ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

AL 31 DE MARZO DE 2011

A contar del 1 de enero de 2010 la Sociedad ha adoptado las normas IFRS, por lo tanto, los Estados Financieros al 31 de marzo de 2011, 31 de diciembre de 2010 y 31 de marzo de 2010 se han preparado de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera.

CRITERIOS DE CONSOLIDACION

En la preparación de los presentes estados financieros consolidados de Duncan Fox S.A., se incluyen los estados financieros consolidados de nuestras subsidiarias, Inversiones Los Cerezos S.A. y Talbot Hotels S.A., y los estados financieros individuales de las subsidiarias Inversiones El Ceibo S.A., Inversiones Los Olivillos S.A. y Maguey Shipping S.A.

Los presentes Estados Financieros Consolidados, incluyen los activos, pasivos y resultados de la Matriz y sus subsidiarias. Los efectos de las transacciones realizadas con las subsidiarias, han sido eliminados y se ha reconocido en los estados financieros, la participación de los inversionistas minoritarios, presentada como participaciones no controladas.

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA

La estructura de activos y pasivos, se presentan a continuación:

	31-03-2011 M$	31-12-2010 M$	Diferencia M$	Variación %
Activos:				
Activos Corrientes	64.745.358	48.023.648	16.721.710	25,8%
Activos No Corrientes	136.549.118	140.853.658	-4.304.540	-3,2%
Total Activos	201.294.476	188.877.306	12.417.170	6,2%
Pasivos:				
Pasivos Corrientes	41.610.576	32.056.881	9.553.695	23,0%
Pasivos No Corrientes	24.216.792	24.697.890	-481.098	-2,0%
Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora	*126.640.558*	*123.619.522*	*3.021.036*	*2,4%*
Participaciones no controladas	*8.826.550*	*8.503.013*	*323.537*	*3,7%*
Patrimonio Total	135.467.108	132.122.535	3.344.573	2,5%
Total Pasivos y Patrimonio	201.294.476	188.877.306	12.417.170	6,2%

El total de activos de la Sociedad aumentó en la suma de M$ 12.417.170 entre el 31 de diciembre de 2010 y el 31 de marzo de 2011, variación que se explica principalmente por aumentos generados en los rubros Efectivo y equivalentes al efectivo por M$ 6.893.071, Inventarios por M$ 12.522.628, Propiedad planta y equipos por M$ 4.520.765 y la disminución producida en los rubros Otros activos no financieros corrientes por M$ 2.071.183 e Inversiones contabilizadas por el método de la participación por M$ 8.736.691.
Cabe destacar que al 31 de marzo de 2011, de un activo total de M$ 201.294.476, la inversión en Inversiones contabilizadas por el método de la participación, alcanza M$ 72.301.280, equivalentes a un 36%.

El aumento de M$ 9.553.695 que presenta el Pasivo corriente se origina principalmente por los incrementos producidos en los rubros Otros pasivos financieros corrientes por M$ 3.063.651 y Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por M$ 5.566.424.

Indicadores del Estado de Situación Financiera

Los principales indicadores financieros relativos al balance, se presentan a continuación:

Indicadores		31-03-2011	31-12-2010	Diferencia	% Variación
Liquidez					
Liquidez Corriente (veces)		1,56	1,50	0,06	3,9%
Razón Acida (veces)		0,92	1,06	-0,14	-13,2%
Endeudamiento					
Razón de endeudamiento (veces)		0,49	0,43	0,06	13,1%
Deuda corto plazo s/ Deuda Total		0,63	0,56	0,07	11,9%
Deuda largo plazo s/ Deuda Total		0,37	0,44	-0,07	-15,5%
Cobertura Gastos Financieros		6,71	4,95	1,76	35,5%
Valor Libro Acción	$	1.266,41	1.236,20	30,21	2,4%

