



“Valoración de Multiexport Foods S.A. por Flujos de Caja descontados a Junio 2021”

**Valoración PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Madelaine Toledo Núñez
Profesor Guía: Carlos Maquieira**

Santiago, Marzo 2022

Índice

1.	RESUMEN EJECUTIVO.....	3
2.	METODOLOGÍA	4
2.1.	PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	4
2.1.1.	<i>Método de flujos de caja descontados</i>	4
2.1.2.	<i>Método de múltiplos</i>	6
2.1.2.1.	<i>Múltiplos de ganancias</i>	7
2.1.2.2.	<i>Múltiplos de valor libro</i>	8
2.1.2.3.	<i>Múltiplos de ventas</i>	8
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	9
3.1.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	9
3.1.1.	<i>Antecedentes</i>	9
3.1.2.	<i>Reseña histórica</i>	10
3.1.3.	<i>Principales accionistas</i>	14
3.1.4.	<i>Filiales</i>	15
3.2.	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	16
3.2.1.	<i>Estado Actual</i>	16
3.2.2.	<i>Regulación y fiscalización</i>	17
3.2.3.	<i>Empresas Comparables</i>	18
4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	22
4.1.	DEUDA FINANCIERA	22
4.2.	PATRIMONIO ECONÓMICO	23
4.3.	VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA	24
4.4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	24
5.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE MULTIEXPORT.....	27
5.1.	ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL	27
5.2.	COSTO DE LA DEUDA (K_B)	28
5.3.	BETA DE LA DEUDA (β_b)	29
5.4.	BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA ($\beta_{Ps/d}$)	29
5.5.	BETA PATRIMONIAL CON DEUDA ($\beta_{Pc/d}$)	30
5.6.	COSTO PATRIMONIAL (K_P)	31
5.7.	COSTO DE CAPITAL (K_0)	31
6.	ANÁLISIS DEL NEGOCIO	32
6.1.	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE MULTIEXPORT	32
6.2.	ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES DE MULTIEXPORT	33
6.2.1.	<i>Costos de Venta</i>	33
6.2.2.	<i>Gastos de Administración</i>	35
6.2.3.	<i>Costos de Distribución</i>	36
6.2.4.	<i>Depreciación</i>	37
6.3.	ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE MULTIEXPORT	37
6.4.	ANÁLISIS DE MÁRGENES DE MULTIEXPORT	39
6.5.	ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE MULTIEXPORT	39
6.5.1.	<i>Activos Operacionales y No Operacionales</i>	39

6.5.2.	<i>Capital de Trabajo Operativo Neto</i>	41
6.5.3.	<i>Inversiones</i>	42
6.6.	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA	42
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	46
7.1.	INGRESOS OPERACIONALES PROYECTADOS	46
7.2.	COSTOS OPERACIONALES PROYECTADOS	48
7.3.	RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO	50
7.4.	IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO.....	51
7.5.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILES DE USD.....	52
7.6.	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO PORCENTUAL.....	56
8.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	57
8.1.	INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	57
8.2.	NUEVAS INVERSIONES DE CAPITAL	57
8.3.	INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO.....	58
8.4.	VALOR TERMINAL	60
8.5.	FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS	61
9.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	62
9.1.	VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	62
9.2.	DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO.....	62
9.3.	ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS.....	63
9.4.	VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA	67
9.5.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	69
10.	CONCLUSIONES.....	71
	BIBLIOGRAFÍA	72
	ANEXOS.....	74

1. Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como principal objetivo la valoración de la empresa Multiexport Foods S.A. por medio del método de Flujo de Caja Descontado.

El informe está basado en el análisis de los estados financieros de los últimos cinco años y otras variables económicas al 30 de junio de 2021. Por tanto, se realiza una revisión y cálculo de la estructura de capital e inversión, análisis de operaciones, entre otros, a partir de los estados financieros.

Posteriormente, se realizó un análisis de la industria que permitió establecer tasas de crecimiento que al ser proyectadas a 5 años apoyados de la información histórica de la compañía, permitió sentar bases a la valoración. La tasa de costo del patrimonio estimada es de 9,10%, a partir de la estructura de capital objetivo B/P de 34,11%, y un costo de la deuda de 3,11%. El patrimonio económico de la empresa por tanto, al 30 de junio de 2021 es de MUSD 322.715, estimando un precio de la acción de MUSD 0,2288, el cual estimado en CLP corresponde a \$166,36. Al compararlo con el precio de mercado, \$291,75 claramente se observa un precio estimado que está a la baja en un 42,98% al precio de mercado.

2. Metodología

2.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu et al., 2019; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

2.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el 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 otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras

el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al

calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012).

2.1.2. 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

2.1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

2.1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

2.1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

3. Descripción de la empresa y la industria

3.1. Descripción de la empresa

Multiexport Foods S.A. es una empresa pionera en la producción y exportación de productos de salmón que nació hace 34 años (a mediados de los 80) en la ciudad de Puerto Montt, Chile.

3.1.1. Antecedentes

Multiexport es una empresa integrada verticalmente que incluye desde la reproducción hasta la entrega de un salmón Premium, agregando un valor extra en cada etapa. Actualmente, Multiexport cuenta con un programa de genética y reproducción desarrollada en piscinas en tierra (agua dulce) hasta que se encuentre preparado para ir al mar, de esta manera, Multiexport ha llegado a crear una cepa de origen denominada “KONA”, sello característico de su salmón.

Esta empresa cuenta con una planta de procesamiento en la décima región (Región de Los Lagos), y otra planta de procesamiento en la doceava región (Región de Magallanes y Antártica Chilena) para productos frescos y congelados, mientras que una tercera planta para productos ahumados.

Cuenta con un embajador en Estados Unidos (Latitude 45), la cual está presente en los grandes retailers del país y está posicionado dentro de las marcas preferidas de salmón ahumado en USA.

A partir de la Memoria Anual de 2020 (con información hasta el 31 de Diciembre de 2020) Multiexport Foods S.A. transa en dos bolsas de comercio chilenas: Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile.

Cuadro 1: Antecedentes de Multiexport Foods S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	Multifoods
Clase de acción	Ordinarias
Derechos de cada clase	Derecho a la recepción de dividendo Ciertos derechos políticos, tal como: Derecho de información y derecho de voto
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Multiexport Foods SA se dedica a la producción y venta de productos del mar, preferentemente salmones. Sus productos incluyen salmón del Atlántico, trucha, mariscos ahumados y mejillones. La empresa fue fundada en 1983 y tiene su sede en Puerto Montt, Chile.
Rubros y países donde opera	La operación ocurre en Chile, sin embargo, exporta a alrededor de 30 países.
Clasificación de Riesgo	Humphreys: BBB+ Fitch Ratings: BBB+

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Cuadro 2: Antecedentes de Multiexport Foods S.A.

Países y rubros donde opera	Ingresos en MUS\$	% de ingresos
Chile	54.153	11,38%
Asia	81.492	17,12%
Europa	17.529	3,68%
Estados Unidos	233.644	49,08%
Otros	89.210	18,74%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

3.1.2. Reseña histórica

En 1987 Alimentos Multiexport S.A. da inicio a sus actividades productivas, enfocándose en la captura, compra, procesamiento y comercialización de pescados y mariscos de exportación.

Hacia 1989, inicia sus actividades Salmones Multiexport Ltda. (hoy Salmones Multiexport S.A.), con un primer centro de cultivo ubicado en Dalcahue, Chiloé. Posteriormente, en 1991 Salmones Multiexport S.A. constituye una filial en Miami denominada Almex USA Inc. donde se trabajaría con salmones y truchas.

En 1995 se inicia una alianza estratégica con Mitsui & Co para comercializar salmones y truchas en Japón. El siguiente año, en 1996 Salmones Multiexport adquiere el 50% de los activos de agua dulce de Chisal S.A., constituyéndose en una de las principales

productoras de smolts del país (salmones jóvenes en etapa de migración del agua dulce al mar).

En 1998, Salmones Multiexport se fusiona con Alimentos Multiexport, quedando el nombre de la primera. Tras esto, en 1999 Salmones Multiexport adquiere la totalidad de los activos de Chisal S.A. y, Multiexport logra ubicarse entre las tres empresas salmoneeras más importantes del país y entre las 10 más grandes del mundo.

En el año 2001, Salmones Multiexport adquiere la compañía Piscicultura de Rio Bueno S.A., constituyéndose en la empresa salmoneera con el mayor potencial de producción en agua dulce del país. Sin embargo, durante este mismo año comienza a surgir una gran crisis en la industria salmoneera.

A fines del año 2004, Salmones Multiexport pone en marcha el proyecto Salmex 100.000 (lograr 100.000 toneladas cosechadas), iniciándose una etapa de fuerte inversión e importante reorganización destinada a la expansión de la compañía.

Durante el 2006, la Compañía se reestructura, constituyéndose Multiexport Foods S.A. como la sociedad que agrupa toda la actividad relacionada con acuicultura del grupo Multiexport. Ese mismo año se constituye la filial Mytilus Multiexport S.A. (hoy Multiexport VAP S.A.) encargada de desarrollar el proyecto de cultivo y comercialización de mejillones, y la filial Cultivos Acuícolas Internacionales S.A., que se abocará en el futuro a la investigación y desarrollo de nuevas especies distintas del salmón en otros países del mundo.

En 2007 se desata la mayor crisis en la industria salmoneera y Multiexport realiza su apertura en la Bolsa de Comercio de Santiago aumentando su capital. El año 2009 se trabajó fuertemente para revertir este difícil escenario, en el cual industria y gobierno se abocaron al diseño de un nuevo modelo productivo para el sector, impulsando una modificación a la actual Ley de Pesca y Acuicultura. Hacia fines del 2009 se selló la reestructuración de los pasivos de la filial Salmones Multiexport.

El año 2012 estuvo marcado por un negativo escenario de precios internacionales. Durante el año 2013 y luego de una relación comercial que se extiende por más de 25 años, se concretó el Joint Venture (JV) entre la filial Salmones Multiexport S.A. y Mitsui & Co. (USA) Inc. De esta forma nace la Sociedad Productora de Salmones y Truchas

S.A. (hoy Multiexport Pacific Farms S.A) empresa creada con el fin de producir y comercializar las especies trucha y coho con especial énfasis en el mercado asiático.

El año 2015 culminó exitosamente el aumento de capital de la filial Salmones Multiexport por USD 100,7 millones, suscrito por Mitsui & Co Ltd, quien quedó con el 23,37% de las acciones de Salmones Multiexport S.A. Esta alianza estratégica les ayudó a fortalecer significativamente la posición financiera de la compañía.

En mayo de 2019 la compañía informó que de manera irreversible pondrá término a la producción de smolts en los lagos de Chile a partir de 2020. El anuncio, apuntó al compromiso de la compañía con el medioambiente y la sustentabilidad de sus operaciones. En septiembre la empresa fue reconocida por su trabajo sustentable al ser incorporada en el Dow Jones Sustainability Index, el ranking ESG más prestigioso a nivel mundial, y donde Multiexport Foods fue la primera empresa salmonera a nivel mundial en ser parte. Por otra parte, en 2019 se formalizó el Joint Venture que Multiexport Foods y Blumar firmaron para la construcción de una moderna planta de procesamiento en la ciudad de Punta Arenas, que permitirá a ambas empresas la producción de salmón en la región de Magallanes

En marzo de 2020, Chile comenzó a sentir los efectos la Pandemia de Covid-19 y sus repercusiones industriales. En ese sentido, la industria del salmón en Chile se vio afectada particularmente por los bajos precios en los principales mercados internacionales producto de una disminución de la demanda en hoteles, restaurantes y cafés (HoReCa), trayendo consigo resultados financieros por debajo lo proyectado.

Dando cuenta de su compromiso por situar la sustentabilidad al centro del negocio, Multiexport Foods rankeó nuevamente en Dow Jones Sustainability Index 2020 y, por primera vez, en el índice de proteínas Collier FAIRR. En Dow Jones Sustainability Index, la compañía se ubicó entre el 83% de las empresas con mejor gestión en sostenibilidad en el sector industrial de “Food Products”, siendo la primera y única compañía salmonicultora del mundo en conseguirlo. Por su parte, en FAIRR, la empresa se ubicó en un muy destacado lugar tanto a nivel general (#15), como en el ámbito de las empresas de salmón del mundo (#5), y también de Chile (#1). Asimismo, hacia fines de 2020 la empresa puso definitivamente fin a la producción en lagos de Chile, avanzando

en la sustentabilidad de sus operaciones a través del uso de recursos tecnológicos que permiten producir la totalidad de sus smolts en pisciculturas en tierra.

