



“VALORIZACIÓN DE PESQUERA EXALMAR S.A.”

**Trabajo de Investigación presentado
para optar al Grado Académico de
Magíster en Finanzas**

Presentado por

Srta. Shulssy Bedoya Gómez

Sr. Víctor Parra Estela

Sr. César Ruiz Palomino

Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Marquez

2016

A mi familia, por su comprensión y paciencia que me brindó soporte y fuerzas para seguir adelante.

A mi padre, por todo su apoyo y cariño. A mi familia, por su constante motivación.

A mi familia por todo el apoyo brindado en cada momento; a mis compañeros por saber reponerse frente a todas las adversidades

Resumen ejecutivo

El trabajo de valorización toma como base los estados financieros consolidados de Pesquera Exalmar S.A. para los ejercicios 2010 - 2015 y el primer semestre de 2016, información complementaria proporcionada por Exalmar a través de su página web, así como información pública. El presente trabajo incluye estimaciones sobre las actividades de Exalmar previstas para el futuro en el Perú, las cuales están sujetas a la evolución de la economía, la regulación del sector, el mercado y la competencia, las decisiones, entre otros.

Pesquera Exalmar S.A. (en adelante Exalmar) es una empresa que se dedica al procesamiento de harina y aceite de pescado. Pertenece al Grupo Matta (Caleta de Oro Holding S.A.) desde hace 35 años, la cual es propietaria de un porcentaje superior a 60,9% de sus acciones. El sector pesquero cuenta con normativa específica (Ley General de Pesca y su Reglamento).

La valorización de Exalmar se realiza utilizando como metodología principal el flujo de caja de la empresa (FCFF, por sus siglas en inglés), descontado al costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés). Los resultados se contrastaron con la metodología complementaria de múltiplos comparables (EV/EBITDA y EV/ventas, por sus siglas en inglés).

En base a la metodología principal, se concluye que, al cierre de junio 2016, el valor patrimonial de Exalmar se estima en USD 95,42 millones, con un WACC de 12,44%, y con un valor por acción de PEN 1,07. Por su parte, la acción en el mercado cotizaba en PEN 0,95.

Los múltiplos estimados para Exalmar a partir de la información de empresas comparables se ubican en 18,97x para EV/EBITDA, y 1,20x EV/ventas, obteniendo un valor por acción promedio de PEN 1,17. Esto corrobora los resultados obtenidos con la metodología principal, cuya recomendación para inversionistas en la acción de Exalmar es de comprar/mantener.

Consideramos que el valor de la acción de PEN 0,95 a junio 2016 refleja el temor de los inversionistas sobre efectos temporales en los flujos de Exalmar, debido al impacto del fenómeno El Niño, la incertidumbre de los precios internacionales, y la demora en el inicio de la primera temporada de pesca del 2016. Sin embargo, estos efectos se vienen disipando y, en la medida en que se mitigan, el precio de la acción debería tomar valores cercanos a PEN 1,07. Esta conclusión se ve reforzada por la ratificación del rating B de Standard & Poor's en junio 2016, al bono bullet que Exalmar emitió el 2013.

Índice

Índice de tablas.....	vi
Índice de gráficos	vii
Índice de anexos	viii
Capítulo I. Información general	1
1. Descripción de la empresa	1
2. Estructura y composición accionaria	1
3. Grupo económico.....	1
4. Mercado de valores	2
5. Principales activos	2
5.1 Flota	2
5.2 Planta de procesamiento	2
6. Cadena de valor	3
7. Gestión de la calidad.....	3
8. Gobierno corporativo	3
9. Responsabilidad social.....	3
10. Política de dividendos	4
11. Financiamiento.....	4
12. FODA.....	5
Capítulo II. Análisis del entorno.....	6
1. Industria pesquera internacional	6
1.1 Oferta	6
1.2 Demanda	6
1.3 Cotización internacional	7
2. Industria pesquera nacional.....	8
2.1 Regulación	8
2.2 Producción, exportación y competidores	8
2.3 Organización industrial.....	8
Capítulo III. Análisis financiero	9
1. Resultados integrales	9
2. Situación financiera	10
3. Ratios financieros.....	10

Capítulo IV. Gestión de riesgos.....	11
Capítulo V. Valorización de Exalmar	12
1. Costo promedio ponderado de capital (WACC).....	12
2. Flujo de caja libre para la empresa (FCFF).....	12
2.1 Supuestos	12
2.2 Resultados	13
2.3 Sensibilidad.....	14
3. Múltiplos comparables.....	14
Bibliografía	16
Anexos	18
Nota biográfica	57

Índice de tablas

Tabla 1.	Composición accionaria al 31 de diciembre de 2015	1
Tabla 2.	Distribución de dividendos 2011-2015 (millones USD)	4
Tabla 3.	Obligaciones financieras	5
Tabla 4.	Análisis FODA	5
Tabla 5.	Detalle de ventas (millones USD)	9
Tabla 6.	Detalle de costo de ventas (millones USD)	9
Tabla 7.	Detalle cálculo del WACC	12
Tabla 8.	Supuestos considerados en la valorización.....	12
Tabla 9.	Estimación del valor financiero del patrimonio (millones USD)	13
Tabla 10.	Valor por acción (PEN)	13
Tabla 11.	Sensibilidad del valor por acción (PEN)	14
Tabla 12.	Valoración por múltiplos comparables (USD millones)	15

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Cotización de la acción de Exalmar noviembre 2010–junio 2016	2
Gráfico 2.	Precio global de harina de pescado (USD/TM) enero 2000 – junio 2016.....	7

Índice de anexos

Anexo 1.	Glosario	19
Anexo 2.	Estructura corporativa.....	22
Anexo 3.	Plantas de procesamiento.....	23
Anexo 4.	Productos finales	24
Anexo 5.	Cadena de valor y proceso de producción	25
Anexo 6.	Certificaciones de calidad.....	27
Anexo 7.	“El Niño” y “La Niña”.....	28
Anexo 8.	Regulación de la industria pesquera nacional.....	30
Anexo 9.	PBI pesquero, exportaciones y competidores	32
Anexo 10.	Análisis de las cinco fuerzas de Porter	35
Anexo 11.	Análisis financiero e información financiera de Exalmar	37
Anexo 12.	Empresas listadas comparables con Exalmar	51
Anexo 13.	Proyecciones de producción y precios.....	53
Anexo 14.	Información financiera de Exalmar proyectada.....	54
Anexo 15.	Gestión de riesgos.....	56

Introducción

Corporación Matta S.A., fundada por Víctor Matta Curotto, inicia su trayectoria en 1992, cambia su denominación social a Pesquera Exalmar S.A. (en adelante Exalmar) en noviembre de 1997 y, finalmente, en enero de 1998 se fusiona con Pesca Perú Huacho S.A., Pesquera María del Carmen S.A. y Exalmar S.A.

Actualmente, con más de treinta y cinco años de trayectoria, Exalmar es una empresa dedicada a la extracción, transformación y comercialización de recursos hidrobiológicos para consumo humano directo e indirecto, así como al procesamiento de harina y aceite de pescado, orientados principalmente a la exportación (88% de las ventas a junio de 2016).

La pesquera cuenta con ocho plantas, ubicadas estratégicamente a lo largo del litoral peruano: Paita, Chicama, Chimbote, Huacho, Callao y Tambo de Mora; seis de ellas destinadas a la producción de harina y aceite de pescado (consumo humano indirecto - CHI), y dos plantas productoras de congelados (consumo humano directo - CHD).

La extracción, transformación y comercialización de recursos hidrobiológicos para CHD y CHI que realiza Exalmar, la posiciona como la tercera empresa del sector pesquero.

Exalmar cotiza en la BVL desde noviembre 2010, y a junio 2016, su capital asciende a PEN 295.536.144,00, íntegramente suscrito y pagado, dividido en 295.536.144 acciones comunes con valor nominal de PEN 1,00 cada una. El precio de la acción de Exalmar se registró en PEN 0,95 al 30.06.2016, con una clara tendencia a la baja desde el segundo trimestre del 2014, llegando hasta PEN 0,75 el 01.04.2016, producto del efecto de una cuota cero para la captura de anchoveta en la segunda temporada del 2014, el retraso en las ventas del *stock* de la primera temporada del 2015, resultantes de las condiciones del mercado, y la ausencia de jurel y caballa. A junio 2016, la utilidad neta se estima en USD 3,70 millones.

A causa de las variaciones en su crecimiento, y en atención de su papel clave en el desarrollo del sector pesquero, se selecciona Exalmar como caso de objeto y estudio de investigación que se desarrollará en el presente documento.

En el anexo 1 se incluye un glosario en el que se definen algunos de los términos que con frecuencia aparecen en el presente documento

Capítulo I. Información general¹

1. Descripción de la empresa

Pesquera Exalmar S.A.A., con más de treinta y cinco años de trayectoria, tiene como objeto la extracción, transformación y comercialización de recursos hidrobiológicos para consumo humano directo (CHD) y consumo humano indirecto (CHI), orientado a la exportación.

2. Estructura y composición accionaria

En la tabla 1 se muestra la titularidad de las acciones de Exalmar.

Tabla 1. Composición accionaria al 31 de diciembre de 2015

Accionistas	Acciones	Participación	Origen
Caleta de Oro Holding S.A.	180.048.423	60,9%	Panamá
Caleta de Oro Holding del Perú S.A.C.	25.000.000	8,5%	Perú
Stafedouble S.L. Sociedad Unipersonal	15.000.001	5,1%	España
Otros (participación menor a 5%)	75.487.720	25,5%	-
Total	295.536.144	100,0%	

Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

3. Grupo económico

Exalmar forma parte del Grupo Matta, considerando la vinculación económica que tiene con las empresas Caleta de Oro Holding S.A. (Panamá) y Caleta de Oro Holding Perú S.A.C. (Perú). Asimismo, tiene vinculación por contar con accionistas y/o directores comunes con Complejo Agroindustrial Beta S.A., CMV Servicio Ejecutivo S.A. y Corporación del Mar S.A., pertenecientes al mencionado Grupo. A modo referencial, en el anexo 2 se presenta la estructura corporativa del Exalmar y el Grupo Matta, realizada por Exalmar en enero de 2013.

Complejo Agroindustrial Beta S.A., compañía dedicada a la producción, empaque y exportación de productos agroindustriales.

CMV Servicio Ejecutivo S.A., dedicada al servicio de *remisse* ejecutivo.

Corporación del Mar S.A. (Cormar), empresa que Exalmar adquirió el 50% de la propiedad en abril de 2008. Actualmente no realiza actividad alguna, a causa de la escisión de la totalidad de sus activos a favor de sus accionistas, Exalmar y Austral Group S.A.A.

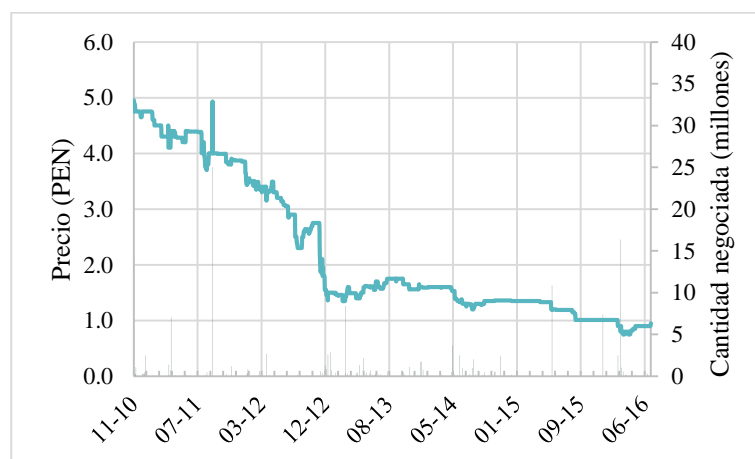
¹ En el anexo 1 se incluye un glosario.

4. Mercado de valores

A junio 2016, el capital de Exalmar asciende a PEN 295.536.144,00, íntegramente suscrito y pagado, dividido en 295.536.144 acciones comunes con valor nominal de PEN 1,00 cada una. Estas acciones son cotizadas en la Bolsa de Valores de Lima, con el código EXALMC1, desde noviembre de 2010. Austral Group S.A.A. (AUSTRAC1) es otra empresa del sector en la BVL.

Las acciones de Exalmar cerraron en PEN 0,950 con una cantidad negociada de 20.000 acciones, al 30 de junio del 2016. En el gráfico 1 se presenta el histórico del precio y volumen de las acciones de Exalmar. Cabe precisar que entre enero y junio de 2016 la acción inició con PEN 1,01 y cerró con PEN 0,95 (llegando hasta PEN 0,75 entre marzo y abril); con una frecuencia de negociación poco líquida de 15,87% en el mismo periodo (enero-junio 2016).

Gráfico 1. Cotización de la acción de Exalmar nov. 2010 – jun. 2016



Fuente: Bolsa de Valores de Lima

5. Principales activos

5.1 Flota

Para el desarrollo de sus actividades extractivas, Exalmar opera 21 embarcaciones, con una capacidad de bodega operativa de 7.129 m³ aprox. Cabe mencionar que seis de sus embarcaciones cuentan con sistemas de frío (RSW, *Refrigerated Seawater*), con una capacidad de bodega total de 2.570 m³.

5.2 Plantas de procesamiento

Exalmar mantiene ocho plantas, ubicadas estratégicamente a lo largo del litoral peruano. Seis de ellas están destinadas al proceso de productos de CHI y dos al proceso de productos de CHD. El detalle de la ubicación de las plantas se muestra en el anexo 3.

6. Cadena de valor

La cadena de valor de Exalmar, en la producción como aspecto clave, se divide en procesos productivos para CHD (87% de las ventas durante el 2015), y procesos productivos para CHI (13% de las ventas durante el 2015). El detalle de los productos finales de Exalmar se presenta en el anexo 4.

La cadena de valor de los productos CHD y CHI se divide en cuatro etapas: captura, procesamiento, producción, y distribución. El detalle de la cadena de valor, así como el detalle del proceso de producción de harina y aceite de pescado, se presenta en el anexo 5.

7. Gestión de la calidad

Exalmar cuenta con un sistema de gestión de la calidad, seguridad, salud en el trabajo y medioambiente. Estas certificaciones permiten el ingreso de sus productos al mercado internacional. En particular al europeo, que cuenta requisitos de calidad específicos. El detalle de las certificaciones se presenta en el anexo 6.

8. Gobierno corporativo

Exalmar está comprometida con la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, protegiendo los derechos de los inversionistas y grupos de interés. A esos efectos, cuenta con un área de Relación con Inversionistas, que tiene como objetivo lograr una comunicación efectiva con sus accionistas, la comunidad financiera y demás grupos de interés, promoviendo una comunicación permanente y de transparencia en el manejo y difusión de información que contribuya a una adecuada valorización de mercado de la Compañía. Asimismo, coordina las acciones necesarias para promover las mejores prácticas de buen gobierno corporativo (BGC).

9. Responsabilidad social

La responsabilidad social es un tema fundamental para Exalmar, es su política como empresa y además su filosofía de vida. Exalmar asume su compromiso con la comunidad pesquera como una tarea integral. Por ello, realiza talleres de supervivencia y de navegación, así como asesorías en temas legales y contables, para apoyarlos en su inserción y participación en la formalidad. Del mismo modo, y conscientes de la importancia del capital humano, Exalmar dirige sus esfuerzos hacia el crecimiento personal y laboral de los armadores pesqueros, sus tripulantes, y los pescadores artesanales, mediante el impulso de diversas iniciativas, entre ellas financia con

capital propio a los armadores pesqueros y pescadores artesanales por la descarga de su pesca en las plantas de Exalmar, producto de lo cual, ellos pueden realizar trabajos de mantenimiento y mejoras operativas en sus embarcaciones.

10. Política de dividendos

Conforme a su política de dividendos, al cierre del 2015, Exalmar podrá distribuir dividendos por un monto equivalente al menos al 30% de las utilidades netas del ejercicio fiscal anterior siempre que: 1. La caja disponible de la sociedad lo permita; 2. No exista una restricción contractual que limite esta posibilidad; 3. El plan de inversiones de la sociedad lo permita. Adicionalmente, en el Prospecto de Emisión de Bonos Corporativos se establecieron otras restricciones, por un lado, que la distribución no debe ser mayor al 50% de la utilidad neta del ejercicio fiscal anterior, y por otro, que se requiere de autorización de los bonistas para el pago de dividendos fuera del límite mencionado líneas arriba, por un importe acumulado no mayor a USD 30 millones a cuenta de utilidades de ejercicios anteriores, con un límite de no más de USD 10 millones anuales.