ESTADO DE RESULTADOS

	31-03-2011 M$	31-03-2010 M$	Diferencia M$	Variación %
Ingresos de actividades ordinarias	23.761.489	19.779.902	3.981.587	20,1%
Costo de venta	(18.376.889)	(16.400.867)	(1.976.022)	-12,0%
Ganancia bruta	5.384.600	3.379.035	2.005.565	59,4%
Otros ingresos, costos y gastos operacionales	(2.611.191)	(1.293.155)	(1.318.036)	-101,9%
Resultado de actividades operacionales	2.773.409	2.085.880	687.529	33,0%
Otras ganancias y pérdidas no operacionales	15.865	(174.054)	189.919	109,1%
Ingreso (Gasto) por impuesto a las ganancias	(467.117)	(327.451)	(139.666)	42,7%
Ganancia del período	**2.322.157**	**1.584.375**	**737.782**	**46,6%**
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	1.990.239	1.409.221	581.018	41,2%
Ganancia atribuible a participaciones no controladas	331.918	175.154	156.764	89,5%
Ganancia del periodo	**2.322.157**	**1.584.375**	**737.782**	**46.6%**

La variación positiva de M$ 687.529 que muestra el resultado de actividades operacionales al 31 de marzo del año 2011 respecto de igual fecha del año anterior, se debe, principalmente, a la disminución de otros costos y gastos operacionales ocurrida en la subsidiaria Inversiones Los Cerezos S.A.

El aumento producido al 31 de marzo de 2011 en el rubro Otras ganancias y pérdidas no operacionales, respecto del período anterior, por un monto de M$ 189.919, se explica fundamentalmente por:

1. Efecto positivo producido en el rubro Diferencias de cambio por M$ 1.055.186, debido principalmente a la incidencia neta que produjo la disminución del tipo de cambio dólar ocurrido entre ambos periodos, aplicada a la deuda bancaria, cuentas por pagar, cuentas por cobrar e inversiones en el mercado de capitales, que poseen las subsidiarias, en esa moneda.

2. Disminución de los resultados devengados en la participación en negocios conjuntos y en asociadas que se contabilizan por el método de la participación, con una baja de M$ 665.844 en relación al período 2010. La contribución a resultados de este rubro en ambos períodos, se muestra en el cuadro siguiente:

Sociedad	31-03-2011 M$	31-03-2010 M$	Diferencia M$	Variación %
Sociedad Pesquera Coloso S.A.	35.476	691.547	(656.071)	-94,9%
Soc. de Inversiones Coloso S.A. (antes Pesquera San José S.A.)	(2)	76	(78)	-102,6%
Inmobiliaria Los Pioneros S.A.	(9)	(23)	14	60,9%
Las Chacras de Cardales S.A.	(197)	(742)	545	73,8%
Ayres S.A.	(86.526)	(76.272)	(10.254)	-13,4%
Totales	(51.258)	614.586	(665.844)	-108,3%

Indicadores de Resultados

		31/03/2011	31/03/2010	Diferencia	Variación
Utilidad por acción	$	19,90	14,09	5,81	41,2%
EBITDA (1)	M$	4.141.248	3.221.947	919.301	28,5%
EBITDA / Costos financieros (veces)		8,5	6,7	1,8	27,3%

(1) EBITDA= Resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

La composición de los flujos originados en cada período es la siguiente:

	31-03-2011 M$	31-03-2010 M$
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en):		
Actividades de operación	(172.540)	(1.706.126)
Actividades de inversión	5.140.359	(685.058)
Actividades de financiación	1.942.102	8.547.201
Incremento (disminución) neto en el efectivo y equivalentes al efectivo antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	6.909.921	6.156.017
Efectos de la variación de la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(16.850)	131
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	6.680.756	5.203.413
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	13.573.827	11.359.561

El comportamiento del Flujo de actividades de Inversión en el período 2011, se ve afectado básicamente por los rubros Dividendos recibidos (de negocios conjuntos) por M$ 11.075.253 y Compras de propiedades, planta y equipo, por el importe pagado por adquisiciones de activo fijo por M$ (5.856.044).

