente, la industria del Salmón se ha caracterizado por contar con muchas y pequeñas empresas salmoneras. Esto ha sido así en el caso de Noruega y -en menor grado- en Escocia y Chile. Hacia 1997, había 117 empresas en estos 3 países, produciendo el 80% del volumen total de Salmón cultivado. De esas 117 empresas, 70 se encontraban en Noruega.

⁹ Memoria anual empresas Aqua Chile S.A al 31-12-2018

Es esperable que el proceso de consolidación continúe en la medida en que los productores pequeños no alcancen una estructura de costos eficiente.

La formación de grandes compañías debiera beneficiar a la industria, ya que, en general, el tamaño y la integración favorecen la investigación y el desarrollo de productos. Además, las grandes firmas estarán en mejor posición para competir en igualdad de condiciones con los principales actores de las industrias alimentaria y de distribución.

A continuación, se listan las empresas y su participación de mercado según las exportaciones chilenas de salmones y truchas del año 2018¹⁰.

Empresas	Miles Dólares	Ton Netas	Miles Dólares (%)	Ton. Netas (%)
Grupo Cermaq	545.543	75.464	10,60%	12,00%
Empresas Aqua Chile S.A.	600.089	74.352	11,60%	11,80%
Grupo Multiexport Foods S.A.	441.112	50.743	8,50%	8,00%
Grupo Mow	359.562	44.860	7,00%	7,10%
Salmones Camanchaca S.A.	314.813	36.771	6,10%	5,80%
Australis Mar S.A.	314.251	40.020	6,10%	6,30%
Los fiordos Ltda.	299.298	39.377	5,80%	6,20%
Grupo Blumar	290.967	32.264	5,60%	5,10%
Grupo Austral	241.598	29.348	4,70%	4,60%
Invertec pesquera Mar de Chiloé S.A.	202.478	21.175	3,90%	3,40%
Grupo Ventisquero	200.986	25.462	3,90%	4,00%
Otros	1.355.919	161.639	26,20%	25,60%
Total	5.166.613	631.473	100,00%	100,00%

Tabla 2: Ranking de exportaciones chilenas de salmones y truchas

Principales mercados de exportación

La industria chilena presentó en 2018 exportaciones por 631 mil toneladas netas, lo que representa un aumento de 20,8% en relación a 2017.

Los principales mercados para el salmón chileno durante 2018 fueron; Estados Unidos,

¹⁰ Memoria anual empresas Aqua Chile S.A al 31-12-2018

Japón y Brasil con 170 mil toneladas, 143 mil toneladas y 87 mil toneladas exportadas respectivamente.

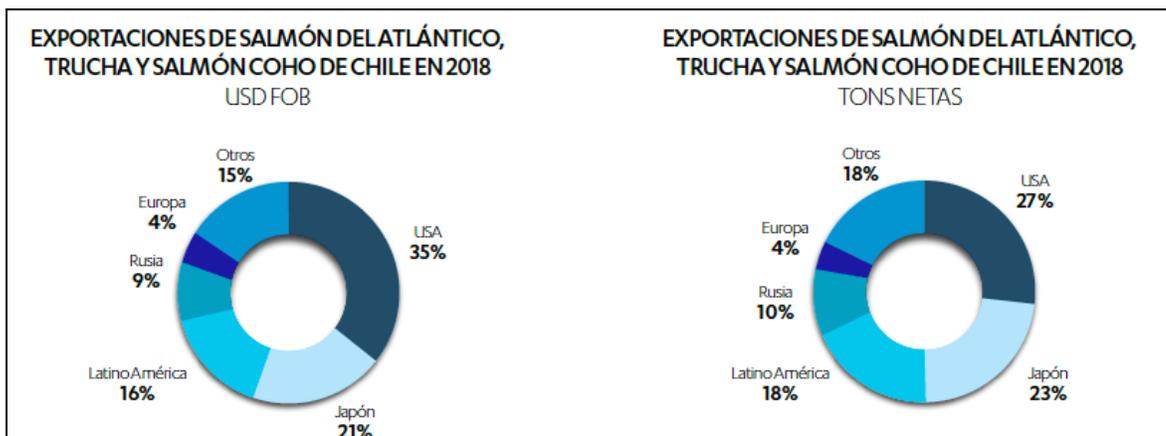


Ilustración 4 Exportaciones USD FOB y Tons. netas de salmón atlántico, trucha y salmón coho en Chile 201811.

Precios salmón del atlántico, trucha y salmón coho

Según Humphreys Clasificadora de Riesgo, los precios en esta industria son altamente volátiles, siendo especialmente sensibles a los volúmenes de salmón de cultivo cosechados, a las capturas de salmones silvestres y a la situación económica internacional.

Hacia fines de 2009 el precio exhibió un fuerte repunte, impulsado por la contracción en la oferta de Chile de salmón del Atlántico. La rápida recuperación de la oferta tras la crisis del ISA, provocó que el precio bajara a un nivel muy bajo, generando grandes pérdidas en toda la industria hacia 2012. En 2013 y 2014 el precio se recuperó, para volver a caer el 2015. El 2016, debido a la disminución de la oferta mundial (por el bloom de algas en el caso de Chile y por problemas sanitarios relacionados con el control del “Sea Lice” en el caso de Noruega), el precio presentó una fuerte alza, que fue seguido por una subsecuente alza durante 2017 y una leve caída en 2018.

Según Memoria 2018 Multiexport Foods, el precio del Filete Fresco Trim D, calibre 3-4

11 Memoria Anual Multiexport Foods al 31-12-2018

High del Salmón del Atlántico en el mercado de Estados Unidos (el más relevante para Chile) promedio 5,38 USD/lb en 2018, lo que constituye una disminución de 1,94% respecto al precio promedio de 5,48 USD/lb en 2017.

Respecto del Salmón Coho chileno en el mercado de Japón (el más relevante para Chile), de acuerdo al indicador Fish Information & Services (FIS) que equivale al precio del Coho HG (sin cabeza y eviscerado, congelado, calibre 4-6 lbs), promedió 805 JPY/kg durante 2018, mostrando una disminución de 4,4% respecto al precio promedio de 842 JPY/kg de 2017.

Financiamiento de la Empresa

La Empresa Multiexport Foods S.A al 30 de junio del 2019 no ha emitido bonos. Al 30 de junio de 2019, tiene vigente una reestructuración ocurrida con fecha 15 de septiembre de 2017, la filial Salmones Multiexport S.A. y los Bancos Acreedores Cooperative Rabobank U.A., Banco Santander Chile, Banco de Chile, Banco de Crédito e Inversiones y DNB Bank ASA suscribieron un Contrato de Reconocimiento de Deuda y Reestructuración de Pasivo Financiero que modificó contrato existente entre las partes. Los principales acuerdos del refinanciamiento actualmente vigente son:

- a) El crédito está destinado a Financiamiento de Exportaciones (PAE), por un total de US\$ 130.000.000 y se estructura en dos tramos:
- i. Tramo A: Préstamo de Largo Plazo por un monto total de US\$ 100.000.000.-, los cuales refinancian el crédito que estaba vigente a la fecha de la reestructuración.
 - ii. Tramo B: Línea de Crédito Revolvente Comprometida (o "LRC") por un monto de US\$ 30.000.000, la cual se encuentra completamente disponible.
- b) Las principales condiciones financieras de los Tramos A y B son

Tramo	MUS\$	Tasa Convenida	Pagos
Deuda Tramo A	100.000	Libor 180 días + Margen	9 pagos semestrales de MUS\$ 6.000 c/u 1 pago final al mes 60 de MUS\$ 46.000
Deuda Tramo B	30.000	Libor 180 días + Margen	Vencimiento el 15 de septiembre de 2022

Estructura de Capital

Con el propósito de determinar la Estructura de Capital objetivo de Multiexport Foods S.A. primero obtenemos la Deuda Financiera de la Compañía. Para esto, descargamos los estados financieros anuales de la empresa al cierre del año 2015 al 2018, y al 30 de junio de 2019 (Ver Anexo 1 y Anexo 2). Estos EEFF están bajo Norma IFRS y en moneda MUS\$.

Al analizar el endeudamiento de la empresa se incluyó sólo la deuda que paga intereses, es decir, el endeudamiento con instituciones financieras. Para el caso de la deuda que no paga interés, como las cuentas por pagar a proveedores, los intereses están implícitos en el costo de la materia prima, y, por tanto, ya han sido incluidos en el costo operacional¹².

A continuación se muestran las obligaciones del rubro pasivos financieros, al cierre de los años 2015 al 2018 y al 30 de junio 2019.

Deuda Financiera En M\$US	12-15	12-16	12-17	12-18	06-19
Pasivos financieros que devengan interés a corto plazo	20.086	0	0	0	0
Pasivos financieros que devengan interés a largo plazo porción corto	15.147	45.240	13.072	13.176	13.176
Otros pasivos financieros no corrientes	138.774	94.741	88.000	76.000	70.000
Total Deuda Financiera MUS\$	174.007	139.981	101.072	89.176	83.176

Tabla 3 **Deuda Financiera**

Luego, para obtener el Patrimonio Económico de la empresa registramos el número total de acciones suscritas y pagadas, al cierre del años 2015 al 2018, y al 30 de Junio de 2019. Además, obtuvimos el precio de cierre de la acción para estos periodos, y se convierte al valor de la US\$ de cada año, para hacerlos comparables, y con esto calculamos el Patrimonio Económico en MUS\$.

¹² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 5, pp.124

	M\$US 31-12-15	M\$US 31-12-16	M\$US 31-12-17	M\$US 31-12-18	M\$US 30-06-19
Nº Acciones ordinarias (suscritas y pagadas)	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600	1.410.665.600
Precio de la acción \$	62,00	190,00	237,38	384,00	364,51
Valor tipo de cambio al 31 de Dic	707,34	667,29	615,22	695,69	679,86
Precio de la acción US\$	0,09	0,28	0,39	0,55	0,54
Total Patrimonio Económico MUS\$	123.648	401.664	544.299	778.645	756.335

Tabla 4 **Patrimonio Económico**

Por último, para determinar la Estructura de Capital objetivo analizamos la evolución de la razón de endeudamiento de la empresa (B/V), la razón patrimonio a valor de la empresa (P/V) y la razón deuda a patrimonio (B/P) para cada año, y se propone cómo Estructura de Capital al promedio simple de los últimos 3 años.

	M\$US 31-12-15	M\$US 31-12-16	M\$US 31-12-17	M\$US 31-12-18	M\$US 30-06-19	Objetivo
B/V	58,46%	25,84%	15,66%	10,28%	9,91%	11,95%
P/V	41,54%	74,16%	84,34%	89,72%	90,09%	88,05%
B/P	140,73%	34,85%	18,57%	11,45%	11,00%	13,67%

Tabla 5 **Estructura de Capital Objetivo.**

Costo de Capital

Para obtener una tasa de descuento adecuada para los flujos operativos de la compañía, se calculara el costo de capital (tasa de los activos).

Primero obtendremos el Beta Patrimonial de la acción por el modelo de mercado, para lo cual descargamos de la Bolsa de Santiago los precios semanales de la acción, y los precios semanales del índice IGPA desde el 1 de julio 2015 al 30 de Junio 2019, utilizando el precio al cierre del día viernes de cada semana. Con estos precios, se

calculan los retornos semanales para la acción y el IGPA, datos utilizados para estimar los betas mediante el modelo de mercado.

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

R_{it} = Rentabilidad de la acción i el año t

R_{mt} = Rentabilidad de mercado el año t

Por medio del método de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), obtenemos los parámetros del modelo de mercado, estimando el α y β del año t con una historia de retornos equivalente a dos años hacia atrás, obteniendo el beta de la acción para los años 2017 al 2019 (al 30 de Junio de cada año) resumidos en el siguiente cuadro:

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,27	1,40	1,13
p-value (significancia)	0,532046	0,000004	0,000087
Presencia Bursátil (%)	66,11%	84,44%	60,00%

Tabla 6 **Beta de la Acción**

Se considera el supuesto de un nivel de confianza del 95%, para obtener el Beta Patrimonial (con deuda) de Multiexport Foods S.A. se debe descartar el Beta de la Acción obtenido el 2017 por presentar un P-Value de un 53,2% aproximadamente. El siguiente valor es el del 2019, que presenta un valor de 1,13 y que será el Beta a considerar para el resto de los cálculos para obtener el Costo de Capital.

Costo de la Deuda (k_B)

La tasa libre de riesgo se compone de dos partes en este caso: 2,23% (Bono del Tesoro EEUU 30 años al 30 de Junio de 2019) y 0,75% (Credit Default Swap para Chile a 10 años (CDS). En tanto, un premio por riesgo de mercado de 6,96% para Chile y al analizar la composición de la deuda de Multiexport Foods S.A. al 30 de junio de 2019, se puede observar que la deuda generadora de intereses sería:

	MUS\$	Tasa interés
Obligaciones por pagar Largo plazo porción corto plazo	13.176	4,83%

Crédito Largo plazo	70.000	4,83%
Total al 30-06-2019	83.176	

Tabla 7: **Costo de la deuda.**

Por lo tanto, **la tasa de interés será la ascendente a 4,83%.**

Basándonos en el modelo CAPM para encontrar el beta de la deuda de acuerdo a la información que tenemos ya considerada, se calculará lo siguiente:

$$k_b = R_f + B_b[E(R_m) - R_f] , \quad \text{Despejamos y queda } \beta_b:$$

Beta de la Deuda (β_B)

Tasa libre de riesgo	2,98%
PRM	6,96%
Kb	4,83%
β_b	0,27

Tabla 8: **Beta de la deuda.**

Teniendo entonces el β_b , continuamos calculando en base a los datos la información que requerimos.

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

Ahora procedemos a encontrar, primero el beta de la acción sin deuda a partir de nuestro beta de la acción calculado mediante una regresión lineal con proxy IGPA, utilizando el año 2019.

