



**«VALORIZACIÓN DE AUSTRAL GROUP S. A. A.»**

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

**Presentado por**

**Sr. Rafael Ángel Benavides Benavides**

**Sr. José Walter García Zúñiga**

**Sr. Juan Carlos Moreno Jara**

**Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Márquez**

**2018**

Dedicamos este trabajo de investigación a nuestras familias y amigos más cercanos, quienes con su motivación nos inspiran en nuestro desarrollo profesional.

Los integrantes de este grupo de trabajo siempre mantendremos un gran sentimiento de gratitud hacia los profesores y jefes de práctica del programa, los colaboradores de la facultad y de la universidad en general. Asimismo, queremos agradecer a nuestros compañeros con quienes compartimos clases, evaluaciones y largas jornadas de estudio.

## **Resumen ejecutivo**

De acuerdo a estadísticas de la FAO, en la última década la producción mundial correspondiente a los sectores de pesca y acuicultura tuvo un crecimiento de 24%. Asimismo, según cifras de la misma entidad, China es largamente el primer país pesquero del mundo con una producción promedio que superó las 13 millones de toneladas (t) anuales en el período 2003-2014; sin embargo, en el mismo período el Perú ocupó el segundo lugar con una producción promedio por encima de las 6,4 millones de t, seguido por países como EE. UU. e Indonesia.

En consecuencia, el Perú es también uno de los principales exportadores de harina y aceite de pescado, y concentra alrededor del 25% de la producción mundial de estos insumos, demandados principalmente por ser una importante fuente de proteínas. Lo anterior se debe a los elevados volúmenes de pesca de anchoveta en nuestro país (su principal materia prima), la cual es regulada por un sistema de cuotas de pesca otorgadas por el gobierno.

El rol protagónico de la pesca peruana a nivel mundial nos motivó a escoger esta industria especializada y de características únicas, como la disponibilidad del recurso hidrobiológico y la regulación para su extracción. Estos aspectos hacen particularmente difícil pronosticar los niveles de producción y precios de la harina y aceite de pescado, que además son afectados por fenómenos climatológicos, oceanográficos y hasta políticos.

El objetivo de la investigación es la estimación del valor de las acciones de Austral Group S. A. A., una de las seis compañías pesqueras más grandes del sector entre las cuales se concentra cerca del 70% de las licencias de pesca a nivel nacional, y que forma parte del grupo noruego Austevoll Seafood ASA, dedicado a la captura, producción y comercialización de alimentos e ingredientes marinos a nivel mundial. Sin embargo, la poca disponibilidad del recurso en nuestro mar, las bajas cuotas otorgadas por el gobierno, el efecto de los fenómenos de El Niño durante el primer trimestre del 2015 y 2016, entre otros, ocasionaron que al igual que otras empresas de la industria, Austral Group haya tenido una tendencia negativa en su desempeño financiero en los últimos cinco años previos al 2017, en los cuales sus ventas, márgenes y utilidad se vieron deteriorados. Al año 2017, las ventas de la compañía llegaron a S/ 469.2 millones, que representa un 18% de crecimiento respecto del año anterior, aunque promedia junto con los cuatro años anteriores una reducción de 6% en ventas en dicho quinquenio. El precio de la acción llegó a S/ 1,50 al cierre del 2017.

Para efectos de la valorización y del análisis financiero de Austral Group, se han utilizado supuestos y proyecciones basados en los estados financieros auditados, así como la metodología de flujo de caja descontado (DFC), analizando la empresa como *stand alone*, con la cual obtuvimos un resultado de S/ 1,37, inferior al valor de cierre del 2017 que fue de S/ 1,50. Adicionalmente, se utilizó el método de múltiplos comparables (EV/Ebitda), que aplicado a la matriz del grupo, Austevoll Seafood, presenta un resultado de S/ 1,55 por acción, precio superior al precio de cierre de la acción del 2017.