En el Flujo de actividades de Financiación, destacan el efecto neto en el rubro Importes y Pagos procedentes de préstamos bancarios por M$ 2.501.280 e Intereses pagados por M$ (563.914).

VALORES ECONOMICOS DE ACTIVOS Y PASIVOS

Los activos y pasivos se presentan en los estados financieros de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera y a instrucciones impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros, estimándose que al 31 de marzo de 2010 no existen diferencias significativas entre su valor económico y lo que reflejan los estados financieros de la Sociedad.

ANALISIS DE RIESGOS

1. Riesgo de tipo de cambio

La Matriz y sus subsidiarias mantienen deudas en moneda extranjera por un monto total de US$ 24,5 millones, las cuales en un 95% corresponden a deudas contraídas por la subsidiaria indirecta Alimentos y Frutos S.A., cuyas ventas se realizan en un 51% al exterior y sus retornos corresponden a dólares estadounidenses y euros. Si bien la deuda en dólares de esta subsidiaria es importante, el flujo de caja generado en esta moneda, permite controlar los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio. Para el caso de las ventas en euros, los retornos de éstas, se traducen a dólares a través de contratos de transacción forward de moneda extranjera, en los que la sociedad vende en forma anticipada los euros, en un precio establecido en dólares estadounidenses. Al 31 de marzo de 2011 estos contratos de forward ascienden a la suma de US$ 10.7 millones.

Adicionalmente, Duncan Fox S.A., en forma indirecta, posee inversiones en sociedades inmobiliarias en Argentina cuyo valor contable al 31 de marzo de 2011 asciende a US$ 8,6 millones, las cuales no registran deudas bancarias y sus retornos se realizan en dólares. Para efectos contables, se encuentran valorizadas de acuerdo a las disposiciones establecidas en Normas IFRS y en concordancia con normas e instrucciones de la Superintendencia de Valores y Seguros.

2. Riesgo de tasa de interés

El total de la deuda financiera que han contraído la sociedad matriz y sus subsidiarias está tomado en dólares, en moneda nacional nominal y reajustable en unidades de fomento, pactada a tasas fijas en pesos nominales y a tasas variables base Libor y TAB, respectivamente. La proporción es de un 68% para moneda nacional y de un 32% para la deuda en dólares estadounidenses. Las garantías otorgadas por ellas comprenden activos representados por acciones de sociedades anónimas abiertas chilenas y por activos fijos. Las proporciones de deudas en moneda nacional y extranjera, y sus tasas de interés, se consideran razonables considerando que la generación de los ingresos por ventas consolidados se producen aproximadamente en proporción superior a como se encuentra la deuda, por lo que se estima no existe riesgo para esta variable.

3. Análisis Factores de Riesgo de Mercado y de Operación

Las principales inversiones de Duncan Fox S.A. se encuentran radicadas, por orden de importancia, en cuatro áreas de negocios: pesca, agroindustrial, hotelería e inmobiliario.

Por este motivo, a continuación se mencionan los factores más importantes que tienen relación con riesgo de mercado y riesgo de operación de cada sector:

A. Sector Pesquero

Este sector está representado por la inversión en Sociedad Pesquera Coloso S.A. que participa de esta actividad a través de inversiones en Salmones Humboldt S.A. (subsidiaria) y Corpesca S.A. y Orizon S.A. (asociadas).

Salmones Humboldt S.A. tiene concesiones ubicadas en la X Región y su actividad está sujeta a riesgos ambientales y sanitarios propios de la actividad. La Sociedad, a la fecha, opera tres centros (dos de salmón salar y uno de trucha), así como su Planta de Procesos

y Piscicultura de Recirculación para servicio a terceros mediante contratos y siembra en cultivos propios.

En tanto, Corpesca S.A. y Orizon S.A. desarrollan sus actividades sobre recursos pelágicos (anchoveta, sardina, jurel, caballa, merluza de cola y jibia) que son variables en su disponibilidad de acuerdo a cambios ambientales.