Tenemos una tasa impositiva promedio del periodo de cálculo de beta (junio 2017 a junio del año 2019) de 26,5% .A partir de los datos que ya obtuvimos y despejando de Rubinstein tenemos que:

$$\beta_{C/D} \text{ (beta patrimonial con deuda)} = \beta_P \text{ S/D} * [1 + (1-t_c) * B/P] - (1-t_c) * \beta_B * B/P$$

βp S/D	
Tc (promedio 2017-2018-2019)	26,5%
B/P	0,14
βb	0,27
Beta de la acción (regresión con IGPA) βacc C/D	1,13
Kb	4,83%
Beta patrimonial sin deuda: βp S/D	1,05

Tabla 9: **Beta patrimonial sin deuda.**

Entonces, el **Beta Patrimonial Sin Deuda** ascenderá a **1,05**.

- **Beta Patrimonial Con Deuda Objetivo ($\beta_p^{C/D} *$)**

Procedemos ahora a encontrar el beta patrimonial con deuda, utilizando el beta patrimonial sin deuda calculado anteriormente, apalancando con la misma fórmula de Rubinstein y la estructura de capital objetivo y obteniendo el valor de beta.

$$\text{Con Rubinstein, tenemos } \beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - t_c) \frac{B}{P}] - (1 - t_c) \beta_B \frac{B}{P}$$

tc	27%
B/P	0,14
βb	0,27
Beta de la acción (regresión con IGPA) β acc C/D	1,13
Kb	4,83%
βp S/D	1,05
Beta patrimonial con Deuda Objetivo	1,13

Tabla 10: **Beta patrimonial con deuda objetivo.**

- **Costo patrimonial (kp) a través del CAPM**

$$k_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

Agregamos un premio por liquidez de 3,0% debido a la baja presencia bursátil de Multiexport Foods S.A.

tc	27%
B/P	0,14
βb	0,27
Beta de la acción (regresión con IGPA) βacc C/D	1,13
Kb	4,83%
βp S/D	1,05
βp C/D	1,13
Tasa libre de riesgo	2,98%
PRM	6,96%
Premio por Liquidez	3,00%
kp = rf + PRM * βp C/D + PRL	13,84%

Tabla 11: Costo patrimonial.

- **Costo de Capital (k_u) o WACC (weighted average cost of capital):**

Se estima el costo de capital o tasa con la que descontaremos los flujos futuros de la empresa Multiexport Foods S.A. a través de la utilización de la fórmula de Modigliani & Miller (1963) para calcular $k_0 = WACC$.

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

$$WACC = (4,83\% * 12\% * (1-0,27)) + 13,84\% * 88\% = 12,6\%$$

Kb	4,83%
B/V	0,12
tc	27%
Kp	13,84%
P/V	0,88
Tasa de costo de capital	12,60%

Tabla 12: Costo de capital.

Análisis Operacional del Negocio e Industria

Ingresos Operacionales

Entre los años 2015 hasta el 30 de junio de 2019, los ingresos por actividades ordinarias de la compañía han tenido una tendencia al alza.

	31/12/15 MUS\$	31/12/16 MUS\$	31/12/17 MUS\$	31/12/18 MUS\$	30/06/19 MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Venta Producto terminado salmón	336.658	401.152	501.782	531.820	283.306
Venta activos biológicos	222	6	1.926	159	713
Otros ingresos ordinarios	9.388	7.294	5.053	5.268	3.290

Tabla 13: Ingresos por actividades ordinarias.

De acuerdo a la estructura de ingresos de la compañía, el principal ingreso de las actividades ordinarias proviene de la línea de ventas de productos terminados salmón, que conforman el 98,3% de los ingresos promedios del período analizado, los cuales están constituidos por la venta de productos terminados derivados de la cosecha de activos biológicos. A continuación se detalle:

	31/12/15 MUS\$	31/12/16 MUS\$	31/12/17 MUS\$	31/12/18 MUS\$	30/06/19 MUS\$	Prom.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Venta Producto terminado salmón	97,2%	98,2%	98,6%	99,0%	98,6%	98,3%
Venta activos biológicos	0,1%	0,0%	0,4%	0,0%	0,2%	0,1%
Otros ingresos ordinarios	2,7%	1,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,5%

Tabla 14: Ingresos por actividades ordinarias en en porcentaje de participación.

Los productos terminados se componen de productos frescos, congelados y ahumados, Desde un punto de vista de los mercados de destino de las ventas efectuadas por la empresa, su principal destino fue Estados Unidos que representó 42,3% de los mercados de destino en el período analizado, seguido de Asia con 22,1%. El mercado nacional conforma el 8,5% de los mercados de destino, por sobre Europa que solo alcanza el 3,2%. Ver detalle en tablas siguientes:

	31/12/15 MUS\$	31/12/16 MUS\$	31/12/17 MUS\$	31/12/18 MUS\$	30/06/19 MUS\$
Chile	13.431	31.975	44.077	46.995	25.020
Clientes externos	332.837	376.477	464.684	490.252	262.289
Estados Unidos	173.843	168.866	206.172	225.014	130.940
Europa	11.941	16.972	21.140	13.608	5.821
Asia	50.750	81.492	116.288	145.488	52.766
Otros	96.303	109.147	121.084	106.142	72.762
Total	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309

Tabla 15: Mercado de destino de los productos terminados.

	31/12/15 MUS\$	31/12/16 MUS\$	31/12/17 MUS\$	31/12/18 MUS\$	30/06/19 MUS\$	Prom.
Chile	4%	8%	9%	9%	9%	8,5%
Clientes externos	96%	92%	91%	91%	91%	91,5%
Estados Unidos	50%	41%	41%	42%	46%	42,3%
Europa	3%	4%	4%	3%	2%	3,2%
Asia	15%	20%	23%	27%	18%	22,1%
Otros	28%	27%	24%	20%	25%	23,9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%

Tabla 16: Mercado de destino de los productos terminados en %.

Variación del crecimiento anual de Multiexport Foods S.A.

El crecimiento promedio anualizado alcanzado por los Ingresos de actividades ordinarias durante el período de análisis es de 15,8%. El principal componente de estos ingresos, venta de productos terminados de salmón, experimentó un crecimiento anualizado de 16,5% entre los años 2015 y 2018. A continuación se muestra el detalle.

	Var. 16/15	Var. 17/16	Var. 18/17	Prom.	Prom. Anualiz.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	18,0%	24,6%	5,6%	16,0%	15,8%	9,6%
Venta Producto terminado salmón	19,2%	25,1%	6,0%	16,7%	16,5%	9,8%
Venta activos biológicos	-97,3%	32000,0%	-91,7%	10603,7 %	-10,5%	18529,8 %

Otros ingresos ordinarios	-22,3%	-30,7%	4,3%	-16,3%	-17,5%	18,3%
----------------------------------	--------	--------	------	--------	--------	-------

Tabla 17: Crecimiento promedio anual de los ingresos operacionales.

Desde el punto de vista de los mercados de destinos de los ingresos operacionales la mayor tasa de crecimiento promedio anual fueron las ventas dentro del mercado nacional que correspondieron al 47,3%, seguido de Asia con 25,2%. En tanto, Estados Unidos, el principal mercado de destino de sus ventas, alcanzó un aumento de 11,2%.

	Var. 16/15	Var. 17/16	Var. 18/17	Var. 19/18	Prom.	Desv.
Chile	138,1%	37,8%	6,6%	6,5%	47,3%	62,3%
Clientes externos	13,1%	23,4%	5,5%	7,0%	12,3%	8,1%
Estados Unidos	-2,9%	22,1%	9,1%	16,4%	11,2%	10,8%
Europa	42,1%	24,6%	-35,6%	-14,4%	4,2%	35,5%
Asia	60,6%	42,7%	25,1%	-27,5%	25,2%	38,0%
Otros	13,3%	10,9%	-12,3%	37,1%	12,3%	20,2%
Total	18,0%	24,6%	5,6%	7,0%	13,8%	9,1%

Tabla 18: Crecimiento promedio anual de los destinos de los productos terminados.

Para el caso de los precios obtenidos por Multiexport Foods, el análisis se efectúa según la unidad física de análisis que utiliza la empresa para evaluar su gestión, es decir, venta de toneladas cosechadas WFE (Whole Fish Equivalent, unidad de medida de la materia prima, que corresponde al peso vivo ayunado y desangrado) versus los ingresos por venta históricos de productos terminados. De ahí es posible derivar los precios que la empresa ha experimentado en el transcurso del último tiempo, en la tabla siguiente se muestran los resultados:

	2015	2016	2017	2018
Venta producto terminado salmón MUS\$	336.658	401.152	501.782	531.820
	64.952	65.489	75.255	82.851
Precio Promedio MUS\$ / tonelada	5,183	6,125	6,668	6,419
Variación de precio		18,2%	8,9%	-3,7%

Tabla 19 Variación de precio periodo 2015-2018.

En tanto, para la biomasa se considera la información de siembra de smolt que se vió aumentada con la entrada en producción de nuevos centros instalados en la XII Región en los últimos años y se espera que aumenten la cosecha de kilos para los periodos 2019 y 2020, logrando luego estabilizar la capacidad operacional de la empresa. Capacidad operacional que fue mencionada en la Carta del Presidente de Multiexport Foods¹³ *“nuestra compañía llevó a cabo una importante agenda de trabajo para dar cumplimiento a las metas trazadas en su plan estratégico, dentro de las cuales es necesario destacar: 1) el inicio de las operaciones productivas en la XII región, que permitirán a la empresa llegar al umbral de producción de 100.000 toneladas”.*

Para realizar el análisis de tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2015 al 2018, se utilizaron las estadísticas expuestas en las memorias de los estados financieros de las empresas Multiexport Foods S.A, Empresas Aqua Chile S.A e Informes de exportaciones de pesca y acuicultura años 2014 al 2018.

En el siguiente cuadro se aprecia el volumen de venta de los exportadores locales de salmon y trucha para el periodo 2015 al 2018.

	2015	2016	2017	2018
Salmón Atlántico	402.024	379.164	369.167	456.060
Salmón Coho	120.180	86.980	110.839	130.621
Trucha	67.350	49.062	43.164	44.792
Total toneladas netas	589.554	515.206	523.170	631.473

Tabla 20: Exportaciones chilenas.

La participación promedio de mercado de Multiexport Foods en los últimos cuatro años alcanzó al 7,6% de la industria local de salmón. La evolución y participación de mercado en volumen de venta se muestra en la tabla siguiente:

	2015	2016	2017	2018	Promedio
Cermaq	10,2%	7,3%	11,1%	12,0%	10,2%

¹³ Memoria empresas Multiexport Foods S.A. 2018

Empresas Aqua Chile S.A.	11,0%	11,8%	9,9%	11,8%	11,1%
Marine Harvest (mowi)	8,9%	5,6%	6,0%	7,1%	6,9%
Multiexport Foods S.A.	7,0%	6,5%	8,8%	8,0%	7,6%
Los Fiordos	5,7%	7,2%	7,3%	6,2%	6,6%
Blumar	3,2%	4,2%	3,3%	5,1%	4,0%
Otros	54,0%	57,4%	53,6%	49,8%	53,7%
Total	100%	100%	100%	100%	100,0%

Tabla 21: Evolución y participación de mercado¹⁴.

Con la información contenida en los cuadros anteriores es posible construir la cantidad de exportaciones chilenas en toneladas netas para la industria local para las principales empresas:

	2015 Ton	2016 Ton	2017 Ton	2018 Ton
Cermaq	60.135	37.610	58.072	75.777
Empresas Aqua Chile S.A.	64.851	60.794	51.794	74.514
Marine Harvest (mowi)	52.470	28.852	31.390	44.835
Multiexport Foods S.A.	41.269	33.488	46.039	50.518
Los Fiordos	33.605	37.095	38.191	39.151
Blumar	18.866	21.639	17.265	32.205
Otros	318.359	295.728	280.419	314.474
Total	589.554	515.206	523.170	631.473

Tabla 22: Cantidad de exportaciones por empresas locales.

A través de los datos anteriores, se calculó el crecimiento real de la industria salmonera local para el periodo, ascendiendo a 2,32% anual, calculado como la variación entre el año 2018 v/s 2015 dividido por las toneladas del año 2015 y luego anualizando tal variación, el detalle se muestra a continuación:

	2015	2016	2017	2018	Crecimiento real anual
Cermaq	11,24%	-37,46%	54,41%	30,49%	8,01%
Empresas Aqua Chile S.A.	-4,23%	-6,26%	-14,80%	43,87%	4,74%
Marine Harvest (mowi)	134,04%	-45,01%	8,80%	42,83%	-5,11%

¹⁴ Memoria empresas Aqua Chile S.A. 2018.

	2015	2016	2017	2018	Crecimiento real anual
Multiexport Foods S.A.	-12,62%	-18,85%	37,48%	9,73%	6,97%
Los Fiordos	-35,10%	10,39%	2,96%	2,51%	5,22%
Blumar	-26,32%	14,70%	-20,21%	86,54%	19,51%
Otros	5,96%	-7,11%	-5,18%	12,14%	-0,41%
TOTAL	3,57%	-12,61%	1,55%	20,70%	2,32%

Tabla 23: Crecimiento de Ventas en ton por empresa (2015-2018)

Las exportaciones chilenas en M\$US FOB muestra para el periodo 2015-2018 el siguiente comportamiento:

	2015 MUS\$	2016 MUS\$	2017 MUS\$	2018 MUS\$
Salmón Atlántico	2.512.522	2.950.739	3.399.036	3.860.116
Salmón Coho	572.969	489.254	783.462	874.943
Trucha	440.718	400.443	467.539	425.653
Total M\$ USD FOB	3.526.209	3.840.436	4.650.037	5.160.712

Tabla 24: Exportaciones de Chile por especies MUS\$ FOB.