Cuadro 3: Directorio

Nombre	Cargo
José Ramón Gutiérrez Arrivillaga	Presidente
Alberto del Pedregal Labbé	Director
Martín Borda Mingo	Director
Carlos Pucci Labatut	Director
Hernán Goyanes García	Director Independiente
Rodrigo Pérez Mackenna	Director Independiente
Elke Renate Schwarz Kusch	Directora Independiente

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Cuadro 4: Corporativo

Nombre	Cargo
Cristián Swett Plá	Gerente General Corporativo
Francisco Lobos Fuentes	Gerente de Sustentabilidad y Asuntos Corporativos
Yoichiro Yagihashi	New Business Development Asian Markets
Gino Manríquez Ossandón	Gerente de Administración y Finanzas Corporativo
Rodrigo Rodríguez Trejos	Gerente de Tecnología de la Información (TI)
Jason R. Paine	Gerente de Multiexport Foods USA
José Ramón Gutiérrez del Pedregal	Gerente Desarrollo y Planificación Financiera
Claudio Vera Silva	Gerente de Procesos
Marcelo Cisternas Pereira	Gerente Corporativo de Personas
Rubén Bascuñan Serrano	Fiscal Legal
Ricardo Grünwald Aravena	Gerencia Sales & Marketing
Martín Hepp Valenzuela	Gerente de Farming
Sebastián Ortega Sepúlveda	Contralor

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

3.1.3. Principales accionistas

A partir de la Memoria Anual de 2020, actualmente Multiexport Foods S.A. cuenta con doce principales accionistas (Información al 31 de Diciembre de 2020) que se presentan en la Cuadro 5:

Cuadro 5: Doce Mayores Accionistas de Multiexport Foods S.A.

Accionistas	Acciones	Participación
Multiexport Dos S.A.	706.743.466	50,1%
Multiexport S.A.	134.687.255	9,55%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	109.144.111	7,74%
Siglo XXI Fondo de Inversión	53.485.982	3,79%
Asesorías e Inversiones EMPAL LTDA.	53.396.640	3,79%
Inversiones Lago Ranco LTDA	34.056.000	2,41%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	33.761.491	2,39%
Moneda S.A. AFI para pionero Fondo de Inversión	32.642.000	2,31%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	29.195.835	2,07%
Banco de Chile (cuenta de terceros no residentes)	29.192.370	2,07%
Toesca Small Cap Fondo de Inversiones	26.474.207	1,88%
BTG Pactual Small Cap Fondo de Inversión	17.860.938	1,27%
Otros	150.025.305	10,64%
Total	1.410.665.600	100%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Es importante aclarar que para las dos empresas controladoras son controladas por Alberto del Pedregal Labbé, Martín Borda Mingo, José Ramón Gutiérrez Arrivillaga, Carlos Pucci Labatut, y la sucesión del señor Hugo Pino Morán, a través de sus respectivas sociedades de inversión. Además, los antes indicados, a través de sociedades de inversión, tienen una participación de un 8,57 %.

Para entender mejor los principales dos accionistas de Multiexport Foods S.A. se detalla en la Cuadro 6 su composición de accionistas:

Cuadro 6: Principales Accionistas de Multiexport Dos S.A. y Multiexport S.A.

Accionistas	Acciones	Participación
Kanda S.A.	42.107	20,05%
Kanda Uno S.A.	42.107	20,05%
Inmob. e Inv. del Sur Ltda	34.818	16,58%
Inv. y Ases. Empal Ltda.	33.850	16,12%
Inversiones La Grulla Ltda.	33.850	16,12%
Inv. y Ases. Los Pinos Ltda.	18.018	8,58%
Inv. Inmb. Y Ases. Sta. Lucía Ltda.	5.250	2,50%
Total	210.000	100%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Por último, se entrega un detalle de la composición de los accionistas minoritarios en la Cuadro 7:

Cuadro 7: Accionistas Minoritarios

Tipo de Inversionista	Participación Sobre Free Float	Participación
Retail	22,9%	7,3%
Fondos de Inversión Nacionales	68,6%	21,8%
Fondos de Inversión Extranjeros	8,4%	2,7%
Total	100%	31,8%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

3.1.4. Filiales

Multiexport Foods S.A. cuenta con una filial que se presenta en la Cuadro 8 a continuación. Es importante recordar que en 2013 se logra el Join Venture entre esta filial y Mitsui & Co, lo cual se puede ver reflejado en un diagrama en el Anexo 1 la estructura de la organización.

Cuadro 8: Filiales de Multiexport Foods S.A.

Filiales	Capital suscrito pagado (USD)	Participación
Salmones Multiexport S.A.	239.963.549,62	76,63%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Ahora bien, Salmones Multiexport Foods S.A. cuenta con cinco filiales que tienen incidencia en Multiexport Foods S.A. y se detallan en la Cuadro 9:

Cuadro 9: Filiales de Salmones Multiexport Foods S.A.

Filiales	Capital suscrito pagado (USD)	Participación
Multiexport Patagonia S.A.	3.108.168,29	99,99%
Alimentos Multiexport S.A.	400.000	99,99%
Multiexport Pacific Farms S.A.	9.070.000	99,99%
SALMEX 2 SPA	1.000	100%
Sociedad De Inversiones Isla Victoria Ltda.	319.224,69	99,98%
Cultivos Otway S.A.	-	99,99%
Cultivos Acuícolas Nacionales S.A.	-	99%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

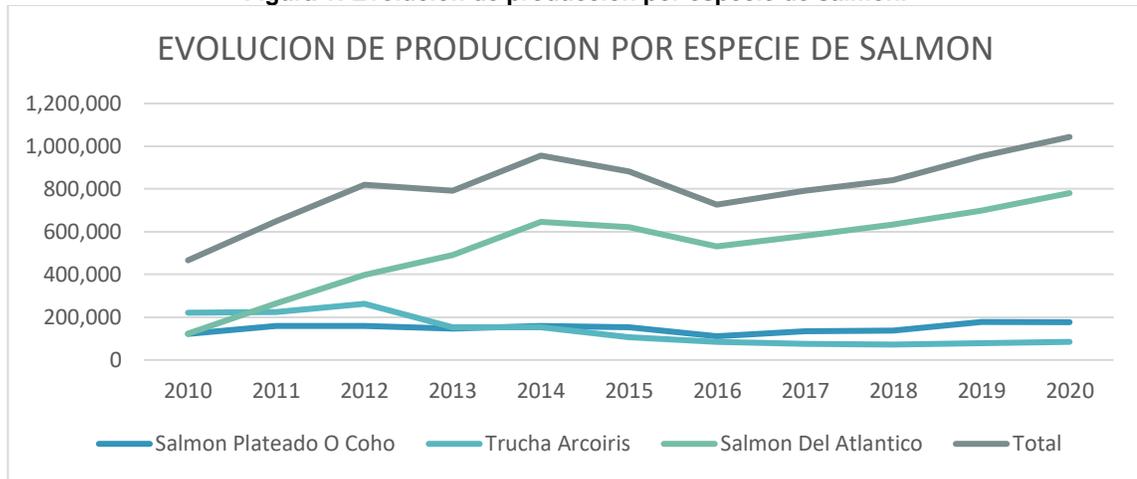
3.2. Descripción de la industria

3.2.1. Estado Actual

Durante los últimos años, Chile no ha logrado superar a Noruega como el mayor exportador de salmón. Sin embargo, teniendo en cuenta el fuerte crecimiento poblacional que se espera para los próximos años, muchos países que han comenzado con la acuicultura podrá tomar más fuerza y volverse grandes competidores de Noruega y Chile.

Hasta el 2020, existen tres tipos de salmón que se extraen bastante en Chile: Coho, Trucha y Salar (o atlántico), siendo este último el más producido este último año (SernaPesca, 2021).

Figura 1: Evolución de producción por especie de salmón.



Fuente: SERNAPESCA 2021

Estos últimos años se ha considerado que la pesca tradicional ha alcanzado sus niveles máximos de producción. Esto se vuelve un problema al considerar que la FAO ha señalado que para el 2030, será necesario contar con 37 millones de toneladas adicionales de productos del mar. Sin embargo, la acuicultura gestionada de manera responsable podría representar la única forma de colmar ese déficit.

3.2.2. Regulación y fiscalización

La regulación actual se encuentra bajo la Ley General de Pesca y Acuicultura (LGPA), la cual establece un 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 (SUBPESCA, 2021).

Cuadro 10: Entes reguladores y/o fiscalizadores

Autoridad	Acción
Subsecretaría de Pesca y Acuicultura	Regula la actividad y establece las condiciones técnicas bajo las cuales puede realizarse
Subsecretaría para las Fuerzas Armadas	Otorga la concesiones de acuicultura y dicta las áreas apropiadas para su ejercicio
Servicio de Evaluación Ambiental	Junto a las comisiones de evaluación, participa en la evaluación ambiental de los proyectos
Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura y la Dirección General del Territorio Marítimo	Ejercen las labores de fiscalización

Fuente: SERNAPECA 2021

A partir del 2009 se implementa una nueva normativa de acuicultura, dado a la gran crisis que sufrió la industria entre 2007 y 2010. Su mayor transformación se operó a través de la Ley N° 20.434 del año 2010, donde realizó cambios en el modelo productivo para hacerlo sustentable. Entre los cambios más relevantes se encontraron: Ajuste a las regulaciones ambientales, haciéndolos más exigentes; Se prohibió la nueva siembra de peces, o continuar la operación sobre otros cultivos, cuando se obtienen informes ambientales negativos acerca de las condiciones del centro; Fortalecimiento de la normativa sobre el uso de fármacos y seguridad de las estructuras de cultivo; Creación de macro zonas como un instrumento de contención de las enfermedades; El tiempo por el cual se acuerdan las concesiones se limitó a un máximo de 25 años; Otros.

3.2.3. Empresas Comparables

Para poder definir las empresas comparables se buscaron actores que sean competidores de Multiexport Foods S.A.. En la Cuadro 11 se presentan los actores más relevantes y una breve descripción de cada uno de ellos:

Cuadro 11: Actores relevantes en la industria de la acuicultura con salmones

Actores relevantes	Descripción
Australis Mar	Empresa que agrupa el negocio de la engorda en agua de mar, procesamiento y comercialización del salmón chileno.
Grupo Marine Harvest	Es la mayor productora de salmones a nivel mundial.
Grupo Cermaq	Empresa multinacional del grupo Mitsubishi Corporation y una de las empresas líderes en el mundo en la producción y cultivos de salmón.
Empresas AquaChile	Empresa productora de salmones (3 especies) con presencia mundial.

Fuente: Elaboración Propia

Como todas estas empresas se encuentran dedicadas a la misma industria de Multiexport Foods S.A. Se tomarán estas 4 empresas como “empresas comparables”, tal como se desarrolla en la Cuadro 12.

Cuadro 12: Empresas Comparables

Empresa	País	EBITDA (MUS\$)	Market Share
Australis Mar	Chile	74.900	7,1%
Grupo Marine Harvest	Noruega	650.700	7,3%
Grupo Cermaq	Noruega	-	9,3%
Empresas AquaChile	Chile	28.617	14,3%

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 13: Empresas Comparables – Australis Mar

Australis Mar	
Nemotécnico	AUSTRALIS
Clase de acción	Única
Derechos	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción	Australis dio sus primeros pasos en 2003 cuando su actual controlador, Isidoro Quiroga Moreno, adquirió Australis S.A., productora de smolts de agua dulce que ya tenía 10 años de experiencia. Fue sólo en 2007 cuando expandió su negocio a salmón saltando a través de su subsidiaria Australis Mar S.A. Ese mismo año, con el propósito de dar una estructura corporativa a sus actividades de acuicultura, Australis Seafoods S.A. fue incorporado como una sociedad de cartera.