Estas especies, con excepción de la Jibia tienen cuotas anuales que son propuestas por la Subsecretaría del rubro y aprobadas por el Consejo Nacional de Pesca.

Corpesca S.A., que opera entre la XV y II Región, procesa principalmente anchoveta, jurel y caballa., La materia prima procesada por esta sociedad en el presente trimestre ha sido ligeramente superior (+2%) a similar período del año 2010.

Orizon S.A. opera desde la III a la X Región capturando para su posterior proceso, anchoveta, sardina, jurel, caballa, merluza de cola y jibia. Durante el período 2011, la captura de la industria en esta misma zona de operación, muestra un alza respecto de similar período del año 2010, teniendo en consideración que marzo del año anterior se vio afectado por la paralización de las plantas por efectos del terremoto.

El cuadro adjunto muestra la disponibilidad de materias primas a nivel industria en las zonas Norte y Centro-Sur para las principales especies:

Desembarques Pesquerías Pelágicas
Cifras en Mtons

	I-II-XV Región		III - X Región	
	Ene / Marzo 2011	Ene / Marzo 2010	Ene / Marzo 2011	Ene / Marzo 2010
Anchoveta / Sardinas	250	184	408	228
Jurel	3	47	84	96
Caballa	0	10	14	43
Jibias			21	135
Otros	22	25	10	9
Total	275	266	538	511

Fuente : Informe Sectorial Subpesca e Internos

La industria observa con especial preocupación la discusión y algunos conceptos que la autoridad ha señalado para un nuevo Proyecto de ley que regule el acceso a las pesquerías y la distribución de los Límites Máximos de Captura del 2013 en adelante. El desarrollo de inversiones de largo plazo como lo son las del sector pesquero, requieren un marco regulatorio que sea consistente en el tiempo, y que no contemplen cambios de fondo que pongan en riesgo económico la actividad. La introducción de conceptos como las licitaciones para teóricamente mejorar la asignación del recurso resultan ajenos a la forma y el fondo de como se han administrado las pesquerías pelágicas de Chile y el mundo.

Por otra parte, se continúan las negociaciones para la formación de una Organización Regional de Pesca (ORP) para el Pacífico, que permita proteger al Jurel que está siendo sometido a explotación no controlada por barcos factoría fuera de las 200 millas. La industria espera que esta Organización reconozca la participación histórica que Chile tiene en esta pesquería y que ha presentado un comportamiento marcadamente oceánico en los últimos años. Estas negociaciones han tenido algunos avances, especialmente en la fijación de cuotas reducidas para el 2011. Sin embargo, algunos países han postergado su decisión de aceptar las limitaciones que han recomendado los Grupos Científicos, o han dado cuotas especiales para recursos como el jurel.

Producción:

Pesquera Coloso S.A. tiene una gran diversificación de productos ya sea en forma directa vía su filial Salmones Humboldt S.A., o a través de la actividad de sus coligadas Corpesca S.A. y Orizon S.A. Así como Corpesca S.A. se orienta 100% a la producción de harina y aceite, Orizon S.A. produce, además de dichos productos, conservas, congelados, surimi, choritos y productos derivados de la jibia o calamar gigante.

La filial Salmones Humboldt S.A. durante el año 2010 sembró dos centros de engorda de salares en la X Región y continuó con la operación de la Piscicultura de Recirculación y Planta de Procesos prestando servicios a terceros. Según lo planificado, se ha sembrado durante este trimestre un centro de truchas y se considera la apertura de otros dos centros de salares para el año 2011. Las primeras cosechas están planificadas para el último trimestre del presente año.

Mercados y precios:

Los ingresos del ejercicio 2011 de la subsidiaria Salmones Humboldt S.A. estuvieron ligados al proceso de planta y servicio de maquila de smolts. Ambas actividades están fuertemente indexadas al tipo de cambio, en tanto sus costos muestran en forma mayoritaria una componente en moneda local.