Tabla 2. Distribución de dividendos 2011-2015 (millones USD)

Año	2011	2012	2013	2014	2015
1er dividendo	6,75	-	-	-	-
2do dividendo	10,00	-	-	-	-
Total dividendos	16,75	-	-	-	-
Utilidad neta	24,67	16,61	-0,05	14,30	-5,15
Dividendo/Utilidad	68%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Bolsa de Valores de Lima. Exalmar. Bloomberg. Elaboración propia, 2016

En la tabla 2 se presenta la distribución de dividendos entre 2011-2015. Es importante precisar que Exalmar paga dividendos de ejercicios de varios años atrás. Por ejemplo, el último pago de dividendos se realizó el 15/09/2015, correspondiente a los resultados del 2011 (segundo pago de dividendos, de USD 10 millones).

11. Financiamiento

A junio de 2016, Exalmar presenta una deuda total en dólares de USD 235 millones, de los cuales USD 24 millones representa deuda corriente, y USD 211 millones deuda no corriente; donde mantiene bonos, pagarés bancarios y arrendamientos financieros.

Cabe resaltar que el 2013 Exalmar colocó un bono *bullet* por USD 200 millones por un plazo de 7 años con tasa anual de 7,375%, en la Bolsa de Valores de Luxemburgo; con el cual se liquidó un préstamo sindicado de USD 140 millones. El bono corporativo mantiene una calificación de B², ratificada por Standard & Poor's en junio de 2016.

Tabla 3. Obligaciones financieras

Pasivo	Plazo	Tasa	Moneda	Finalidad
Pagarés bancarios	Hasta 1 año	0,80% - 4,11%	USD	Capital de trabajo
Arrendamientos	Hasta 6 años	3,60% - 7,16%	USD	CAPEX
Bono	7 años	7,375%	USD	CAPEX

Fuente: Estados Financieros, Exalmar. Elaboración propia, 2016

12. FODA

Tabla 4. Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> Favorables condiciones hidrobiológicas y diversidad de recursos en el mar peruano³ (ventaja natural respecto a otros países). La materia prima (anchoveta) es una especie de alta capacidad reproductiva y crecimiento rápido. Sector pesquero peruano consolidado en el mercado internacional. Economía de escala propia del sector 	<ul style="list-style-type: none"> Desarrollo de productos con mayor valor agregado, tanto de consumo humano indirecto (harina y aceite de pescado) como de consumo humano directo (congelados) Incremento de la demanda de harina de pescado por la expansión del mercado de acuicultura en el mercado externo. Incremento de la demanda de productos de consumo humano indirecto por el incremento de la demanda de omega 3 para fines farmacéuticos y/o medicinales.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Altos costos fijos por la capacidad instalada de la flota y las plantas. <ul style="list-style-type: none"> Sector con riesgo por encima del promedio, producto de la vulnerabilidad frente a fenómenos climáticos (p. ej. El Niño y La Niña⁴) que modifiquen la fuente de materia prima del sector pesquero. Alta dependencia de la cotización de los precios de la harina y el aceite de pescado en el mercado internacional. 	<ul style="list-style-type: none"> Desarrollo de productos sustitutos de la harina de pescado orientados al sector acuicultura. Condiciones desfavorables en la actividad económica global que afecten el volumen y el valor de las ventas. Depredación de los recursos hidrobiológicos. Alteraciones de los patrones meteorológicos (p. ej. fenómenos climáticos, oceanográficos, entre otros) que afecten negativamente los recursos hidrobiológicos del mar peruano, conduciendo a migración de especies y/o afectando ciclos reproductivos.

Fuente: Elaboración propia, 2016

² Sobre la clasificación B Standard & Poor's define que «*The obligor currently has the capacity to meet its financial commitment on the obligation. Adverse business, financial, or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitment on the obligation*»

³ La Zona centro-sur del mar peruano es recorrida por la corriente de Humboldt y está compuesta por masas de agua fría y verdosa; mientras la zona norte es recorrida por la corriente del Niño y está compuesta por masas de agua cálida y azulada. Esto permite la circulación del plancton, así como la generación de una temperatura adecuada para el desarrollo de la vida y la concentración de sales minerales, favorables condiciones hidrobiológicas y diversidad de recursos en el mar peruano.

⁴ Un análisis detallado de los fenómenos de El Niño y La Niña se muestra en el anexo 7.

Capítulo II. Análisis del entorno

1. Industria pesquera internacional

El sector pesca es un elemento estratégico para la economía de varios países, principalmente por ser una importante fuente generadora de divisas. Una gran parte del pescado que se consume en los países desarrollados es abastecida por las importaciones.

1.1 Oferta

En general, debido a la riqueza marina de varios países, a nivel mundial, existe un sinnúmero de empresas dedicadas a la actividad pesquera, tanto para el CHD como para el CHI. Cabe mencionar que la oferta mundial de los recursos pesqueros se encuentra limitada por una captura controlada debido a la necesidad de preservación del ecosistema marino.

En un informe sobre el estado de la pesca y la acuicultura, la FAO⁵ destaca que, al 2014, la oferta de peces comestibles a nivel mundial muestra un crecimiento en los últimos cincuenta años a un ritmo anual medio del 3,2 %, superior al crecimiento de la población mundial (1,6 %).

Respecto al CHI, la producción mundial de harina de pescado entero ha descendido de manera gradual desde 2005. Dicho descenso se ha visto compensado parcialmente por un incremento del porcentaje de la producción de harina de pescado obtenida de subproductos pesqueros. Conviene indicar que Perú y Chile son los principales exportadores de este producto.

Por su parte, la producción mundial de aceite de pescado también muestra una tendencia a la baja, principalmente como consecuencia del descenso de la producción en América Latina y cuotas más restrictivas en las materias primas, lo que contribuye a la presión sobre los precios.

1.2 Demanda

El pescado se mantiene como producto alimenticio básico más comercializado de todo el mundo. La expansión de la demanda mundial de productos pesqueros en las últimas décadas viene de la mano de un creciente interés por su calidad y aspectos nutricionales.

⁵ *Food and Agriculture Organization of the United Nations*. Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

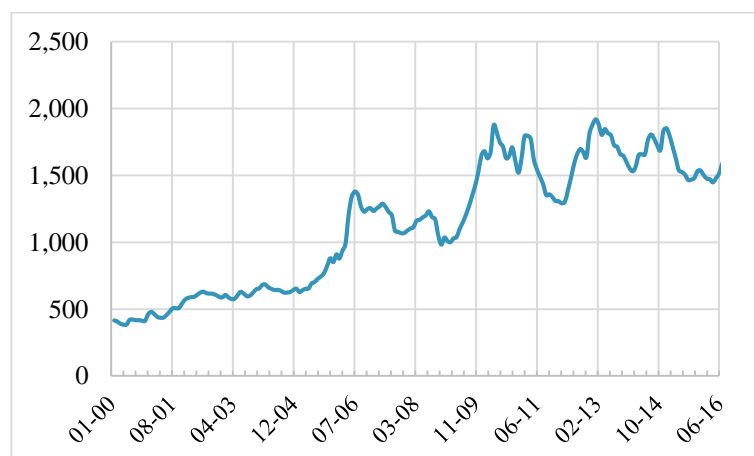
En el año 2014, la composición de los mercados de destino de los productos para CHD es muy similar a la del 2013, manteniéndose los tres primeros puestos de la clasificación: Estados Unidos, China y España, con 20%, 17% y 14%, respectivamente. Se observa un patrón de consumo casi uniforme a nivel mundial, la preferencia por el pescado en relación a las carnes rojas y aves cada año es más creciente, principalmente en el segmento joven.

Respecto al CHI, desde el 2011, China se ha convertido en el tercer país importador más importante del mundo, con una representación del 30 % de las importaciones totales, luego de los Estados Unidos de América y el Japón. Por su parte, la Unión Europea es el mayor mercado de pescado y productos pesqueros importados. Asimismo, debido a la importancia del aceite de pescado como ingrediente en piensos destinados a determinadas especies de peces carnívoros y la creciente demanda de productos procedentes de la acuicultura, la demanda de aceite de pescado está aumentando.

1.3 Cotización internacional

Los productos derivados del pescado son *commodities*, y su precio se determina según factores globales de oferta, demanda, costos de producción, flete, así como también por los productos alternativos como la carne y los piensos⁶. El precio global de la harina de pescado mantiene un incremento considerable desde principios del 2000, según se aprecia en el gráfico 2.

Gráfico 2. Precio global de harina de pescado (USD/TM) enero 2000 – junio 2016



Fuente: Global Economic Monitor, Banco Mundial. Elaboración propia, 2016

⁶ Según la normativa legal europea, Reglamento (CE) N.º 178/2002, el pienso es: "Cualquier sustancia o producto, incluido los aditivos, destinado a la alimentación por vía oral de los animales, tanto si ha sido transformado entera o parcialmente como si no".

2. Industria pesquera nacional

2.1 Regulación

A partir de 2009, año en que entró en vigencia el sistema de cuotas individuales de pesca para la anchoveta, el país cuenta con un marco regulatorio que fomenta el equilibrio entre el desarrollo socio económico, la conservación y el uso sostenido del ambiente y los recursos hidrobiológicos, mediante la Ley General de Pesca, y el DL 1084, Ley sobre Límites Máximos de Captura por Embarcación (LMCE), mediante la cual se busca proteger los recursos. Tras la implementación de este nuevo sistema, cada temporada, PRODUCE ha venido asignando cuotas individuales de participación en la pesca, en función al cálculo de la biomasa, lo cual ha permitido mejorar la conservación y el uso sostenido de los recursos hidrobiológicos (anexo 8).

2.2 Producción, exportación y competidores

La producción del sector pesca, entre el 2010 y 2014, se ubica en 0,51% del PBI; de los cuales dos tercios se relacionan con actividades de productos de CHD. La exportación de productos pesqueros representa en promedio el 7% del total de divisas que ingresan al país (anexo 9).

2.3 Organización industrial

El análisis del sector pesca en el Perú y, por consiguiente, de Exalmar, ha sido elaborado sobre la base del modelo de las cinco fuerzas de Porter, en función de los factores que afectan el sector pesquero (anexo 10). Del análisis realizado, se observa que la industria o sector dentro del cual opera Exalmar es de un atractivo medio - alto, atendiendo a que, si bien se presenta la existencia de barreras de ingreso altas y el poder de negociación de los consumidores, clientes libres, es medio – alto, también se observa una baja amenaza de productos sustitutos y un reducido poder de negociación de los proveedores. Por otro lado, debido a la regulación existente, las rentabilidades que se pueden obtener en este sector son moderadas, en comparación con otras industrias. Asimismo, el riesgo, medido a través de la variabilidad de los retornos de las empresas, es relativamente alto, en comparación con otros sectores.

Capítulo III. Análisis financiero

El detalle del análisis financiero y la información utilizada se presenta en el anexo 11. Conviene indicar que para el desarrollo de este capítulo se utilizó principalmente información de los estados financieros auditados de Pesquera Exalmar S.A.A., e información de Bloomberg L.P.

1. Resultados integrales

Exalmar presenta resultados en el 2015, menores a los registrados en el 2014. Solo las ventas muestran una caída de 29% respecto de las ventas del 2014, y de 3% en promedio respecto de las ventas el 2010. Estas se realizan en su mayoría en USD, y provienen principalmente de la exportación de harina de pescado (más de 70%). La segunda fuente más importante, aunque con una tendencia decreciente, es la exportación de aceite de pescado (más de 10%).

Tabla 5. Detalle de ventas (millones USD)

	2012	2013	2014	2015
Harina de pescado	158,16	129,10	147,74	117,81
Aceite de pescado	43,30	23,01	39,62	17,73
Pescado para CHD	9,68	14,99	31,70	17,35
Otros	5,86	1,79	1,88	3,35
Total ventas	216,99	168,89	220,94	156,24

Fuente: Estados Financieros Auditados, Exalmar, 2015

Dada la naturaleza de la producción de Exalmar, más del 70% de los costos de ventas corresponden a materias primas, insumos y suministros (pescados y otros insumos de procesamiento), tanto en USD como en PEN. Al cierre del 2015 el descalce de monedas asciende a PEN 14,51 millones (0,83% del activo total).

Tabla 6. Detalle de costo de ventas (millones USD)

	2012	2013	2014	2015
Variación inventarios (inc. mermas)	21,13	-29,33	31,88	-27,68
Materias primas, insumos y suministros	75,23	91,27	72,47	88,35
Gastos de personal	14,26	14,80	14,19	15,94
Gastos de fabricación	14,35	16,54	10,19	14,37
Depreciación	6,30	7,65	7,78	6,36
Total costo de ventas	131,26	100,94	136,51	97,35

Fuente: Estados Financieros Auditados, Exalmar, 2015

2. Situación financiera

El volumen de activos de Exalmar muestra una tendencia creciente, pasando de USD 317,6 millones en el 2010 a USD 514,8 millones en el 2015, con un crecimiento promedio anual de 10% en los últimos 5 años, impulsado, principalmente, por el incremento en el activo no corriente (adquisiciones y mejoramiento de plantas y embarcaciones). Esto responde principalmente a los mayores gastos de capital destinados a la adquisición de embarcaciones, maquinarias y equipos.

El incremento en los activos ha sido financiado principalmente con deuda. En particular, se observa un incremento promedio del pasivo de 21% anual en los últimos 5 años, pasando de USD 109,2 millones en el 2010 a USD 278,3 millones en el 2015, principalmente por los pasivos de largo plazo. El cambio de la tendencia creciente entre 2013 – 2015 se debe principalmente a la colocación del bono corporativo de Exalmar en el 2013, y a la política de expansión solo con retención de utilidades por parte de los accionistas.

3. Ratios financieros

Exalmar presenta valores cercanos a cero en pruebas ácidas de liquidez, sobre todo el 2015. Este comportamiento se debe a aumentos en el capital de trabajo (en particular, al *non-cash capital*) entre el 2014 y 2015, y la caída de la utilidad neta en el mismo periodo.

En línea con los resultados integrales de Exalmar, los indicadores de rentabilidad presentan una tendencia decreciente en el tiempo. La rentabilidad financiera, ROE por sus siglas en inglés (*return on common equity*), se ubicó en 6,36% el 2014, con fuerte caída el 2015 que responde a las pérdidas registradas al cierre del 2015. En particular, los impactos negativos más grandes en la rentabilidad de Exalmar se registran en el año 2013 y 2015, en relación a los años 2011 y 2014 respectivamente. Estos años coinciden con la caída en los precios internacionales.

Respecto a la solvencia, en términos de capacidad de pago financiero (Deuda/EBITDA), Exalmar presenta un deterioro constante en el periodo analizado (2010-2015), por el incremento del nivel de deuda, y por la tendencia decreciente del EBITDA. Cabe precisar que la mejora de la ratio observada el 2014 se debe principalmente al incremento del EBITDA, en un 49% respecto al año previo, impulsado por la recuperación temporal de los precios de la harina de pescado.

Capítulo IV. Gestión de riesgos

Dada la naturaleza del negocio, Exalmar se ve expuesta a riesgos de índole ambiental, operativa, laboral, tributaria, administrativa y financiera, los cuales se detallan en el anexo 14. Actualmente, el riesgo más importante es el posible incremento de los pagos por derecho de pesca.

En las comisiones de Producción Micro y Pequeña Empresa y Cooperativas, y Trabajo y Seguridad Social, del Congreso de la República, se viene discutiendo un Proyecto de Ley que fijaría por 10 años más el actual pago por derecho de pesca. Sin embargo, de no aprobarse, es posible que dicho pago sea revisado al alza; lo que impactaría directamente en los costos operativos de Exalmar. Actualmente, el pago por derecho de pesca representa el 0,3% del costo de ventas.

Capítulo V. Valorización de Exalmar

1. Costo promedio ponderado de capital (WACC)

Tabla 7. Detalle cálculo del WACC

Variable	Valor	Detalle
Tasa libre de riesgo	1,64%	YTM 10-year T. Bond (junio 2016)
Prima de mercado	6,18%	S&P 500 promedio - 10-year T. Bond promedio (1928-2015)
Riesgo país	3,15%	EMBI+ Perú (junio 2016) * $\sigma_{\text{country equity}}/\sigma_{\text{country bond}}$
Beta desapalancado	0,81	Beta promedio de 10 empresas similares (anexo 12)
Beta apalancado	1,74	Beta desapalancado * $(1 + D/E * (1 - T))$
ke	14,47%	Metodología CAPM
kd	17,02%	Yield del bono corporativo
Deuda/Equity (D/E)	1,73	Deuda largo plazo / Capitalización de mercado
Impuestos (T)	33,76%	Promedio aritmético 2016-2025 impuesto neto (renta y participación de trabajadores)
WACC	12,44%	$ke * \%E + kd * (1 - T) * \%D$

Fuente: BCRP, Bloomberg, Damodaran, Exalmar. Elaboración propia, 2016

2. Flujo de caja libre para la empresa (FCFF)

2.1 Supuestos

El flujo de caja se proyectó para un periodo de 10 años, asumiendo que el nivel de activos y pasivos de Exalmar a diciembre de 2015 es uno óptimo. El detalle de los supuestos realizados para la proyección de ingresos y egresos se presenta en la tabla 8.