Industria	Acuicultura
------------------	-------------

Fuente: Elaboración Propia con datos de EMIS

Cuadro 14: Empresas Comparables – Grupo Marine Harvest

Grupo Marine Harvest	
Nemotécnico	Mowi ASA
Clase de acción	Única
Derechos	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Valores de Oslo – Mercado OTC EEUU
Descripción	<p>Mowi ASA, una empresa de productos del mar, produce y suministra productos de salmón de piscifactoría en todo el mundo. La empresa opera a través de tres segmentos: piensos, agricultura y ventas y marketing. Está involucrado en la producción de alimentos balanceados para salmón, la cría de salmón y el procesamiento primario, y las actividades de procesamiento secundario de mariscos. La empresa ofrece pescado entero eviscerado, incluido Label Rouge y salmón orgánico; y pescado blanco y otros productos del mar, así como filetes, bistecs, chuletas, raciones, lomos, kebabs y combos de bistec.</p> <p>La empresa se conocía anteriormente como Marine Harvest ASA y cambió su nombre a Mowi ASA en diciembre de 2018. Mowi ASA se fundó en 1964 y tiene su sede en Bergen, Noruega.</p>
Industria	Acuicultura - Pesca

Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo Finance

Cuadro 15: Empresas Comparables – Cermaq

Grupo Cermaq	
Nemotécnico	Cermaq ASA
Clase de acción	Única
Derechos	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Oslo
Descripción	<p>La empresa Cermaq Chile es subsidiaria de Cermaq Group. Al grupo pertenecían Cermaq Chile y Salmones Humboldt, pero en diciembre de 2016 ambas compañías se fusionaron. Tras esta fusión, la compañía amplió su oferta a las tres especies de salmón cultivadas en Chile: Trucha, Coho y Salmón Atlántico.</p>
Industria	Pesca – Acuicultura

Fuente: Elaboración Propia con datos de EMIS

Cuadro 16: Empresas Comparables – AquaChile

AquaChile	
Nemotécnico	AQUACHILE
Clase de acción	Única
Derechos	Comunes
Mercado donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción	Empresas Aquachile S.A. es una empresa productora y exportadora de salmón y trucha, cuyas filiales más importantes son : AntarFish S.A., Salmones Chiloé S.A., Robinson Crusoe S.A., Grupo ACI S.A., AquaChile S.A., Pesquera Antares S.A. y Alitec Pargua S.A. El grupo Empresas AquaChile se ubica dentro de los tres primeros lugares del mundo.
Industria	Acuicultura

Fuente: Elaboración Propia con datos de EMIS

4. Estructura de Capital

4.1. Deuda financiera

Tal como se muestra en la Cuadro 17, la deuda financiera de Multiexport Foods S.A. (la cuales corresponden a deudas con bancos dadas por una reestructuración financiera en 2009) se ha mantenido en aumento desde el año 2018 a al fecha. Esto nos dice que la empresa ha estado en busca de financiamiento. Esto se debe a la reestructuración de los pasivos que vivió en 2009, adicional de que en 2012 varios bancos suscribieron un Contrato de Reconocimiento de Deuda y Reestructuración de Pasivo Financiero que modificó el de 2009. Esto sucede nuevamente en 2017, reestructuración de pasivos que fue levantada a la CMF en 2020.

Cuadro 17: Deuda Financiera

En MUS\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda Financiera						
Corriente	45.240	13.072	13.176	53.195	67.985	89.057
Deuda Financiera No						
Corriente	94.741	88.000	76.000	64.000	134.000	126.000
Deuda Financiera Total	139.981	101.072	89.176	117.195	201.985	215.057
Variación Anual		-27,80%	-11,77%	31,42%	72,35%	6,47%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

Es importante destacar que durante el 2017 y 2018 existe una disminución de la deuda que está asociado con que 2017 fue un año muy bueno para Multiexport donde salió con resultados positivos y en septiembre estuvo el refinanciamiento del crédito sindicado de la filial Salmones Multiexport S.A., dejando a la empresa en una inmejorable posición financiera (Memoria Anual, 2020). En este sentido, tal como se observa en el Cuadro 17, para el año 2018 la empresa se encuentra en una muy buena situación financiera gracias a lo ocurrido en el 2017. Sin embargo, para el 2020 se ve un salto de casi el doble de la deuda financiera, lo cual se puede ver relacionado a que el precio del salmón sigue a la baja (crisis de precios más violenta), hay una fuerte caída en el consumo de estos

productos (disminución entre el 60% - 70%), disminución de tráfico y aumento de costos de logística (hasta un 40%), se pone en marcha el Desafío Cumbres (desafío para reestructurar la compañía y recién hacia el 2022 se verían resultados) la cual llevó adelante 11 iniciativas fuertes para lograr mayor eficiencia y menores costos, todo esto sumado a una nueva reestructuración financiera realizada el 2020. Todo esto se ve repercutido también en el 2021, sin lograr hasta el 30 de junio una recuperación total en los precios.

4.2. Patrimonio económico

En la Cuadro 18 es posible observar que desde 2017 existe un crecimiento en el patrimonio económico. Sin embargo, existe una baja el año 2020. Este aumento debido a la gran demanda de salmones que se ha dado en el país los últimos años. Este último punto se ve reflejado en el precio de las acciones y que probablemente en 2020 haya sufrido una baja es debido al efecto de la pandemia por Covid-19.

Cuadro 18: Patrimonio económico

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Número de Acciones (miles)	1.410.655,6	1.410.655,6	1.410.655,6	1.410.655,6	1.410.655,6	1.410.655,6
Precio de la acción (CLP)	162	206,35	349,04	332,31	264,95	291,75
Tipo de Cambio (MUS\$/pesos)	673,54	615,2200	693,5000	751,5000	710,5000	727,2000
Total Patrimonio Económico (MUSD\$)	339.291	473.145	709.985	623.785	526.042	565.949

Fuente: Elaboración Propia con datos de Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020

4.3. Valor económico de la empresa

En la Cuadro 19 es posible observar el valor económico de la empresa (V) el cual presenta un alza consistente a lo largo de los años, exceptuando una leve disminución el año 2020, que tal como se mencionó anteriormente, podría deberse a la pandemia por Covid.

Cuadro 19: Valoración económica Multiexport

En MUS\$	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Valor Financiera (B) Deuda	139.981	101.072	89.176	117.195	201.985	215.057
Patrimonio Económico (P)	339.291	473.145	709.985	623.785	526.042	565.949
Valor Económico de la Empresa (V)	479.272	574.217	799.161	740.980	728.027	781.006

Fuente: Elaboración Propia

4.4. Estructura de capital objetivo

En la Cuadro 20 y Cuadro 21 se presentan algunos cálculos para poder determinar la estructura de capital objetivo de la empresa Multiexport Foods S.A.. De esta manera, se calculó la estructura de capital de cada año, donde se observa un aumento en el endeudamiento de la empresa al pasar los años. Adicionalmente, se calculó el promedio de la estructura de capital entre los años 2016 y 2021, promedio de la estructura de capital entre los años 2016, 2019, 2020 y 2021, mínimo, máximo, mediana y desviación estándar para P/V, B/V y B/P .

Cuadro 20: Estructura de Capital Objetivo Multiexport Foods S.A.

En %	2016	2017	2018	2019	2020	2021	EC Histórica Promedio 2016 - 2021	EC Histórica Promedio
B/V	29,21%	17,60%	11,16%	15,82%	27,74%	27,54%	21,51%	25,08%
P/V	70,79%	82,40%	88,84%	84,18%	72,26%	72,46%	78,49%	74,92%
B/P	41,26%	21,36%	12,56%	18,79%	38,40%	38,00%	28,39%	34,11%

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 21: Continuación Estructura de Capital Objetivo Multiexport Foods S.A.

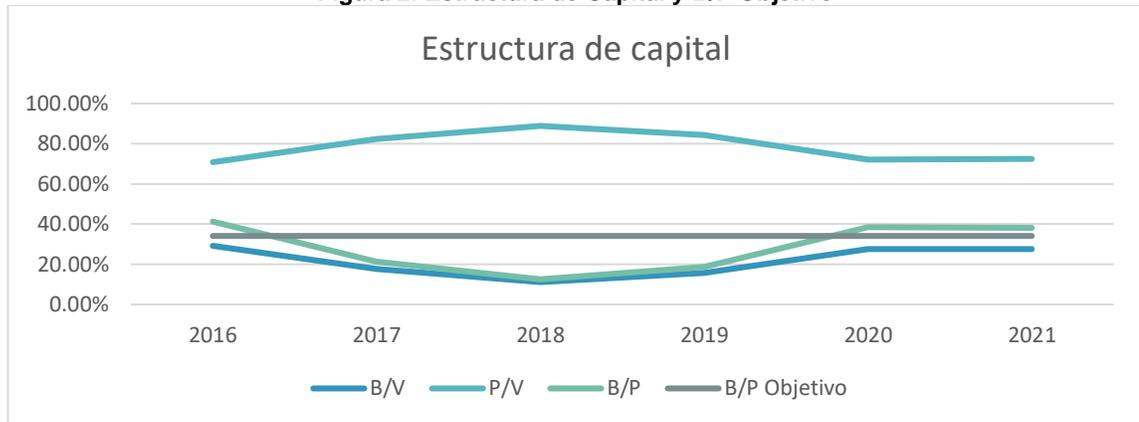
En %	Mediana	Mínimo	Máximo	Desviación
B/V	17,60%	11,16%	27,74%	7,39%
P/V	82,40%	72,26%	88,84%	7,39%
B/P	21,36%	12,56%	38,40%	11,74%

Fuente: Elaboración Propia

De esta manera, en la Figura 2 es posible observar gráficamente la estructura de capital y el B/P objetivo propuesto. En base al promedio histórico entre los años 2016, 2019, 2020 y 2021, se determina un B/V de 25,08% y un P/V de 74,92%, entregando un B/P de 34,11%. Se decide tomar este rango de tiempo considerando que el 2017 estuvo el Bloom de Algas que afectó fuertemente la industria, en conjunto con una reestructuración financiera y, el 2018 debido a las repercusiones que quedaron en el 2017 y el contexto internacional que llevó a una baja en los precios del salmón. Adicionalmente, no se decide sacar de este cálculo al 2020 y 2021 debido a que si bien se vio fuertemente afectado por la pandemia, es un factor relevante a considerar para los siguientes años, ya que no es un factor que debe rápidamente a la industria. De este modo, el B/P Objetivo corresponde a 34,11%.

Esto implicaría una leve disminución en la deuda de la compañía, pero no tan bajo como el año 2018.

Figura 2: Estructura de Capital y B/P Objetivo



Fuente: Elaboración Propia

5. Estimación del Costo de Capital de Multiexport

5.1. Estimación del Beta Patrimonial

Para calcular el Beta Patrimonial, se utilizan datos semanales desde el 01 de julio de 2019 hasta 30 junio de 2021, considerando el último día hábil de la semana. En conjunto a esto, se realiza esto mismo para obtener los datos del IGPA, el cual fue seleccionado como índice del mercado debido a que el un 0,5% del IGPA corresponde al sector de salmones, no así en IPSA, que no abarca este sector.

Se considera una tasa libre de riesgo (R_f) correspondiente a un 2,51%, el cual está compuesto por la suma de un *Treasury Bond* de 10 años (*TB-10 years*) y *Credit Default Swap* (CDS) a fines de junio de 2021. El detalle es posible observarlo en la Cuadro 22.

Cuadro 22: Tasa Libre de Riesgo

Activo	Tasa
<i>TB-10 years</i>	1,465%
<i>Credit Default Swap</i> (junio 2021)	1,0384%
Tasa libre de riesgo (Chile en dólares)	2,51%

Fuente: *Elaboración Propia*

De este modo, se realiza una regresión simple y se obtienen los resultados que se encuentran en la Cuadro 23.

Cuadro 23: Cálculo Beta Patrimonial

	Junio 2021
Beta de la acción	0,756
Beta Ajustado (Bloomberg)	0,836
P-value	0,00001
Nº de Observaciones	104
R cuadrado	0,3378
Presencia Bursátil	74,70%

Fuente: *Elaboración Propia*

A partir de la Cuadro 23 es posible ver que como el p-value es menor a un 1%, se puede decir que con un 99% de confianza se rechaza la hipótesis nula, explicando que este predictor (beta) responde a los cambios en el precio de la acción. Adicionalmente, se ve un buen R cuadrado para una regresión, explicando que cerca de un 33,78% de las variaciones que puede tener este valor de la acción, se encuentra explicada por el modelo. Por último, se observa una muy buena presencia bursátil, considerando los datos diarios dentro del rango antes especificado.

5.2. Costo de la deuda (Kb)

El costo de la deuda se define como tasa de mercado de la deuda por vía de bonos como deuda bancaria. Considerando que la empresa no ha emitido bonos, Para Multiexport será calculado según el endeudamiento con instituciones financieras y obligaciones por pagar, tal como se presenta en la Cuadro 24.