Calculando el precio FOB por tonelada podemos observar el crecimiento real del precio fob de las exportaciones:

Precio por Tonelada	2015 MUS\$	2016 MUS\$	2017 MUS\$	2018 MUS\$	crecimiento (g)
Salmon Atlántico	6,25	7,78	9,21	8,46	10,64%
Salmon Coho	4,77	5,62	7,07	6,70	12,00%
Trucha	6,54	8,16	10,83	9,50	13,24%
Total M\$ USD FOB/TON	5,98	7,45	8,89	8,17	10,97%

Tabla 25: Precio MUS\$ FOB/TON

Con los ingresos históricos MUS\$ FOB y las ventas históricas en toneladas obtenemos que el ratio de ingresos por toneladas netas de la industria local para el año 2018 fue de MUS\$ 8,17 /ton, con una tasa real de crecimiento del precio promedio anual en el periodo 2015-2018 de 10,97%.

A la información histórica de la Industria local resumida en los párrafos y tablas anteriores hay que considerar también el ciclo de vida del negocio del salmón, el cual

necesita que para obtener los kilos de salmon para la venta debe existir una siembra de smolt por lo menos de un año y medio anterior, de acuerdo a la especie a cosechar

Esta siembra de smolt se vió aumentada con la entrada en producción de nuevos centros instalados en la XII Región en los últimos años y se espera que aumenten la cosecha de kilos para los periodos 2019 y 2020, logrando luego estabilizar la capacidad operacional de la empresa. Capacidad operacional que fue mencionada en la Carta del Presidente de Multiexport Foods¹⁵ *“nuestra compañía llevó a cabo una importante agenda de trabajo para dar cumplimiento a las metas trazadas en su plan estratégico, dentro de los cuales es necesario destacar: 1) el inicio de las operaciones productivas en la XII región, que permitirán a la empresa llegar al umbral de producción de 100.000 toneladas”*.

Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 al 2023.

En la Industria, *Nordea Bank* entregó sus proyecciones para el salmón chileno *“las cifras preliminares pueden indicar un fuerte crecimiento subyacente en el volumen de cosecha a partir del cuarto trimestre de 2019 y hasta 2020, estimando una expansión de 5%.”*

Según el Informe Técnico Subpesca, del 8 de Marzo 2019 *“los titulares de los centros de cultivos de especie salmonidas, respecto al plan de siembra de las conseecciones de acuicultura que inician su descanso sanitario entre Octubre 2018 y marzo 2019, este aumentará en un 12% respecto al año anterior”*.

¹⁵ Memoria empresas Multiexport Foods S.A. 2018

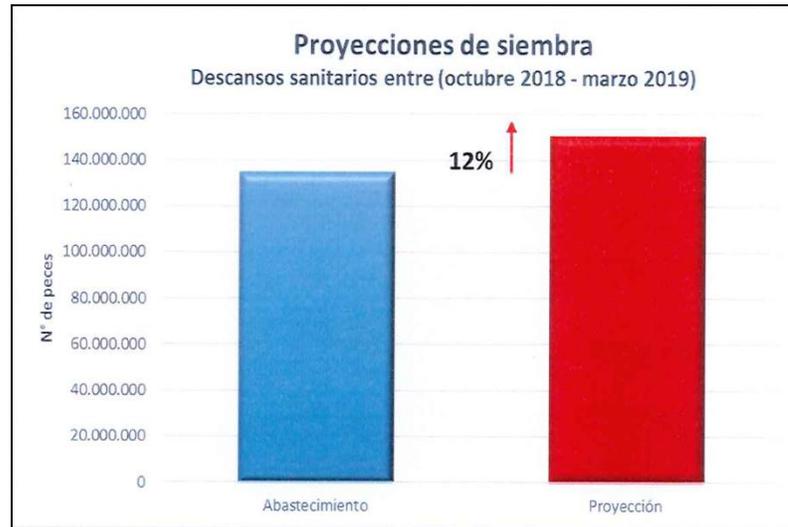


Tabla 26: Proyección de siembra.

A su vez, el informe sanitario de salmonicultura en centros marinos del año 2018, indicó que a partir de la información declarada por los centros de cultivos marinos al sistema de información para la fiscalización de acuicultura de Sernapesca (SIFA), que presenta el contexto productivo de la Salmonicultura entre el año 2017 y el año 2018 indicó “durante el año 2018, la máxima biomasa en cultivo se registró en los meses de septiembre y octubre, con valores superiores a las 540.000 toneladas. En comparación al 2017, la biomasa cultivada promedio aumentó en 6 %”.

	Total Toneladas	Crecimiento Periodo
Biomasa 2018	5.670.002	321.903
Biomasa 2017	5.348.099	6,019%

Tabla 27: Crecimiento de la biomasa periodo 2017-2018.

Por último, el presidente de SalmonChile, Arturo Clément, anticipa que “*la oferta de salmón local crecerá en torno a 6% este año, muy de la mano de la demanda mundial del producto, lo que califica como un crecimiento saludable y realista. Se espera que gran parte del crecimiento de los envíos estén empujados este año por China, país que tiene un bajísimo consumo per cápita de salmón y que posee un importante potencial de crecimiento*” (<http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=548252añosmás>, marzo 2019).

A raíz de lo anteriormente expuesto, es que se considerara un crecimiento de la Industria salmonera local ascendente a 6% anual para los siguientes 5 años y para Multiexport Foods se consideró lo expresado por el Presidente del Directorio respecto de llegar al umbral de producción de 100.000 toneladas en los próximos años.

Análisis de los Costos Operacionales.

La estructura de los costos operacionales de la empresa está compuesta principalmente por los costos de ventas (83,0%), gastos de administración (2,2%) y costos de distribución (1,7%).

A continuación se detallan y describen cada uno de los conceptos en que se encuentran agrupadas las líneas de costo operacional.

Costos de ventas.

Los costos de ventas representan el principal costo operacional de la empresa, los cuales durante el año 2018 acumularon MUS\$418.565, cifra ostensiblemente mayor que el año anterior, el cual significó MUS\$367.107. El principal costo de esta clasificación corresponde al costo del producto terminado, que alcanzó MUS\$372.134 y MUS\$329.677 respectivamente para los años 2018 y 2017.

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Costos de ventas	(365.671)	(336.625)	(367.107)	(418.565)	(221.203)
Costo Producto terminado salmón	(333.342)	(302.252)	(329.677)	(372.134)	(192.838)
Costo activos biológicos	(74)	(21)	(1.531)	(210)	
Otros costos ordinarios	(3.169)	(2.930)	(1.003)	(1.670)	(378)
Costos de transporte	(29.086)	(31.422)	(34.896)	(44.551)	(27.987)

Tabla 28: Composición costo de venta

Para el presente análisis se muestra en forma desagregada la depreciación contenida dentro de los costos de ventas, comprendiendo que su comportamiento y naturaleza difieren de los demás componentes.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Depreciación de Costos de ventas	(14.072)	(13.724)	(13.106)	(14.163)	(6.420)

Tabla 29: Monto de depreciación incluida en los costos de venta

Como se refleja en la tabla anterior, es posible apreciar que el importe de la depreciación contenida en los costos de ventas se mantiene estable en el tiempo a pesar de los incrementos en los niveles de ingresos.

En la siguiente tabla se muestra un análisis estructural de las ganancias brutas antes de fair value, observándose que el porcentaje de la representación del promedio anual de los costos de ventas (excluida la depreciación) respecto a los ingresos por ventas alcanza al (74,7%), con desviación estándar de 3,9%, manteniéndose constantemente por debajo del 80,0% con excepción del año 2015.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Venta Producto terminado salmón	97,2%	98,2%	98,6%	99,0%	98,6%	98,3%	0,7%
Venta activos biológicos	0,1%	0,0%	0,4%	0,0%	0,2%	0,1%	0,2%
Otros ingresos ordinarios	2,7%	1,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,5%	0,7%
Costos de ventas	-101,5%	-79,1%	-69,6%	-75,3%	-74,8%	-74,7%	3,9%
Costo Prod. terminado salmón	-92,2%	-70,6%	-62,2%	-66,6%	-64,9%	-66,1%	3,5%
Costo activos biológicos	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%
Otros costos ordinarios	-0,9%	-0,7%	-0,2%	-0,3%	-0,1%	-0,3%	0,3%
Costos de transporte	-8,4%	-7,7%	-6,9%	-8,3%	-9,7%	-8,1%	1,2%
Depreciación de Costos de ventas	-4,1%	-4,0%	-3,8%	-4,1%	-1,9%	-3,4%	1,1%
Ganancias (pérdidas) brutas antes de Fair Value	-5,6%	17,6%	27,8%	22,1%	23,0%	17,0%	13,1%

Tabla 30: Composición de las ganancias brutas

El comportamiento descrito anteriormente, respecto a la disminución del ítem costo del producto terminado durante los últimos años a diferencia de lo ocurrido en 2015, se deriva de efectos ocurridos dentro de un contexto internacional, por la disminución que experimentaron los precios en los principales mercados de destino, debido a la combinación de una fuerte depreciación de las principales monedas con respecto al dólar estadounidense, el crecimiento del 30% de la producción de Canadá y al bloqueo Ruso a las importaciones del salmón noruego. Al deprimirse los precios de venta durante el año 2015, los niveles de costos de ventas superaron los ingresos por venta, generándose un margen bruto previo ajuste de valor justo negativo de (5,6%).

Costos de distribución.

Los costos de distribución han ascendido al año 2018 a MUS\$8.019, representando el mayor monto acumulado de los últimos años con excepción de 2015. En el siguiente cuadro se muestra la composición de este ítem, siendo conformados los costos de distribución por los costos operacionales de frigoríficos, gastos de ventas de oficina en Estados Unidos, gastos de ventas de oficina en Chile, los gastos generales de embarque y pre-embarque, las remuneraciones del personal de distribución, las comisiones por ventas, y otros gastos de ventas.

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Costos de distribución	(8.571)	(7.127)	(6.913)	(8.019)	(4.538)
Frigoríficos	(2.954)	(1.138)	(816)	(1.132)	(657)
Gastos ventas oficina EEUU	(2.610)	(2.806)	(3.222)	(3.210)	(1.586)
Gastos ventas oficina Chile	(288)	(249)	(103)	(28)	(5)
Gastos generales embarque y pre-embarque	(346)	(156)	(87)	(149)	(105)
Remuneraciones del personal	(690)	(607)	(653)	(804)	(393)
Comisiones por ventas	(491)	(620)	(693)	(608)	(430)
Otros gastos de ventas	(1.192)	(1.551)	(1.339)	(2.088)	(1.362)

Tabla 31: Composición de los costos de distribución.

Estructuralmente, el promedio anual de los costos de distribución alcanzan a 1,7% sobre los ingresos por ventas, y con 0,4% de desviación estándar, ver detalle en tabla siguiente:

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Costos de distribución	-2,5%	-1,7%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,7%	0,4%
Frigoríficos	-0,9%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	0,3%
Gastos ventas oficina EEUU	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,1%
Gastos ventas oficina Chile	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos grles. embarque y pre-embarque	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Remuneraciones del personal	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	0,0%
Comisiones por ventas	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Otros gastos de ventas	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	0,1%

Tabla 32: Costo de distribución sobre ingresos por venta.

En términos generales, los costos de distribución presentan un comportamiento estable en relación a los ingresos por ventas, siendo los principales conceptos agrupados los ítems de gastos de ventas oficina en Estados Unidos y de oficina en Chile. La excepción a lo anterior se refleja en el año 2015, período que la repercusión de los costos de distribución es mayor a todos los demás años, producto del referido menor nivel de precios internacionales.

Gastos de Administración.

Los gastos de administración, excluidos los montos de depreciaciones y amortizaciones, corresponden a las remuneraciones del personal de administración, gastos del personal, servicios externos, gastos de computación, asuntos corporativos, entre los principales. En el año 2018 los gastos de administración alcanzaron MUS\$12.454, levemente superior al año 2017 que fue de MUS\$11.671, tal como se muestra en la tabla siguiente:

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Gastos de administración	(7.167)	(6.905)	(11.671)	(12.454)	(7.096)
Remuneraciones del personal	(4.359)	(4.876)	(6.351)	(6.431)	(3.571)
Gastos del personal	(314)	(742)	(2.677)	(1.614)	(723)
Asuntos corporativos administración	(25)	(19)	(40)	(206)	(133)
Comunicaciones	(60)	(66)	(97)	(189)	(133)
Servicios externos	(968)	(770)	(985)	(1.248)	(856)
Vehículos	(166)	(159)	(182)	(224)	(135)
Seguros	(133)	(137)	(109)	(164)	(175)
Gastos de computación	(165)	(209)	(258)	(886)	(594)
Otros gastos de administración	(977)	73	(972)	(1.492)	(776)

Tabla 33: Composición de los gastos de administración.

Los gastos de administración corresponden proporcionalmente al (2,2%) del promedio anual de los ingresos por ventas del periodo analizado. El principal ítem es remuneraciones del personal que alcanza al (1,2%) de las ventas de cada período, que mantiene la misma ponderación durante el periodo analizado. La desviación estandar del período es 0,3%. Se destaca que en este ítem, no se observa una repercusión de los menores niveles de precios de venta internacional, respecto al efecto sobre la ponderación proporcional de los gastos de administración sobre los ingresos operacional, sino que muestran un comportamiento similar a los demás períodos analizados.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Gastos de administración	-2,1%	-1,7%	-2,3%	-2,4%	-2,5%	-2,2%	0,3%
Remuneraciones del personal	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	0,0%
Gastos del personal	-0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	0,2%
Asuntos corporativos admin.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Comunicaciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios externos	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	0,0%
Vehículos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Seguros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Gastos de computación	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,1%
Otros gastos de administración	-0,3%	0,0%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	0,1%

Tabla 34: Gastos de administración sobre ingresos por venta.