Tabla 8. Supuestos considerados en la valorización

Ventas	<p>Se proyecta la venta (TM) y el precio según productos: harina de pescado, aceite de pescado y pescado para CHD. Además de otros ingresos (1,35% de las ventas)</p> <p>Partiendo del promedio de los años 2013-2015 de ventas (volumen y precio) de Exalmar, se consideran las variaciones proyectadas ($\Delta\%$) de volumen y precios por OCDE-FAO (OECD-FAO Agricultural Outlook 2016-2025). El detalle de las proyecciones de volumen y precios de OCDE-FAO se presentan en el anexo 13. Estas proyecciones se realizan en base a un modelo estadístico en el que confluye el conocimiento de productos básicos, políticas y países, de OCDE-FAO.</p>
Costos de ventas	<p>Para el gasto de personal, se parte de USD 14,98 millones (promedio 2013-2015), con incrementos anuales según el incremento de la producción total (TM).</p> <p>Los costos variables (gastos de fabricación, materias primas, insumos y suministros) se estiman con una regresión lineal con constante de USD -25,05 millones y pendiente de 0,63 sobre las ventas ($R^2 = 0,99$)</p>
Otros gastos	<p>Se estiman otros ingresos operativos como el 5% de las ventas (promedio 2013-2015)</p> <p>Los gastos operativos se estiman en 18% de las ventas (promedio 2012-2015).</p>

Inversiones	Se asumen gastos de capital del tipo mantenimiento de activo, que permitan mantener los activos fijos. No hay información sobre nuevos proyectos en Exalmar, por lo que no se consideran inversiones de ampliación de capacidad de planta. En consecuencia, se considera la depreciación del 2015 constante en el tiempo.
Capital de trabajo	Se estima el capital de trabajo como: caja mínima + inventario mínimo Se considera como caja mínima 9% de las ventas (promedio 2011-2015) Se considera como inventario mínimo 33% costo de ventas (promedio 2011-2015).
Horizonte de proyección y perpetuidad	Se proyectan flujos en USD por 10 años (2016-2025) Se asume negocio en marcha (perpetuidad) para los años siguientes (2026 en adelante) mantendrá niveles similares al 2025 ($g = 0$), debido a la incertidumbre del largo plazo.
Otros	Se considera el impuesto a la renta según norma vigente: 28% (2015-2016), 27% (2017-2018), y 26% (2019 en adelante). Se considera la participación de trabajadores vigente: 10% Se asume un tipo de cambio de 3,30

Fuente: Elaboración propia, 2016

2.2 Resultados

A partir del valor presente del flujo de caja libre para la empresa (FCFF) proyectado que se presenta en el anexo 14, se estima el valor del patrimonio, según se muestra en la tabla 9. El valor del patrimonio asciende a USD 95,42 millones.

Tabla 9. Estimación del valor financiero del patrimonio (millones USD)

Valor presente FCFF	245,93
Efectivo	1,69
Deuda	-152,21
Valor patrimonial (VP)	95,42

Fuente: Elaboración propia, 2016

Considerando el número de acciones de Exalmar en circulación vigente, estimamos el valor por acción. Nuestro modelo estima un valor por acción de PEN 1,07. Este valor es mayor al PEN 0,95 al que se cotizaba la acción el 30 de junio de 2016 (tabla 10).

Tabla 10. Valor por acción (PEN)

Acciones en circulación (millones)	295,54
VP por acción	1,07
Cotización acción (30.06.2016)	0,95

Fuente: Elaboración propia, 2016

Se concluye que el valor del patrimonio de Pesquera Exalmar se estima en USD 95,42 millones. Por su parte, el valor de cada acción se estima en PEN 1,07. Por lo que la recomendación es comprar/mantener.

En base a las estimaciones realizadas, consideramos que el valor de las acciones de Exalmar se encuentra subvaluado, y que este debería subir en el corto plazo, y situarse alrededor de PEN 1,07.

2.3 Sensibilidad

En el escenario base realizado, las variables WACC (12.44%), g (0%), y las variaciones ($\Delta\%$) proyectadas de volumen y precio por OCDE-FAO (anexo 13), de harina de pescado, aceite de pescado y pescado para CHD, determinan un valor por acción de PEN 1,07. Al sensibilizar estas variables, obtenemos resultados por acción por encima de PEN 0,95, con excepción de escenarios pesimistas en el WACC (valores mayores a 12,84%) y en las variaciones proyectadas por OCDE-FAO (cambios menores a -1%), según se muestra en la tabla 11.

Tabla 11. Sensibilidad del valor por acción (PEN)

		g (%)					$\Delta[\Delta\%Cantidad]$ (%)					
		-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	-2,0	-1,0	0,0	1,0	2,0	
WACC (%)	11,24	1,30	1,35	1,40	1,45	1,51	-3,0	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
	11,64	1,21	1,25	1,29	1,34	1,40	-2,0	0,88	0,89	0,89	0,90	0,90
	12,04	1,12	1,15	1,19	1,24	1,29	-1,0	0,96	0,97	0,98	0,98	0,99
	12,44	1,03	1,07	1,10	1,14	1,19	0,0	1,04	1,05	1,07	1,08	1,08
	12,84	0,95	0,98	1,02	1,05	1,09	1,0	1,12	1,14	1,16	1,17	1,18
	13,24	0,88	0,91	0,94	0,97	1,01	2,0	1,21	1,23	1,25	1,27	1,29
	13,64	0,81	0,83	0,86	0,89	0,92	3,0	1,30	1,32	1,35	1,37	1,39
							$\Delta[\Delta\%Precio]$ (%)					

Fuente: Elaboración propia, 2016

3. Múltiplos comparables

De manera complementaria, se consideró la valoración por múltiplos comparables. Para ello se consideran los múltiplos EV/EBITDA (valor de la empresa / EBITDA) y EV/ventas de empresas comparables (anexo 12), y estima un valor por acción según se presenta en la tabla 12.

Tabla 12. Valoración por múltiplos comparables (USD millones)

EV/EBITDA		EV/Ventas	
EV/EBITDA promedio	12,97x	EV/Ventas promedio	1,20x
EBITDA	24,90	Ventas	156,24
EV	323,03	EV	187,29
Valor patrimonial	172,52	Valor patrimonial	36,77
Valor por acción (PEN)	1,93	Valor por acción (PEN)	0,41

Fuente: Damodaran. Bolsa de Valores de Lima. Elaboración propia, 2016

Comparando el resultado promedio obtenido con los múltiplos comparables (PEN 1,17 por acción), se refuerza el resultado obtenido con la metodología del FCFE descontado al WACC. Por lo que la recomendación es comprar/mantener.

Bibliografía

- América Economía. (3 de mayo de 2012). *Perú: Plan Estratégico 2012-2016 fortalecerá al sector pesquero nacional*.
- Arturo Rocha Felices. (s.f.). *El impacto del fenómeno El Niño en zonas urbanas*, Revista Ingeniería Civil.
- BCRP. (Diciembre de 2015). *Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015 - 2017*.
- Congreso de la República. (2004). *Ley de promoción y desarrollo de la acuicultura - Ley 28326*. Lima: Congreso de la República.
- Congreso de la República. (1994). *Ley General de Pesca - Decreto Ley 25977*. Lima: Congreso de la República.
- Congreso de la República. (2006). *Ley del Canon - Ley 27506*. Lima: Congreso de la República.
- Consejo Nacional de la Competitividad. (2012). *Agenda de competitividad*. Lima: MEF.
- Contraloría General de la República. (2012). *Distribución y utilización del canon*. Lima: CGLR.
- Cultura Empresarial. (12 de febrero de 2009). *Diagnóstico Estratégico*. Fecha de visita: junio 2016. Disponible en: <http://culturaempresarialparatodos.blogspot.com/2009/02/45-diagnostico-estrategico.html>
- De La Puente, Ó., Sueiro, J. C., Heck, C., Soldi, G., & Santiago, D. L. (2011). *La pesquería peruana de anchoveta; Evaluación de los sistemas de gestión pesquera en el marco de la certificación a cargo del Marine Stewardship Council*. Lima.
- FAO. (2010). *Departamento de Pesca y Acuicultura*. Fecha de visita: junio 2016. Disponible en: <http://www.fao.org/fishery/facp/PER/es>
- FAO. (2016). *El estado mundial de la pesca y la acuicultura 2016*. Roma. Fecha de visita: julio 2016. Disponible en: <http://www.fao.org/3/7870db4d-2558-4714-9c56-0cf49f010f3e/i3720s.pdf>
- FAO. (2014). *El comercio mundial de pescado apunta hacia nuevos récords*. Fecha de visita: junio 2016. Disponible en: <http://www.fao.org/news/story/es/item/214487/icode/>
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2016). Informe Técnico 02, Producción Nacional. Lima: INEI
- Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2016). Informe Técnico 2, Evolución de las exportaciones e importaciones 2015. Lima: INEI.

MEF. (2011). *Plan Estratégico Sectorial Multianual (PESEM) 2012 - 2016*. Lima: Ministerio de Economía y Finanzas.

Mundo Geografía (2013). *Oceanografía Peruana*. Fecha de visita: junio 2016. Disponible en: <http://mundogeografiaa.blogspot.com/2013/06/oceanografia-peruana.html>

Paredes, Carlos (2012). *Eficiencia y Equidad en las Pesca Peruana: La reforma y los derechos de Pesca*. Consorcio de Investigación Económica Social (CIES), PRODUCE, Instituto del Perú de la Universidad San Martín de Porres.

Pesquera EXALMAR. (2016). Memoria Anual 2016. Lima EXALMAR

Pesquera EXALMAR. (2016). Memoria Anual 2015. Lima: EXALMAR

Ministerio de la Producción. (2014). *Anuario Estadístico Pesquero y Acuícola*. Lima: PRODUCE

Ministerio de la Producción. (2001). *Ley de Promoción y Desarrollo de la Acuicultura, Ley 27460*. Lima: PRODUCE.

PROINVERSIÓN. (2015). *Presentación de principales resultados macroeconómicos y oportunidades sectoriales, “¿Por qué invertir en el Perú?”*. Lima: PROINVERSIÓN.

Pontificia Universidad Católica del Perú. (9 de diciembre de 2013). *Cambio Climático afectará agricultura, ganadería y pesca peruana*. Clima de Cambios. Lima: PUCP.

Revista IDEELE (2014). *Aportes al debate en pesquería: Relevancia del Sector Pesquero en la Economía Peruana*. Lima: Ideele.

Revista Pesca (Julio, 2011). “*Derechos De Pesca: La terminología*”.

Revista Pesca (Julio, 2011). “*Los Derechos de Pesca en el Perú*”.

RPP Noticias. (2013). *Limitamos pesca de anchoveta para detener su depredación*.

Sociedad Nacional de Pesquería. (s.f.). *Lineamientos para la Competitividad y Sostenibilidad del Sector Pesquero Peruano*. Lima.

Tim Daw, W. Neil Adger y Katrina Brown. (s.f.). *El cambio climático y la pesca de captura: repercusiones potenciales, adaptación y mitigación*. Fecha de visita: junio 2016. Disponible en: <http://www.fao.org/docrep/015/i0994s/i0994s02.pdf>

Anexos

Anexo 1. Glosario

AC omega 3/UE. Habilitación para producir y exportar aceite de omega 3 para consumo humano al mercado europeo.

Acuicultura. Cría de organismos acuáticos, comprendidos peces, moluscos, crustáceos y plantas, actividad que supone la intervención humana para incrementar la producción.

BASC Comercio Seguro. Alianza empresarial para un comercio seguro con cooperación nacional e internacional dentro del proceso productivo y comercialización.

BCE. Banco Central Europeo.

BCRP. Banco Central de Reserva del Perú.

British Retail Consortium (BRC). Estándar mundial que garantiza la calidad y seguridad de los productos alimenticios.

Bróker. Individuo o institución (agente de bolsa) que organiza las transacciones entre un comprador y un vendedor para una comisión cuando se ejecute la operación.

Centrifugación. La centrifugación es un método por el cual se pueden separar sólidos de líquidos de diferente densidad por medio de una fuerza giratoria.

CHD. Consumo humano directo.

CHI. Consumo humano indirecto.

Congelado. Sistema bajo el cual se limpia el pescado para luego ser eviscerado y fileteado. Este proceso se realiza en altamar, sometiéndolo a temperaturas desde 5° bajo cero hasta 35° bajo cero. Para conservar los nutrientes se debe mantener congelado y descongelarlo solo cuando esté listo para el consumo.

Cuota de captura. Captura máxima permitida de un recurso (o grupo de recursos) hidrobiológico, en un área y período definidos por la autoridad competente. Puede ser expresada en unidades de peso (toneladas o kilogramos) o en número de ejemplares.

Decantación. Proceso que consiste en separar un sólido o líquido más denso de otro fluido (líquido o gas) menos denso y que, por lo tanto, ocupa la parte superior de la mezcla.

DHA. *Docosahexaenoic Acid.* Ácido docosahexaenoico.

EBIT. *Earnings Before Interest and Taxes.* Beneficio antes de intereses e impuestos.

EBITDA. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.* Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

EPA. *Eicosapentaenoic Acid.* Ácido eicosapentaenoico.

Especies pelágicas. Organismos que habitan la parte del océano ubicada sobre la zona pelágica, es decir, la columna de agua del océano que no está sobre la plataforma continental.

EV. *Enterprise Value.* Valor de la empresa.

Eviscerado. Proceso que consiste en abrir el pescado por el vientre, desde las branquias hasta la cola, para luego separar el hígado y desprender las vísceras.

FAO. *Food and Agriculture Organization of the United Nations.* Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura

FFA. *Free Fatty Acids.* Ácidos grasos libres.

Fileteo. Consiste en realizar un corte oblicuo justo detrás de las aletas laterales. Se le da vuelta al pescado y se repite la operación.

FMI. Fondo Monetario Internacional

Friends of the Sea (FOS). Certificación para productos de pesquería y acuicultura sostenibles.

GMP + B2. Garantiza la inocuidad alimentaria en toda la cadena de producción y con proveedores, a través de un control de calidad basado en HACCP, SSOP, GMP e ISO 9001.

Hidrobiológicos. Los recursos hidrobiológicos comprenden las especies vivas, especialmente animales, de las aguas marinas y continentales. Estos recursos se pueden dividir en marinos y continentales.

IFFO. *International Fishmeal and Fish Oil Organisation.* Organización Internacional de Ingredientes Marinos

IFFO RS. Estándar global para suministro responsable, considerando el abastecimiento, producción y trazabilidad.

IMARPE. Instituto del Mar del Perú.

INEI. PERÚ Instituto Nacional de Estadística e Informática

INDNR. Ilegal, no declarada y no reglamentada. Término acuñado para describir una amplia gama de tales actividades irresponsables.

ISO 14001:2004. Reconocimiento mundial al compromiso con la gestión medioambiental.

OHSAS 18001:2007. Estándar global de gestión en seguridad y salud en el trabajo.

OMC. Organización Mundial del Comercio

PAI. Planes de acción internacional. Son instrumentos voluntarios elaborados en el marco del Código de Conducta para la Pesca Responsable. Afectan a todos los Estados, entidades y pescadores.

PEN. *Peruvian Nuevo Sol.* Conforme al código de divisa creado por el ISO 4217 para identificar a la divisa de Perú, sol (antes nuevo sol).

Piensos. Cualquier sustancia o producto, incluido los aditivos, destinado a la alimentación por vía oral de los animales, tanto si ha sido transformado entera o parcialmente como si no.

PMCE. Porcentaje máximo de captura por embarcación. Es el índice o alícuota que corresponde a cada embarcación de un armador o empresa pesquera que participa en la medida de

ordenamiento a la que se refiere la Ley, que sirve para determinar el volumen de pesca permitido por embarcación y que se denominará límite máximo de captura por embarcación (LMCE).

PRODUCE. Ministerio de Producción.

Recurso renovable. Recurso natural que se puede restaurar por procesos naturales.

ROA. *Return over Assets.* Rentabilidad de los activos.

ROC. *Return over Capital.* Rentabilidad sobre capital.

ROE. *Return over Equity.* Rentabilidad financiera.

ROIC. *Return over Invested Capital.* Rentabilidad sobre capital invertido.

RSW Systems. *Refrigerated Sea Water Systems.* Sistema de frío RSW, cuyo propósito es retirar calor de los productos del mar tan rápido como sea posible y descargar el calor al agua a través del condensador.