Salmones Humboldt S.A. en los períodos 2011 y 2010 no realizó cosechas. Cuando estas se inicien enfrentará ventas de salmón indexadas principalmente al dólar, y costos operacionales mayoritariamente expresados también en dólares, ligado a alimentos y otros.

Respecto de los precios, los servicios de proceso en planta enfrentaron un mercado competitivo y sobreofertado por la crisis del salmón que demandó menos servicio en plantas. Diferente fue la realidad en la maquila de smolts, en que los precios mostraron una ligera tendencia al alza, debido a la mayor demanda y la limitada oferta de pisciculturas de recirculación.

En relación a las coligadas Orizon S.A. y Corpesca S.A., el año 2010 enfrentaron en la mayoría de sus líneas de productos (harina, aceite, congelados, conservas), precios en alza y mercados demandantes. Esta tendencia se mantuvo y en el primer trimestre del 2011 se observaron precios en harina y aceite al alza respecto del último trimestre de 2010, así como también en las líneas de productos de consumo humano.

B. Sector Agroindustrial

Alimentos y Frutos S.A. produce y comercializa frutas, hortalizas congeladas y arándanos frescos, que en el mercado nacional se venden con las marcas "Minuto Verde", "La Cabaña" y "Minuto Verde Food Service". En el mercado externo, la producción se vende principalmente a marcas propias de los mercados de destino.

Considerando que toda la actividad de estas sociedades se desarrolla en el sector agroindustrial, los riesgos operacionales más importantes se encuentran en factores naturales relacionados al clima (inundaciones, heladas, sequías, etc.) y fitosanitarios (pestes y otros similares), los cuales pueden afectar la producción y, por ende, el cumplimiento de los contratos de venta, con el consiguiente efecto en los resultados del negocio.

En el mercado nacional, las ventas de productos congelados, que para el período 2011, corresponde al 48,7% de las ventas totales, han registrado un incremento cercano al 8,4% respecto al período 2010, manteniéndose los riesgos de mercado producidos por la política de concentración de las grandes cadenas de supermercados. Cabe destacar que el período anterior se vio afectado negativamente por el sismo de febrero de 2010.

Al 31 de marzo de 2011, las ventas al exterior de productos congelados y frescos, aumentaron en un 14,6% respecto del período anterior y representan aproximadamente un 51,3% de las ventas totales de la empresa. Estas exportaciones están destinadas básicamente a mercados como Japón, Estados Unidos, Europa y Sudamérica. Con esto se logra el objetivo que persigue la sociedad de rentabilizar las exportaciones, a través de sus políticas de producción y comercialización y la constante búsqueda de nuevos mercados. Los riesgos a que se enfrenta este sector están relacionados con la competencia externa de países como Perú, China, Serbia y otros, como también por la demanda que está directamente relacionada con los niveles de actividad económica que tienen los países de destino de las exportaciones. Este aumento se debe a la recuperación de la demanda internacional que se había contraído el año anterior por la crisis financiera mundial. El menor ingreso producto de la baja del tipo de cambio, se ha compensado por la disminución de los costos, especialmente de materia prima y por el aumento del volumen exportado.

C. Sector Hotelero

La subsidiaria Talbot Hotels S.A. opera en la actualidad siete hoteles en Chile: Iquique, Antofagasta, Santiago (El Golf y Aeropuerto), Concepción, Temuco y Puerto Montt, y uno en Buenos Aires, Argentina. Para su operación, tiene firmado contratos de franquicia con Intercontinental Hotels Group para todos los hoteles, lo que permite operar bajo la marca y estándares de Holiday Inn Express y Holiday Inn.

Durante el período 2011, la actividad operacional recuperó sus estándares acostumbrados de ocupación, de alrededor de un 74%, respecto de igual período del año anterior que alcanzó sólo un 68%, influenciado por el terremoto de febrero de 2010, que afectó fuertemente a la industria hotelera en general y a la sociedad en particular,

especialmente en los hoteles de Santiago (El Golf y Aeropuerto), Iquique y Puerto Mont, escenario que se modificó positivamente a partir de abril de 2010.