Cuadro 24: Costo de la Deuda

Marzo 2021 (MUS\$)	Tasa (MUS\$)	Monto (MUS\$)	%
Otros Pasivos Financieros Corrientes	3,5%	58.937	17%
Otros Pasivos Financieros no Corrientes	3,5%	30.120	9%
	2,49%	126.000	36%
	2,49%	134.000	38%
Total		349.057	100%
Costo de la Deuda (Kb)	3,11%		

Fuente: Estados Consolidados Intermedios al 30 de junio 2021.

Cada una de las tasas y montos se obtuvieron de la Nota 20 del archivo Estados Consolidados Intermedios al 30 de junio 2021. Es importante destacar que otros pasivos financieros corrientes corresponden a las deudas financieras que pueden ser de largo plazo, pero devengan interés en el corto plazo o son la porción de corto plazo, pero en estricto rigor corresponden a una porción de la deuda de largo plazo, mientras que otros pasivos financieros no corrientes corresponden a diversas deudas con tres entidades con hasta 6 años de vencimiento, debido a una reestructuración que comenzaba sus pagos en 2021 y corresponde a 12 pagos semestrales, y otra deuda correspondiente a una línea de crédito disponible.

Por tanto, tal como se indica en la Cuadro 24, se tiene un Costo de la Deuda (K_b) de 3,11%, el cual se utilizará para el cálculo del Beta de la Deuda (β_d).

5.3. Beta de la deuda (β_b)

Para el cálculo del Beta de la Deuda (β_b), se utilizará el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) y el Costo de la Deuda (K_b) anteriormente calculada. Entonces:

$$K_b = R_f + \beta_b [E(R_m) - R_f]$$

$$3,11\% = 2,51\% + \beta_b [6,2\%]$$

$$\beta_b = 0,1$$

De este modo, se determina que el Beta de la Deuda (β_b) es de 0,1.

5.4. Beta Patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$)

Para el cálculo del Beta Patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$) primero se desapalancará el beta de la acción reflejado en la Cuadro 24. Para desapalancar, es necesario tener la tasa de impuesto, la cual se fijará en 27%. Adicionalmente, el B/P corresponde a 34,11% como se mencionó anteriormente, debido a que consideró el promedio de su estructura de capital los años 2016, 2019, 2020 y 2021 (2017 y 2018 no se consideran dado que existieron reestructuraciones de financiamiento y periodos que estuvieron afectados por el Bloom de algas, afectando la estructura de financiamiento).

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

$$1,06 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 27\%) \cdot 34,11\%] - (0,1) \cdot (1 - 27\%) \cdot 34,11\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,87$$

De este modo, se determina que el Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_P^{s/d}$) es de 0,87. Lo cual toma coherencia con el beta ajustado estimado por la regresión que se evidenció en el Cuadro 23.

5.5. Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_P^{c/d}$)

Para el cálculo del Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_P^{c/d}$) se apalancará el Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_P^{s/d}$) considerando la estructura de capital objetivo de la empresa ($B/P^{Objetivo} = 34,11\%$) y una tasa de impuesto corporativa de largo plazo, fijada en 27%.

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

$$\beta_P^{c/d} = 0,87 \cdot [1 + (1 - 27\%) \cdot 34,11\%] - (0,1) \cdot (1 - 27\%) \cdot 34,11\%$$

$$\beta_P^{c/d} = 1,06$$

De este modo, se determina que el Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_P^{c/d}$) es de 1,06.

5.6. Costo Patrimonial (K_p)

Para determinar el Costo del Patrimonio (K_p) se tiene la tasa libre de riesgo (R_f) de 2,51%, el Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{c/d}$) de 1,06 y, el Premio por Riesgo de Mercado (PRM) de 6,2% correspondiente al promedio de la estimación por Default spread y CDS de Damodaran ajustando el PRM de USA a 5,5% (Duff and Phelps).

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

$$K_p = 2,51\% + 1,17[6,2\%]$$

$$\mathbf{K_p = 9,10\%}$$

De este modo, se determina que el Costo Patrimonial (K_p) es de 9,10%

5.7. Costo de Capital (K_0)

Para finalizar, se realiza el Costo de Capital Promedio Ponderado o para el WACC (K_0). Para el cálculo, se considera un Costo Patrimonial (K_p) de 9,10%, un Costo de la deuda (K_b) de 3,11%, una tasa de impuesto de 27% y, una estructura de capital de $\frac{B}{V} = 25,08\%$ y $\frac{P}{V} = 74,92\%$.

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 9,10\% \cdot 74,92\% + 3,11\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 25,08\%$$

$$\mathbf{K_0 = 7,39\%}$$

De este modo, se determina que el Costo de Capital Promedio Ponderado o para el WACC (K_0) es de 7,39%.

6. Análisis del Negocio

6.1. Análisis de Crecimiento de Multiexport

Multiexport comercializa principalmente Salmón Coho, Salmón Atlántico y Trucha, la cual fue descontinuada alrededor del 2017, sin embargo, compra directamente Trucha. El 2020 Multiexport alcanzó una cosecha de 94.700 toneladas de Salmón Atlántico, 4.600 toneladas de Salmón Coho y la compra de 800 toneladas de Trucha, superando las cifras del 2019 en un 5%. La ventas alcanzaron 98.400 toneladas de un total de 100.100 toneladas, valorizadas en alrededor de US\$ 476 millones.

Cuadro 25: Ingresos por operación

Ingresos Ordinarios (en MUS\$)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Venta producto terminado salmón	277.919	457.787	556.392	531.820	501.782	401.152
Venta activos biológicos	830	8.178	1.040	159	1.926	6
Otros ingresos ordinarios	5.944	10.063	10.970	5.268	5.053	7.294
Total	284.693	476.028	568.402	537.247	508.761	408.452
Variación	-	-16%	6%	6%	25%	-

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

Tal como se observa en la Cuadro 25, Multiexport iba en un aumento consistente hasta el 2019. Sin embargo, en 2020 se observa una disminución considerable en las ventas, lo cual está asociado directamente a la pandemia por Covid-19.

Ahora bien, con respecto a la segmentación por países, Estados Unidos lidera las ventas seguido por Asia. Sin embargo, debido a la pandemia por Covid 19 los ingresos se vieron profundamente afectados, especialmente en Asia que disminuyó en un 33%, tal como se puede ver en la Cuadro 26.

Cuadro 26: Ingresos por país

Ingresos ordinario (en MUS\$)	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Chile	25.928	54.153	56.011	46.995	44.077	31.975
	-	-3%	19%	7%	38%	-
Estados Unidos	159.478	233.644	240.332	225.014	206.172	168.866
	-	-3%	7%	9%	22%	-
Europa	8.138	17.529	15.133	13.608	21.140	16.972
	-	16%	11%	-36%	25%	-
Asia	22.272	81.492	122.462	145.488	116.288	81.492
	-	-33%	-16%	25%	43%	-
Otros	68.877	89.210	134.464	106.142	121.084	109.147
	-	-34%	27%	-12%	11%	-
Total	284.693	476.028	568.402	537.247	508.761	408.452

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.2. Análisis de los Costos y Gastos Operacionales de Multiexport

Dentro de los costos que presenta Multiexport en sus Estados de Resultados, los más relevantes por analizar son: Costos de Venta, Gastos de Administración y Costos de Distribución y Depreciación

6.2.1. Costos de Venta

Los Costos de Venta corresponden a un 87,87% en promedio del total de los Ingresos por Venta de la compañía. Tal como se presenta en el Cuadro 27 y Cuadro 28, Costo Producto Terminado Salmón corresponde a la cuenta más relevante de los Costos de Venta, correspondiente a un 89,14% del total de Costos de Venta. Por otro lado, se tiene Costos de Transporte que corresponde a un 10,14% del total de Costos de Venta.

Cuadro 27: Costos de Venta

Costos ordinarios antes de Fair Value (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo operativo segmento Salmón y Trucha						
Costo terminado producto Salmón	(302.252)	(329.677)	(372.134)	(425.338)	(452.203)	(239.527)
Costo biológicos activos	(21)	(1.531)	(210)	(209)	(7.013)	(590)
Otros ordinarios costos	(2.930)	(1.003)	(1.670)	(1.099)	(1.178)	(15)
Costos de transporte	(31.422)	(34.896)	(44.551)	(51.722)	(52.338)	(27.549)
Total costo operativo segmento Salmón y Trucha	(336.625)	(367.107)	(418.565)	(478.368)	(512.732)	(267.681)
Total costo de venta antes de Fair Value	(336.625)	(367.107)	(418.565)	(478.368)	(512.732)	(267.681)

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

Cuadro 28: Porcentaje Costos de Venta

Costos ordinarios antes de Fair Value (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Costo operativo segmento Salmón y Trucha						
Costo terminado producto Salmón	89,79%	89,80%	88,91%	88,91%	88,19%	89,48%
Costo biológicos activos	0,01%	0,42%	0,05%	0,04%	1,37%	0,22%
Otros ordinarios costos	0,87%	0,27%	0,40%	0,23%	0,23%	0,01%
Costos de transporte	9,33%	9,51%	10,64%	10,81%	10,21%	10,29%
Total costo operativo segmento Salmón y Trucha	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Total costo de venta antes de Fair Value	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.2.2. Gastos de Administración

Los Gastos de Administración corresponden a aproximadamente un 2,58% de los Ingresos por Venta que tiene la compañía. Tal como se presenta en la Cuadro 29, Remuneraciones del personal corresponde a la cuenta más relevante de los Costos de Administración, correspondiente a un 55,6% de los gastos de administración en promedio. Otra cuenta relevante que se puede observar es Gastos del Personal, correspondiente a un 10,2% de los Gastos de Administración. Por último, Servicios externos, Otros Gastos de Administración y Gastos de Computación, son otras tres cuentas relevantes, correspondientes a un 8,65%, 8,5% y 8,03% respectivamente, del total de Gastos de administración.

Cuadro 29: Gastos de Administración

Gastos de Administración (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Remuneraciones del Personal	(4.876)	(6.351)	(6.431)	(7.269)	(7.947)	(5.268)
Gastos del Personal	(742)	(2.677)	(1.614)	(2.415)	125	(231)
Asuntos corporativos administración	(19)	(40)	(206)	(263)	-	(162)
Comunicaciones	(66)	(97)	(189)	(361)	(319)	(99)
Servicios Externos	(770)	(985)	(1.248)	(1.725)	(1.191)	(414)
Vehículos	(159)	(182)	(224)	(256)	(228)	(142)
Seguros	(137)	(109)	(164)	(316)	(344)	(150)
Gastos de Computación	(209)	(258)	(886)	(1.503)	(1.921)	(1.145)
Otros Gastos de administración	73	(972)	(1.492)	(1.917)	(1.560)	(810)
Depreciaciones y Amortizaciones	(202)	(261)	(257)	(415)	(669)	(335)
Total	(7.107)	(11.932)	(12.711)	(16.440)	(14.054)	(8.756)

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.2.3. Costos de Distribución

Los Costos de Distribución corresponden a un 1,63% en promedio del total de los Ingresos por Venta de la compañía. Tal como se presenta en la Cuadro 30, Gastos Ventas Oficinas EEUU corresponde a la cuenta más relevante de los Costos de Distribución, correspondiente a un 38,53% del total de Costos de Distribución. Otra cuenta relevante es Frigoríficos, correspondiente a un 21,27% del total de Costos de Distribución. Por último, Otros Gastos de Ventas corresponde a un 17,75% del total de Costos de Distribución.

Cuadro 30: Costos de Distribución

Gastos de Distribución (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Frigoríficos	(1.138)	(816)	(1.132)	(1.698)	(742)	(1.320)
Marketing	-	-	(536)	(1.131)	(138)	(141)
Gastos ventas oficina EE. UU.	(2.806)	(3.222)	(3.210)	(3.167)	(777)	(1.736)
Gastos ventas oficina Chile	(249)	(103)	(28)	(8)	1	-
Gastos ventas oficina Japón	-	-	-	(250)	(61)	(5)
Gastos generales embarque y preembarque	(156)	(87)	(149)	(281)	(111)	(29)
Remuneraciones del personal	(607)	(653)	(804)	(814)	(193)	-
Comisiones por ventas	(620)	(693)	(608)	(756)	(131)	(37)
Otros gastos de ventas	(1.551)	(1.339)	(1.552)	(1.651)	(445)	(593)
Total	(7.127)	(6.913)	(8.019)	(9.756)	(2.597)	(3.861)

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.2.4. Depreciación

La depreciación está considerada dentro de los gastos de administración, pero también se considera en los costos de venta. El desglose se encuentra en la Cuadro 31.