SCV. Seguimiento, control y vigilancia. seguimiento: obligación constante de cuantificar las características del esfuerzo pesquero y el rendimiento de los recursos; control: condiciones normativas en que puede llevarse a cabo la explotación de los recursos; vigilancia: nivel y tipo de las observaciones necesarias para mantener el cumplimiento de los controles normativos impuestos sobre las actividades pesquera

Steam Dried. Sistema de secado a vapor indirecto, implica que los gases calientes generados para dicho proceso no entran en contacto directo con el producto a secar, sino que utilizan un medio transmisor de calor para tal efecto.

Temporada de Pesca. Período de tiempo autorizado por el Ministerio para la extracción de los recursos en determinado ámbito geográfico, luego de haberse levantado una determinada veda biológica respecto a los recursos, sin perjuicio de las suspensiones temporales establecidas por el Ministerio.

Tesco Food Manufacturing Standard (TMFS). Reconocimiento como proveedor autorizado de la cadena de Supermercados Tesco a nivel mundial.

TM. Tonelada métrica, unidad de masa equivalente a 1000 kg.

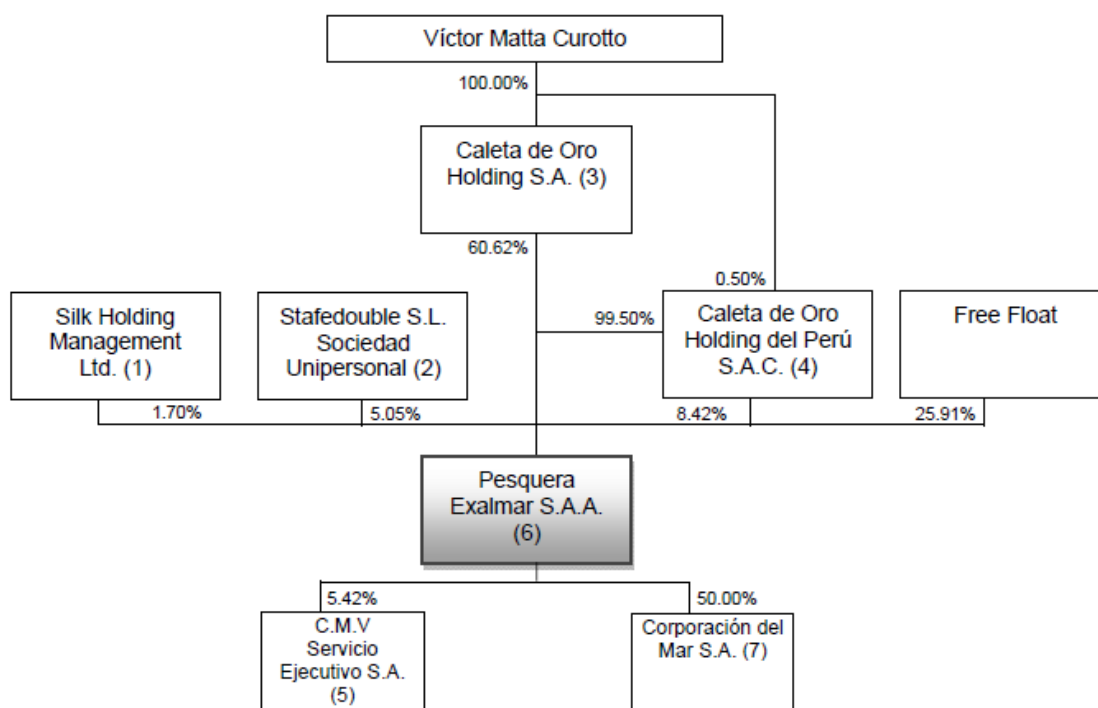
TMB. Tonelada métrica bruta

TVN. *Total Volatile Nitrogen.* Total nitrógeno volátil.

USD. *United States Dollar.* Conforme al código de divisa creado por el ISO 4217 para identificar a la divisa de Estados Unidos, dólar.

Anexo 2. Estructura corporativa

Grupo económico

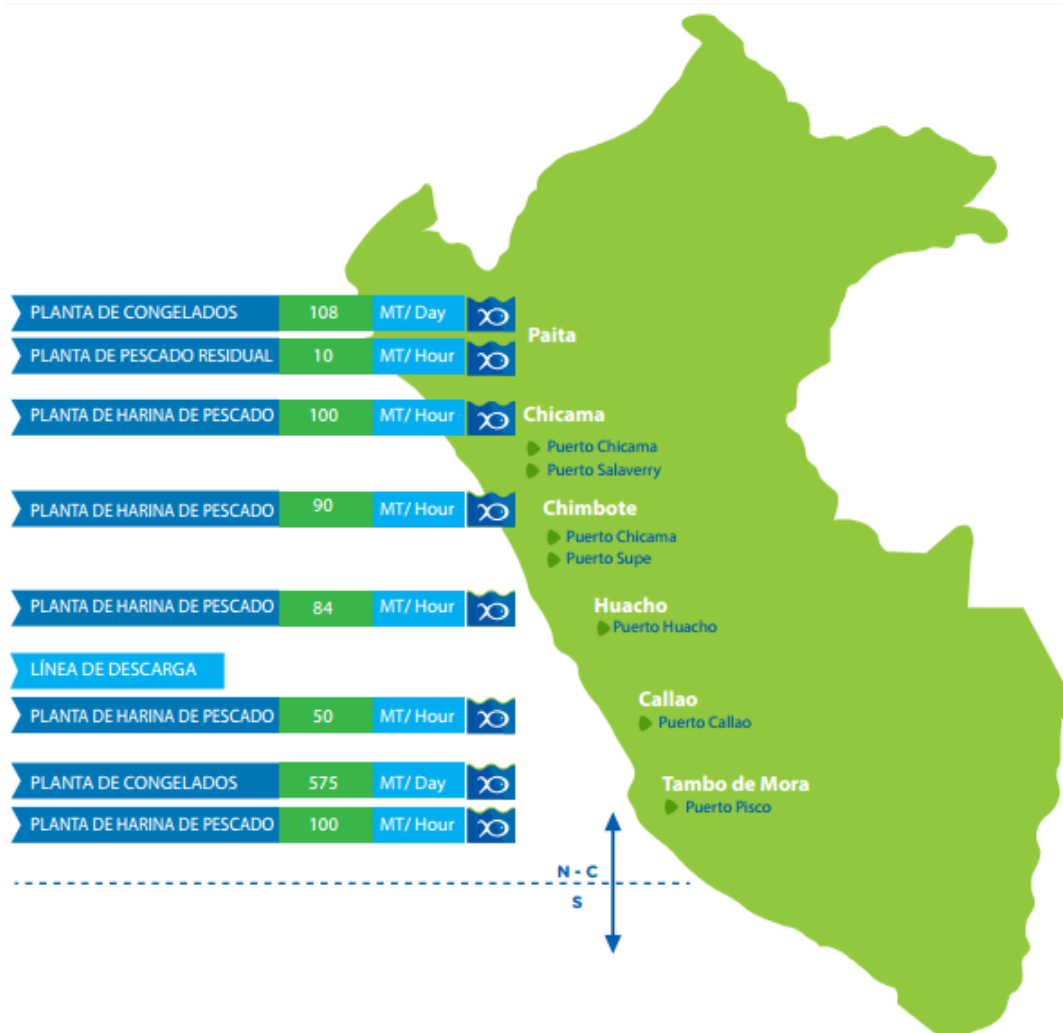


Fuente: Offering memorándum, Exalmar 2013

- (1) Compañía incorporada bajo las leyes de las Islas Vírgenes británicas, propiedad de Víctor Matta Curotto.
- (2) Propiedad de Citigroup Venture Capital International, o CVCI.
- (3) Compañía incorporada bajo las leyes de Panamá, propiedad de Víctor Matta Curotto.
- (4) Compañía incorporada bajo las leyes de Perú, propiedad de Víctor Matta Curotto.
- (5) El resto de participación en esta subsidiaria lo tienen: 53,36% María del Carmen Dall'Orso Gonzáles (esposa de Víctor Matta Curotto), y 41,22% Rossana Ortiz (directora ejecutiva de Exalmar).
- (6) Pesquera Exalmar S.A.A.
- (7) El resto de participación en esta subsidiaria lo tienen: 50,00% Austral Group S.A.A.

Anexo 3. Plantas de procesamiento

Ubicación de las plantas de Exalmar



Fuente: Memoria Anual, Exalmar

Anexo 4. Productos finales

Variedades de consumo humano directo (congelados)



- ① **Perico / Mahi Mahi**
Coryphaena hippurus
 Enteros HG: Kg/pc 4/8, 8/up.
 Filete con y sin piel:
 LB/pc 3/5, 5/7, 7/up.
 IQF, Porciones: 4oz, 6oz, 10oz.
 IQF, Porciones al vacío



- ① **Merluza / Hake**
Merluccius gayi
 Enteros HG: Kg/pc 4/8, 8/up
 Filete con y sin piel: PBI; PBO.



- ① **Caballa / Mackerel**
Scomber japonicus
 Talla: 200 - 300 / 200 - 400
 Entero: 300 - 500; HG 500 up; HGT



- ① **Jurel / Jack Mackerel**
Trachurus picturatus murphyi
 Talla: 100 - 200 / 100 - 300
 Entero: 300 - 500; HG 500 up; HGT.



- ① **Pota / Giant Squid**
Dosidicus gigas
 Anillos, Tiras, Cubitos, Botones, Picadillo, Mince
 Hamburguesas, Alas: frescas, cocidas, Tentáculos
 Individuales: frescos, cocidos. Rodajas, Filetes
 frescos, cocidos



- ① **Calamar / Squid**
Loligo gahi
 Entero / WR(cm): 10/15
 16/20, 21/25, 26/up. Tubos (cm):
 3/5, 5/8, 8/12. Tubo y Tentáculos(cm):
 10/15, 16/20, Enteros WR: 1kg.



- ① **Concha de Abanico /
 Scallops**
Argopecten purpuratus
 Tallos con / sin coral
 Roe Pc / Lb 10/20, 20/30, 30/40, 40/60, 60/80.
 Media valva / Half Shell: 15/25, 25/40, per dozen.

Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

Productos (simples)	Productos con valor agregado
Jurel	Mixtura de mariscos
Caballa	Hamburguesas de pota
Pota	Nuggets de pota
Perico	Milanesa de pota
Anchoveta	
Pez espada	
Calamar	
Concha de abanico	
Pejerrey	

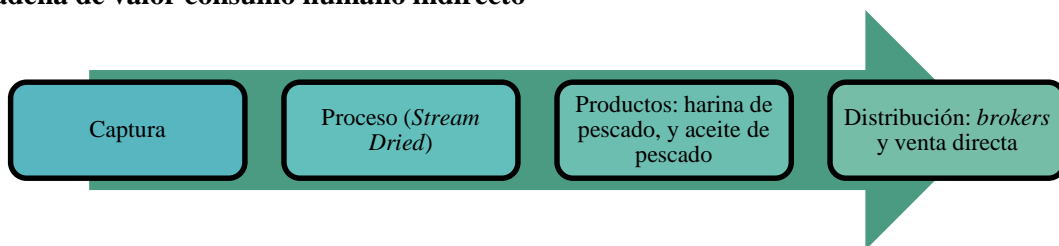
Fuente: Elaboración propia, 2016

Anexo 5. Cadena de valor y proceso de producción

Consumo humano indirecto (CHI)

Los productos ubicados en esta categoría son la harina y el aceite de pescado. El proceso de fabricación de estos productos inicia con la captura de la anchoveta seguida de los procesos de almacenamiento, cocinado, prensado y secado, para terminar con la molienda y el envasado de la harina. Finalmente, la harina de pescado es envasada en sacos de polipropileno de 50 kg. Por su parte, el aceite de pescado es resultado de la separación de las grasas en fase líquida de los sólidos de pescado a temperaturas de entre los 92 y 95 °C, mediante procesos de decantación, centrifugación y pulido. La comercialización de estos productos se realiza mediante venta directa o a través de brókeres, principalmente a los mercados de Europa y Asia.

Cadena de valor consumo humano indirecto

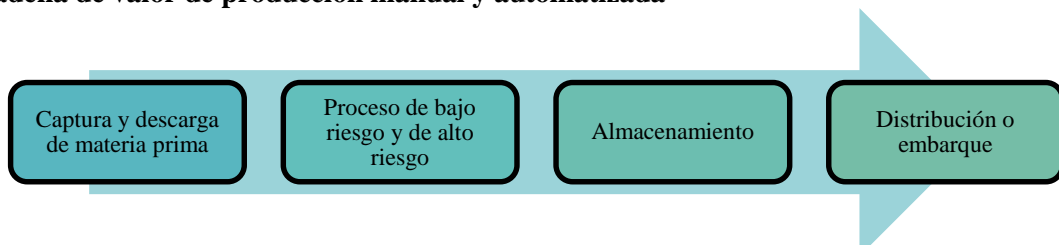


Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

Consumo humano directo (CHD)

Los productos pertenecientes a esta categoría son los denominados congelados⁷. En atención a las diferencias tecnológicas entre las plantas, se hace la distinción de dos tipos de procesos: (i) El sistema de producción manual, que se lleva a cabo en la planta ubicada en Paita, se inicia con la descarga de materia prima, seguido de las operaciones primarias o el acondicionamiento, que consiste en fileteo, eviscerado, corte de aleta, laminado, troquelado y precocido, para ser envasados; y (ii) El sistema de producción automatizado, específico para especies pelágicas, se lleva a cabo en la planta de Tambo de Mora. Se inicia con el bombeo del pescado desde las bodegas de los barcos, para luego ser trasladado al puente de almacenamiento de pescado. El pescado es clasificado a través de un sistema automático y dirigido a las fajas de selección manual, donde las especies pelágicas son separadas. Posteriormente, son llevadas hacia balanzas de alta tecnología y empaquetado de manera automatizada, para continuar con la etapa de congelamiento a temperaturas promedio de -24 °C. El producto final se puede clasificar en productos (simples), y productos con valor agregado.

Cadena de valor de producción manual y automatizada



Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

⁷ Peces seleccionados para el consumo.

Anexo 6. Certificaciones de calidad

Certificaciones - consumo humano indirecto

Planta	Chicama	Chimbote	Huacho	Callao	Tambo de Mora
OHSAS 18001:2007	x	En proceso	En proceso	x	x
GMP + B2	x	x	x	x	x
IFFO RS	x	x	x	x	x
BASC Comercio Seguro	x	x	x	x	x
Friends of the Sea	x	x	x	x	x
AC Omega 3/UE	x	x	x	x	x
ISO 14001:2004	x	x	x	x	x

Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

Certificaciones - consumo humano directo

Planta	Tambo de Mora	Paita
BASC Comercio Seguro	X	X
British Retail Consortium	X	X
TMFS	En proceso	X

Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

Anexo 7. “El Niño” y “La Niña”

El fenómeno El Niño es asociado a los cambios biológicos y físicos en el océano que afectan sustancialmente en la distribución de los peces; esto, debido a que la temperatura del agua determina la supervivencia de las especies marinas, así como la migración de las mismas a zonas donde las aguas sean más frías, lo que puede afectar negativamente al sector pesquero. Los fenómenos asociados a los eventos El Niño y La Niña influyen en el clima del mundo entero trayendo consigo consecuencias que pueden llegar a ser dramáticas, dentro de ellas, los excesos o déficit de agua (inundaciones, sequías, ciclones o incendios), lo que afecta significativamente a la agricultura, la pesca, la economía de las poblaciones de los países.

La aparición del fenómeno El Niño significa una violenta e inusual manifestación climática por lo que todo el desarrollo biológico y económico de la zona afectada sufre un enorme impacto. Eso es lo que ocurre, por ejemplo, en la costa norte del Perú. En ella el fenómeno El Niño se caracteriza, desde el punto de vista hidrometeorológico, principalmente por un aumento generalizado de la temperatura ambiental y por la ocurrencia de fuertes e inusitadas lluvias de gran duración e intensidad, que traen como consecuencia un notable incremento de las descargas de los ríos y quebradas. Por otro lado, La Niña presenta condiciones contrarias, es decir, se caracteriza por la presencia de temperaturas frías y perdurables.

La intensidad con la que se manifiestan estos fenómenos en cada lugar y en qué momento depende no solo de su magnitud, sino de diversos factores vinculados fundamentalmente al grado de desarrollo físico alcanzado, tanto en lo que respecta a la cantidad y a la calidad de las infraestructuras, como a la eficacia de las acciones de protección y prevención.