Desde una mirada horizontal, el período que refleja la principal variación del concepto de gastos de administración se produjo en el año 2017 respecto al 2016, incrementándose en 69,0%, derivado de los aumentos en los ítems remuneraciones del personal y gastos del personal respecto al año anterior

	Var. 16/15	Var. 17/16	Var. 18/17
Ingresos de actividades ordinarias	18,0%	24,6%	5,6%
Gastos de administración	-3,7%	69,0%	6,7%
Remuneraciones del personal	11,9%	30,3%	1,3%
Gastos del personal	136,3%	260,8%	-39,7%
Asuntos corporativos administración	-24,0%	110,5%	415,0%
Comunicaciones	10,0%	47,0%	94,8%
Servicios externos	-20,5%	27,9%	26,7%
Vehículos	-4,2%	14,5%	23,1%
Seguros	3,0%	-20,4%	50,5%
Gastos de computación	26,7%	23,4%	243,4%
Otros gastos de administración	-107,5%	-1431,5%	53,5%

Tabla 35: Variación anual de los gastos de administración.

Depreciaciones y amortizaciones por Administración

El comportamiento de las depreciaciones y amortizaciones se mantiene relativamente estable, en particular durante los últimos años del período analizado, el resumen se muestra en la tabla siguiente:

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Depreciaciones y amortizaciones	(127)	(202)	(261)	(257)	(173)

Tabla 36: Depreciación incluida en los gastos de administración.

El cálculo de ponderación de las depreciaciones y amortizaciones sobre los niveles de venta se muestra en la siguiente tabla:

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Depreciaciones y amortizaciones	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%

Tabla 37: Depreciación y amortización sobre ingresos por venta.

Cargos y abonos a resultados por Fair Value.

La Sociedad registra sus activos biológicos, que incluyen grupos o familias de reproductores, ovas, smolts y peces en engorda en el mar, valorizados en el momento de su reconocimiento inicial como con posterioridad, determinándose la diferencia entre el valor justo de su realización, fair value, y los costos estimados en el punto de venta, conforme a las definiciones contenidas en NIC 41.

En este mismo sentido cambios en el volumen de biomasa a cosechar, pueden producir cambios significativos en la determinación de los efectos del valor justo de la biomasa. En la siguiente tabla se muestra lo ocurrido en el periodo:

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos.	(1.142)	(24.695)	(98.779)	(85.212)	(54.306)
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio.	(9.888)	54.007	103.488	92.530	51.115

Tabla 38: Efecto Fair Value de activos biológicos sobre sobre ingresos por venta.

El efecto sobre los ingresos por venta operacionales corresponde en promedio anual a (12,1%) respecto a activos biológicos cosechados y vendidos, y 13,1% respecto a activos biológicos del ejercicio. El detalle se muestra en la siguiente tabla:

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	-0,3%	-6,0%	-19,4%	-15,9%	-18,9%	-12,1%	8,5%
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	-2,9%	13,2%	20,3%	17,2%	17,8%	13,1%	9,3%

Tabla 39: Fair value sobre ingresos por venta.

Otros ingresos y Otros gastos, por función.

El concepto de otros ingresos incorpora principalmente las ventas de activos fijos utilizados en producción. Durante los años 2017 y 2018 alcanzan niveles de MUS\$666 y MUS\$671 respectivamente. A su vez, los respectivos costos de ventas y castigos de activos fijos se incorporan bajo el concepto de Otros gastos. El mayor nivel de costos bajo este ítem se registra en el año 2016, por concepto deducible de siniestro por algas.

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Otros ingresos, por función	140	118	698	697	291
Otros ingresos no operacionales	140	18	32	26	11
Ventas de activos fijos		100	666	671	280
Otros gastos, por función	(155)	(9.163)	(1.747)	(820)	(404)
Deducibles seguro siniestro Bloom algas		(8.989)			
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	(3)	(154)	(1.275)	(359)	(384)
Castigos de Existencias		(20)	(385)	(420)	(20)
Otros gastos	(152)		(87)	(41)	

Tabla 40: Composición de Otros ingresos y otros gastos.

Respecto al efecto que tienen estas partidas sobre los ingresos ordinarios, como se observa en el siguiente cuadro, Otros ingresos alcanzan 0,1% en promedio anual sobre las ventas, y Otros gastos alcanzan en promedio -0,6%, principalmente producto del efecto sobre resultados operaciones de los deducibles del seguro por el siniestro de bloom de algas reconocido en estados financiero del año 2016. El costo de ventas y castigos de activos fijos representa -0,1% en promedio anual sobre las ventas netas.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Otros ingresos, por función	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros ingresos no operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ventas de activos fijos	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros gastos, por función	0,0%	-2,2%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,6%	0,9%
Deducibles seguro siniestro Bloom algas	0,0%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	1,0%

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%
Castigos de Existencias	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabla 41: Otros ingresos y otros gastos sobre ingresos por venta.

Análisis de Cuentas no operacionales

Ingresos financieros

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Intereses percibidos	108	361	1.343	3.908	2.065

Tabla 42: Detalle anual de intereses percibidos.

Los ingresos financieros corresponden a intereses percibidos en cada período. Durante el año 2018 se produjo el mayor importe bajo este concepto, ascendiendo a MUS\$3.908.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Ingresos financieros	0,0%	0,1%	0,3%	0,7%	0,7%	0,4%	0,3%
Intereses percibidos	0,0%	0,1%	0,3%	0,7%	0,7%	0,4%	0,3%

Tabla 43: Intereses percibidos sobre ingresos por venta.

En promedio, los intereses percibidos corresponden en promedio al 0,4% de los ingresos por ventas, aunque durante el año 2018 y lo corrido del año 2019 este concepto representa al 0,7% sobre las ventas anuales.

Costos financieros.

El concepto de costos financieros refleja la estructura de financiamiento de la empresa y agrupa los intereses de préstamos no corrientes, otros gastos y los intereses de préstamo de anticipo a exportadores (P.A.E.). Esta última fuente de financiación (P.A.E.) no ha presentado movimientos durante los últimos tres años.

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Costos financieros	(4.863)	(5.084)	(4.015)	(4.622)	(2.239)
Intereses préstamo anticipo a exportador (PAE)	(500)	(775)			
Intereses por préstamos no corrientes	(4.167)	(4.128)	(3.834)	(4.116)	(2.030)
Otros gastos	(196)	(181)	(181)	(506)	(209)

Tabla 44: Composición de los costos financieros.

Con la excepción de los años 2015 y 2016, los siguientes tres períodos los niveles de costos financieros se mantienen a niveles similares, inclusive considerando si se observa el primer semestre de 2019 y anualizamos el monto consignado (MMUS\$4.478). Lo anterior, precisamente por efecto P.A.E. sobre la estructura de financiamiento.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Costos financieros	-1,4%	-1,2%	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-1,0%	0,3%
Intereses préstamo anticipo a exportador (PAE)	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%
Intereses por préstamos no corrientes	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,9%	0,2%
Otros gastos	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%

Tabla 45: Costos financieros sobre ingresos por venta.

En promedio, los costos financieros representan (1,0%) de los ingresos por ventas anuales, siendo los intereses por préstamos no corrientes el ítem más preponderante, representando (0,9%).

Diferencia de cambio.

La moneda que influye principalmente en los precios de venta de bienes y servicios; normalmente aquella con la que se “denominan” y “liquidan” los precios de venta de los mismos, es el dólar de Estados Unidos, así como también la moneda en que se mantienen los importes cobrados por las actividades de explotación.

Ahora bien, la moneda que influye fundamentalmente en los costos de la mano de obra, de los materiales y de otros costos de producir bienes o suministrar servicios (normalmente aquella en la cual se “denominan” y “liquidan” tales costos) es tanto el peso chileno como el dólar de Estados Unidos.

Adicionalmente, la moneda en la cual se generan principalmente los fondos de las actividades de financiamiento (obligaciones bancarias, patrimonio) es el dólar y la moneda en que principalmente se reciben los montos cobrados por las actividades operacionales también es el dólar de Estados Unidos.

Al 30 de junio de 2019 la compañía mantenía 4,19% de sus activos en pesos, lo que comparado con el 6,84% mantenido a fines del año 2018 representa una disminución de 2,65 puntos porcentuales. En cambio, los pasivos expresados en pesos representaron un 11,83% del total al 30 de junio de 2019, mostrando un aumento desde el 11,60% registrado al cierre del año 2018.

De esta manera, las transacciones en moneda extranjera (distinta a la moneda funcional) se convierten a la moneda funcional utilizando los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones. Las pérdidas y ganancias en moneda extranjera que resultan de la liquidación de estas transacciones y de la conversión a los tipos de cambio de cierre de los activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera, se reconocen en el estado de resultados a través de esta cuenta de Diferencias de cambio.

	12/15 MUS\$	12/16 MUS\$	12/17 MUS\$	12/18 MUS\$	06/19 MUS\$
Diferencias de cambio	4.612	(1.958)	(3.031)	3.727	(1.196)
Diferencia cambio activos	(3.325)	777	1.663	(2.261)	258
Diferencia cambio pasivos	7.937	(2.735)	(4.694)	5.988	(1.454)

Tabla 46: Composición de la diferencia de cambio.

El comportamiento de la diferencia de cambio sobre el resultado obteniendo durante el período analizado en promedio 0,1%, sobre las ventas y con alta oscilación entre

períodos, reflejándose en la desviación estándar de 0,9%. El período con mayor impacto sobre resultados fue en el año 2015 con 1,3% sobre las ventas, como efecto positivo por la diferencia de cambio sobre pasivos.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Diferencias de cambio	1,3%	-0,5%	-0,6%	0,7%	-0,4%	0,1%	0,9%
Diferencia cambio activos	-1,0%	0,2%	0,3%	-0,4%	0,1%	-0,2%	0,5%
Diferencia cambio pasivos	2,3%	-0,7%	-0,9%	1,1%	-0,5%	0,3%	1,4%

Tabla 47: Diferencia de cambio sobre ingresos por venta.

Análisis de Activos

A continuación se procede a clasificar los activos de la empresa en operacionales y no operacionales al 30 de Junio de 2019.

ACTIVOS	M\$US OPERACIONAL	M\$US NO OPERACIONAL
Activos Corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	25.225	
Otros activos no financieros corrientes	3.047	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	61.523	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	1.276	
Inventarios	45.052	
Activos biológicos corrientes	261.435	
Activos por impuestos corrientes	5.196	
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	402.754	
Activos No Corrientes		
Otros activos financieros, no corrientes		26
Otros activos no financieros, no corrientes	2.054	
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	288	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.699	
Propiedades planta y equipo	114.261	17.634

ACTIVOS	M\$US OPERACIONAL	M\$US NO OPERACIONAL
Activos biológicos no corrientes	35.678	
Activos por impuestos diferidos	7.780	
ACTIVOS NO CORRIENTES TOTALES	182.760	17.660
ACTIVOS TOTALES	585.514	17.660

Tabla 48 : Tipo de activos

La empresa solamente posee Otros activos financieros, no operacionales. Estos activos no operacionales corresponden a 3 acciones en Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas S.A., registradas a su valor libros.

Adicionalmente, la empresa a junio de 2019 tiene la política de mantener bienes temporalmente inactivos debido a que en determinados periodos del año existen centros de cultivos que se encuentran sin operación para cumplir con los periodos de descanso establecidos de acuerdo con la legislación vigente, los cuales corresponden al 13,37% del total neto de sus activos fijos, esto es MUS\$ 17.634.

Por lo tanto, el total de activos no operacionales, activos prescindibles, totalizan MUS\$17.660.

Proyección de Estado de Resultado

Proyección de Ingresos de Operación.

La proyección de los ingresos de actividades ordinarias se basa en la venta de productos terminados de salmón debido a que es la principal fuente de sus ingresos, representando el 98,3% del ítem en el período.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Venta Producto terminado salmón	97,2%	98,2%	98,6%	99,0%	98,6%	98,3%	0,7%
Venta activos biológicos	0,1%	0,0%	0,4%	0,0%	0,2%	0,1%	0,2%
Otros ingresos ordinarios	2,7%	1,8%	1,0%	1,0%	1,1%	1,5%	0,7%

Tabla 49 : Composición de ingresos operacionales.

Debido a los factores que han incidido en el comportamiento de la oferta y la demanda del mercado, la predicción de ingresos se basará considerando la capacidad operativa de la empresa actual y su perspectiva de crecimiento.

Como se observa en las siguientes tablas, existe un elevado nivel de correlación entre los volúmenes de producción (Cosechas Ton WFE) experimentados por la empresa y las ventas de los productos terminados, comportamiento que se considera constante para la proyección de ingresos en los próximos períodos.

	2015	2016	2017	2018
Venta de Ton. Cosechadas WFE	64.952	65.489	75.255	82.851
Cosecha (Ton. WFE)	63.720	60.887	75.657	81.839
Relación Venta/Producción (WFE)	102%	108%	99%	101%

Tabla 50 : Relación venta y producción cosechada.

Con esta base de cálculo, se pronostican los niveles de ingresos para los años 2019 al 2023. Como supuesto base para esto, se considera que para el año 2021 la empresa pronostica incrementar su volumen de cosecha para alcanzar 100.000 toneladas WFE. Para alcanzar la proyección de 100.000 toneladas a cosechar, se consideró que al año 2018 la empresa obtuvo 81.839 toneladas reales de cosecha, debiendo este volumen incrementarse en 18.161 toneladas durante los próximos tres años. Por tanto, se realizó el cálculo de un promedio anual de crecimiento simple de 6.053 toneladas en cada uno de los siguientes tres años.