Igualmente se mantiene el cumplimiento de mantención semestral y una constante preocupación de perfeccionamiento, mediante capacitación de su personal, lo que permite disminuir en gran medida los riesgos operacionales a que está enfrentado este negocio.

La competencia, el nivel de actividad económica y el escenario financiero internacional son factores muy relevantes que influyen en los riesgos de mercado que presenta esta área de negocios. El tipo de cambio es otro factor que incide en los ingresos de los hoteles de Santiago (El Golf y Aeropuerto) y Buenos Aires.

En el período terminado el 31 de marzo de 2011, los hoteles ubicados en regiones, en términos consolidados, más el hotel de Buenos Aires, tuvieron importantes incrementos en sus niveles de ocupación y en las tarifas, respecto del período anterior, lo que sumado al aumento del valor de tipo de cambio dólar, se traduce en que el total de ingresos de la compañía sea superior en un 27% al obtenido a Marzo de 2010.

Durante sus años de operación, estos hoteles se han caracterizado por la calidad de su servicio y las buenas tarifas ofrecidas, lo que ha generado una gran aceptación por parte del público viajero, evitando que la fuerte competencia influya notoriamente en sus ingresos operacionales.

D. Sector Inmobiliario

Las inversiones que tiene la sociedad en este sector están radicadas, principalmente en Argentina, en donde participa en forma indirecta en proyectos de desarrollo urbano como departamentos, oficinas y barrios cerrados.

La totalidad de los proyectos en que participa la sociedad se encuentra sin deuda bancaria y con todos los aportes de capital efectuados.

En la actualidad, Duncan Fox SA, participa en forma indirecta con un 15,8% en 3 proyectos y desarrollos inmobiliarios ubicados al norte de la ciudad de Buenos Aires, en la localidad de Pilar:

- Barrio privado "Ayres de Pilar" desarrollado sobre un terreno de aproximadamente 180 Hás. que demandó el loteo y urbanización de un total de 860 lotes, que hoy se encuentran vendidos y construidos por sus propietarios en cerca de un 94%.

- Proyecto "Ayres Norte", de características similares al anterior, y sobre un terreno propio de 154 Hás, que se encuentra en el trámite final de aprobaciones y que supone el loteo y urbanización de aproximadamente 650 lotes.

- El loteo y urbanización de un terreno de aproximadamente 17 Hás, que incluye sitios con destino Comercial y de Vivienda para el desarrollo por cuenta de terceros. A la fecha se encuentra vendido aproximadamente un tercio de la superficie total.

- En octubre de 2010, Inversiones San Isidro S.A., en la que Duncan Fox participa con un 34,2% de su capital accionario, inició el loteo y urbanización del proyecto Ayres Plaza, con un terreno de aproximadamente 33 Hás, ubicado en Km 47, Autopista Ramal Pilar. En este desarrollo está planificado la urbanización y venta de 340 lotes de aproximadamente 650 m2 cada uno. Al 31 de marzo de 2011, se han registrado ventas por sobre el presupuesto, encontrándose comprometido un 67% del total de los lotes.

Adicionalmente, Duncan Fox S.A., participa en forma indirecta con un 13,5%, en Sol de Pilar SA, sociedad propietaria de un terreno de 1.036 Hás. brutas, ubicado al norte de la ciudad de Buenos Aires, en la localidad de Escobar , sobre el que terceros desarrollan en la actualidad un proyecto denominado San Sebastián, que incluye el loteo y urbanización de cerca de 4.500 sitios. Sol del Pilar vende terrenos a una sociedad argentina quien se encarga de su desarrollo y comercialización al consumidor final. Al 31 de diciembre de 2010 se ha comprometido y pagado la venta de un 76% del terreno total vendible.

Considerando las proyecciones de la economía argentina y en particular de las mejores condiciones del mercado inmobiliario, para el año 2011 se espera un escenario levemente más optimista que puede incidir en las ventas de los distintos proyectos en desarrollo.