Dado que los fenómenos El Niño y La Niña están asociados con el aumento o disminución anómalo de la temperatura superficial del mar, uno de los indicadores más utilizados para hacerles seguimiento es el Índice del Niño Oceánico (ONI, por sus siglas en inglés), desarrollado por la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA). El cálculo de este índice se realiza a partir de mediciones de la temperatura superficial del mar en el sector central del Pacífico tropical frente a las costas de Sudamérica.

En condiciones El Niño, el ONI debe ser igual o superior a $+0,5$ °C de anomalía, mientras que en condiciones La Niña, el ONI debe ser igual o inferior a $-0,5$ °C. Ello, aunado al análisis y

actualización de la información de las condiciones meteorológicas, oceanográficas, biológico-pesqueras e hidrológicas, permite estimar la probabilidad de ocurrencia de estos fenómenos.

Los episodios cálido -El Niño- y frío -La Niña-, forman parte de un ciclo conocido como El Niño Oscilación del Sur, ENOS, que tiene un período medio de duración de aproximadamente cuatro años, aunque en el registro histórico los períodos han variado entre 2 y 7 años.

Anexo 8. Regulación de la industria pesquera nacional

El Ministerio de Producción (PRODUCE) es el ente rector del sector pesca. Por su parte, el Instituto del Mar del Perú (IMARPE) evalúa los recursos pesqueros y proporcionar información y asesoramiento para la toma de decisiones respecto de la pesca, la acuicultura y la protección del medio marino. Ambos disponen de una serie de instrumentos de control que permiten regular la extracción y el procesamiento de los recursos pelágicos; dentro de los cuales se encuentran la aplicación de vedas, las cuales varían de acuerdo con la disponibilidad del recurso y el ciclo biológico del mismo, la especificación de volúmenes de captura total permisible, tamaños mínimos de captura y porcentaje de individuos juveniles⁸ permisibles en la extracción, la determinación de aéreas protegidas y de zonas de exclusión, o la prohibición de pesca.

El sector en pesquero cuenta con normativa específica, Ley General de Pesca (DL 25977) y su Reglamento (DS 01-94-PE), cuyo objetivo es normar la actividad pesquera con la finalidad de promover su desarrollo sostenido y asegurar un aprovechamiento responsable de los recursos hidrobiológicos.

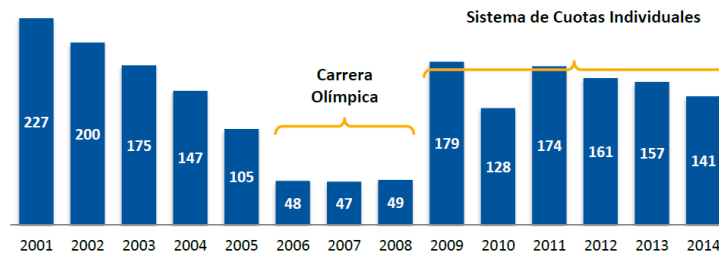
Dicha regulación estipula un cobro de un derecho de pesca como una retribución por el uso de un recurso que es propiedad de la nación. El objetivo es financiar la gestión del sector pesquero, lo que incluye costos de fiscalización e investigación. El cobro actual es de 0.25% del valor FOB por cada tonelada de harina de pescado, además de algunos aportes sociales (FONCOPE y Caja de Beneficios y Seguridad del Pescador).

A partir de 2009, año en que entró en vigencia el sistema de cuotas individuales de pesca para la anchoveta, el país cuenta con un marco regulatorio que fomenta el equilibrio entre el desarrollo socioeconómico, la conservación y el uso sostenido del ambiente y los recursos hidrobiológicos, mediante la Ley General de Pesca, y el DL 1084, Ley Sobre Límites Máximos de Captura por Embarcación (LMCE), mediante la cual se busca proteger los recursos, cambiando del sistema de cuota global de captura a uno mixto, que combina el establecimiento de una cuota global de captura por cada temporada y la asignación de límites máximos de captura por embarcación (LMCE), o cuotas individuales de pesca.

Tras la implementación de este nuevo sistema, cada temporada, PRODUCE ha venido asignando cuotas individuales de participación en la pesca, en función al cálculo de la biomasa, permitiendo a cada embarcación autorizada extraer anchoveta y hasta completar su cuota individual o un porcentaje de la captura total permisible, lo cual ha contribuido a mejorar la conservación y el uso sostenido de los recursos hidrobiológicos, incrementando significativamente los días de pesca, beneficiando a todos los grupos de interés del sector en cuestión.

⁸ Conforme a la definición establecida por la FAO, los individuos juveniles son aquellos sexualmente inmaduros e incapaces de reproducirse. Cabe mencionar que estos son también denominados inmaduros o subadultos.

Días de pesca antes y después de la implementación del sistema de cuotas individuales



Fuente: Memoria Anual, Exalmar, 2015

Este nuevo sistema significó un cambio, tanto para las empresas, como para muchos tripulantes que con la reducción de la flota pesquera perderían sus empleos. Es así que, con la finalidad de apoyar a los que estuvieran dispuestos a acogerse al régimen establecido en el DL 1084, se creó un programa de beneficios voluntarios financiado con el aporte de las empresas pesqueras (armadores) para consumo humano indirecto.

Del mismo modo, se han establecido temporadas de pesca industrial, cuyo inicio y fin son determinadas por PRODUCE, luego de recibir los sustentos técnicos del Instituto del Mar del Perú (IMARPE). Las temporadas de pesca son señaladas de manera independiente para la zona norte – centro y la zona sur, fijando una cuota máxima de captura dependiendo de la especie y del destino de la misma (CHD o CHI). Cabe precisar que los LMCE son asignados a cada embarcación dependiendo de sus características. Por su parte, Exalmar obtuvo una cuota asignada de 1,11 millones de toneladas en la segunda temporada del 2015. Generalmente, las temporadas de pesca se establecen de mayo a julio y de noviembre a enero.

Conforme lo dispuesto por Ley 27506, Ley del Canon, los ingresos y rentas de las empresas dedicadas a la extracción comercial de pesca en mayor escala en aguas marítimas y continentales, lacustres y fluviales, y de aquellas que además de extraer se encarguen de su procesamiento, es distribuido dentro distrito, provincia o región y en favor de las municipalidades, gobiernos locales, comunidades y centros poblados donde se desembarquen los recursos hidrobiológicos, con el objetivo de mejorar la infraestructura de la localidad y así lograr el desarrollo de la comunidad y que los pobladores tengan una mejor calidad de vida.

Adicionalmente, el sector pesca cuenta con instituciones que fomentan la investigación, capacitación y tecnificación en las comunidades dedicadas a la actividad pesquera, tales como los organismos públicos descentralizados del Ministerio de la Producción como IMARPE, ITP (Instituto Tecnológico de la Producción), FONDEPES (Fondo de Desarrollo Pesquero), SNP (Sociedad Nacional de Pesquería), así como empresas privadas quienes designan un fondo para la investigación y la conservación del ambiente como: Anglo American, Fresco Mar y Melchorita Perú.

Del mismo modo, se cuenta con el Plan Estratégico Sectorial Multianual (PESEM) (2012 - 2016) cuyo propósito de armonizar la actividad económica promoviendo el funcionamiento de los mercados y la mejora de la productividad, competitividad, crecimiento económico inclusivo y desarrollo sostenible, mediante la interacción y participación de todos los sectores propiciando un clima favorable para los negocios y así aprovechar las ventanas comerciales emergentes.

Finalmente, cabe mencionar que Exalmar y el Estado han suscrito un contrato de garantía de permanencia en el régimen de límites máximos de captura por embarcación, de acuerdo a lo establecido por el artículo 10.º del Decreto Legislativo 1084, que garantiza la permanencia de la Compañía a través de toda su flota operativa para la extracción del recurso anchoveta destinado al consumo humano indirecto.

Anexo 9. PBI pesquero, exportaciones y competidores

En los últimos años el sector pesca se ha mantenido en crecimiento; sin embargo, su aporte al PBI del país ha decrecido en comparación a su contribución durante los primeros años de este siglo. Es el caso que, en el 2004 el aporte de la pesca fue de 0,77 %, mientras que en el 2014 fue de 0,38 %, con un promedio de 0,51% entre el 2010 y el 2014.⁹ De este valor, aproximadamente dos tercios representan a todas las actividades del CHD.

No obstante, el sector en cuestión representa aproximadamente el 1,4% del total de la población ocupada. Asimismo, la exportación de productos pesqueros representa el 7% del total de divisas que ingresan al país.

Exportaciones

Según el Informe 2015 de Desarrollo del Comercio Exterior Pesquero en el Perú, de PROMPERÚ, al 31 de diciembre de 2015, el monto de las exportaciones pesqueras disminuyó en 18,3%, respecto del 2014, debido, principalmente, al retroceso de la exportación de los rubros de congelados y de aceite. En términos de la cantidad exportada en toneladas, las exportaciones disminuyeron en 17,11%.

De acuerdo con PROMPERÚ, el nivel de exportaciones pesqueras alcanzadas en el año 2015, los productos destinados al consumo humano directo (CHD) como congelados, conservas, curados, diversos y fresco-refrigerados, representaron el 38,3 % del total exportado por el sector, alcanzando un nivel de exportación de USD 914 millones (21% menor al año anterior). Siendo los principales destinos Estados Unidos (23%), España (15,6%), China (14,9%), Corea del Sur (7,6%), Francia (6,7%) e Italia (5,1%).

Por su parte, en el año 2015, los productos de consumo humano indirecto (CHI) como harina y aceite de pescado, se mantuvieron como los más representativos del total del sector con el 62%, al haber generado USD 1.469 millones. Los principales mercados fueron China (60,9%), Dinamarca (7,4%), Chile (4,9%), Alemania (3,7%) y Estados Unidos (2,9%).

Competidores

Respecto a los congelados (consumo humano directo), se contabilizaron 239 empresas con capacidad de exportación en el 2015. Las principales cinco fueron: Productora Andina de Congelados S.C.R.L., Seafrost, Corporación Refrigerados INY S.A., CNC S.A.C., y Pacific Freezing Company S.A.C., según grado de importancia; y concentran el 24% de la producción anual.

Respecto a la harina de pescado (consumo humano indirecto), se contabilizaron 71 empresas con capacidad de exportación en el 2015. Las principales cinco fueron: Tecnológica de Alimentos S.A., Pesquera Diamante S.A., Corporación Pesquera Incas S.A.C., Pesquera Exalmar S.A.A., y Pesquera Hayduk S.A., según grado de importancia; y concentran el 70% de la producción anual. Por su parte, Exalmar se ubica como la cuarta empresa, con una participación de 9% en exportación de harina de pescado.

⁹ Cabe mencionar que el cálculo del aporte del sector pesca solo considera las actividades extractivas (pesca industrial y artesanal), sin considerar las actividades económicas vinculadas a estas (procesamiento, transporte y comercialización de productos congelados, conservas, curado y pescado fresco). De considerarse las actividades conexas, el aporte de la pesca a la economía oscilaría entre el 1 a 1,5%.

Principales exportadores de congelados

Congelados	FOB (millones USD)	TM	Particip. %
Productora Andina de Congelados S.C.R.L.	50,11	31.374	6
Seafrost	47,40	21.803	6
Corporación Refrigerados INY S.A.	37,21	4.751	5
CNC S.A.C.	28,03	22.572	4
Pacific Freezing Company S.A.C.	24,48	20.723	3
Eco – Acuícola S.A.C.	24,04	2.883	3
Perupez S.A.C.	23,05	10.874	3
Inversiones Prisco S.A.C.	20,97	2.116	3
Dexim S.R.L.	20,61	9.148	3
Altamar Foods Perú	18,92	13.290	2
Otros (229 empresas)	481,26	213.033	62
Total congelados	776,08	352.568	100

Fuente: Informe Anual 2015 Desarrollo del Comercio Exterior Pesquero, PROMPERU

Principales exportadores de harina de pescado

Harina	FOB (millones USD)	TM	Particip. %
Tecnológica de Alimentos S.A.	329,01	191.484	27,98
Pesquera Diamante S.A.	156,03	92.738	13,27
Corporación Pesquera Incas S.A.C.	135,09	82.622	11,49
Pesquera Exalmar S.A.A.	106,39	64.524	9,05
Pesquera Hayduk S.A.	99,78	62.119	8,48
Austral Group S.A.A.	96,49	55.019	8,20
CFG Investment S.A.C.	90,32	54.903	7,68
Pesquera Centinelas S.A.C.	29,63	18.978	2,52
Compañía Pesquera del Pacífico Centro S.A.	16,51	10.155	1,40
Pesquera Cantabria S.A.	12,69	7.650	1,08
Otros (61 empresas)	104,13	69.683	8,85
Total harina	1.176,07	709.875	100

Fuente: Informe Anual 2015 Desarrollo del Comercio Exterior Pesquero, PROMPERU

Principales exportadores de aceite de pescado

Aceite	FOB (millones USD)	TM	Particip. %
ONC (Perú) S.A.C.	61,35	16.825	21
Tecnología de Alimentos S.A.	46,25	20.641	16
BPO Trading S.A.C.	29,95	12.931	10
Corporación Pesquera Inca S.A.C.	28,62	13.709	10
Pesquera Diamante S.A.	22,04	10.287	8
Colpex International S.A.C.	20,69	4.989	7
Austral Group S.A.A.	15,68	6.298	5
Pesquera Exalmar S.A.A.	14,64	7.042	5
Pesquera Hayduk S.A.	14,46	7.497	5
E D & F Man Peru S.A.C.	14,25	5.915	5
Otros (9 empresas)	25,55	10.692	9
Total aceite	293,48	116.825	100

Fuente: Informe Anual 2015 Desarrollo del Comercio Exterior Pesquero, PROMPERU

Anexo 10. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Resumen de las cinco fuerzas de Porter

Fuerza	Descripción
Amenaza de entrada de nuevos competidores	
Economías de escala efectiva	Alta rentabilidad, lo que representa un atractivo para nuevas empresas y una ventaja para las empresas existentes.
Diferenciación del servicio	Oportunidad para aumentar los beneficios y mejorar la posición competitiva.
Requisitos de capital	Altos requerimientos de capital para entrada de empresas pesqueras (barrera a la entrada).
Costo de inicio alto	Alto nivel de costo para el inicio de operaciones de una nueva empresa (barrera a la entrada)
Rivalidad entre competidores	
Número de Competidores	Reducido número de competidores
Crecimiento de la industria	Tendencia al crecimiento.
Márgenes de la industria	Márgenes adecuados para empresas debido a sus menores costos de producción.
Poder de negociación de proveedores	
Importancia de la industria para la rentabilidad de los proveedores	Alta importancia para los proveedores de insumos distintos a la materia prima.
Costo de Cambio del Proveedor	Bajo costo de cambio de proveedores de suministros
Poder de negociación de compradores	
Concentración geográfica de compradores	Compradores se encuentran ubicados en distintas zonas geográficas.
Costo de cambio de proveedor del comprador	Reducido número de competidores. No obstante ello, al ofrecer productos no diferenciados el costo de cambio de proveedor es reducido.
Amenaza de ingreso de sustitutos	
Precio de los sustitutos	Los precios de los productos sustitutos de los productos de CHD son similares, contrario a los correspondientes al CHI, puesto que no cuentan con muchos sustitutos.
Posición del sector industrial vs sustitutos	Tendencia al crecimiento.

Fuente: Elaboración propia, 2016

Amenaza de entrada de nuevos competidores

La amenaza de entrada de nuevos competidores en el sector pesquero es bastante baja, debido a la existencia de grandes barreras de ingreso, tales como los requerimientos de capital y la experiencia. Asimismo, debido a que las cuotas de captura se asignan entre los actores ya existentes, obtener una cuota de captura implica demasiados costos. Por otro lado, los competidores actuales funcionan con economías de escala, lo cual es ventajoso para las empresas ya formadas dentro del sector. Adicionalmente, los productos que ofrecen los competidores actuales son homogéneos, razón por la cual en el mercado actual no se distingue una superioridad de marcas en relación a los productos ofrecidos. Lo que hace que, en resumidas cuentas, la diferenciación no sea significativa.

Rivalidad de los competidores existentes

En la industria pesquera existe gran implementación o capacidad instalada que no se utiliza debido al sistema de cuotas de captura. Esta característica incrementa de un modo u otro la rivalidad entre los competidores puesto que siempre están en busca de reducir sus costos. Por su parte, el hecho de que los consumidores cuenten con un bajo costo de cambio de proveedores, los obliga a generar estrategias eficientes para un producto en el que ellos no pueden variar el precio de manera muy significativa.

Poder de negociación de los proveedores

Los insumos, propios de la cadena productiva, en que incurren las empresas pertenecientes al sector pesca, son abastecidos de diferentes proveedores, en condiciones generales de competencia de precios y calidades, lo cual refleja un poder de negociación de los proveedores regular o bajo, ya que se cuenta con un bajo costo de cambio de dichos proveedores.