	Real 2015	Real 2016	Real 2017	Real 2018	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Cosecha (Ton WFE)	63.720	60.887	75.657	81.839	87.893	93.946	100.000	100.000	100.000
Venta de Ton. cosechadas	64.952	65.489	75.255	82.851					
Relación Venta/Cosecha (WFE) Histórica	102%	108%	99%	101%					

	Real 2015	Real 2016	Real 2017	Real 2018	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Relación Venta/Cosecha (WFE) Proyectada					101%	100%	100%	100%	100%
Venta de Ton. Cosechadas Proyectadas					88.567	94.283	100.000	100.000	100.000

Tabla 51 : **Proyección de ventas de toneladas cosechadas.**

Al basarse en los ingresos por venta históricos de productos terminados y las respectivas toneladas vendidas, es posible derivar los precios que la empresa ha experimentado en el transcurso del último tiempo. Para efectos de predicción de ingresos para la conclusión del año 2019 y hasta el año 2023, se sustentará que se mantiene el precio promedio obtenido por el año 2018, esto es MUS\$ 6,419 por tonelada.

	2015	2016	2017	2018
Venta producto terminado salmón MUS\$	336.658	401.152	501.782	531.820
Toneladas	64.952	65.489	75.255	82.851
Precio Promedio MUS\$ / tonelada	5,183	6,125	6,668	6,419

Tabla 52 : **Precio Promedio MUS\$ / tonelada**

Aplicando las proyecciones de toneladas de ventas y el precio promedio utilizado como supuesto ascendente MUS\$ 6,419 por tonelada, se obtiene la predicción de ingresos de productos terminados para los años 2019 al 2023.

	Real 2015	Real 2016	Real 2017	Real 2018	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Cosecha (Ton WFE)	63.720	60.887	75.657	81.839	87.893	93.946	100.000	100.000	100.000
Rel. Venta/Produc. (WFE)	102%	108%	99%	101%	101%	100%	100%	100%	100%
Venta de Ton cosechadas	64.952	65.489	75.255	82.851	88.567	94.283	100.000	100.000	100.000
Precio Prom. MUS\$ /Ton.	5,183	6,125	6,668	6,419	6,419	6,419	6,419	6,419	6,419
Venta producto terminado Salmón MUS\$	336.658	401.152	501.782	531.820	568.511	605.202	641.899	641.899	641.899

Tabla 53 : **Proyección de ventas de producto terminado en MUS\$.**

En base a la relación promedio de reciprocidad histórica de la categoría, los ingresos de los demás componentes de ingresos por actividades ordinarias para los siguientes años es la siguiente:

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.
Venta Prod. terminado salmón	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Venta activos biológicos	0,1%	0,0%	0,4%	0,0%	0,3%	0,1%
Otros ingresos ordinarios	2,8%	1,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,6%

Tabla 54 : Estructura de los Ingresos de actividades ordinarias.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Ingresos Actividades Ordinarias	578.320	615.490	652.811	652.811	652.811
Venta Prod. terminado salmón	568.511	605.202	641.899	641.899	641.899
Venta activos biológicos	713	605	642	642	642
Otros ingresos ordinarios	9.096	9.683	10.270	10.270	10.270

Tabla 55 : Proyección de Ingresos de actividades ordinarias en MUS\$.

Así, el año 2019 presenta una composición en base a la evolución real obtenida hasta el 30 de Junio y otra proyectada equivalente a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	30/06/2019	Proy. 2019	Año 2019
Ingresos de actividades ordinarias	287.309	291.011	578.320
Venta Producto terminado salmón	283.306	285.205	568.511
Venta activos biológicos	713	0	713
Otros ingresos ordinarios	3.290	5.806	9.096

Tabla 56 : Ajuste proyección de Ingresos de actividades ordinarias segundo semestre 2019.

Proyección de Costos de Operación.

Proyección de Costos de Ventas.

Para la proyección de los costos de ventas se utilizará como base el comportamiento de éstos de acuerdo al análisis realizado en el capítulo anterior. Como se indicó, el año 2015 se caracterizó por una significativa baja en los precios de los principales

mercados mundiales, lo cual influyó en los márgenes brutos, y por ende, en el cálculo de la ponderación de los costos de ventas respecto a los ingresos por ventas (efecto del deterioro de precios).

Por el motivo anterior, y para efectos de considerar un promedio representativo de los costos de ventas respecto a los ingresos operacionales, se procederá a excluir en este cálculo el año 2015.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Costos de ventas	-101,5%	-79,1%	-69,6%	-75,3%	-74,8%	-74,7%	3,9%
Costo Producto terminado salmón	-92,2%	-70,6%	-62,2%	-66,6%	-64,9%	-66,1%	3,5%
Costo activos biológicos	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%
Otros costos ordinarios	-0,9%	-0,7%	-0,2%	-0,3%	-0,1%	-0,3%	0,3%
Costos de transporte	-8,4%	-7,7%	-6,9%	-8,3%	-9,7%	-8,1%	1,2%

Tabla 57 : Costo de venta sobre venta.

Así, excluyendo el año 2015 en el horizonte de tiempo analizado, el promedio de costos de ventas es el (74,7%), con desviación estándar de 3,9%. Esta información se considerará como supuesto para proyectar de Costos de Ventas para los años 2019 al 2023, manteniéndose de manera representativa -74,7% sobre el total de ingresos proyectados para esos periodos.

En adelante tomamos el valor obtenido de la composición de estructura de costos de ventas descrita, y se determinan los montos en base a los cálculos de ingresos anuales proyectados para el período 2019 al 2023.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Ingresos de actividades ordinarias	574.618	603.349	633.516	665.192	698.452
Costos de ventas	(431.811)	(459.564)	(487.431)	(487.431)	(487.431)
Costo Producto Terminado salmón	(382.238)	(406.805)	(431.472)	(431.472)	(431.472)
Costo activos biológicos	(499)	(531)	(563)	(563)	(563)
Otros costos ordinarios	(1.962)	(2.088)	(2.214)	(2.214)	(2.214)
Costos de transporte	(47.112)	(50.140)	(53.180)	(53.180)	(53.180)

Tabla 58 : Proyección costo de venta

Así como lo expuesto en los ingresos proyectados, los costos de ventas presentan para año 2019 una composición en base a la evolución real obtenida hasta el 30 de Junio y otra proyectada equivalente a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real 2019	Proy. 2 s/19	Proy. 2019
Costos de ventas	(214.783)	(217.028)	(431.811)
Costo Producto Terminado salmón	(186.418)	(195.820)	(382.238)
Costo activos biológicos		(499)	(499)
Otros costos ordinarios	(378)	(1.584)	(1.962)
Costos de transporte	(27.987)	(19.125)	(47.112)

Tabla 59 : Ajuste a proyección de costos de ventas para año 2019

Proyección de Depreciaciones de Costos de Ventas.

Como se expresó en el capítulo anterior, los costos de ventas presentan depreciaciones las cuales se desglosan para efectos de mejor análisis y por requerimientos de cálculos posteriores respecto a crecimiento y determinación de flujos operacionales, y para las consecuentes valorizaciones del presente trabajo.

En MUS\$	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018	06/2019
Ingresos de actividades ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Costos de ventas	(351.599)	(322.901)	(354.001)	(404.402)	(214.783)
Depreciación de Costos de ventas	(14.072)	(13.724)	(13.106)	(14.163)	(6.420)

Tabla 60: Depreciación anual incluida en los costos de ventas.

Considerando que el comportamiento de las depreciaciones se presenta con estabilidad en el período, como supuesto se considerará el promedio de los dos últimos años (2017 y 2018) de manera constante para la estimación de los años 2019 al 2023.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Depreciación de Costos de ventas	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)

Tabla 61: Proyección de depreciación de costos de ventas.

Considerando los cálculos anteriores, el año 2019 presenta una composición en base a la evolución real obtenida hasta el 30 de Junio y otra parte en base a proyección correspondiente a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real 2019	Proy. 2 s/19	Proy. 2019
Depreciación de Costos de ventas	(6.420)	(7.215)	(13.635)

Tabla 62: Ajuste a proyección de costos de ventas distribución para año 2019.

Proyección de Costos de distribución.

Para la proyección de costos de distribución para el período 2019 al 2023, se utilizará el comportamiento de éstos durante el período analizado de acuerdo al cálculo del promedio anual que representan los costos de distribución anuales sobre los ingresos por ventas anuales.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Costos de distribución	-2,5%	-1,7%	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,5%	0,2%
Frigoríficos	-0,9%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	0,0%
Gastos ventas oficina EEUU	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,1%
Gastos ventas oficina Chile	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos grales. embarque y pre-embarque	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Remuneraciones del personal	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Comisiones por ventas	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Otros gastos de ventas	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	0,1%

Tabla 63: Costos de distribución sobre ingresos.

El promedio de costos de distribución en la estructura de costos operacionales es de (1,5%), con desviación estandar de 0,2%.

Con esta información, se procede a considerar que el supuesto para la proyección de Costos de Distribución para los años 2019 al 2023 representa (1,5%) del total de ingresos proyectados para esos periodos. A su vez, los diferentes componentes del costo de distribución se comportarán de la misma manera que el promedio obtenido durante el período analizado.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Costos de distribución	(8.929)	(9.503)	(10.079)	(10.079)	(10.079)
Frigoríficos	(1.270)	(1.352)	(1.434)	(1.434)	(1.434)
Gastos ventas oficina EEUU	(3.571)	(3.800)	(4.031)	(4.031)	(4.031)
Gastos ventas oficina Chile	(127)	(136)	(144)	(144)	(144)
Gastos grls. embarque y pre-embarque	(173)	(184)	(195)	(195)	(195)
Remuneraciones del personal	(815)	(867)	(919)	(919)	(919)
Comisiones por ventas	(796)	(848)	(899)	(899)	(899)
Otros gastos de ventas	(2.177)	(2.317)	(2.457)	(2.457)	(2.457)

Tabla 64: Proyección de costos de distribución.

Considerando los cálculos anteriores, el año 2019 presenta una composición en base a la evolución real obtenida hasta el 30 de Junio y otra parte en base a proyección correspondiente a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real 2019	Proy. 2 s/19	Proy. 2019
Costos de Distribución	(4.537)	(4.392)	(8.929)

Tabla 65: Ajuste a proyección de costos de distribución para año 2019.

Proyección de Gastos de Administración.

En el período analizado, los gastos de administración muestran un comportamiento proporcional continuo respecto a los ingresos por ventas. Por tanto, para calcular la proyección de este ítem para los años 2019 al 2023 se utilizará el promedio anual calculado, el cual alcanza a (2,2%).

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Gastos de administración	-2,1%	-1,7%	-2,3%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	0,3%
Remuneraciones del personal	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	0,0%
Gastos del personal	-0,1%	-0,2%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	0,2%
Asuntos corporativos administración	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Comunicaciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Servicios externos	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	0,0%
Vehículos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Seguros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Gastos de computación	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	0,1%
Otros gastos de administración	-0,3%	0,0%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	0,1%

Tabla 66 Gasto de administración sobre Ingresos

Considerando el promedio anual de la proporción de gastos de administración en relación a los ingresos por ventas se determinan los montos anuales proyectados para el período 2019 al 2023.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Gastos de administración	(12.541)	(13.347)	(14.156)	(14.156)	(14.156)
Remuneraciones del personal	(7.103)	(7.559)	(8.018)	(8.018)	(8.018)
Gastos del personal	(1.562)	(1.663)	(1.763)	(1.763)	(1.763)
Asuntos corporativos administración	(121)	(128)	(136)	(136)	(136)
Comunicaciones	(155)	(165)	(175)	(175)	(175)
Servicios externos	(1.379)	(1.467)	(1.556)	(1.556)	(1.556)
Vehículos	(244)	(260)	(276)	(276)	(276)
Seguros	(214)	(227)	(241)	(241)	(241)
Gastos de computación	(603)	(642)	(680)	(680)	(680)
Otros gastos de administración	(1.160)	(1.235)	(1.310)	(1.310)	(1.310)

Tabla 67: Proyección de los gastos de administración.

Derivado de estas proyecciones, el año 2019 presenta una composición en base al comportamiento real acumulado al 30 de Junio y otra parte en base a proyección correspondiente para los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real. 2019	2º s/2019	Proy. 2019
Gastos de administración	(7.096)	(5.445)	(12.541)
Remuneraciones del personal	(3.571)	(3.532)	(7.103)
Gastos del personal	(723)	(839)	(1.562)
Asuntos corporativos administración	(133)	12	(121)
Comunicaciones	(133)	(22)	(155)
Servicios externos	(856)	(523)	(1.379)
Vehículos	(135)	(109)	(244)
Seguros	(175)	(39)	(214)
Gastos de computación	(594)	(9)	(603)
Otros gastos de administración	(776)	(384)	(1.160)

Tabla 68: Ajuste a proyección de gasto de administración para año 2019.

Proyección de Depreciaciones y amortizaciones.

Para proyectar los montos de depreciaciones y amortizaciones de los gastos de administración se ha procedido a considerar un monto constante por la naturaleza de estos conceptos. Su comportamiento no obedece per sé a los niveles de ingresos por ventas, a diferencia del comportamiento de los costos variables.

Por tanto, se procedió a considerar el promedio anual de los últimos años, 2017 y 2018, los cuales reflejaron asignaciones relativamente estables por estos conceptos, MUS\$261 y MUS\$257 respectivamente.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Depreciaciones y amortizaciones	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)

El comportamiento real acumulado al 30 de Junio conforma el año 2019, al cual se adiciona la proyección que corresponde para los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real. 2019	2º s/2019	Proy. 2019
Depreciaciones y amortizaciones	(173)	(86)	(259)

Tabla 69: Ajuste a proyección de depreciaciones y amortizaciones para año 2019.

Proyección de Cargos y abonos a resultados por Fair Value.