Cuadro 31: Depreciación

Depreciación propiedades, planta y equipo (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Edificios	5.252	5.930	6.614	7.488	8.547	9.313
Planta y equipo	90.345	101.847	114.261	121.271	116.559	122.241
Equipamiento de tecnologías de la información	2.458	2.597	2.796	2.635	2.979	3.236
Instalaciones fijas y accesorios	6.286	7.311	8.293	8.286	8.759	9.678
Vehículos de motor	143	106	93	5	10	12
Otras propiedades, planta y equipo	1.318	1.378	1.532	1.323	1.599	1.673
Total	105.802	119.169	133.589	141.008	138.453	146.153
Depreciación y Amortización Gastos de Administración	202	261	257	415	669	335
Total Depreciación	106.004	119.430	133.846	141.423	139.122	146.488

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.3. Análisis del Resultado No Operacional de Multiexport

Dentro de las cuentas No Operacionales que presenta Multiexport en sus Estados de Resultados, los más relevantes por analizar son: Otros Ingresos por Función, Otros Gastos por Función, Ingresos y Costos Financieros y, Diferencias de Cambio.

Dentro del Estado de Resultados, Otros Ingresos por Función corresponden a 0,11% en promedio del total de los Ingresos por Venta, Otros Gastos por Función corresponden a 1,43% en promedio del total de los Ingresos por Venta, Ingresos y Costos Financieros corresponden a 1,52% en promedio del total de los Ingresos por Venta, y por último, Diferencias de Cambio corresponden a 0,06% en promedio del total de los Ingresos por Venta. El desglose de cada una de estas cuentas se encuentran entre las Cuadros 32 a 35.

Cuadro 32: Otros Ingresos por Función

Otros ingresos, por función (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Otros ingresos no operacionales	18	32	26	208	24	266
Ventas de activos fijos	100	666	671	343	592	-
Total	118	698	697	551	616	266

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

Cuadro 33: Otros Gastos por Función

Otros Gastos, por función (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Deducibles de seguro por siniestro Bloom de algas	(8.989)	-	-	-	-	-
Costo de ventas y Castigos de Activos Fijos	(154)	(1.275)	(359)	(1.116)	(2.424)	(497)
Castigos de Existencias	(20)	(385)	(420)	(305)	(3.623)	(40)
Otros gastos	-	(87)	(41)	(1.264)	(11.180)	(4.007)
Total	(9.163)	(1.747)	(820)	(2.685)	(17.227)	(4.544)

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

Cuadro 34: Ingresos/Costos Financieros

Ingresos/Costos Financieros (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Intereses percibidos	361	1.343	3.908	3.190	2.362	339
Intereses préstamo anticipo a exportador (PAE)	(775)	-	-	(252)	(605)	(164)
Intereses por préstamos no corrientes	(4.128)	(3.834)	(4.116)	(3.821)	(5.505)	(1.505)
Otros gastos financieros	(181)	(181)	(506)	(499)	(618)	(460)
Total	(4.723)	(2.672)	(714)	(1.382)	(4.366)	(1.790)

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

Cuadro 35: Diferencias de Cambio

Diferencias de Cambio (en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Diferencia cambio activos	777	1.663	(2.261)	(3.782)	(131)	(614)
Diferencia cambio pasivos	(2.735)	(4.694)	5.988	3.349	(1.456)	1.162
Total	(1.958)	(3.031)	3.727	(433)	(1.587)	548

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.4. Análisis de Márgenes de Multiexport

En la Cuadro 36 se muestran los cambios que han sufrido los márgenes y Utilidad Neta dentro de la ventana de años.

Todas las cuentas mostradas en la Cuadro 36 muestran un crecimiento entre los años 2016 y 2017. Sin embargo, muestra un decrecimiento hacia el 2018 y luego ya hacia 2019 y 2020 una fuerte caída. Esto se puede deber a la crisis social vivida en 2019 y post Pandemia Covid 19 en 2020 y 2021. Ahora bien, los años anteriores que tuvieron un decrecimiento, puede darse por la fuerte caída del Margen Bruto, que haya repercutido dentro de las demás cuentas, ya que en sí fueron buenos años para la industria.

Cuadro 36: Márgenes Multiexport

(en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto	101.139	146.363 44,71%	130.548 -10,81%	89.690 -31,30%	(52.349) -158,37%	52.140
Margen Operacional	77.860	126.469 62,43%	109.695 -13,26%	61.360 -44,06%	(92.999) -251,56%	35.245
EBITDA	183.864	245.899 33,74%	243.541 -0,96%	202.783 -16,74%	46.123 -77,25%	181.733
Utilidad Neto	51.906	88.227 69,97%	81.394 -7,74%	43.425 -46,65%	(74.148) -270,75%	21.643

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A.

6.5. Análisis de los Activos de Multiexport

6.5.1. Activos Operacionales y No Operacionales

En la Cuadro 37 se presenta el listado de activos y su clasificación entre operacionales y no operacionales. Se define como Operacional aquel activo que influye o es obtenido de la actividad diaria de la operación, mientras que un activo No Operacional a aquel activo que no influye en la operación diaria de la empresa o no genera ingresos.

Cuadro 37: Activos Operacionales y No Operacionales

Activos	Marzo 2021 (MUS\$)	Operacional	No Operacional
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	14.166		X
Otros activos no financieros, corrientes	10.112		X
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	73.622	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	6.237		X
Inventarios	71.795	X	
Activos biológicos, corrientes	225.821	X	
Activos por impuestos, corrientes	5.347		X
Total activos corrientes	407.100		
Activos no corrientes			
Otros activos financieros, no corrientes	26		X
Otros activos no financieros, no corrientes	6.674		X
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	271	X	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	19.299	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	22.788	X	
Propiedades, planta y equipo	136.928	X	
Activos por derecho de uso	247	X	
Activos biológicos, no corrientes	26.871	X	
Activos por impuestos diferidos	38.215		X
Total activos corrientes	251.319		
Total de activos	658.419		

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A

6.5.2. Capital de Trabajo Operativo Neto

Para calcular el Capital de Trabajo Neto (CTON), se utiliza la siguiente fórmula:

$$CTON = \text{Activos Operacionales Corrientes} - \text{Pasivos Operacionales Corrientes}$$

Mientras, que para el cálculo del Ratio de Capital de Trabajo Neto (RCTON), se utiliza la siguiente fórmula:

$$RCTON = \frac{CTON}{\text{Ingresos Operacionales}}$$

De esta forma, se obtienen los resultados mostrados en la Cuadro 38 junto con el detalle de Activos y Pasivos Operacionales Corrientes.

Cuadro 38: Cálculo CTON y RCTON

(en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Activos Operacionales						
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	53.178	54.591	69.314	72.965	64.799	73.622
Inventario	33.874	32.819	34.499	54.825	67.618	71.795
Activos biológicos, corrientes	158.501	180.367	227.450	260.467	237.386	225.821
Pasivos Operacionales						
Pasivos por arrendamientos, corrientes	-	-	-	-	421	140
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	106.499	84.259	88.922	105.782	96.412	104.034
CTON	139.054	183.518	242.341	282.475	272.970	286.882
Incrementos en CT		44.464	58.823	40.134	(9.505)	13.912
Ingresos Operacionales	408.452	508.761	537.247	568.402	476.028	624.076
RCTON (en %)	34,04%	36,07%	45,11%	49,70%	57,34%	45,97%

* Considerando últimos 12 meses en Los Ingresos Operacionales

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A

6.5.3. Inversiones

Tal como se muestra en la Cuadro 39, es posible observar que la empresa mantiene un porcentaje similar a lo largo de los años, de las inversiones respecto a los ingresos operacionales obtenidos.

Cuadro 39: Inversiones

(en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Compras de propiedad, planta y equipos	17.037	18.813	40.002	48.302	31.982	25.945
Total inversiones	17.037	18.813	40.002	48.302	31.982	25.945
Ingresos operacionales	408.452	508.761	537.247	568.402	476.028	624.076
% inversiones sobre los ingresos	4,17%	3,70%	7,45%	8,50%	6,72%	4,16%
Depreciación y amortización	106.004	119.430	133.846	141.423	139.122	146.488
% dep. y amor. sobre inversiones	622%	635%	335%	293%	435%	565%

* Considerando últimos 12 meses

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A

6.6. Análisis de Crecimiento de la Industria

Es importante recordar que Multiexport trabaja con tres productos: Salmón Atlántico, Salmón Coho y Trucha. La industria salmonera se ha visto constantemente en crecimiento desde aproximadamente 2014. Si bien la competencia es alta dentro del país, el crecimiento ha afectado a todas las empresas aumentando sus ventas. Sin embargo, tal como se mencionó, en 2020 la mayoría de los mercados se vieron profundamente afectados por la pandemia Covid 19, sin embargo, se espera que ya comiencen a regularse las ventas, más aún porque cada vez hay menos limitaciones en las exportaciones.

A partir de la presentación realizada a los inversionistas por Multiexport el primer trimestre de 2021, hay un 22% menos de pescado por encima de 2 kg resultando en una menor oferta en Chile desde el segundo trimestre del 2021 en adelante (Multiexport Foods, 2021).

Cuadro 40: Proyección de Cosecha Global

Crecimiento (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Noruega	-5%	4%	3%	6%	3%	6%
Chile	-15%	13%	15%	1%	13%	-14%
Otros	-1%	7%	-6%	19%	3%	9%

Fuente: Presentación Inversionistas Multiexport Foods S.A

Tal como se observa en la Cuadro 40, para Chile se estima el 2021 una disminución en la producción de Salmones, por lo cual este año los resultados podrían no ser los esperados por los inversionistas tras estar estabilizando el efecto de la pandemia por Covid 19.

Chile ha crecido a un 9% anual aproximadamente, tal como se observa en el Cuadro 41. A pesar de que se ven diferencias entre empresas, puede ser circunstancial debido a la situación y el tamaño de cada una.

Cuadro 41: CAGR

Ingresos (acuícola) en MUS\$	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR
Multiexport	408452	508761	537247	568402	476028	4%
Australis Mar	342.050	393.913	350.071	394.077	-	5%
Marine Harvest	626557,04	775707,24	795317	978256,72	925054	10%
AquaChile	618628	632738	716193	1.110.769	1.102.854	16%
						9%

Fuente: Elaboración Propia.

Ahora bien, con respecto a las toneladas producidas y esperadas, se tiene representado en el Cuadro 42.

Cuadro 42: Cosecha toneladas

Cosechas en toneladas	2018	2019	2020	2021E	2022E
Salmón Atlántico (X+XI)	71.656	85,922	76,842	85.000	84.000
Salmón Atlántico (XII)	-	343	17,847	7.000	19.000
Coho	10,182	9,210	4,551	0	0
Total	81,839	95,475	99,240	92.000	103.000

Fuente: Presentación Accionistas Q1 2021.

Por tanto, existe un crecimiento de un 6,32% anual aproximadamente desde el año 2018. Sin embargo, como la industria está pasando por un momento complejo por la pandemia, se ajustará la tasa de crecimiento por la desviación estándar correspondiente a 10,48%, obteniendo una tasa de crecimiento esperada de 5,67% desde 2021 a 2026.

Por lo tanto, se espera que exista un crecimiento en la cosecha de un 5,67% entre los años 2021 y 2026 (Cuadro 43). Adicionalmente, a partir de los datos obtenidos de Euromonitor que muestra la producción en Chile, se determina una tasa de crecimiento de 2,58%. Sin embargo, normalizando la situación de la pandemia, esta podría tener mejores resultados. Es importante destacar que esto incluye los tres tipos de salmón con los que cuenta Multiexport.

Cuadro 43: Proyección cosechas

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Cosechas	92.000	103.000	105.657	108.383	111.179	114.048

Fuente: Elaboración Propia.

Ahora bien, a partir de una proyección de serie de tiempo realizada a partir de los datos obtenidos desde EuroMonitor (precios a nivel mundial), entrega un crecimiento de 4,08% desde el 2021 en los precios, lo cual está evidenciado en el Cuadro 44.

Cuadro 44: Proyección Precios

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Precio Salmón (USD)	6,04	6,43	6,70	6,97	7,25	7,55

Fuente: Gobierno Australiano (2021).