Poder de negociación de los compradores

No obstante, los consumidores se encuentran ubicados en distintas zonas geográficas lo que de algún modo dificulta la llegada de los productos, ninguno de los compradores representa una fracción distintiva de las compras, por lo que el sector no se ve sujeto a ningún tipo de dependencia de alguno de ellos.

Productos sustitutos

La demanda de los productos destinados al CHI (harina y aceite de pescado), presenta expectativas favorables, esencialmente debido al crecimiento esperado de la actividad acuícola mundial, principal usuario de dichos productos, y a que estos no cuentan – aparentemente - con sustitutos perfectos con el mismo beneficio y nivel nutritivo, lo que no implica que más adelante se encuentren maneras de reemplazar estos productos debido al alza de sus precios. Por su parte los productos sustitutos de aquellos destinados al consumo humano directo, presentan precios no muy diferenciados.

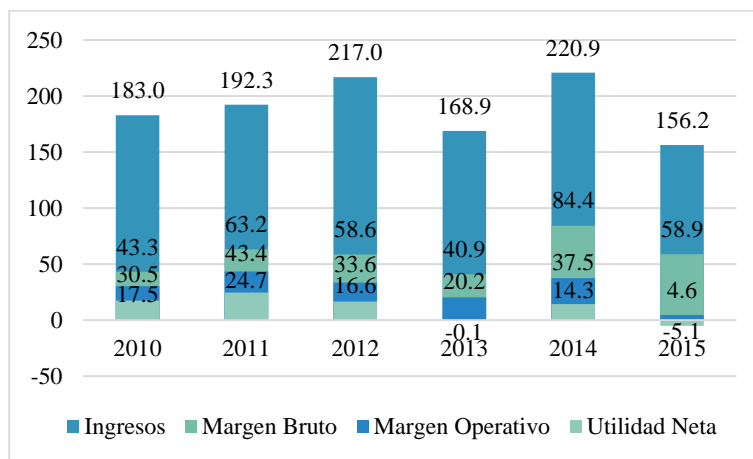
Anexo 11. Análisis financiero e información financiera de Exalmar

Análisis Financiero

1. Resultados integrales

Exalmar presenta resultados en el 2015, menores a los registrados en el 2014. Solo las ventas muestran una caída de 29% respecto de las ventas del 2014, y de 3% en promedio respecto de las ventas el 2010. Por otro lado, del análisis vertical, se observa una caída en la proporción de los costos de ventas, de 76% de las ventas en el 2010 a 62% de las ventas registradas en el 2015. Sin embargo, este efecto es contrarrestado por el crecimiento exponencial de los gastos operativos en los últimos años, de 9% de las ventas en el 2010 a 43% de las ventas en el 2015.

Resultados Exalmar (millones USD)



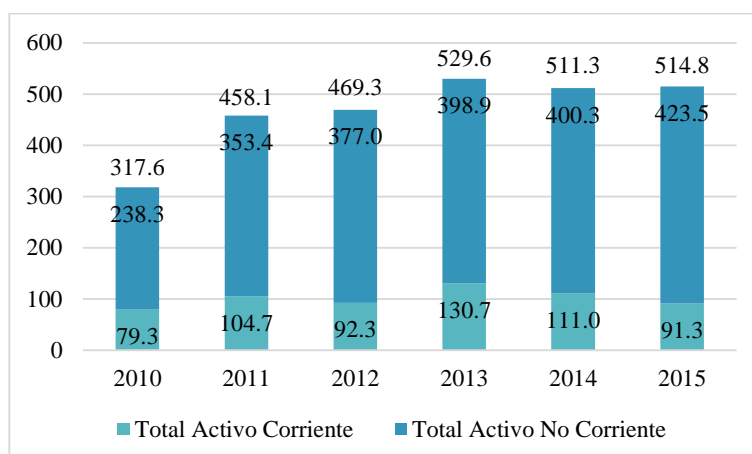
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Dichos efectos son presentados en el gráfico anterior y, a pesar de los esfuerzos realizados por Exalmar con la finalidad de reducir sus costos fijos, el deterioro de sus resultados en los años 2013 y 2015 responde principalmente a la fuerte caída de los precios internacionales registrados en esos periodos.

2. Situación financiera

El volumen de activos de Exalmar muestra una tendencia creciente, pasando de USD 317,6 millones en el 2010 a USD 514,8 millones en el 2015, con un crecimiento promedio anual de 10% en los últimos 5 años, impulsado, principalmente, por el incremento en el activo no corriente (adquisiciones y mejoramiento de plantas y embarcaciones). Estos efectos se presentan en el siguiente gráfico, y responden principalmente a los mayores gastos de capital destinados a la adquisición de embarcaciones, maquinarias y equipos.

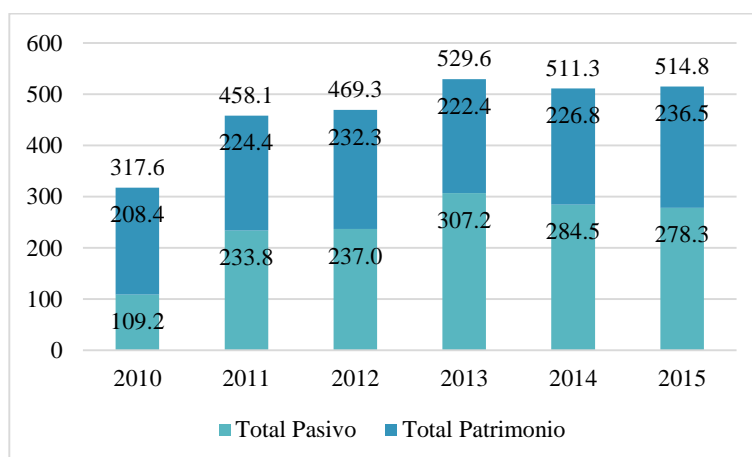
Activos Exalmar (millones USD)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

El incremento en los activos ha sido financiado principalmente con deuda, según se observa en el siguiente gráfico. En particular, se observa un incremento promedio del pasivo de 21% anual en los últimos 5 años, pasando de USD 109,2 millones en el 2010 a USD 278,3 millones en el 2015, principalmente por los pasivos de largo plazo. El cambio de la tendencia creciente entre 2013 – 2015 se debe principalmente a la colocación del bono corporativo de Exalmar en el 2013, y a la política de expansión solo con retención de utilidades por parte de los accionistas.

Pasivo + Patrimonio Exalmar (millones USD)



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

3. Ratios financieros

3.1 Liquidez

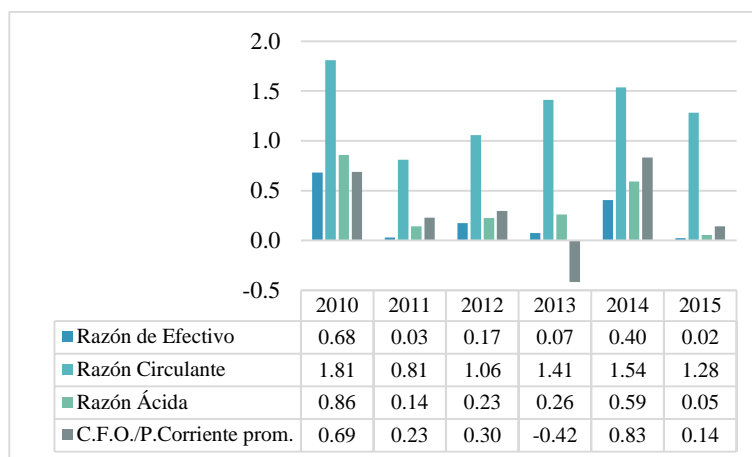
La ratio de liquidez, o razón circulante, de Exalmar presenta - en general - valores superiores a 1, con excepción del año 2011, en que dicho ratio registró 0,83; sin embargo, esto se revirtió en los años siguientes, producto de la liquidación de pasivos de corto plazo.

Por otro lado, se observan otros resultados en pruebas ácidas. En particular, el test ácido, o razón ácida, muestra ratios por debajo de 0,5, con excepción de los años 2010 y 2014, en los que se registran valores de 0,86 y 0,59, respectivamente. No obstante, los resultados del 2014, al cierre del 2015 se observa la ratio en 0,06, muy cercado a 0.

La ratio de efectiva, o razón de efectivo, más ácido que el test ácido, presenta un valor de 0,68 en el 2010, el único superior a 0,5 entre los años 2010 y 2015. Todos los demás muestran valores cercanos a 0; en particular 2011 y 2015, donde registra valores de 0,03 y 0,02 respectivamente.

Cabe mencionar que en términos de cobertura de efectivo (C.FO./P. Corriente prom., o *Cash flow from operations* / Pasivo corriente promedio), el 2015 cerró con un valor de 0,14, muy por debajo de 1. Sin embargo, el año anterior, 2014 registró la cobertura más alta entre los años 2011 y 2015, de 0,83. Este comportamiento se debe a aumentos en el capital de trabajo (en particular, al *non-cash capital*) entre el 2014 y 2015, y la caída de la utilidad neta en el mismo periodo.

Indicadores de liquidez Exalmar



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

3.2 Rentabilidad

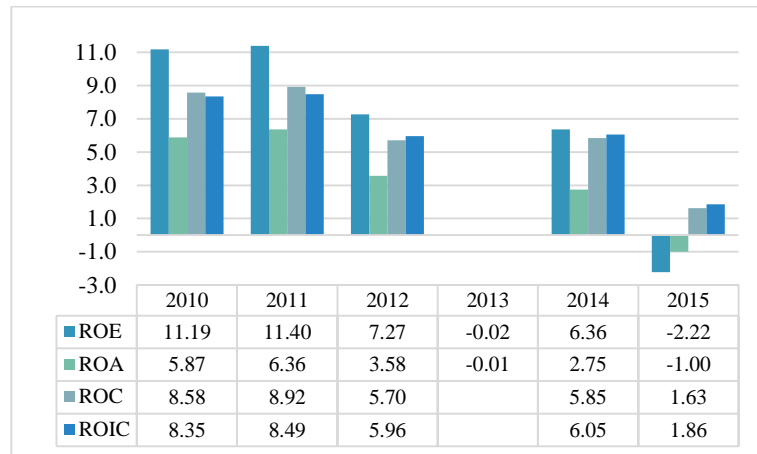
En línea con los resultados integrales de Exalmar, los indicadores de rentabilidad presentan una tendencia decreciente en el tiempo.

La rentabilidad financiera, ROE por sus siglas en inglés (*return on common equity*), ha tenido un retroceso de 6,36% en el 2014 a -2,22% al 31 de diciembre de 2015, que responde, principalmente, a las pérdidas registradas al cierre del 2015.

De manera similar, se observa una tendencia decreciente de la rentabilidad económica, ROA por sus siglas en inglés (*return on assets*), y las ratios ROC (*return on capital*) y ROIC (*return on invested capital*).

En particular, los impactos negativos más grandes en la rentabilidad de Exalmar se observan en el año 2013 y 2015, en relación a los años 2011 y 2014 respectivamente. Estos años coinciden con la caída en los precios internacionales.

Indicadores de rentabilidad Exalmar (%)



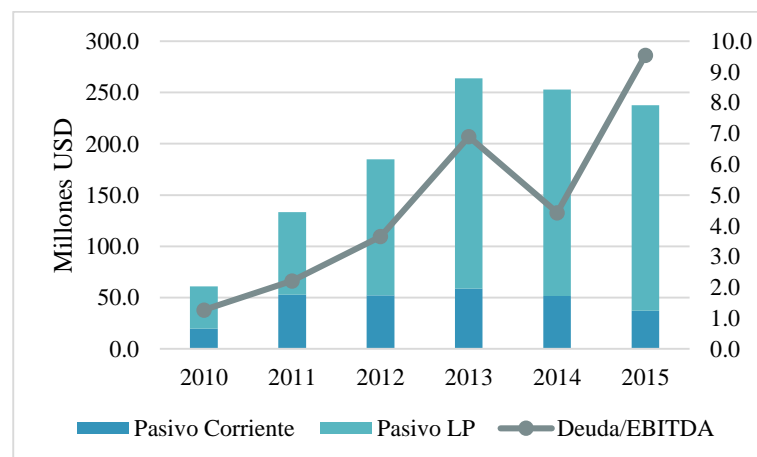
Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

3.3 Solvencia

Entre los años 2013 a 2015, la deuda total presenta una tendencia ligeramente decreciente, pasando de USD 264 millones en el 2013, a USD 238 millones en el 2015, según se aprecia en el siguiente gráfico. Esta tendencia obedece a los *convenants* de la emisión realizada a principios del 2013, entre los cuales se limita el endeudamiento a Exalmar cuando la ratio deuda / EBITDA supere la relación 3,5 a 1,0.

En términos de capacidad de pago financiero (Deuda/EBITDA), Exalmar presenta un deterioro constante en el periodo analizado (2010-2015), por el incremento del nivel de deuda, y por la tendencia decreciente del EBITDA. Cabe precisar que la mejora de la ratio observada el 2014 se debe principalmente al incremento del EBITDA, en un 49% respecto al año previo, impulsado por la recuperación temporal de los precios de la harina de pescado.

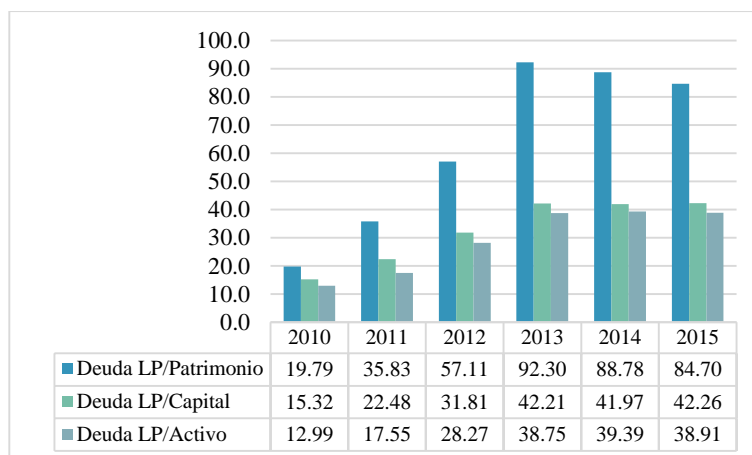
Indicadores de endeudamiento Exalmar



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Exalmar presenta ratios de endeudamiento crecientes en el periodo de análisis. En el siguiente gráfico se presentan ratios de nivel de deuda de largo plazo respecto al patrimonio, capital y activos. A pesar de la tendencia creciente, en todos los casos se observan valores menores a 1. Si bien se observa una ratio Deuda/EBITDA alto en el 2015, este se debe a una caída del EBITDA en el mismo año.

Indicadores de endeudamiento de largo plazo Exalmar (%)

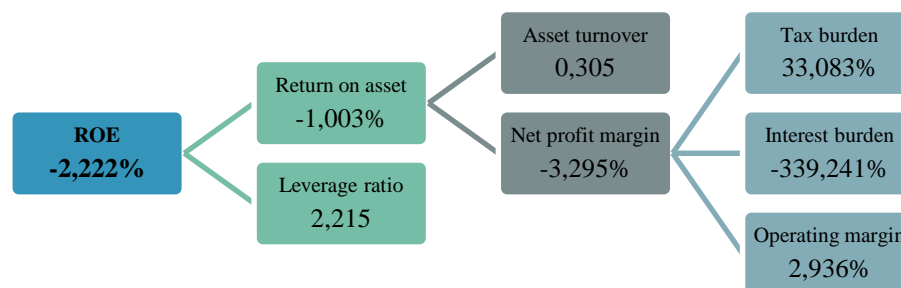


Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

3.4 Análisis Du Pont

Realizando la descomposición de la rentabilidad financiera (ROE), se observan tres factores críticos que determinan el valor de -2,2% registrado el 2015: el margen operativo (*operating margin*), la rotación de activos (*asset turnover*), y la carga de intereses (*interest burden*). En el siguiente gráfico se presenta el análisis Du Pont para el año 2015, y más adelante se detalla el análisis para los años 2010-2015.