Para efectos de proyectar el valor justo sobre los activos biológicos que posee la empresa, se considera como supuesto que los volúmenes de biomasa tienen una correlación con los niveles de cosecha que se alcanza anualmente. En la siguiente tabla se incluyen los valores históricos de la empresa.

	2015	2016	2017	2018	Prom.
Biomasa con ajuste fair value (Ton)	10.991	7.152	17.971	21.933	
Cosecha (Ton WFE)	63.720	60.887	75.657	81.839	
Relación Biomasa / cosecha (WFE)	0,17	0,12	0,24	0,27	0,20

Tabla 70: Promedio de biomasa / cosecha (WFE) periodo 2015-2018.

Como se observa en la tabla anterior, el índice promedio de la relación anual entre biomasa y cosecha es de 0,20 entre los años 2015 y 2018.

En concordancia con esto, también se considera que la empresa alcanzará al año 2021 aumentar su nivel de cosecha a 100.000 toneladas WFE. Así, para proyectar al nivel de biomasa para el año 2023, aplicaremos el promedio de relación 0,20 que ha existido entre las cantidades acumuladas de cosecha y los niveles de biomasa de cada período.

	2019	2020	2021	2022	2023
Biomasa con ajuste fair value (Ton)	17.579	18.789	20.000	20.000	20.000
Cosecha (Ton WFE)	87.893	93.946	100.000	100.000	100.000
Relación Biomasa / cosecha (WFE)	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20

Tabla 71: Relación Biomasa / cosecha (WFE) periodo 2019-2013.

Seguido de estos niveles pronosticados de biomasa, se considera como supuesto que los factores que inciden en las valorizaciones de cargos y abonos por valor justo se mantienen proporcionales a los efectos sobre la biomasa al 30 de junio de 2019.

Valorización Fair Value	Real junio 2019	Factor
Existencia Biomasa (Ton WFE).	29.901	
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos.	-54.306	-1,8162
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio.	51.115	1,7095

Tabla 72: Factor de proyección de valorización Fair Value

Basando en los factores calculados, se proyectan los niveles de cargos y abonos por aplicación de fair value a los periodos futuros, considerando como elemento de fondo el nivel pronosticado de biomasa por cada año.

Valorización Fair Value	Factor	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Existencia Biomasa (Ton WFE).		17.579	18.789	20.000	20.000	20.000
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos.	-1,82	-54.306	-34.125	-36.324	-36.324	-36.324

(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio.	1,70	51.115	32.120	34.189	34.189	34.189
--	-------------	--------	--------	--------	--------	--------

Tabla 73: Factor de proyección de valorización Fair Value

Valorización Fair Value	Real Jun-19	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Existencia Biomasa (Ton WFE).	29.901	17.579	18.789	20.000	20.000	20.000
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos.	(54.306)	(54.306)	(34.125)	(36.324)	(36.324)	(36.324)
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio.	51.115	51.115	32.120	34.189	34.189	34.189

Tabla 74: Proyección de valorización Fair Value

Proyección de Otros ingresos y Otros gastos, por función.

Para efectuar la proyección de los items que componen otros ingresos y otros gastos, se ha procedido a considerar la ponderación que han tenido estos conceptos respecto al nivel de ventas, con el propósito de utilizarlo como base para proyectar los períodos futuros respectivos.

Ahora bien, para proceder a la realización de los cálculos proyectados se ha excluido desde los otros gastos por función el concepto de deducibles seguro siniestro Bloom algas ocurrido en el año 2016, al constituirse como un evento no recurrente.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Otros ingresos, por función	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros ingresos no operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ventas de activos fijos	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros gastos, por función	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	0,1%
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,1%
Castigos de Existencias	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Tabla 75: Otros Ingresos y otros gastos sobre Ingresos

De los cálculos efectuados, se determina asumir como supuesto para pronosticar el ítem Otros ingresos la tasa promedio de 0,1% y para Otros gastos la tasa de promedio anual de (0,1%).

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Otros ingresos, por función	506	539	571	571	571
Otros ingresos no operacionales	69	74	78	78	78
Ventas de activos fijos	437	465	493	493	493
Otros gastos, por función	(837)	(891)	(945)	(945)	(945)
Deducibles seguro siniestro Bloom algas					
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	(566)	(603)	(639)	(639)	(639)
Castigos de Existencias	(192)	(204)	(216)	(216)	(216)
Otros gastos	(79)	(84)	(90)	(90)	(90)

Tabla 76: Proyección de los otros ingresos y otros gastos

El comportamiento real acumulado al 30 de Junio conforma el año 2019, al cual se adiciona la proyección que corresponde para los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real 2019	2º s/2019	Proy. 2019
Otros ingresos, por función	291	215	506
Otros ingresos no operacionales	11	58	69
Ventas de activos fijos	280	157	437
Otros gastos, por función	(404)	(433)	(837)
Deducibles seguro siniestro Bloom algas			
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	(384)	(182)	(566)
Castigos de Existencias	(20)	(172)	(192)
Otros gastos		(79)	(79)

Tabla 77: Ajuste a proyección de los otros ingresos y otros gastos para año 2019.

Con estos supuestos, las proyecciones de los costos de operación quedan de la siguiente forma:

	% ingresos	2019 MUS\$	2020 MUS\$	2021 MUS\$	2022 MUS\$	2023 MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	578.320	615.490	652.811	652.811	652.811
Venta Producto terminado salmón	98,3%	568.511	605.202	641.899	641.899	641.899
Venta activos biológicos	0,1%	713	605	642	642	642
Otros ingresos ordinarios	1,5%	9.096	9.683	10.270	10.270	10.270
Costos de ventas	-74,7%	(431.811)	(459.564)	(487.431)	(487.431)	(487.431)
Costo Producto terminado salmón	-66,1%	(382.238)	(406.805)	(431.472)	(431.472)	(431.472)
Costo activos biológicos	-0,1%	(499)	(531)	(563)	(563)	(563)
Otros costos ordinarios	-0,3%	(1.962)	(2.088)	(2.214)	(2.214)	(2.214)
Costos de transporte	-8,1%	(47.112)	(50.140)	(53.180)	(53.180)	(53.180)
Depreciación de Costos de ventas	Fijo	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)
Ganancias (pérdidas) brutas antes de Fair Value	17,0%	132.874	142.291	151.746	151.746	151.746
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	-12,1%	(54.306)	(34.125)	(36.324)	(36.324)	(36.324)
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	13,1%	51.115	32.120	34.189	34.189	34.189
Ganancias (pérdidas) brutas	18,0%	129.683	140.286	149.611	149.611	149.611
Otros ingresos, por función	0,1%	506	539	571	571	571
Otros ingresos no operacionales	0,0%	69	74	78	78	78
Ventas de activos fijos	0,1%	437	465	493	493	493
Costos de distribución	-1,5%	(8.929)	(9.503)	(10.079)	(10.079)	(10.079)
Frigoríficos	-0,2%	(1.270)	(1.352)	(1.434)	(1.434)	(1.434)
Gastos ventas oficina EEUU	-0,6%	(3.571)	(3.800)	(4.031)	(4.031)	(4.031)
Gastos ventas oficina Chile	0,0%	(127)	(136)	(144)	(144)	(144)
Gastos generales embarque y pre-embarque	0,0%	(173)	(184)	(195)	(195)	(195)
Remuneraciones del personal	-0,1%	(815)	(867)	(919)	(919)	(919)
Comisiones por ventas	-0,1%	(796)	(848)	(899)	(899)	(899)
Otros gastos de ventas	-0,4%	(2.177)	(2.317)	(2.457)	(2.457)	(2.457)
Gastos de administración	-2,2%	(12.541)	(13.347)	(14.156)	(14.156)	(14.156)
Remuneraciones del personal	-1,2%	(7.103)	(7.559)	(8.018)	(8.018)	(8.018)
Gastos del personal	-0,3%	(1.562)	(1.663)	(1.763)	(1.763)	(1.763)
Asuntos corporativos administración	0,0%	(121)	(128)	(136)	(136)	(136)
Comunicaciones	0,0%	(155)	(165)	(175)	(175)	(175)
Servicios externos	-0,2%	(1.379)	(1.467)	(1.556)	(1.556)	(1.556)
Vehículos	0,0%	(244)	(260)	(276)	(276)	(276)
Seguros	0,0%	(214)	(227)	(241)	(241)	(241)

	% ingresos	2019 MUS\$	2020 MUS\$	2021 MUS\$	2022 MUS\$	2023 MUS\$
Gastos de computación	-0,1%	(603)	(642)	(680)	(680)	(680)
Otros gastos de administración	-0,2%	(1.160)	(1.235)	(1.310)	(1.310)	(1.310)
Depreciaciones y amortizaciones	Fijo	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)
Otros gastos, por función	-0,1%	(837)	(891)	(945)	(945)	(945)
Deducibles seguro siniestro Bloom algas						
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	-0,1%	(566)	(603)	(639)	(639)	(639)
Castigos de Existencias	0,0%	(192)	(204)	(216)	(216)	(216)
Otros gastos	0,0%	(79)	(84)	(90)	(90)	(90)
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	13,6%	107.623	116.825	124.743	124.743	124.743

Tabla 78 Proyección Costos de Operación

Proyección Resultado No Operacional.

La proyección para los años 2019 al 2023 de los conceptos clasificados no operacionales, se realizará contemplando primeramente su recurrencia y, en aquellos casos que ésta exista, se proyectará de acuerdo al comportamiento en los períodos analizados.

Para la proyección de los ingresos financieros, se considerará la ponderación que éstos tienen respecto al total de ingresos.

	12/15	12/16	12/17	12/18	06/19	Prom.	Desv.
Ingresos financieros	0,0%	0,1%	0,3%	0,7%	0,7%	0,4%	0,3%
Intereses percibidos	0,0%	0,1%	0,3%	0,7%	0,7%	0,4%	0,3%

Tabla 79: Ingresos financieros sobre ventas.

De este análisis, se determina asumir como supuesto para proyectar los flujos de ingresos financieros la ponderación promedio anual que representó estos items respecto a los ingresos del periodo, esto es 0,4%.

	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Ingresos financieros	2.116	2.252	2.389	2.389	2.389
Intereses percibidos	2.116	2.252	2.389	2.389	2.389

Tabla 80: Proyección de los ingresos financieros

Considerando los cálculos anteriores, se compone el año 2019 por una porción que presenta la acumulación real hasta el 30 de Junio y otra en base a proyección correspondiente a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	Real 2019	Proy. 2 s/19	Proy. 2019
Intereses percibidos	2.065	51	2.116

Tabla 81: Ajuste a proyección de los ingresos financieros para año 2019.

El cálculo de predicción de costos financieros se basará en impacto de la estructura de financiamiento, considerándose como supuesto que ésta se mantiene durante el período proyectado.

Para lo anterior, se procederá primeramente a calcular la proyección anualizada que corresponde a los costos financieros del año 2019.

Para proceder a la realización de los cálculos de los costos financieros proyectados, se ha procedido a excluir el concepto de intereses por Préstamo de Anticipo a exportador (PAE), debido a que desde el año 2017 no ha sido una fuente de recursos recurrente para la compañía.

Seguidamente, se procederá a calcular el promedio anual de importe de este concepto, el cual servirá de base para la proyección de los siguientes años, 2020 al 2023, bajo el supuesto que se mantiene la tendencia de la estructura de financiamiento y que por tanto, se mantiene la imputación anual para los años venideros.

Considerando la proyección anualizada respecto a los importes de gastos financieros para el año 2019, el promedio de gastos financieros asciende a (MUS\$4.327).

En MUS\$	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	Prom.	Desv.
Costos financieros	(4.363)	(4.309)	(4.015)	(4.622)	(4.478)	(4.327)	226
Intereses por préstamos no corrientes	(4.167)	(4.128)	(3.834)	(4.116)	(4.060)	(4.061)	133
Otros gastos	(196)	(181)	(181)	(506)	(418)	(266)	154

Tabla 82: Composición de los costos financieros.

De esta manera, y como se explicó anteriormente, se asume como supuesto que se mantienen el mismo nivel de gastos financieros promedios para los años 2020 al 2023.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Costos financieros	(4.478)	(4.327)	(4.327)	(4.327)	(4.327)
Intereses por préstamos no corrientes	(4.060)	(4.061)	(4.061)	(4.061)	(4.061)
Otros gastos	(418)	(266)	(266)	(266)	(266)

Tabla 83: Proyección de los costos financieros

Considerando los cálculos anteriores el año 2019 se compone por una porción que presenta la acumulación real hasta el 30 de Junio y otra en base a anualizar los cargos que corresponden a los últimos dos trimestres del año.

En MUS\$	06/2019	Proy. 2 s/19	Proy. 2019
Costos financieros	(2.239)	(2.239)	(4.478)
Intereses por préstamos no corrientes	(2.030)	(2.030)	(4.060)
Otros gastos	(209)	(209)	(418)

Tabla 84: Ajuste a proyección de los costos financieros para año 2019.

Proyección de Diferencias de cambio.

Para la proyección de las diferencias de cambio, dentro de los supuestos se considera que la empresa conservará la misma composición de activos y pasivos en moneda nacional al 30 de junio de 2019, esto es 4,19% de sus activos en pesos y 11,83% de los pasivos. Vinculado con esto, se proyecta que el efecto de las diferencias de tipo de cambio acontecidas durante el año 2019 se mantendrá durante el horizonte de proyección.

Por tanto, para efectos de realizar proyección, se anualizará el efecto de diferencia de tipo de cambio sobre activos y pasivos al 30 de junio de 2019, para luego mantener los montos estimados para los años 2020 al 2023.