## Índice

<b>Índice de tablas .....</b>	<b>ix</b>
<b>Índice de gráficos .....</b>	<b>x</b>
<b>Índice de anexos .....</b>	<b>xi</b>
<b>Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo I. Descripción del negocio .....</b>	<b>2</b>
1. Giro del negocio.....	2
2. Líneas del negocio .....	2
2.1 Consumo humano indirecto (CHI).....	2
2.2 Consumo humano directo (CHD) .....	3
3. Proceso productivo.....	3
4. Clientes.....	5
5. Áreas geográficas y plantas.....	5
6. Accionistas y Directorio.....	5
7. Ciclo de vida .....	6
8. Análisis de la cadena de valor .....	7
<b>Capítulo II. Análisis del macroambiente y análisis FODA.....</b>	<b>8</b>
1. Macroambiente internacional.....	8
1.1 Crecimiento mundial en los últimos años .....	8
1.2 Captura de pesca a nivel mundial.....	8
1.3 Producción de harina y aceite de pescado.....	9
2. Macroambiente doméstico .....	9
2.1 Crecimiento del Perú y del sector pesquero .....	9
2.2 Sector pesquero .....	10
2.3 Cuotas de pesca.....	10

3. Análisis FODA.....	11
3.1 Matriz EFI.....	11
3.2 Matriz EFE.....	11
3.3 Matriz FODA.....	11
<b>Capítulo III. Descripción y análisis de la industria.....</b>	<b>12</b>
1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter.....	12
2. Matriz Boston Consulting Group (BCG).....	12
3. Principales competidores.....	13
4. Participación de mercado.....	13
<b>Capítulo IV. Posicionamiento competitivo.....</b>	<b>14</b>
1. Visión, misión y valores.....	14
2. Propuesta de valor y Modelo de negocio - modelo Canvas.....	14
3. Ventajas comparativas y competitivas.....	14
4. Gobierno corporativo.....	15
5. Responsabilidad social empresarial.....	15
<b>Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión.....</b>	<b>16</b>
1. Análisis financiero de la empresa.....	16
1.1 Evolución de las ventas.....	16
1.2 Evolución de los precios.....	17
1.3 Evolución de los costos.....	17
1.4 Análisis de ratios.....	19
1.5 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM).....	22
2. Características de la inversión de la empresa.....	22
2.1 Análisis del financiamiento.....	23

<b>Capítulo VI. Valorización.....</b>	<b>24</b>
1. Supuesto de proyección.....	24
2. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC).....	24
3. Métodos de valorización .....	24
4. Justificación del método seleccionado .....	25
5. Resultados de la valorización.....	25
6. Método de múltiplos comparables .....	25
<b>Capítulo VII. Análisis de riesgos.....</b>	<b>27</b>
1. Riesgos financieros .....	27
1.1 Riesgo de mercado.....	27
1.2 Riesgo de liquidez.....	27
2. Riesgos no financieros .....	27
3. Análisis de sensibilidad.....	28
<b>Conclusiones y recomendaciones.....</b>	<b>29</b>
1. Conclusiones .....	29
2. Recomendaciones.....	29
<b>Bibliografía .....</b>	<b>30</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>33</b>
<b>Nota biográfica .....</b>	<b>68</b>



## Índice de tablas

Tabla 1. Capacidad de plantas de Austral Group .....	5
Tabla 2. Obligaciones financieras 2015-2016.....	23
Tabla 3. Costo de capital y WACC.....	24
Tabla 4. Valor patrimonial de Austral.....	25
Tabla 5. Múltiplos comparables – EV/Ebitda.....	26
Tabla 6. Cálculo de cuota pesquera.....	53
Tabla 7. Precios históricos de harina y aceite de pescado (en dólares estadounidenses, por tonelada) .....	54
Tabla 8. Precios futuros de harina y aceite de pescado (en dólares estadounidenses, por tonelada) .....	54
Tabla 9. Betas de pesqueras emergentes .....	55
Tabla 10. Préstamo de largo plazo .....	56
Tabla 11. Estado de resultados real y proyectado .....	58
Tabla 12. Estado de situación financiera real y proyectado .....	60
Tabla 13. Estado de flujo de efectivo real y proyectado (en miles de soles) .....	62
Tabla 14. Método comparable ratio P/E .....	64
Tabla 15. Múltiplo comparable EV/Ebitda .....	65
Tabla 16. Sensibilidad Precio Harina de pescado .....	66
Tabla 17. Sensibilidad cuota .....	66
Tabla 18. Escenario 1: Beta desapalancado vs. g terminal .....	66
Tabla 19. Escenario 2: Estructura de deuda vs. <i>risk premium</i> .....	67