7. Proyección del Estado de Resultados

Para proyectar los Estados de Resultados de Multiexport Foods S.A. se proyectarán Ingresos Operacionales, Costos Operacionales, Resultado No Operacional y el Impuesto Corporativo.

7.1. Ingresos Operacionales Proyectados

Para proyectar los Estados de Resultados, se considerarán los crecimientos esperados que se calcularon anteriormente en base al resultado histórico entre los años analizados, como se muestra en el Cuadro 43. En el Cuadro 45 se presenta una comparación entre la venta de salmón real y el estimado a partir de los precios y toneladas de cosecha obtenidas. A partir de esto, es posible observar que en promedio existe una diferencia de un 15% entre venta de producto terminado Salmón y los ingresos construidos, por tanto, para la proyección se realizará un ajuste.

Cuadro 45: Comparación ingresos

En MUS\$	2020	2019	2018	2017	2016
Ingresos por venta	476.028	568.402	537.247	508.761	408.452
Venta producto terminado Salmón	457.787	556.392	531.820	501.782	401.152
Ingresos Estimados (precio*cantidad)	422.136	457.200	446.540	411.000	339.950
% sobre ventas de producto terminado Salmón	-8%	-18%	-16%	-18%	-15%

Fuente: Elaboración Propia

Para la proyección de los ingresos se realiza multiplicando las toneladas de cosecha proyectadas por el precio proyectado (Cuadro 43 y 44), ajustando luego por el 15% de diferencia que se obtenía en el Cuadro 45. De este modo, la proyección de los Ingresos Operacionales se muestra en el Cuadro 47, y sus supuestos en el Cuadro 46.

Cuadro 46: Supuestos para la Proyección Ingresos Operacionales

En MUS\$	Supuestos
Ingresos de Actividades Ordinarias	
Ventas Producto Terminado Salmón	Proyección
Ventas Activos Biológicos	Fijo 2.262
Otros Ingresos Ordinarios	Fijo 18%
Ingresos Financieros	Fijo (0,39% de ingresos totales)
Otros Ingresos Por Función	Fijo (0,1% de ingresos totales)

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 47: Proyección Ingresos Operacionales

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de Actividades Ordinarias	676.406	788.890	845.238	905.527	970.077	1.039.236
Ventas Producto Terminado Salmón	677.908	654.092	762.177	813.740	868.792	927.568
Ventas Activos Biológicos	8.178	10.440	12.702	14.964	17.226	19.488
Otros Ingresos Ordinarios	10.063	11.874	14.012	16.534	19.510	23.022
Ingresos Financieros	2.362	2.638	3.077	3.296	3.532	3.783
Otros Ingresos Por Función	616	661	753	811	874	941

Fuente: Elaboración Propia

Ahora bien, en el Cuadro 48 se presenta la Proyección de Ingresos Operacionales en porcentajes.

Cuadro 48: Proyección Ingresos Operacionales en Porcentajes

En %	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de Actividades Ordinarias	-5,1%	13,9%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Ventas Producto Terminado Salmón	-3,5%	16,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Ventas Activos Biológicos	27,7%	21,7%	17,8%	15,1%	13,1%	11,6%
Otros Ingresos Ordinarios	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Ingresos Financieros	11,7%	16,6%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Otros Ingresos Por Función	7%	14%	8%	8%	8%	8%

Fuente: Elaboración Propia

Ahora bien, es importante considerar que la tasa de crecimiento entre los años 2023 y 2026 es de un 7,7%, lo cual es mayor a la tasa de crecimiento de la empresa (4%) y mayor a la tasa de crecimiento de la industria (5,65%), lo cual puede deberse a una liberación en varios países por el COVID-19.

7.2. Costos Operacionales Proyectados

Para proyectar los Costos Operacionales se consideran los análisis realizados en secciones anteriores. Gran parte de las proyecciones son en base al promedio del porcentaje de ingresos totales de los años 2016 – 2020, a lo cual se le denomina “Fijo”, mientras que para las proyecciones se podría denominar “Variable”. De este modo, se realiza el Cuadro 50 y en el Cuadro 49 se muestran los supuestos.

Cuadro 49: Supuestos para la Proyección Costos Operacionales

En MUS\$	Supuestos
Costo Producto Terminado Salmón	Fijo (77,2% de las ventas por salmón)
Costo Activos Biológicos	Fijo (-1797)
Otros Costos Ordinarios	Fijo (22,7% de otros ingresos ordinarios)
Costos de Transporte	Fijo (9,2% de ingresos totales)
Costos de Distribución	Fijo (1,63% de ingresos totales)
Gastos de Administración	Fijo (2,56% de ingresos totales)
Otros gastos, Por Función	Fijo (1,4% de ingresos totales)
Costos Financieros	Fijo (1,09% de ingresos totales)
Depreciación y Amortización	Fijo (4,6% de ingresos totales)

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 50: Proyección Costos Operacionales

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costo Producto Terminado Salmón	(504.959)	(588.400)	(628.207)	(670.707)	(716.082)	(764.527)
Costo Activos Biológicos	(8.810)	(10.607)	(12.404)	(14.201)	(15.998)	(17.795)
Otros Costos Ordinarios	(2.695)	(3.181)	(3.753)	(4.429)	(5.226)	(6.167)
Costos de Transporte	(62.229)	(72.578)	(77.762)	(83.309)	(89.247)	(95.610)
Costos de Distribución	(11.025)	(12.859)	(13.777)	(14.760)	(15.812)	(16.940)
Gastos de Administración	(17.316)	(20.196)	(21.638)	(23.182)	(24.834)	(26.604)
Otros gastos, Por Función	(9.470)	(11.044)	(11.833)	(12.677)	(13.581)	(14.549)
Costos Financieros	(7.373)	(8.599)	(9.213)	(9.870)	(10.574)	(11.328)
Depreciación y Amortización	(31.115)	(36.289)	(38.881)	(41.654)	(44.624)	(47.805)

Fuente: Elaboración Propia

Ahora bien, en el Cuadro 51 se presenta la Proyección de Costos Operacionales en porcentajes.

Cuadro 51: Proyección Costos Operacionales en Porcentaje

En %	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Costo Producto Terminado Salmón	12%	17%	7%	7%	7%	7%
Costo Activos Biológicos	26%	20%	17%	14%	13%	11%
Otros Costos Ordinarios	129%	18%	18%	18%	18%	18%
Costos de Transporte	19%	17%	7%	7%	7%	7%
Costos de Distribución	10%	17%	7%	7%	7%	7%
Gastos de Administración	23%	17%	7%	7%	7%	7%
Otros gastos, Por Función	108%	17%	7%	7%	7%	7%
Costos Financieros	10%	17%	7%	7%	7%	7%
Depreciación y Amortización	-203%	17%	7%	7%	7%	7%

Fuente: Elaboración Propia

7.3. Resultado No Operacional Proyectado

Para proyectar los cálculos de las cuentas relacionadas al Resultado No Operacional se utilizará el promedio de la variación anual entre los años 2016 y 2020. Esto se ve representado en el Cuadro 53 y los supuestos en el Cuadro 52.

Cuadro 52: Supuestos para la Proyección Cuentas Resultado No Operacional

En MUS\$	Supuestos
Diferencias de cambio	Fijo (0,08% de ingresos totales)
Gastos por impuestos a las ganancias	Fijo (2,88% de ingresos totales)
Perdidas (ganancias), atribuibles a los propietarios de la controladora	Fijo (5,74% de ingresos totales)
Perdidas (ganancias), atribuibles a participaciones no controladoras	Fijo (1,74% de ingresos totales)

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 53: Proyección Cuentas Resultado No Operacional

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Diferencias de cambio	(541)	(631)	(676)	(724)	(776)	(831)
Gastos por impuestos a las ganancias	19.481	22.720	24.343	26.079	27.938	29.930
Perdidas (ganancias), atribuibles a los propietarios de la controladora	38.826	45.282	48.517	51.977	55.682	59.652
Perdidas (ganancias), atribuibles a participaciones no controladoras	11.769	13.727	14.707	15.756	16.879	18.083

Fuente: Elaboración Propia

Ahora bien, en el Cuadro 54 se presentan las Cuentas para la Proyección de Resultado No Operacionales en porcentajes.

Cuadro 54: Proyección Cuentas Resultado No Operacional en porcentajes

En %	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Diferencias de cambio	-66%	17%	7%	7%	7%	7%
Gastos por impuestos a las ganancias	-28%	17%	7%	7%	7%	7%
Perdidas (ganancias), atribuibles a los propietarios de la controladora	-168%	17%	7%	7%	7%	7%
Perdidas (ganancias), atribuibles a participaciones no controladoras	-168%	17%	7%	7%	7%	7%

Fuente: Elaboración Propia

El cálculo del Estado de Resultados (incluyendo el Resultado No Operacional) se realizará más adelante en la sección 6.5.

7.4. Impuesto Corporativo Proyectado

Para proyectar el cálculo del Impuesto Corporativo, se utilizará el promedio de la variación anual entre los años 2016 y 2020 correspondiente a un 27%. Esto se ve representado en el Cuadro 56 y los supuestos en el Cuadro 55.

Cuadro 55: Supuestos para la Proyección Impuesto Corporativo

En MUS\$	Supuestos
Gastos por impuestos a las ganancias	Fijo (27%)

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 56: Proyección Impuesto Corporativo

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gastos por impuestos a las ganancias	6.514	7.626	8.408	9.276	10.255	11.360

Fuente: Elaboración Propia

Ahora bien, en el Cuadro 57 se presenta la proyección del Impuesto Corporativo en porcentajes.

Cuadro 57: Proyección Impuesto Corporativo

En %	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gastos por impuestos a las ganancias	-76%	17%	10%	10%	11%	11%

Fuente: Elaboración Propia

7.5. Estado de Resultados Proyectado en miles de USD

Al reunir todas estas cuentas proyectadas, se obtiene el EERR proyectado en MUS\$ para los años 2021 a 2026. Esto se ve reflejado en el Cuadro 59 y los supuestos en el Cuadro 58.

Cuadro 58: Supuestos para la Proyección Estado de Resultados

En MUS\$	Supuestos
Ingresos de Actividades Ordinarias	
Ventas Producto Terminado Salmón	Proyección
Ventas Activos Biológicos	Fijo (2262)
Otros Ingresos Ordinarios	Fijo (18%)
Costos de Venta	
Costo Producto Terminado Salmón	Fijo (77,2% de las ventas por salmón)
Costo Activos Biológicos	Fijo (-1797)
Otros Costos Ordinarios	Fijo (22,7% de otros ingresos ordinarios)
Costos de Transporte	Fijo (9,2% de ingresos totales)
Ganancia Bruta	
Otros Ingresos Por Función	Fijo (0,1% de ingresos totales)
Otros gastos, Por Función	Fijo (1,4% de ingresos totales)
Costos de Distribución	Fijo (1,63% de ingresos totales)
Gastos de Administración	Fijo (2,56% de ingresos totales)
Ganancias de actividades operacionales	
Depreciación y Amortización	Fijo (4,6% de ingresos totales)
EBITDA	
Ingresos financieros	Fijo (0,39% de ingresos totales)
Costos financieros	Fijo (1,09% de ingresos totales)
Diferencias de cambio	Fijo (0,08% de ingresos totales)
Perdidas (ganancias), antes de impuestos	
Gastos por impuestos a las ganancias	Fijo (27%)
Perdidas (ganancias)	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 59: Proyección Estado de Resultados

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de Actividades Ordinarias	676.406	788.890	845.238	905.527	970.077	1.039.236
Ventas Producto Terminado Salmón	654.092	762.177	813.740	868.792	927.568	990.320
Ventas Activos Biológicos	10.440	12.702	14.964	17.226	19.488	21.750
Otros Ingresos Ordinarios	11.874	14.012	16.534	19.510	23.022	27.166
Costos de Venta	(578.694)	(674.766)	(722.126)	(772.645)	(826.553)	(884.098)
Costo Producto Terminado Salmón	(504.959)	(588.400)	(628.207)	(670.707)	(716.082)	(764.527)
Costo Activos Biológicos	(8.810)	(10.607)	(12.404)	(14.201)	(15.998)	(17.795)
Otros Costos Ordinarios	(2.695)	(3.181)	(3.753)	(4.429)	(5.226)	(6.167)
Costos de Transporte	(62.229)	(72.578)	(77.762)	(83.309)	(89.247)	(95.610)
Ganancia Bruta	97.712	114.124	123.111	132.882	143.524	155.137
Otros Ingresos Por Función	616	661	753	811	874	941
Otros gastos, Por Función	(9.470)	(11.044)	(11.833)	(12.677)	(13.581)	(14.549)
Costos de Distribución	(11.025)	(12.859)	(13.777)	(14.760)	(15.812)	(16.940)
Gastos de Administración	(17.316)	(20.196)	(21.638)	(23.182)	(24.834)	(26.604)
Ganancias de actividades operacionales	60.517	70.686	76.616	83.074	90.170	97.985
Depreciación y Amortización	(31.115)	(36.289)	(38.881)	(41.654)	(44.624)	(47.805)
EBITDA	29.403	34.397	37.735	41.420	45.547	50.180
Ingresos financieros	2.638	3.077	3.296	3.532	3.783	4.053
Costos financieros	(7.373)	(8.599)	(9.213)	(9.870)	(10.574)	(11.328)
Diferencias de cambio	(541)	(631)	(676)	(724)	(776)	(831)
Perdidas (ganancias), antes de impuestos	24.127	28.244	31.142	34.357	37.980	42.074
Gastos por impuestos a las ganancias	6.514	7.626	8.408	9.276	10.255	11.360
Perdidas (ganancias)	30.641	35.870	39.550	43.633	48.235	53.434

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar en el Cuadro 59, se ve un aumento progresivo de las ganancias, repuntando año a año a sus resultados anteriores a la pandemia por Covid

19. Si bien se esperaría que el 2021 y/o 2022 tuviese pérdidas, relacionadas a la pandemia, no se pronostica de ese modo debido a que si bien el escenario no es el mejor, la empresa tomó medidas importantes en 2020, disminuyendo costos, aumentando su productividad y cambiando canales de venta.