En MUS\$	30/06/2019	Proy. 2019
Diferencias de cambio	(1.196)	(2.392)
Diferencia cambio activos	258	516
Diferencia cambio pasivos	(1.454)	(2.908)

Tabla 85 Composición de la diferencias de cambio.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Diferencias de cambio	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)
Diferencia cambio activos	516	516	516	516	516
Diferencia cambio pasivos	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)

Tabla 86 Proyección de la diferencias de cambio.

Proyección Impuesto a la ganancia.

Para la proyección de cálculos de gastos por impuestos a las ganancias, la tasa de tributación se mantiene en 27% sobre utilidades para la proyección de los años 2019 al 2023. Con esta base, el cálculo de pago de impuestos es la siguiente:

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023
Ganancias (pérdidas), antes de impuestos	102.870	112.358	120.412	120.412	120.412
Gasto por impuestos a las ganancias	(27.775)	(30.337)	(32.511)	(32.511)	(32.511)

Tabla 87 Proyección de gastos por impuestos a las ganancias.

En tanto, con estos supuestos, el Resultado No Operacional queda de la siguiente forma:

	% ingresos	2019 MUS\$	2020 MUS\$	2021 MUS\$	2022 MUS\$	2023 MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	578.320	615.490	652.811	652.811	652.811
Ingresos financieros	0,4%	2.116	2.252	2.389	2.389	2.389
Intereses percibidos	0,4%	2.116	2.252	2.389	2.389	2.389
Costos financieros	-1,0%	(4.478)	(4.327)	(4.327)	(4.327)	(4.327)
Intereses por préstamos no corrientes	-0,9%	(4.060)	(4.061)	(4.061)	(4.061)	(4.061)

	% ingresos	2019 MUS\$	2020 MUS\$	2021 MUS\$	2022 MUS\$	2023 MUS\$
Otros gastos	-0,1%	(418)	(266)	(266)	(266)	(266)
Diferencias de cambio	0,1%	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)
Diferencia cambio activos	-0,2%	516	516	516	516	516
Diferencia cambio pasivos	0,3%	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)
Ganancias (pérdidas), antes de impuestos	13,0%	102.870	112.358	120.412	120.412	120.412
Gasto por impuestos a las ganancias	-3,5%	(27.775)	(30.337)	(32.511)	(32.511)	(32.511)
Ganancias (pérdidas) procedente de operaciones continuadas	9,6%	75.095	82.021	87.901	87.901	87.901

Tabla 88 Proyección Resultado No Operacional

Estado de resultado proyectado

En MUS\$	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Ingresos de actividades ordinarias	291.011	615.490	652.811	652.811	652.811	652.811
Venta Producto terminado salmón	285.205	605.202	641.899	641.899	641.899	641.899
Venta activos biológicos	0	605	642	642	642	642
Otros ingresos ordinarios	5.806	9.683	10.270	10.270	10.270	10.270
Costos de ventas	(217.028)	(459.564)	(487.431)	(487.431)	(487.431)	(487.431)
Costo Producto terminado salmón	(195.820)	(406.805)	(431.472)	(431.472)	(431.472)	(431.472)
Costo activos biológicos	(499)	(531)	(563)	(563)	(563)	(563)
Otros costos ordinarios	(1.584)	(2.088)	(2.214)	(2.214)	(2.214)	(2.214)
Costos de transporte	(19.125)	(50.140)	(53.180)	(53.180)	(53.180)	(53.180)
Depreciación de Costos de ventas	(7.215)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)
Ganancias (pérdidas) brutas antes de Fair Value	66.768	142.291	151.746	151.746	151.746	151.746
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	0	(34.125)	(36.324)	(36.324)	(36.324)	(36.324)
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	0	32.120	34.189	34.189	34.189	34.189
Ganancias (pérdidas) brutas	66.768	140.286	149.611	149.611	149.611	149.611
Otros ingresos, por función	215	539	571	571	571	571
Otros ingresos no operacionales	58	74	78	78	78	78
Ventas de activos fijos	157	465	493	493	493	493

En MUS\$	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Costos de distribución	(4.391)	(9.503)	(10.079)	(10.079)	(10.079)	(10.079)
Frigoríficos	(613)	(1.352)	(1.434)	(1.434)	(1.434)	(1.434)
Gastos ventas oficina EEUU	(1.985)	(3.800)	(4.031)	(4.031)	(4.031)	(4.031)
Gastos ventas oficina Chile	(122)	(136)	(144)	(144)	(144)	(144)
Gastos generales embarque y pre-embarque	(68)	(184)	(195)	(195)	(195)	(195)
Remuneraciones del personal	(422)	(867)	(919)	(919)	(919)	(919)
Comisiones por ventas	(366)	(848)	(899)	(899)	(899)	(899)
Otros gastos de ventas	(815)	(2.317)	(2.457)	(2.457)	(2.457)	(2.457)
Gastos de administración	(5.445)	(13.347)	(14.156)	(14.156)	(14.156)	(14.156)
Remuneraciones del personal	(3.532)	(7.559)	(8.018)	(8.018)	(8.018)	(8.018)
Gastos del personal	(839)	(1.663)	(1.763)	(1.763)	(1.763)	(1.763)
Asuntos corporativos administración	12	(128)	(136)	(136)	(136)	(136)
Comunicaciones	(22)	(165)	(175)	(175)	(175)	(175)
Servicios externos	(523)	(1.467)	(1.556)	(1.556)	(1.556)	(1.556)
Vehículos	(109)	(260)	(276)	(276)	(276)	(276)
Seguros	(39)	(227)	(241)	(241)	(241)	(241)
Gastos de computación	(9)	(642)	(680)	(680)	(680)	(680)
Otros gastos de administración	(384)	(1.235)	(1.310)	(1.310)	(1.310)	(1.310)
Depreciaciones y amortizaciones	(86)	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)
Otros gastos, por función	(433)	(891)	(945)	(945)	(945)	(945)
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	(182)	(603)	(639)	(639)	(639)	(639)
Castigos de Existencias	(172)	(204)	(216)	(216)	(216)	(216)
Otros gastos	(79)	(84)	(90)	(90)	(90)	(90)
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	56.628	116.825	124.743	124.743	124.743	124.743
Ingresos financieros	51	2.252	2.389	2.389	2.389	2.389
Intereses percibidos	51	2.252	2.389	2.389	2.389	2.389
Costos financieros	(2.239)	(4.327)	(4.327)	(4.327)	(4.327)	(4.327)
Intereses por préstamos no corrientes	(2.030)	(4.061)	(4.061)	(4.061)	(4.061)	(4.061)
Otros gastos	(209)	(266)	(266)	(266)	(266)	(266)
	0					
Diferencias de cambio	(1.196)	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)	(2.392)
Diferencia cambio activos	258	516	516	516	516	516
Diferencia cambio pasivos	(1.454)	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)	(2.908)

En MUS\$	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Ganancias (pérdidas), antes de impuestos	53.245	112.358	120.412	120.412	120.412	120.412
Gasto por impuestos a las ganancias	(14.570)	(30.337)	(32.511)	(32.511)	(32.511)	(32.511)
Ganancias (pérdidas) procedente de operaciones continuadas	38.675	82.021	87.901	87.901	87.901	87.901

Tabla 89: Estado de resultado proyectado.

Proyección de Flujo de Caja Libre

Flujo de Caja Bruto

Para determinar el flujo de caja bruto, se procede a ajustar el estado de resultado con aquellas imputaciones contables que no corresponden a flujos de caja, correspondiendo revertir aquellos montos proyectados. Este es el caso de las depreciaciones de activos fijos como de amortizaciones de activos intangibles. Así también corresponde revertir el efecto de los ajustes contables efectuados de acuerdo a NIC 41 por fair value a los activos biológicos.

Para el caso de los resultados no operacionales, los ítems de ingresos financieros y costos financieros corresponde revertir en contra del resultado generado, considerando su efecto después de impuestos, debido a que no corresponden a las operaciones ordinarias de la empresa.

Además, se revertirán íntegramente las partidas de diferencia de cambio por haberse generado por operaciones de activos y pasivos de la operación del negocio, bajo la misma premisa que depreciación y amortización. Con estas consideraciones, se obtiene el siguiente Flujo de Caja Bruto:

	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Ganancias (pérdidas) procedente de operaciones continuadas	38.675	82.021	87.901	87.901	87.901	87.901
AJUSTES:						
Depreciación de Costos de ventas	7.215	13.635	13.635	13.635	13.635	13.635

	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Depreciaciones y amortizaciones	86	259	259	259	259	259
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	0	34.125	36.324	36.324	36.324	36.324
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	0	(32.120)	(34.189)	(34.189)	(34.189)	(34.189)
Ingresos financieros, después de impuestos	(37)	(1.644)	(1.744)	(1.744)	(1.744)	(1.744)
Costos financieros, después de impuestos	1.634	3.159	3.159	3.159	3.159	3.159
Diferencia cambio activos	(258)	(516)	(516)	(516)	(516)	(516)
Diferencia cambio pasivos	1.454	2.908	2.908	2.908	2.908	2.908
FLUJO DE CAJA BRUTO	48.769	101.827	107.737	107.737	107.737	107.737

Tabla 90 Flujo de caja bruto.

Inversión en Reposición de Activos.

Para obtener la inversión en reposición de los activos, se considera las depreciaciones proyectadas, considerando el supuesto que la inversión de reposición corresponde al monto equivalente al desgaste anual de los activos productivos.

En MUS\$	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Depreciación de Costos de ventas	(7.215)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)	(13.635)
Depreciaciones y amortizaciones	(86)	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)

Tabla 91 Proyección de la depreciación y amortización.

De lo anterior, se considera que de la sumatoria de estas cifras, resultan las inversiones por reposición de la empresa, las que equivalen a flujos de egresos.

En MUS\$	Proy. 2 s/19	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Inversiones por Reposición	(7.301)	(13.894)	(13.894)	(13.894)	(13.894)	(13.894)

Tabla 92 Proyección de la Inversión por reposición.

Inversión en Capital Físico

La proyección de inversión en capital físico de la empresa requiere analizar la política de inversiones desarrollada a la luz del comportamiento del CAPEX, esto es, el comportamiento de las compras de propiedades, plantas y equipos que ha desarrollado la empresa, extrañida del Estado Consolidado de Flujo de efectivo.

En MUS\$	2015	2016	2017	2018	jun-19
Compra de Propiedades, Plantas y Equipos	(17.231)	(17.037)	(18.813)	(40.002)	(21.246)

Tabla 93 **Inversión histórica en capital físico.**

En este análisis, observamos el comportamiento de inversiones en el capital físico de la empresa y la relación que se ha desarrollado entre CAPEX y los ingresos de actividades ordinarias.

En MUS\$	2015	2016	2017	2018	jun-19
Compra de propiedades, plantas y equipos	(17.231)	(17.037)	(18.813)	(40.002)	(21.246)
Ingresos de actividades ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Relación CAPEX / Ventas	5,0%	4,2%	3,7%	7,4%	7,4%

Tabla 94: **Relación Inversión en capital físico versus ingresos por venta.**

La variación del flujo originado por actividades de inversión entre los años 2017 y 2018, de MUS\$18.813 a MUS\$40.002, se explica principalmente por los nuevos proyectos de inversión en la XII Región que realiza la empresa en los años 2018 y 2019, además de los aumentos en activo fijo destinados a aumentar la eficiencia y mantener el plan de producción de la empresa.

Por tanto, para proyectar los niveles de CAPEX, se considera que los montos de inversiones realizadas para años 2018 y 2019 no serán recurrentes, y se asume el supuesto que en los siguientes períodos no se realizarán nuevas inversiones en capital físico, sino que solamente se realizan las reposiciones de activos, ya referidas en el punto anterior.

En MUS\$	2º S/2019	2020	2021	2022	2023	2024
Inversión en Capital Físico	(18.756)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Ingresos de actividades ordinarias		615.490	652.811	652.811	652.811	652.811
Relación CAPEX / Ventas		-	-	-	-	-

Tabla 95: **Proyección de inversión en capital físico.**

Por lo tanto, para efectuar el cálculo correspondiente al año 2019, se proyecta mantener el mismo nivel de inversión real del año 2018, de manera consistente con la política de incrementar el nivel de operaciones, y así aumentar los niveles de cosecha futura.

En MUS\$	2018	jun-19	2º S/2019	2019
Compra de propiedades, plantas y equipos	(40.002)	(21.246)	(18.756)	(40.002)

Tabla 96: **Ajuste proyección de inversión de capital físico 2º semestre 2019.**

Inversión en Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON).

La determinación del capital de trabajo operacional neto corresponde a la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes, exigibles y que no generen intereses y que se vinculen con la operación regular. En esta clasificación no se incorporan los efectivos ni efectivo equivalente. Las obligaciones con instituciones financieras se incluyen dentro del concepto de deuda permanente, por tanto no corresponde incorporar dentro del capital de trabajo operativo.

Activos Corrientes en MUS\$	2015	2016	2017	2018
Otros activos no financieros corrientes	1.307	3.714	2.154	2.698
Ctas comerciales por cobrar y otras ctas por cobrar	28.326	53.178	54.591	69.314
Inventarios	38.425	33.874	32.819	34.499
Activos biológicos corrientes	142.627	158.501	180.367	224.719
Activos Corrientes Operacionales	210.685	249.267	269.931	331.230

Pasivos Corrientes en MUS\$	2015	2016	2017	2018
Ctas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	85.878	106.499	84.259	88.922
Otras provisiones, corrientes	219	33	106	67
Pasivos Corrientes Operacionales	86.097	106.532	84.365	88.989
CTON (MUS\$)	124.588	142.735	185.566	242.241
Ventas (MUS\$)	346.268	408.452	508.761	537.247
Relación CTON / Ventas	35,98%	34,95%	36,47%	45,09%
PROMEDIO	38,12%			

Tabla 97 **RCTON**

Utilizando el promedio de la relación entre los capitales de trabajo operativos netos y los niveles de ventas, es posible proyectar los requerimientos de este concepto (CTON) para los períodos futuros, el cálculo se basa en la variación entre el período futuro y el actual para determinar las necesidades de capital de trabajo. Los aumentos (disminuciones) necesarios para el capital de trabajo operativo neto, calculados para los períodos de proyección son los que a continuación se detallan.