## Índice de gráficos

Gráfico 1. Ciclo productivo .....	4
Gráfico 2. Evolución del precio de la acción .....	6
Gráfico 3. Evolución de la cuota pesquera (en miles de toneladas).....	10
Gráfico 4. Diagrama de Porter .....	12
Gráfico 5. Evolución de ventas .....	16
Gráfico 6. Evolución de las ventas según su destino .....	16
Gráfico 7. Ventas por unidad de negocio.....	17
Gráfico 8. Evolución de costos .....	18
Gráfico 9. Composición de los costos y gastos.....	18
Gráfico 10. Ratios de liquidez.....	19
Gráfico 11. Ratios de cobertura .....	20
Gráfico 12. Ratios de actividad (expresado en días).....	20
Gráfico 13. Ratios de rentabilidad de negocio (expresado en porcentaje de ventas) .....	21
Gráfico 14. Ratios de solvencia .....	22
Gráfico 15. WACC calculado .....	57

## Índice de anexos

Anexo 1. Resumen del proceso productivo de las conservas.....	34
Anexo 2. Distribución de ventas por destino (exportaciones de Austral).....	35
Anexo 3. Organigrama de la empresa y principales gerencias.....	36
Anexo 4. Ciclo de vida.....	37
Anexo 5. Cadena de valor.....	38
Anexo 6. Mayores países pesqueros, según FAO (2014).....	39
Anexo 7. PBI Real por sectores (en miles de millones de soles).....	40
Anexo 8. Exportaciones tradicionales por sector.....	41
Anexo 9. Matriz EFI.....	42
Anexo 10. Matriz EFE.....	43
Anexo 11. Matriz FODA.....	44
Anexo 12. Fuerzas competitivas de la industria de Austral Group (Porter, 2007).....	45
Anexo 13. Matriz Boston Consulting Group (BCG).....	47
Anexo 14. Cuota asignada a principales empresas pesqueras.....	48
Anexo 15. Lienzo modelo de negocio Canvas.....	49
Anexo 16. Necesidades operativas y variación en el fondo de maniobra.....	50
Anexo 17. Supuestos de la proyección.....	51
Anexo 18. Estimación de la cuota de pesca, cálculo de ingresos y costos.....	52
Anexo 19. Cálculo de la tasa WACC.....	55
Anexo 20. Método de flujo de caja descontado.....	58
Anexo 21. Método de múltiplos comparables.....	64
Anexo 22. Análisis de sensibilidad.....	66

## **Introducción**

El trabajo de investigación busca determinar el valor de la acción de Austral Group S. A. A. al 31 de diciembre del 2017.

Austral Group es una sociedad anónima abierta constituida en 1996, subsidiaria del grupo económico Austevoll Seafood ASA, de origen noruego, una de las principales compañías globales de pesca que opera en el Perú, Noruega, Escocia y Chile. El objeto de Austral es la extracción, procesamiento y comercialización de especies hidrobiológicas, destinadas al consumo humano directo (conservas y congelado) y especialmente al consumo humano indirecto (harina y aceite de pescado).

La empresa cuenta con seis plantas de producción de harina y aceite de pescado, de las cuales solo tres están operativas: dos plantas para la producción de conservas y una planta de congelados. Las plantas están distribuidas a lo largo del litoral.

Para el abastecimiento de estas plantas, la empresa dispone además de veintiuna embarcaciones pesqueras y licencias para la pesca de anchoveta equivalentes al 6,9% de la cuota otorgada por el Ministerio de la Producción para el caso de la zona norte-centro y 3,9% para la zona sur.

El precio de la acción al cierre del 2017 fue de S/ 1,50. Las acciones de Pesquera Austral S. A. empezaron a cotizar en la Bolsa de Valores de Lima a mediados de febrero de 1997 y el precio de apertura fue de S/ 3,92.