7.6. Estado de Resultados Proyectado Porcentual

Por último, en el Cuadro 60 se presenta el Estado de Resultados como Porcentaje de los Ingresos.

Cuadro 60: Proyección Estado de Resultados Porcentaje de Ingresos

En %	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Ventas Producto Terminado Salmón	96,70%	96,61%	96,27%	95,94%	95,62%	95,29%
Ventas Activos Biológicos	1,54%	1,61%	1,77%	1,90%	2,01%	2,09%
Otros Ingresos Ordinarios	1,76%	1,78%	1,96%	2,15%	2,37%	2,61%
Costos de Venta	-85,55%	-85,53%	-85,43%	-85,33%	-85,20%	-85,07%
Costo Producto Terminado Salmón	-74,65%	-74,59%	-74,32%	-74,07%	-73,82%	-73,57%
Costo Activos Biológicos	-1,30%	-1,34%	-1,47%	-1,57%	-1,65%	-1,71%
Otros Costos Ordinarios	-0,40%	-0,40%	-0,44%	-0,49%	-0,54%	-0,59%
Costos de Transporte	-9,20%	-9,20%	-9,20%	-9,20%	-9,20%	-9,20%
Ganancia Bruta	14,45%	14,47%	14,57%	14,67%	14,80%	14,93%
Otros Ingresos Por Función	0,09%	0,08%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
Otros gastos, Por Función	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%
Costos de Distribución	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%	-1,63%
Gastos de Administración	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%
Ganancias de actividades operacionales	8,95%	8,96%	9,06%	9,17%	9,30%	9,43%
Depreciación y Amortización	-4,60%	-4,60%	-4,60%	-4,60%	-4,60%	-4,60%
EBITDA	4,35%	4,36%	4,46%	4,57%	4,70%	4,83%
Ingresos financieros	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%	0,39%
Costos financieros	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%
Diferencias de cambio	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%
Perdidas (ganancias), antes de impuestos	3,57%	3,58%	3,68%	3,79%	3,92%	4,05%
Gastos por impuestos a las ganancias	0,96%	0,97%	0,99%	1,02%	1,06%	1,09%
Perdidas (ganancias)	4,53%	4,55%	4,68%	4,82%	4,97%	5,14%

Fuente: Elaboración Propia

8. Proyección de los Flujos de Caja Libre

8.1. Inversión en Reposición

A partir de la Nota 4 de los Estados Financieros, la cual corresponde a Estimaciones y criterios contables significativos, el punto b) Deterioro de valor de activos indica: “Anualmente el Grupo evalúa la existencia de deterioro de los activos considerados dentro de la Unidad Generadora de Flujos (UGE) conforme a las definiciones de NIC 36. Los activos incluidos en esta definición corresponden a propiedades, planta y equipo, plusvalía e intangibles distintos de plusvalía. Considerando que existen activos intangibles de vida útil indefinida el Grupo evalúa al final de cada ejercicio en el que informa la existencia de deterioro” (Multiexport, 2020).

De este modo, para mantener la capacidad productiva, Multiexport tiene como política de inversión invertir el 100% de la depreciación en cada ejercicio. Entonces, se proyecta la inversión en reposición del 100% de la depreciación total de cada periodo y mantener la capacidad productiva de sus activos. De este modo, se obtiene el Cuadro 61.

Cuadro 61: Inversión en Reposición

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Inversión en Reposición	31.115	36.289	38.881	41.654	44.624	47.805

Fuente: Elaboración Propia

8.2. Nuevas Inversiones de Capital

En este caso, Multiexport no especifica su plan de CAPEX en la Memoria. Dado esto, se analizará el porcentaje de compra de Propiedad, Planta y Equipo (PPE) sobre los ingresos históricos. Luego, se obtendrá el promedio del periodo y se proyectará.

Cuadro 62: Inversión en Activos (Histórico)

En MUS\$	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Compra PPE	9.153	31.982	48.302	40.002	18.813	17.037
Inversión en Reposición		30.070	35.351	30.589	27.169	6.562
PPE		1.912	12.951	9.413	(8.356)	10.475
Ingresos	284.693	476.028	568.402	537.247	508.761	408.452
% PPE sobre Ingresos		0,40%	2,28%	1,75%	-1,64%	2,56%

Fuente: Elaboración Propia

De este modo, se obtiene un promedio entre 2016 y 2020 de 1,07% del PPE sobre los Ingresos. Se deja fuera 2021, ya que el valor de la compra de PPE es hasta junio 2021. Con esto se proyecta el Cuadro 63.

Cuadro 63: Inversión en Nuevo Activo Fijo

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos	676.406	788.890	845.238	905.527	970.077	1.039.236
Inversión en Nuevo Activo Fijo	7.243	8.448	9.051	9.697	10.388	0

Fuente: Elaboración Propia

8.3. Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Operativo Neto

Para determinar el Flujo de Caja Libre, el Capital de Trabajo (CT) se refiere específicamente al Capital de Trabajo Operativo Neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes (ambos no devengan intereses). Esto se había realizado en el Cuadro 38 el cual es:

Cuadro 38: Cálculo CTON y RCTON

(en MUS\$)	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
Activos Operacionales						
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	53.178	54.591	69.314	72.965	64.799	73.622
Inventario	33.874	32.819	34.499	54.825	67.618	71.795
Activos biológicos, corrientes	158.501	180.367	227.450	260.467	237.386	225.821
Pasivos Operacionales						
Pasivos por arrendamientos, corrientes	-	-	-	-	421	140
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar, corrientes	106.499	84.259	88.922	105.782	96.412	104.034
CTON	139.054	183.518	242.341	282.475	272.970	286.882
Incrementos en CT		44.464	58.823	40.134	(9.505)	13.912
Ingresos Operacionales	408.452	508.761	537.247	568.402	476.028	624.076
RCTON (en %)	34,04%	36,07%	45,11%	49,70%	57,34%	45,97%

* Considerando últimos 12 meses en Los Ingresos Operacionales

Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A

El promedio de RCTON fue de 41,23% (considerando del 2016 al 2019) lo cual corresponde a 148 días (considerando 360 días para el cálculo) nos servirá para la proyección en el Cuadro 64.

Cuadro 64: Inversión en Capital de Trabajo

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos	676.406	788.890	845.238	905.527	970.077	1.039.236
CTON Proyectado	278.882	325.259	348.492	373.349	399.963	428.477
Promedio RCTON	41,23%					
Inversión en CT	46.377	23.232	24.857	26.614	28.514	-

Fuente: Elaboración Propia

8.4. Valor Terminal

En el Cuadro 65 se realiza el cálculo del Flujo de Caja Bruto a partir de proyecciones y cálculos realizados en Cuadros anteriores.

Cuadro 65: Flujo de Caja Bruto

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ganancia (pérdida)	30.641	35.870	39.550	43.633	48.235	53.434
Depreciación y Amortización	31.115	36.289	38.881	41.654	44.624	47.805
Flujo de Caja Bruto	61.756	72.159	78.431	85.287	92.858	101.239

Fuente: Elaboración Propia

Una vez obtenido el Flujo de Caja Bruto (Ganancias más depreciación y Amortización), se procede a calcular el Valor terminal y el valor de los Flujos de Caja Libre, tal como se presenta en el Cuadro 66.

Cuadro 66: Flujo de Caja Libre y Valor Terminal después de Impuesto

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Caja Bruto	61.756	72.159	78.431	85.287	92.858	101.239
Inversión en Reposición	-31.115	-36.289	-38.881	-41.654	-44.624	-47.805
Inversión en Nuevo Activo Fijo	-7.243	-8.448	-9.051	-9.697	-10.388	0
Inversión en CT	-46.377	-23.232	-24.857	-26.614	-28.514	
Flujo de Caja Libre	-22.980	4.190	5.641	7.322	9.333	53.434
Valor Terminal (después de impuesto)					722.948	
Flujo de Caja Libre Total	-22.980	4.190	5.641	7.322	732.281	

Fuente: Elaboración Propia

El WACC utilizado será el mismo que se calculó en el presente informe y, se asume perpetuidad constante para Multiexport Foods S.A.. El cálculo del valor del flujo de caja libre corresponde a la suma del Flujo de Caja bruto, Inversión en Reposición, Inversión en nuevo activo fijo e inversión en CT. Ahora bien, el cálculo del valor terminal vino dado por el valor en perpetuidad de los flujos del 2026.

8.5. Flujos de Caja Libre Proyectados

Por lo tanto, para finalizar esta proyección, se presenta un Cuadro resumen, que es posible visualizar en el Cuadro 67 donde se logra observar el cálculo del FCL proyectado para la empresa Multiexport Foods S.A..

Cuadro 67: Flujo de Caja Libre Proyectados

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Caja Libre	-22.980	4.190	5.641	7.322	9.333	53.434

Fuente: Elaboración Propia

9. Precio de la Acción Estimado

9.1. Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

En el Cuadro 68 es posible observar el cálculo del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre, el WACC utilizado (calculado en el presente informe) y la suma del Valor Presente de los Flujos de Caja Libre.

Cuadro 68: Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

En MUS\$	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de Caja Libre	-22.980	4.190	5.641	7.322	9.333	53.434
Valor Terminal					722.948	
Flujo de Caja Libre Total	-22.980	4.190	5.641	7.322	732.281	
Periodos	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
VP del FCL	-22.175	3.765	4.720	5.705	531.276	
Suma del VP del FCL	523.291					
WACC	7,39%					

Fuente: Elaboración Propia

9.2. Déficit o exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto

Se estima si Multiexport tiene un déficit o un exceso de Capital de Trabajo (CT). Para esto, se consideran las ventas estimadas al 31 de diciembre de 2021 y se multiplicarán por el 41,23% que representa el Promedio de Capital de Trabajo que Multiexport Foods S.A. ha mantenido en sus últimos periodos respecto de los ingresos. Posteriormente, tal valor será comparado con el CTON al 30 de junio de 2021, determinándose el posible exceso o déficit de capital de trabajo.

Cuadro 69: Exceso CTON

En MUS\$	2021
CTON requerido al 30 de junio 2021	278.882
CTON real al 30 de junio de 2021	286.882
Exceso de CTON	8.000

Fuente: Elaboración Propia

9.3. Activos prescindibles y otros activos

Se detallarán todos los activos en su detalle y si existe o no activos prescindibles entre el Cuadro 70 al Cuadro 77.