En MUS\$	Proy. 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Ventas (MUS\$)	578.320	615.490	652.811	652.811	652.811	652.811
CTON	220.469	234.639	248.866	248.866	248.866	248.866
Aumento (disminución) Capital de Trabajo Operacional Neto	14.170	14.228	0	0	0	0

Tabla 98 **Proyección de necesidad de Capital de Trabajo.**

Determinación de exceso (déficit) de capital de trabajo.

Así como el cálculo del capital de trabajo operativo neto se utilizó para proyectar los requerimientos futuros de este concepto, es posible utilizar el mismo indicador de 38,12% para determinar el nivel el actual capital de trabajo operativo neto al 30 de junio de 2019. Esto se efectúa comparando el indicador referido con el nivel actual de activos y pasivos corrientes, y su relación con los ingresos de actividades ordinarias obtenidos a la fecha.

En MUS\$	Al 30 de Junio de 2019
Activos Corrientes	
Otros activos no financieros corrientes	3.047
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	61.523
Inventarios	45.052
Activos biológicos corrientes	261.435
Activos Corrientes Operacionales	371.057
Pasivos Corrientes	
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	90.884
Otras provisiones, corrientes	69
Pasivos Corrientes Operacionales	90.953
Al 30 de Junio de 2019 - Capital de Trabajo Operacional Neto (MUS\$)	280.104
R CTON Promedio 2015 - 2018	38,12%
Ventas del año 2019 (MUS\$)	578.320
CTON del año 2019	220.469
Exceso Capital de Trabajo MUS\$	59.635

Tabla 99 Exceso Capital de Trabajo

De acuerdo a lo anterior, existe un exceso de capital de trabajo de activos y pasivos corrientes para el año 2019 que alcanza a MUS\$59.635.

Flujo de Caja Libre

Considerando los cálculos anteriores que implican ajustes al flujo de caja bruto, se obtienen los Flujo de Caja Libre para cada período proyectado.

	En MUS\$	Proy. 2/ 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
*	Ganancias (pérdidas) procedente de operaciones continuadas	38.675	82.021	87.901	87.901	87.901	87.901
	Ajustes						
+	Depreciación de Costos de ventas	7.215	13.635	13.635	13.635	13.635	13.635

	En MUS\$	Proy. 2/ 2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
+	Depreciaciones y amortizaciones	86	259	259	259	259	259
+	(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	0	34.125	36.324	36.324	36.324	36.324
-	(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	0	(32.120)	(34.189)	(34.189)	(34.189)	(34.189)
-	Ingresos financieros, después de impuestos	(37)	(1.644)	(1.744)	(1.744)	(1.744)	(1.744)
+	Costos financieros, después de impuestos	1.634	3.159	3.159	3.159	3.159	3.159
-	Diferencia cambio activos	(258)	(516)	(516)	(516)	(516)	(516)
+	Diferencia cambio pasivos	1.454	2.908	2.908	2.908	2.908	2.908
=	FLUJO DE CAJA BRUTO	48.769	101.827	107.737	107.737	107.737	107.737
-	Inversiones por Reposición	(7.301)	(13.894)	(13.894)	(13.894)	(13.894)	(13.894)
-	Inversiones en Capital Físico	(18.756)	(40.002)	0	0	0	0
+	Aumento (disminución) de Capital de Trabajo Neto Operacional	14.170	14.228	0	0	0	0
=	FLUJO DE CAJA LIBRE	36.882	62.159	93.843	93.843	93.843	93.843

Tabla 100 Flujo de Caja Libre

Valorización de los activos operacionales:

El cálculo del valor de los activos operacionales al 30 de Junio de 2019 incorpora el valor presente de los flujos de caja libre de los períodos futuros proyectados, actualizados considerando la tasa representativa del costo promedio ponderado de financiamiento de la empresa (WACC). A estos montos se le incorporan los activos prescindibles de la empresa y el exceso de capital de trabajo determinado anteriormente.

En MUS\$	Proy. 2º s/2019	Proy. 2020	Proy. 2021	Proy. 2022	Proy. 2023	Proy. 2024
Flujo de Caja Libre	36.882	62.159	93.843	93.843	93.843	93.843
WACC	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%	12,60%
Valor Terminal sin crecimiento					744.786	
Flujos Totales	36.882	62.159	93.843	93.843	838.629	
Valor Presente Flujos al 30 de Junio de 2019	34.757	52.023	69.752	61.947	491.640	

Valor Activos Operacionales al 30 de Junio de 2019	710.119					
Déficit o exceso de capital de trabajo	59.635					
Activos Prescindibles	17.660					
Valor Total de los Activos	787.414					

Tabla 101 Valoración económica de la empresa.

Valorización Económica del Patrimonio y Precio de la Acción.

Basándonos en los cálculos anteriores, podemos determinar el valor económico del patrimonio, considerando el valor de mercado de la deuda y la cantidad de acciones en circulación de la empresa, para determinar el valor económico de las acciones.

Total Valor de la Empresa (MUS\$)	
Valor Total de los Activos	787.414
Deuda Financiera (MUS\$)	83.176
Valor Patrimonio (MUS\$)	704.238
Nº acciones en circulación	1.410.665.600
Precio Acción (MUS\$)	0,000499224
US\$ al 30 de Junio de 2019	679,86
Precio estimado por acción (\$)	339,40
Precio (\$) de la acción 30-Jun-19	364,51

Tabla 102: Valoración económica del patrimonio

La diferencia entre el precio estimado por acción y el valor transado de ésta alcanza a \$25,11 por acción, esto es 6,89%.

Conclusiones:

En base a la estimación del valor de la acción de Multiexport Foods S.A., realizada a través del modelo de Flujos de Caja Descontados, se obtuvo un valor de acción de \$339,40, el cual se encuentra 7,4% bajo el precio registrado en bolsa al cierre del mismo día, 30 de junio de 2019, el cual es de \$364,51.

Si bien con esta diferencia no podemos concluir que el título se encuentra sobrevalorado, podemos encontrar como motivo de esta desviación del 6,89% calculado respecto del precio de mercado, el criterio conservador que se utilizó al momento de proyectar los futuros precios del mix comercial de la empresa, una vez alcanzado su meta de biomasa cosecha anual.

Es importante mencionar que a pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración en que se sustenta la metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo y que existen riesgos específicos de esta industria que pueden hacer variar la valorización de la empresa como ha ocurrido en años anteriores, sin embargo actualmente la compañía se encuentra atravesando un buen momento tanto sanitario, productivo, de solvencia y de mercado que hacen recomendable seguir manteniendo esta acción en la cartera de inversiones.

Finalmente, por el resultado de la valorización de Multiexport Foods S.A. al 30 de Junio de 2019 se recomienda la venta de acciones.

Bibliografía

Aqua Chile S.A., Estados Financieros Consolidados Auditados, Períodos 2015- 2019. Comisión para el mercado financiero.

Aqua Chile S.A., Memoria Anual, Períodos 2015 – 2018. Comisión para el mercado financiero.

Bodie Zvi, Merton Robert C., Finanzas. 1ª edición. México: Pearson Educación, 2003. ISBN: 970-26-0097-0

Fernández López, Pablo. Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor. 3ª edición. España: Ediciones Gestión, 1998. ISBN 978-84-8088-980-3

Gitman Lawrence J., Zutter Chad J., Principios de administración financiera. 12ª edición. México: Pearson Educación, 2012. ISBN: 978-607-32-0983-0

Humphreys Chile. Multiexport Foods S.A., Reseña Anual de Clasificación de Riesgo. Abril 2019. Santiago.

Maquieira Villanueva, Carlos., Finanzas Corporativas Teoría y Práctica. Chile: Editorial AndrésBello, 2014. ISBN 978-956-13-1980-6

Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, Sernapesca. Página Web. Gobierno de Chile.

Ross Stephen A., Westerfield Randolph W., Jordan Bradford D., Fundamentos de Finanzas Corporativas. 10ª edición. México: Mc Graw Hill Education 2014. ISBN: 978-607-15-1201-7.

Multiexport Foods S.A., Estados Financieros Consolidados Auditados, Períodos 2015-junio 2019. Comisión para el mercado financiero.

Multiexport Foods S.A., Memoria Anual, Períodos 2015 – 2018. Comisión para el mercado financiero.

Multiexport Foods S.A., Análisis Razonado Consolidado, Períodos 2015 – 2018. Comisión para el mercado financiero.

Sernapesca. Informe Sanitario de Salmonicultura en Centros Marinos año 2018. Gobierno de Chile, Junio 2019.

Anexos 1 :

Estado consolidado de situación financiera clasificado Multiexport Foods S.A.

Activos en MUS\$	12-2015	12-2016	12-2017	12-2018	06-2019
Activos Corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	71.630	87.594	97.478	60.679	25.225
Otros activos no financieros corrientes	1.307	3.714	2.154	2.698	3.047
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	28.326	53.178	54.591	69.314	61.523
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	5.601	5.610	3.064	28.916	1.276
Inventarios	38.425	33.874	32.819	34.499	45.052
Activos biológicos corrientes	142.627	158.501	180.367	224.719	261.435
Activos por impuestos corrientes	1.202	1.487	1.681	12.000	5.196
Activos Corrientes Totales	289.118	343.958	372.154	432.825	402.754
Activos No Corrientes					
Otros activos financieros, no corrientes	26	26	26	26	26
Otros activos no financieros, no corrientes	9.280	9.280	9.280	1.707	2.054
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	276	292	318	283	288
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.735	22.727	22.709	22.702	22.699
Propiedades planta y equipo	109.767	106.491	105.927	122.348	131.895
Activos biológicos no corrientes	20.080	25.951	45.268	51.846	35.678
Activos por impuestos diferidos	55.838	42.042	15.838	6.987	7.780
Activos No Corrientes Totales	218.002	206.809	199.366	205.899	200.420
Activos Totales	507.120	550.767	571.520	638.724	603.174

Pasivos en M\$US	12-2015	12-2016	12-2017	12-2018	06-2019
Pasivos Corrientes					
Otros pasivos financiero, corrientes	35.233	45.240	13.072	13.176	13.176
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	85.878	106.499	84.259	88.922	90.884
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	45	3.250	18.791	21.862	52
Otras provisiones, corrientes	219	33	106	67	69
Pasivos por impuestos, corrientes	352	1.054	491	13.016	13.849
Provisiones por beneficios a los empleados, corrientes	1.598	1.833	2.160	2.451	2.235
Pasivos Corrientes Totales	123.325	157.909	118.879	139.494	120.265
Pasivos No Corrientes					
Otros pasivos financieros, no corrientes	138.774	94.741	88.000	76.000	70.000
Pasivo por impuestos diferidos	28.525	32.933	39.046	45.491	45.440
Pasivos No Corrientes Totales	167.299	127.674	127.046	121.491	115.440
Pasivos Totales	290.624	285.583	245.925	260.985	235.705
Patrimonio					
Capital emitido	153.347	153.347	153.347	153.347	153.347
Ganancias (pérdidas) acumuladas	-21.778	17.157	62.912	86.534	75.467
Otras reservas	34.936	34.936	34.936	53.635	53.635
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	166.505	205.440	251.195	293.516	282.449
Participaciones no controladoras	49.991	59.744	74.400	84.223	85.020
Patrimonio Total	216.496	265.184	325.595	377.739	367.469
Patrimonio y Pasivos Totales	507.120	550.767	571.520	638.724	603.174

Anexos 2 :

Estado consolidado de resultados por función Multiexport Foods S.A. MU\$

	12-2015	12-2016	12-2017	12-2018	06-2019
Ingresos de actividades ordinarias	346.268	408.452	508.761	537.247	287.309
Costos de ventas	(365.671)	(336.625)	(367.107)	(418.565)	(221.203)
Ganancias (pérdidas) brutas antes de Fair Value	(19.403)	71.827	141.654	118.682	66.106
(Cargos) abonos a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	(1.142)	(24.695)	(98.779)	(85.212)	(54.306)
(Cargos) abonos a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos del ejercicio	(9.888)	54.007	103.488	92.530	51.115
Ganancias (pérdidas) brutas	(30.433)	101.139	146.363	126.000	62.915
Otros ingresos, por función	140	118	698	697	291
Costos de distribución	(8.571)	(7.127)	(6.913)	(8.019)	(4.538)
Gastos de administración	(7.294)	(7.107)	(11.932)	(12.711)	(7.269)
Otros gastos, por función	(155)	(9.163)	(1.747)	(820)	(404)
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	(46.313)	77.860	126.469	105.147	50.995
Ingresos financieros	108	361	1.343	3.908	2.065
Costos financieros	(4.863)	(5.084)	(4.015)	(4.622)	(2.239)
Diferencias de cambio	4.612	(1.958)	(3.031)	3.727	(1.196)
Ganancias (pérdidas), antes de impuestos	(46.456)	71.179	120.766	108.160	49.625
Gasto por impuestos a las ganancias	13.550	(19.273)	(32.539)	(30.086)	(13.205)
Ganancias (pérdidas) procedente de operaciones continuadas	(32.906)	51.906	88.227	78.074	36.420
Ganancias (pérdidas)	(32.906)	51.906	88.227	78.074	36.420
Ganancias (pérdidas), atribuible a					
Ganancias (pérdidas), atribuibles a los propietarios de la controladora	(30.553)	39.916	67.604	59.936	28.023
Ganancias (pérdidas), atribuibles a participaciones no controladoras	(2.353)	11.990	20.623	18.138	8.397
Ganancias (pérdidas)	(32.906)	51.906	88.227	78.074	36.420