Análisis Du Pont 2015



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

El margen operativo, a diferencia del 16,956% registrado el 2014, se ubica en 2,936% al cierre del 2015, y en general presenta este valor debido al incremento de otros gastos operativos. Específicamente, por el deterioro de cuentas por cobrar relacionadas, y por sanciones fiscales e impuestos asumidos. La rotación de activos del 2015 es la más baja en los últimos 6 años, y su disminución responde a la caída en las ventas debido a la fuerte caída de los precios internacionales de harina de pescado; a pesar del impulso por el lado del activo, que entre 2013-2015 presentan una leve disminución debido a la disminución de inventarios y de cuentas por cobrar de corto plazo. Los gastos financieros del 2015, que dependen de las obligaciones financieras de Exalmar, terminaron por volver negativa la utilidad neta. Por tal motivo, el *interest burden* toma valores negativos (en los años 2013 y 2015)

Información financiera

Resumen

MM USD excepto por acción	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Estándar de contabilidad	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS
Último precio	1,69	1,43	0,59	0,57	0,45	0,30
Acciones en circulación	297,00	297,00	297,00	297,00	295,54	295,54
Capitalización de mercado	502,58	425,85	174,53	170,52	134,06	88,02
Ventas	182,99	192,28	216,99	168,89	220,94	156,24
EBITDA	48,10	60,28	50,59	38,26	57,11	24,90
Margen EBITDA (12 meses)	26,29	31,35	23,31	22,65	25,85	15,94
Utilidad neta	17,53	24,67	16,61	-0,05	14,30	-5,15
Utilidades por acción (12 meses)	0,06	0,08	0,06	0,00	0,05	-0,02
Precio/Utilidades por acción	28,68	17,28	10,49		9,38	
Activo no corrientes neto	121,62	166,49	190,06	208,69	204,90	222,67
Total activo	317,62	458,15	469,32	529,58	511,30	514,80
Total pasivo	109,24	233,75	237,03	307,22	284,45	278,32
Total patrimonio	208,37	224,40	232,29	222,36	226,85	236,48
Valor en libros por acción	0,70	0,76	0,78	0,75	0,77	0,80
Precio/Valor en libros por acción	2,41	1,90	0,75	0,77	0,59	0,37
Activos tangibles neto por acción	0,31	-0,20	0,15	0,11	0,11	0,12
Z-Score	11,09	3,35	1,98	1,42	1,81	1,16
Efectivo de operación	44,67	19,95	32,23	-37,37	68,54	10,16
Flujo de efectivo por acción	0,15	0,07	0,11	-0,13	0,23	0,03
Flujo de caja libre	35,40	-16,50	-8,84	-74,56	48,80	2,76
Flujo de caja libre por acción	0,12	-0,06	-0,03	-0,25	0,17	0,01
Cambios netos en efectivo	19,80	-26,12	11,37	-8,23	22,30	-27,52

Fuente: Bloomberg

Estado de ganancias y pérdidas

MM USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	182,99	192,28	216,99	168,89	220,94	156,24
Costo de ventas	-139,67	-129,04	-158,36	-127,97	-136,51	-97,35
Margen bruto	43,32	63,24	58,63	40,92	84,44	58,89
Otros ingresos operativos	2,76	1,14	2,98	4,49	8,34	13,10
Gastos operativos	-15,61	-20,95	-28,00	-25,18	-55,32	-67,41
Margen operativo	30,47	43,43	33,61	20,24	37,46	4,59
Gastos financieros	-5,04	-5,05	-7,69	-19,91	-17,70	-18,46
Diferencia por tipo de cambio		0,22	-0,47	0,92	-1,86	-1,76
Gastos no-operativos (neto)	-1,91	-0,79	-2,19	-7,05	0,22	0,08
Utilidad antes de impuestos	23,51	37,81	23,26	-5,81	18,12	-15,56
Impuestos	-5,99	-13,15	-6,66	5,76	-3,83	10,41
Utilidad	17,53	24,67	16,61	-0,05	14,30	-5,15
Ganancias extraordinarias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intereses minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utilidad neta	17,53	24,67	16,61	-0,05	14,30	-5,15

Fuente: Bloomberg

Estado de ganancias y pérdidas - análisis vertical

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	-76%	-67%	-73%	-76%	-62%	-62%
Margen bruto	24%	33%	27%	24%	38%	38%
Otros ingresos operativos	2%	1%	1%	3%	4%	8%
Gastos operativos	-9%	-11%	-13%	-15%	-25%	-43%
Margen operativo	17%	23%	15%	12%	17%	3%
Gastos financieros	-3%	-3%	-4%	-12%	-8%	-12%
Diferencia por tipo de cambio	0%	0%	0%	1%	-1%	-1%
Gastos no-operativos (neto)	-1%	0%	-1%	-4%	0%	0%
Utilidad antes de impuestos	13%	20%	11%	-3%	8%	-10%
Impuestos	-3%	-7%	-3%	3%	-2%	7%
Utilidad	10%	13%	8%	0%	6%	-3%
Ganancias extraordinarias	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Intereses minoritarios	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad neta	10%	13%	8%	0%	6%	-3%

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Estado de ganancias y pérdidas - análisis horizontal

	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	5%	13%	-22%	31%	-29%
Costo de ventas	-8%	23%	-19%	7%	-29%
Margen Bruto	46%	-7%	-30%	106%	-30%
Otros ingresos operativos	-59%	161%	51%	86%	57%
Gastos operativos	34%	34%	-10%	120%	22%
Margen operativo	43%	-23%	-40%	85%	-88%
Gastos financieros	0%	52%	159%	-11%	4%
Diferencia por tipo de cambio					-5%
Gastos no-operativos (neto)	-59%	179%	222%		-64%
Utilidad antes de impuestos	61%	-38%			
Impuestos	119%	-49%			
Utilidad	41%	-33%			
Ganancias extraordinarias					
Intereses minoritarios					
Utilidad neta	41%	-33%			

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Balance general

MM USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos						
Efectivo y equivalentes	29,93	3,81	15,17	6,94	29,22	1,69
Inversiones de corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cuentas por cobrar	7,71	14,76	4,58	17,16	13,43	2,22
Inventario	13,95	48,38	26,12	55,51	23,67	41,68
Otros activos corrientes	27,69	37,80	46,48	51,05	44,66	45,74
Total activo corriente	79,27	104,75	92,35	130,66	110,97	91,34
Cuentas por cobrar	0,46	0,46	0,46	0,73	0,00	0,00
Activo fijo neto	121,62	166,49	190,06	208,69	204,90	222,67
Activo fijo bruto	236,31	287,74	327,59	357,43	217,17	240,90
Depreciación acumulada	114,70	121,25	137,53	148,74	12,27	18,24
Otros activos fijos	116,26	186,45	186,45	189,51	195,43	200,80
Total activo no corriente	238,34	353,40	376,98	398,92	400,33	423,47
Total activos	317,62	458,15	469,32	529,58	511,30	514,80
Pasivo & Patrimonio						
Cuentas por pagar	12,79	31,50	23,21	21,15	16,15	26,97
Pasivos de corto plazo	19,64	52,90	52,13	58,65	51,56	37,25
Otros pasivos de corto plazo	11,37	45,05	12,02	12,84	4,46	7,02
Total Pasivo corriente	43,80	129,45	87,36	92,64	72,17	71,24
Pasivos de largo plazo	41,25	80,40	132,67	205,23	201,39	200,31
Otros pasivos de largo plazo	24,20	23,90	16,99	9,36	10,89	6,77
Total Pasivo no corriente	65,44	104,30	149,67	214,59	212,28	207,09
Total Pasivo	109,24	233,75	237,03	307,22	284,45	278,32
Capital preferente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Intereses minoritarios		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capital social	160,47	160,06	160,06	160,06	159,49	159,49
Utilidad retenida	47,901	64,338	72,237	62,299	67,355	76,990
Total Patrimonio	208,37	224,40	232,29	222,36	226,85	236,48
Total Pasivo & Patrimonio	317,62	458,15	469,32	529,58	511,30	514,80

Fuente: Bloomberg

Balance general - análisis vertical

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activos						
Efectivo y equivalentes	9%	1%	3%	1%	6%	0%
Inversiones de corto plazo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas por cobrar	2%	3%	1%	3%	3%	0%
Inventario	4%	11%	6%	10%	5%	8%
Otros activos corrientes	9%	8%	10%	10%	9%	9%
Total activo corriente	25%	23%	20%	25%	22%	18%
Cuentas por cobrar	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activo fijo neto	38%	36%	40%	39%	40%	43%
Activo fijo bruto	74%	63%	70%	67%	42%	47%
Depreciación acumulada	36%	26%	29%	28%	2%	4%
Otros activos fijos	37%	41%	40%	36%	38%	39%
Total activo no corriente	75%	77%	80%	75%	78%	82%
Total activos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivo & Patrimonio						
Cuentas por pagar						
Pasivos de corto plazo	4%	7%	5%	4%	3%	5%
Otros pasivos de corto plazo	6%	12%	11%	11%	10%	7%
Total pasivo corriente	4%	10%	3%	2%	1%	1%
Pasivos de largo plazo	14%	28%	19%	17%	14%	14%
Otros pasivos de largo plazo	13%	18%	28%	39%	39%	39%
Total pasivo no corriente	8%	5%	4%	2%	2%	1%
Total pasivo	21%	23%	32%	41%	42%	40%
Capital preferente	34%	51%	51%	58%	56%	54%
Intereses minoritarios	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Capital social	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utilidad retenida	51%	35%	34%	30%	31%	31%
Total patrimonio	15%	14%	15%	12%	13%	15%
Total Pasivo & Patrimonio	66%	49%	49%	42%	44%	46%

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Balance general - análisis horizontal

	2011	2012	2013	2014	2015
Activos					
Efectivo y equivalentes	-87%	299%	-54%	321%	-94%
Inversiones de corto plazo					
Cuentas por cobrar	91%	-69%	275%	-22%	-83%
Inventario	247%	-46%	113%	-57%	76%
Otros activos corrientes	37%	23%	10%	-13%	2%
Total activo corriente	32%	-12%	41%	-15%	-18%
Cuentas por cobrar	0%	0%	56%		
Activo fijo neto	37%	14%	10%	-2%	9%
Activo fijo bruto	22%	14%	9%	-39%	11%
Depreciación acumulada	6%	13%	8%	-92%	49%
Otros activos fijos	60%	0%	2%	3%	3%
Total activo no corriente	48%	7%	6%	0%	6%
Total activos	44%	2%	13%	-3%	1%
Pasivo & Patrimonio					
Cuentas por pagar					
Pasivos de corto plazo	146%	-26%	-9%	-24%	67%
Otros pasivos de corto plazo	169%	-1%	12%	-12%	-28%
Total pasivo corriente	296%	-73%	7%	-65%	57%
Pasivos de largo plazo	196%	-33%	6%	-22%	-1%
Otros pasivos de largo plazo	95%	65%	55%	-2%	-1%
Total pasivo no corriente	-1%	-29%	-45%	16%	-38%
Total pasivo	59%	43%	43%	-1%	-2%
Capital preferente	114%	1%	30%	-7%	-2%
Intereses minoritarios					
Capital social					
Utilidad retenida	0%	0%	0%	0%	0%
Total patrimonio	34%	12%	-14%	8%	14%
Total Pasivo & Patrimonio	8%	4%	-4%	2%	4%

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Flujo de efectivo

MM USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Flujo de efectivo de operación						
Utilidad neta	17,53	24,67	16,61	-0,05	14,30	-5,15
Depreciación & Amortización	17,63	16,85	16,98	18,02	19,65	20,31
Otros ajustes de no-efectivo	-0,29	-41,52	-57,15	-21,33	-79,53	-62,50
Cambios en capital no-efectivo	9,80	19,95	55,79	-34,02	114,13	57,48
Flujo de operación	44,67	19,95	32,23	-37,37	68,54	10,16
Flujo de efectivo de inversión						
Venta de activos fijos	0,01		2,59	0,46	1,27	0,00
Gastos de capital	-9,28	-36,45	-41,06	-37,18	-19,74	-7,40
Aumento de inversiones	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00
Disminución de inversiones	0,00		0,00	0,00	0,00	0,00
Otras actividades de inversión	-37,14	-73,91	-2,34	-0,93	-2,58	-4,16
Flujo de inversión	-46,41	-110,36	-40,81	-37,65	-21,05	-11,55
Flujo de efectivo de financiamiento						
Dividendos pagados	-1,82	-7,71	-28,05	-9,89	-10,00	-10,00
Cambio en pasivos de corto plazo	0,00		0,00	0,00		
Aumento en pasivos de largo plazo	297,89	301,98	301,99	364,70	198,17	148,25
Disminución en pasivos de largo plazo	-365,26	-229,57	-252,22	-288,02	-213,25	-164,37
Aumento en reservas de capital	90,72		0,00	0,00	0,00	0,00
Disminución en reservas de capital	0,00		-1,77	0,00	0,00	0,00
Otras actividades de financiación	0,00	-0,42	0,00	0,00	-0,11	0,00
Flujo de financiamiento	21,54	64,29	19,95	66,79	-25,19	-26,12
Cambios netos en efectivo	19,80	-26,12	11,37	-8,23	22,30	-27,52

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Análisis de liquidez

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Razón de efectivo	0,68	0,03	0,17	0,07	0,40	0,02
Razón circulante	1,81	0,81	1,06	1,41	1,54	1,28
Razón acida	0,86	0,14	0,23	0,26	0,59	0,05
C.F.O./P. Corriente promedio	0,69	0,23	0,30	-0,42	0,83	0,14
Patrimonio ordinario/Activo	65,61	48,98	49,50	41,99	44,37	45,94
Pasivo no corriente/Patrimonio	19,79	35,83	57,11	92,30	88,78	84,70
Pasivo no corriente/Capital	15,32	22,48	31,81	42,21	41,97	42,26
Pasivo no corriente/Activo	12,99	17,55	28,27	38,75	39,39	38,91
Deuda/Patrimonio	29,22	59,40	79,56	118,67	111,50	100,46
Deuda/Capital	22,61	37,27	44,31	54,27	52,72	50,11
Deuda/Activo	19,17	29,09	39,38	49,83	49,47	46,15
C.F.O./Pasivo	40,89	8,53	13,60	-12,17	24,09	3,65
C.F.O./CAPEX	4,82	0,55	0,78	-1,01	3,47	1,37
Z-Score	11,09	3,35	1,98	1,42	1,81	1,16

Fuente: Bloomberg

Análisis de capital de trabajo

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rotación de cuentas por cobrar	29,58	17,11	22,43	15,54	14,45	19,97
Días rotación cuentas por cobrar	12,34	21,33	16,31	23,49	25,26	18,28
Rotación inventario	5,56	4,14	4,25	3,14	3,45	2,98
Días rotación inventario	65,62	88,14	86,08	116,41	105,86	122,52
Rotación de cuentas por pagar	8,28	7,38	4,98	7,10	5,61	5,35
Días rotación cuentas por pagar	44,10	49,45	73,56	51,44	65,04	68,21
Ciclo de conversión de efectivo	33,86	60,02	28,83	88,46	66,08	72,59
Días de inventario a efectivo	77,96	109,47	102,40	139,90	131,12	140,80
Total inventario	13,95	48,38	26,12	55,51	23,67	41,68
Inventario materia prima					0,00	0,00
Inventario en curso					0,00	0,00
Inventario productos terminados	9,22	38,79	19,30	48,52	16,15	34,91
Inventario otros	4,73	9,58	6,81	6,99	7,52	6,78

Fuente: Bloomberg

Análisis Du Pont 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Carga fiscal						
U. Neta/U. antes de impuestos %	74,53	65,24	71,39	0,89	78,89	33,08
Carga de intereses						
U. antes de impuestos/EBIT %	77,18	87,06	69,21	-28,73	48,37	-339,24
Margen operativo						
EBIT/Ventas %	16,65	22,59	15,49	11,98	16,96	2,94
Rotación de activos						
Ventas/Activo promedio	0,61	0,50	0,47	0,34	0,42	0,30
Ratio de apalancamiento						
Activo prom./Patrimonio prom.	1,90	1,79	2,03	2,20	2,32	2,21
ROE %	11,19	11,40	7,27	-0,02	6,36	-2,22

Fuente: Bloomberg.

Anexo 12. Empresas listadas comparables con Exalmar

Las doce empresas comparables con Exalmar han sido seleccionadas según la similitud de sus actividades principales con la actividad principal de Exalmar (pesca y procesamiento de pescado, en especial harina y aceite de pescado).