Cuadro 70: Otros Activos Financieros No Corrientes

En MUS\$	30 Junio 2021
Inversión Sociedad Inmobiliaria Colegio Puerto Varas S.A.	26 Operacional
Total	26

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 71: Otros Activos No Financieros No Corrientes

En MUS\$	30 Junio 2021
Inversiones	22.747
Crédito tope 32%	7.279 Operacional
Total	7.279

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 72: Cuentas por Cobrar No Corrientes

En MUS\$	30 Junio 2021	
Deudores comerciales	40.977	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar comerciales	-1	
Deudores comerciales (neto)	40.976	Operacional
Otras cuentas por cobrar	24.021	
Menos: Deterioro de cuentas por cobrar otros deudores	-	
Otras cuentas por cobrar (neto)	24.021	Operacional
Total	64.997	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 73: Activos intangibles distintos de la plusvalía

En MUS\$	30 Junio 2021	
Concesiones acuícolas	20.204	Operacional
Derechos de agua	2.173	Operacional
Derechos de tratamientos de riles	409	Operacional
Total	22.786	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 74: Propiedad, Planta y Equipo Neto

En MUS\$	30 Junio 2021	
Terrenos	10.623	Operacional
Edificios	24.580	Operacional
Planta y equipo	87.769	Operacional
Equipamiento de tecnologías de la información	5.231	Operacional
Instalaciones fijas y accesorios	7.625	Operacional
Vehículos de motor	28	Operacional
Otras propiedades, planta y equipo	3.030	Operacional
Total	138.886	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 75: Propiedad, Planta y Equipo Bruto

En MUS\$	30 Junio 2021	
Terrenos	10.623	Operacional
Edificios	33.893	Operacional
Planta y equipo	210.010	Operacional
Equipamiento de tecnologías de la información	8.467	Operacional
Instalaciones fijas y accesorios	17.303	Operacional
Vehículos de motor	40	Operacional
Otras propiedades, planta y equipo	4.703	Operacional
Total	285.039	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 76: Activos Biológicos No Corrientes

En MUS\$	30 Junio 2021	
Salmón y Trucha	11.806	Operacional
Ovas y smolt	30.466	Operacional
Total	42.272	

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro 77: Activos por impuestos diferidos

En MUS\$	30 Junio 2021	
Provisión cuentas incobrables	-	Operacional
Ingresos Anticipados	238	Operacional
Provisión de vacaciones	906	Operacional
Gastos de fabricación	-	Operacional
Depreciación activos fijos	-	Operacional
Amortización Concesiones	20	Operacional
Otros eventos	2.303	Operacional
Pérdida tributaria	27.736	Operacional
Activos incorporados por fusión	291	Operacional
Prov. valor neto de realización	211	Operacional
Valor justo activos biológicos	-	Operacional
Valor justo concesiones	-	Operacional
Valor retasado activos fijos	-	Operacional
Provisión Ingresos	-	Operacional
Total	31.705	

Fuente: Elaboración Propia

A Junio de 2021, Multiexport no cuenta con Activos Prescindibles, ya que al analizar sus activos son de carácter operacional. Los activos de la compañía que no son prescindibles y los netamente operacionales, se incluyen como operaciones todos los Activos Fijos productivos (Plantas, Terrenos, Equipos más Activos Biológicos ligados principalmente a filiales y al negocio pesquero). Adicionalmente, se suman los Inventarios tradicionales más los Inventarios Biológicos listos para la venta, más Efectivo y Cuentas por Cobrar.

9.4. Valorización económica de la empresa

En el Cuadro 78 se realiza el cálculo del Patrimonio Económico de la empresa para posteriormente obtener el precio de la acción.

Cuadro 78: Valor de la Empresa

En MUS\$	2021
Valor económico de los Activos Operacionales	523.774
Exceso de CT	8.000
Efectivo y Equivalente	21.998
Activos Prescindibles	0
Valor de los Activos Totales	537.772
Deuda Financiera	215.057
Patrimonio Económico (MUS\$)	322.715
Patrimonio Económico en US\$	322.715.442

Fuente: Elaboración Propia

Por tanto, el Patrimonio Económico de Multiexport Foods S.A. es de 322.715 MUS\$ al 30 de junio de 2021, valorizado por el Método de Flujo de Caja Descontados.

Cuadro 79: Precio de la acción

En MUS\$	2021
Número de Acciones	1.410.665.600
Precio de la Acción US\$	0,2288
Precio USD 30 junio 2021 (CLP)	727,2
Precio de la acción estimado por FCL en CLP	166,36
Valor de Mercado Multiexport en CLP	291,75
Variación (-)	-42,98%

Fuente: Elaboración Propia

Tal como se observa en el Cuadro 79, se obtiene una diferencia de 42,98% entre el precio de la acción estimado y el de mercado.

Figura 3: Evolución del precio de la acción de Multiexport Foods S.A..



Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo Finance

En base a la estimación del valor de la acción de Multiexport realizada a través del modelo de Flujos de Caja Descontados, se obtuvo un valor de acción de \$166,36, el cual se encuentra 42,98% bajo el precio de cierre del 30 de junio de 2021, el cual es de \$291,75.

Debido a que la crisis de la pandemia ya se está estabilizando, se espera que durante los próximos años exista una mayor venta de productos y estabilización del precio del salmón, lo cual podría ser una proyección positiva para el mercado.

9.5. Análisis de Sensibilidad

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

Se realiza un análisis de sensibilidad en base a la variación de +/- 30 puntos base a la tasa de descuento y una variación de +/- 30 puntos base al precio del salmón, lo que se observa el Cuadro 81.

Cuadro 81: Análisis de Sensibilidad

		Precio del Salmón (+/- 30 puntos base)						
		-0,30%	-0,20%	-0,10%	0%	0,10%	0,20%	0,30%
WACC (+/- 30 puntos base)	-0,30%	92,49	117,13	142,91	169,87	198,07	227,54	258,33
	-0,20%	91,63	116,16	141,84	168,69	196,78	226,13	256,80
	-0,10%	90,77	115,20	140,78	167,52	195,49	224,73	255,28
	0%	89,91	114,25	139,72	166,36	194,22	223,34	253,76
	0,10%	89,05	113,30	138,67	165,20	192,95	221,95	252,25
	0,20%	88,21	112,35	137,62	164,05	191,68	220,57	250,75
	0,30%	87,36	111,41	136,58	162,90	190,43	219,20	249,26

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa en el Cuadro 81, el precio de la acción varía menos bajo los cambios en el precio del salmón, que bajo cambios en el WACC. Es por esto, que se puede indicar que el precio de la acción es más sensible a los cambios en la tasa de descuento. Sin embargo, como la variación que se le hace al precio del salmón es tan mínimo, se decidió probar con +/- 300 puntos base al precio del salmón, lo que se puede observar en el Cuadro 82

Cuadro 82: Análisis de Sensibilidad 2

		Precio del Salmón (+/- 300 puntos base)						
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0%	1,00%	2,00%	3,00%
WACC (+/- 30 puntos base)	-0,30%	161,65	164,38	167,12	169,87	172,63	175,41	178,20
	-0,20%	160,51	163,23	165,95	168,69	171,45	174,21	176,99
	-0,10%	159,37	162,08	164,79	167,52	170,27	173,02	175,78
	0%	158,24	160,94	163,64	166,36	169,09	171,83	174,59
	0,10%	157,12	159,80	162,49	165,20	167,92	170,65	173,40
	0,20%	156,00	158,67	161,35	164,05	166,76	169,48	172,21
	0,30%	154,88	157,54	160,22	162,90	165,60	168,31	171,03

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa en el Cuadro 82, el precio de la acción varía mucho más bajo las variaciones en el precio del salmón, que bajo cambios en el WACC. Es por esto, que se puede indicar que el precio de la acción es más sensible a los cambios en el precio del salmón.

10. Conclusiones

Para concluir el análisis, se debe destacar que la metodología de flujo de caja descontado es un mecanismo con una muy buena precisión para la valoración de una empresa. De este modo, mediante el análisis y estimaciones realizadas en el informe, se obtiene un precio de acción de \$116,36, encontrándose por sobre el precio de mercado del 30 de junio de 2021, el cual correspondía a \$291,75.

Cuadro 83: Resumen

	2021
Precio de la acción estimado por FCL en CLP	166,36
Valor de Mercado Multiexport en CLP	291,75
Variación (-)	42,98%

Fuente: Elaboración Propia

A partir de este resultado, es importante destacar que la variación si bien es alta, esta puede ser debido a muchos factores, como por ejemplo una diferencia en los supuestos que son muy conservadores, ya que no considera un posible crecimiento potencial.

Por otra parte, a partir de las estimaciones se pronostica un crecimiento de la industria, y un crecimiento dentro de los países a los cuales exporta, por lo cual se vendrían buenos años para Multiexport.

Por lo tanto, para finalizar, se puede decir que la metodología utilizada presenta buenos resultados y consistentes con los del mercado al 30 de junio de 2021.

Bibliografía

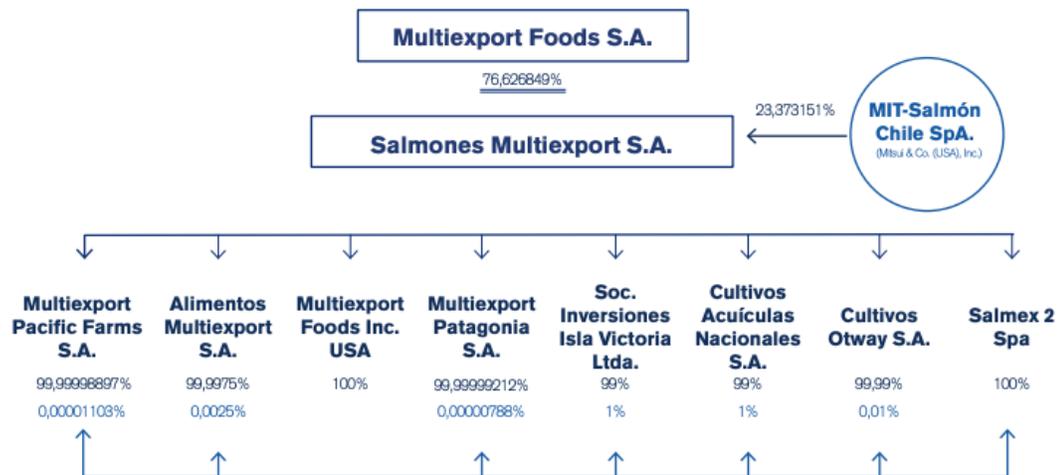
Estados Financieros, Memorias u Otros Informes	
Feller Rate. (2020). Multiexport Foods S.A.: Informe de clasificación Julio 2020. Disponible en: https://www.feller-rate.com/clasificacion-riesgo/11048/multiexport-foods-sa	
Multiexport Foods. (2021). Estados Financieros Consolidados intermedios a junio 2021. Disponible en: https://www.multi-xsalmon.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2021. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2020. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2019. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2018. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2017. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Memoria Anual 2016. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Presentación Inversionistas. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
Multiexport Foods. (2021). Salmones Multiexport S.A. y Filiales. Disponible en: https://www.multiexportfoods.com/inversionistas/reportes/	
SalmonChile (2021). Producción. Datos Relevantes. Disponible en: https://www.salmonchile.cl/produccion-salmonchile/	
SERNAPESCA. (2021). Anuarios estadísticos de pesca y acuicultura. Disponible en: http://www.sernapesca.cl/informacion-utilidad/anuarios-estadisticos-de-pesca-y-acuicultura	
Yahoo Finance. (2021). Información empresas. Disponible en: https://finance.yahoo.com/quote/MULTIFOODS.SN?p=MULTIFOODS.SN&tsrc=fin-srch	

Libros, Artículos o Papers
Amihud, Haamed, Kang & Zhang. (2015). <i>The illiquidity premium: International evidence</i> , 8.
Aqua. (2019). 2018: Un buen año para la salmonicultura global
Aswath D. (2002). <i>Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset</i> . John Wiley & Sons.
Australian Governance. (2021). Perspectivas de la pesca y la acuicultura de Australia para 2021. Disponible en: https://www.agriculture.gov.au/abares/research-topics/fisheries/fisheries-economics/fisheries-forecasts
Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. <i>Journal of Applied Corporate Finance</i> , 26(4), 106-117.
Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. <i>Gestión 2000</i> .
Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.a
Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). <i>Business analysis and valuation: IFRS edition</i> . Cengage learning.
Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. <i>Review of Financial Economics</i> , 37(2), 219-233.
SUBPESCA. (2021). Acuicultura: Marco Legal e institucional de la acuicultura. Disponible en: https://www.subpesca.cl/portal/616/w3-article-60650.html

Anexos

Anexo 1: Organización Empresarial Filiales

| ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL



Fuente: Memoria Anual Multiexport Foods S.A. 2020