Empresas listadas comparables

Empresa	Ticker	Descripción	País
BLUMAR SA	BLUMAR CI	<i>Blumar S.A. catches and processes fish. The Company produces canned sardines (packed in oil and tomatoes), dried and salted anchovies, fish oil, fish meal, and frozen fish.</i>	Chile
PESQUERA IQUIQUE-GUANAYE SA	IQUIQUE CI	<i>Pesquera Iquique-Guanaye SA (Igemar) processes fish in Northern Chile. The Company processes and distributes salmon, trout, fishmeal, and fish oil.</i>	Chile
TRAWL FLEET PREOBRAZHENS-BRD	PBTF RU	<i>Trawl Fleet Preobrazhenskaya Base OAO operates in a fishing industry. The Company operates a fleet of fishing vessels, that produces ocean-caught seafoods, and markets this products to the customers.</i>	Rusia
CHINA OCEAN RESOURCES CO LTD	900050 KS	<i>China Ocean Resources Company Ltd. operates fishery industry. The Company, through holding vessels for ocean, obtains various ocean resources such as fin of shark, herring, sailfish, bluefin. China Ocean Resource sells those fishery products to fishery wholesaler, and fishery re-producers.</i>	Corea del sur
SHANGHAI KAICHUANG MARINE-A	600097 CH	<i>Shanghai Kaichuang Marine International Co., Ltd. is in the business of fishery, aquaculture, and marine products processing and trading.</i>	China
CNFC OVERSEAS FISHERY CO-A	000798 CH	<i>CNFC Overseas Fishery Co., Ltd mainly operates in deep-sea fishing. The Company also transports, processes, and exports aquatic products. CNFC's products include codfish, squid, and other aquatic products.</i>	China
DONG WON FISHERIES CO LTD	030720 KS	<i>Dong Won Fisheries Co., Ltd. is a deep-sea fishing company. The Company manufactures and wholesales frozen fish, sashimi tuna, and other fish products. Dongwon also operates a real estate rental business.</i>	Corea del sur
SILLA CO LTD	004970 KS	<i>Silla Co., Ltd. is a deep-sea fishing company. The Company processes and exports seafood products. The Company also manufactures textiles and operates golf resort through its subsidiary.</i>	Corea del sur
SAJO INDUSTRIES CO LTD	007160 KS	<i>Sajo Industries Co., Ltd. is a deep-sea fishing company, which catches, processes, and sells fish including blue fin, albacore, skip jack, sword fish, and black marlin. The Company manufactures canned tuna, frozen fish, popcorn, dried seaweed, hot pepper paste and bean paste. Sajo also operates in the hog meat processing industry.</i>	Corea del sur
PACIFIC ANDES INTL HLDG LTD	1174 HK	<i>Pacific Andes International Holdings Limited, through its subsidiaries, trades and processes frozen seafood products and vegetable. The Company also trades marine fuel and provides vessel charter-hire services.</i>	Hong kong
CHINA FISHERY GROUP LTD	CFG SP	<i>China Fishery Group Limited is a coastal and deep sea fishing company. The Company operates vessels worldwide.</i>	Singapur
HUON AQUACULTURE GROUP LTD	HUO AU	<i>Huon Aquaculture Group Ltd supplies fish products. The Company offers cutlets, portions, sashimi and sushi, whole salmon, smoked salmon, gravadlax, as well as provides health and cooking programs.</i>	Australia

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Con el objetivo de capturar la sensibilidad de mediano-largo plazo en el sector pesquero, se consideró para la estimación de la beta desapalancado, una regresión con base a datos de una base en USD, de periodicidad mensual entre enero-2011 y diciembre-2015, considerando el índice S&P 500 como variable representativa de mercado. Para las variables ratio deuda-capital (D/E), tasa impositiva (T), y capitalización de mercado (Mkt. Cap), se considera el promedio aritmético de

valores anuales entre 2011-2015. Debido a la metodología aplicada, la disponibilidad de información redujo el número de empresas utilizadas en el cálculo de la beta desapalancada de 12 a 10. Finalmente, se estima la beta desapalancada del sector en 0,81 (promedio ponderado de beta desapalancado con capitalización de mercado).

Estimación beta desapalancado

Empresa	Beta apalancado	D/E	T	Beta desapalancado	Mkt.Cap. (MM USD)
BLUMAR SA	0,80	0,47	26%	0,59	333,25
CHINA OCEAN RESOURCES CO LTD	2,59	0,08	4%	2,41	321,97
SHANGHAI KAICHUANG MARINE-A	0,33	0,10	0%	0,30	445,60
CNFC OVERSEAS FISHERY CO-A	0,83	0,01	8%	0,82	439,60
DONG WON FISHERIES CO LTD	0,32	1,18	11%	0,16	38,11
SILLA CO LTD	0,88	0,10	26%	0,82	285,20
SAJO INDUSTRIES CO LTD	0,72	2,31	68%	0,42	215,76
PACIFIC ANDES INTL HLDG LTD	0,81	7,95	7%	0,10	246,74
CHINA FISHERY GROUP LTD	1,76	1,22	9%	0,83	717,27
HUON AQUACULTURE GROUP LTD	1,18	0,24	27%	1,00	228,89

Fuente: Bloomberg. Elaboración propia, 2016

Dado que los múltiplos son indicadores que capturan la situación actual de la empresa, se consideró solo empresas comparables que presenten además una situación similar en el último año en términos ambientales y regulatorios. Del análisis realizado, las empresas pesqueras de Chile y Colombia cumplen estos requisitos, por lo que para la estimación de los múltiplos aplicables se determinó un EV/Ventas promedio de 1,20 y un EV/EBITDA promedio de 12,97.

Estimación múltiplos comparables

Empresa	EV/Venta	EV/EBITDA
BLUMAR SA	1,10	11,37
PESQUERA IQUIQUE-GUANAYE SA	1,30	14,57
Promedio	1,20	12,97

Fuente: Bloomberg. Dow Jones & Company. Elaboración propia, 2016

Anexo 13. Proyecciones de producción y precios

Proyecciones mundiales de pesca y derivados

	Promedio 2013-15	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Harina de pescado											
Producción de países en desarrollo (kt)	3.085	3.024	3.141	3.216	3.284	3.357	3.069	3.249	3.378	3.411	3.446
Δ%		-1,99%	3,88%	2,38%	2,13%	2,20%	-8,58%	5,89%	3,97%	0,98%	1,00%
Precio (USD/t)	1.671	1.397	1.101	1.115	1.156	1.203	1.383	1.325	1.360	1.389	1.435
Δ%		-16,38%	-21,20%	1,24%	3,75%	4,04%	14,97%	-4,19%	2,61%	2,13%	3,33%
Aceite de pescado											
Producción de países en desarrollo (kt)	468	519	533	543	552	562	508	537	557	559	562
Δ%		10,89%	2,84%	1,73%	1,70%	1,86%	-9,57%	5,59%	3,72%	0,39%	0,48%
Precio (USD/t)	1.922	1.913	1.704	1.665	1.679	1.731	1.967	1.826	1.831	1.838	1.863
Δ%		-0,48%	-10,92%	-2,27%	0,84%	3,05%	13,64%	-7,14%	0,23%	0,38%	1,37%
Pescado (para consumo)											
Producción de países en desarrollo (kt)	114.732	119.825	122.509	125.908	129.839	133.857	135.907	137.425	139.264	141.599	143.730
Δ%		4,44%	2,24%	2,77%	3,12%	3,09%	1,53%	1,12%	1,34%	1,68%	1,50%
Precio (USD/t)	1.527	1.485	1.470	1.457	1.432	1.429	1.451	1.484	1.511	1.572	1.634
Δ%		-2,74%	-1,04%	-0,86%	-1,69%	-0,26%	1,55%	2,25%	1,86%	4,04%	3,97%

Fuente: OECD-FAO Agricultural Outlook 2016-2025. Elaboración propia, 2016

Anexo 14. Información financiera de Exalmar proyectada

Estado de Ganancias y Pérdidas (no apalancado) proyectado

MM USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	160,64	138,57	142,10	148,63	156,87	163,74	165,58	174,98	180,42	187,85
Cantidad (TM)										
Harina de pescado	79.362	82.444	84.407	86.204	88.100	80.541	85.286	88.668	89.537	90.435
Aceite de pescado	15.339	15.774	16.048	16.321	16.625	15.034	15.874	16.465	16.529	16.608
Pescado (congelados)	16.143	16.504	16.962	17.492	18.033	18.309	18.514	18.762	19.076	19.363
Precio (USD/TM)										
Harina de pescado	1.361	1.072	1.086	1.126	1.172	1.347	1.291	1.325	1.353	1.398
Aceite de pescado	1.896	1.689	1.650	1.664	1.715	1.949	1.810	1.814	1.821	1.846
Pescado (congelados)	1.326	1.312	1.300	1.278	1.275	1.295	1.324	1.349	1.403	1.459
Ingresos (MM USD)										
Harina de pescado	108	88	92	97	103	109	110	117	121	126
Aceite de pescado	29	27	26	27	29	29	29	30	30	31
Pescado (congelados)	21	22	22	22	23	24	25	25	27	28
Otros	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Costo de ventas	-90,84	-77,51	-80,10	-84,55	-90,09	-93,20	-95,14	-101,62	-105,20	-110,04
Gastos de personal	-15	-16	-16	-16	-17	-15	-16	-17	-17	-17
Gastos variables	-76	-62	-64	-68	-73	-78	-79	-85	-88	-93
Utilidad bruta	69,80	61,06	62,01	64,08	66,78	70,54	70,44	73,37	75,22	77,82
Otros ingresos operativos	7,94	6,85	7,02	7,34	7,75	8,09	8,18	8,65	8,91	9,28
Gastos operativos	-33,68	-29,05	-29,79	-31,16	-32,89	-34,33	-34,72	-36,69	-37,83	-39,39
EBITDA	44,06	38,85	39,23	40,26	41,64	44,30	43,90	45,33	46,31	47,71
Depreciación	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10	-20,10
EBIT	23,96	18,75	19,14	20,17	21,54	24,20	23,81	25,23	26,21	27,62
Impuesto	-8,43	-6,43	-6,56	-6,74	-7,19	-8,08	-7,95	-8,43	-8,75	-9,22
Utilidad neta	15,53	12,32	12,57	13,43	14,35	16,12	15,86	16,80	17,46	18,39

Fuente: Elaboración propia, 2016

Capital de trabajo proyectado

MM USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Inventario mínimo	33,41	28,51	29,46	31,10	33,14	34,28	34,99	37,37	38,69	40,47
Caja mínima	13,03	11,24	11,52	12,05	12,72	13,28	13,43	14,19	14,63	15,23
Capital de trabajo	46,44	39,75	40,98	43,15	45,85	47,55	48,42	51,56	53,32	55,70
Variación de capital de trabajo	6,69	-1,24	-2,17	-2,71	-1,70	-0,86	-3,14	-1,76	-2,38	-2,48

Fuente: Elaboración propia, 2016

Flujo de caja operativo (no apalancado) proyectado

MM USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	23,96	18,75	19,14	20,17	21,54	24,20	23,81	25,23	26,21	27,62
Impuesto	-8,43	-6,43	-6,56	-6,74	-7,19	-8,08	-7,95	-8,43	-8,75	-9,22
Depreciación	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10	20,10
Variación de capital de trabajo	6,69	-1,24	-2,17	-2,71	-1,70	-0,86	-3,14	-1,76	-2,38	-2,48
Flujo de caja operativo	42,32	31,18	30,50	30,82	32,74	35,35	32,81	35,14	35,17	36,01

Fuente: Elaboración propia, 2016

Flujo de Caja Libre para la empresa (FCFF) proyectado

MM USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja operativo	42,32	31,18	30,50	30,82	32,74	35,35	32,81	35,14	35,17	36,01
Perpetuidad FCO										289,37
Flujo de caja inversiones	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967	-5,967
Perpetuidad inversiones										-47,96
FC libre para la empresa (FCFF)	36,35	25,21	24,54	24,85	26,78	29,39	26,84	29,17	29,21	271,45

Fuente: Elaboración propia, 2016

Anexo 15. Gestión de riesgos

Solo se analizan aquellos riesgos que presentan mayor magnitud y/o probabilidad de ocurrencia

Análisis y gestión de riesgos

Riesgos	Comentario
Ambientales	<ul style="list-style-type: none"> • Como resultado de la intensificación de la actividad pesquera, se aumenta el riesgo de la contaminación de petróleo y combustible, por derrames casuales. • El crecimiento de la pesca comercial para exportación a los mercados externos puede reducir la calidad o cantidad de pescado que esté disponible para el consumo local, compitiendo con los pescadores locales, y destruyendo o dañando el hábitat acuático. • El exceso de la pesca no solo reduce la existencia de especies, sean o no objeto de pesca, sino que también causa un fuerte impacto en el ecosistema marino. • Vulnerabilidad del sector ante condiciones climatológicas adversas. Por ejemplo en el año 1998 el sector se vio afectado por el fenómeno El Niño el cual provocó una disminución de 36% en la producción del sector, reflejando la menor extracción de especies destinadas a la elaboración de harina y aceite de pescado en 50%, y de especies destinadas a la elaboración de productos de consumo humano directo en 16%.
Laborales	<ul style="list-style-type: none"> • Las características distintivas de este sector ocasionan múltiples riesgos laborales a los que está expuesta la tripulación de la flota. • Teniendo en cuenta todos los accidentes con baja, es decir, leves, graves y mortales, la pesca es una actividad de siniestralidad media, aunque el número total de accidentes de trabajo en el sector pesquero no es demasiado elevado en comparación con otras ramas de actividad.
Tributarios	<ul style="list-style-type: none"> • En noviembre 2015 un grupo parlamentario de Fuerza Popular presentó el Proyecto de Ley 05005/2015-CR “Ley que proroga por un plazo de diez años el aporte social al que se refiere la primera disposición final del Decreto Legislativo 1084-Ley sobre Límites Máximos de Captura por Embarcación”, el cual actualmente se encuentra en las comisiones de Producción Micro y Pequeña Empresa y Cooperativas, y Trabajo y Seguridad Social. Este proyecto congelaría por 10 años más el pago por derecho de pesca. • De aprobarse el referido Proyecto de Ley, se mitigaría el riesgo del posible incremento del derecho de pesca. Sin embargo, aún no ha sido aprobado, y persiste la posibilidad de que se incremente el pago por derecho de pesca (como fuera la intención del anterior Ministro de la Producción Piero Ghezzi).
Administrativos y Municipales	<ul style="list-style-type: none"> • Los límites máximos de captura por embarcación son otorgados por la entidad pública (Ministerio de la Producción), y por lo tanto existe la posibilidad de que estos cambien. Si bien es un escenario improbable, el impacto sobre la producción de Exalmar y el sector pesquero sería importante.
Financieros (riesgo de mercado)	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de tipo de cambio Este riesgo está presente en las operaciones de Exalmar en tanto la mayoría de los proyectos adjudicados se pactan en dólares de Estados Unidos, mientras que la mayor parte de las obligaciones se pagan en soles. • Riesgo de inversión en mercados externos Dado que el 65% de las ventas del sector se destina al mercado externo. Un entorno internacional menos favorable podría reducir la demanda externa, deteriorar los términos de intercambio o encarecer las fuentes de financiamiento externas.
Financieros (riesgo de crédito)	<ul style="list-style-type: none"> • El riesgo de crédito surge del efectivo y equivalente de efectivo y depósitos en bancos e instituciones financieras, así como de la exposición al crédito de los clientes, que incluye los saldos pendientes de las cuentas por cobrar y a las transacciones comprometidas.
Operativos	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de concentración Concentración de las ventas de la industria a nivel de producto; esto debido a que aproximadamente 65% de las ventas provienen de harina y aceite de pescado, dichos productos dependen principalmente de la demanda ex-terna y cuyos precios muestran una alta volatilidad.

Fuente: Elaboración propia, 2016

Nota biográfica

César Ruiz Palomino

Coach ontológico integral, licenciado en Contabilidad y bachiller en Administración, actualmente se encuentra cursando la maestría en Finanzas Corporativas en la Universidad del Pacífico. Cuenta con 10 años de experiencia en áreas financieras de empresas de distintos rubros: consumo masivo, servicios, hidrocarburos, belleza y auditoría, las cuales ha alternado los últimos 7 años con la docencia. Actualmente es *coach* y consultor independiente, formador y asesor de planes de negocio en “Emprende UP” y docente a tiempo parcial en pregrado de los cursos: Proyecto Empresarial, Introducción a los Negocios y Proyección Social, en la Universidad del Pacífico.

Shulssy Bedoya Gómez

Ingeniero estadístico de profesión. Con más de 15 años de experiencia en gestión y supervisión de procesos en las áreas de Administración, Marketing, Control Metodológico, Capacitación, Comercial y Créditos en el ámbito de las microfinanzas. Actualmente es consultora independiente y gerente de Proyectos en la ONG Promujer, en la cual se desarrolla proyectos de desarrollo para la mujer.

Víctor Parra Estela

Empresario emprendedor, administrador de Negocios Internacionales por la universidad Royal Holloway, University of London y con un MBA en Administración Estratégica de Empresas y Emprendimiento por CENTRUM Católica y Babson College. Cuenta con 7 años de experiencia en el rubro de consultoría, finanzas, construcción, energía, *retail* y entretenimiento. Actualmente, se desempeña como director en diversas empresas y gerente financiero de SELEGSA