En el 2017 las ventas de Austral ascendieron a 469 millones de soles, lo cual significó un aumento del 18% en comparación al año anterior. El promedio de las ventas de los últimos cinco años ascendió alrededor de los 500 millones de soles.

Austral opera con un modelo de dirección que engloba las actividades de toda la empresa y sus procesos, y toma en cuenta el impacto sobre la comunidad y sus *stakeholders*. Para asegurar la sostenibilidad, la empresa actúa recíprocamente con la comunidad para crear el crecimiento económico, ambiental y social de un modo responsable. Este es uno de los motivos por el cual Austral figura en el *ranking* de las empresas superiores en innovación y la ecoeficacia en la pesca responsable.

## **Capítulo I. Descripción del negocio**

### **1. Giro del negocio**

Austral Group es una empresa pesquera dedicada a la captura, producción y comercialización de alimentos e ingredientes marinos a nivel mundial.

La empresa forma parte del grupo noruego Austevoll Seafood ASA, el cual se encuentra listado en la Bolsa de Valores de Oslo y cuenta con operaciones en cuatro países: Noruega, Reino Unido, Chile y Perú.

### **2. Líneas del negocio**

Los productos más importantes de la empresa se encuentran principalmente en la línea de consumo humano indirecto (CHI): harina y aceite de pescado; sin embargo, hasta el 2015 tenía bastante activa su línea de consumo humano directo (CHD), pero se tomó la decisión de discontinuar esta línea: conservas, congelados y pescado fresco. A continuación explicaremos en qué consisten ambas líneas, aunque la de CHD no tenga mayor impacto en los ingresos de la empresa.

#### **2.1 Consumo humano indirecto (CHI)**

- **Harina de pescado**

Es obtenida del procesamiento de algunas especies de pescado, luego de su cocción, prensado, molienda y de eliminar su exceso de agua y aceite.

Es el producto de mayor importancia, demandado en el mundo como uno de los principales insumos para la fabricación de alimentos balanceados como engorde en la crianza de animales debido a su alto contenido de proteínas. Cada año supera normalmente el 70% del valor de las ventas de la empresa.

Las exportaciones de harina de pescado de Austral en el 2017 ascendieron a 83.222 t, lo que significó un incremento de 59% comparado al año anterior.

Los precios de la harina están expuestos a la fluctuación del *commodity* en el mundo, aunque en los últimos cuatro años el promedio de la harina de calidad FAQ (secada a fuego directo, estándar) fue de US\$ 1.538 por t, mientras que normalmente las calidades *prime* y *super prime* (secada a

vapor) pagan una prima que bordea el 20% adicional, según valores de la International Fishmeal and Fish Oil Organization (IFFO).

Las exportaciones de harina tuvieron un precio promedio de US\$ 1.430 en el 2017, que fue inferior en 11% al registrado el año anterior (US\$ 1.598 por t). El destino más importante de sus exportaciones de harina de pescado fue el continente asiático, principalmente China.

- **Aceite de pescado**

Es un producto derivado de la producción de harina y que surge como resultado de la separación de líquidos de la harina mediante un proceso de centrifugado. En este proceso también es separado el aceite que es además refinado mediante la estabilización con antioxidantes.

Es el segundo producto de importancia de la compañía, pues junto con la harina alcanza cerca del 90% del valor de ventas total de Austral, cuya producción anual promedio es de 10.000 t en los últimos cuatro años; en el 2017 las ventas alcanzaron las 11,432t.

El precio de venta promedio del aceite de pescado en el 2017 fue de US\$ 1.502 por t, inferior en 46% al precio promedio obtenido el año anterior.

## **2.2 Consumo humano directo (CHD)**

Como indica su nombre, la venta de los productos de esta línea está destinada a la alimentación humana. Estas son muy poco relevantes para explicar la composición de ventas e ingresos de Austral Group, en particular porque en el 2015 la alta dirección de la empresa tomó la decisión de suspender la operación ligada a la producción de conservas.

## **3. Proceso productivo**

Los procesos productivos de las principales líneas de productos comercializados en este sector y un resumen de su proceso productivo se encuentran descritos a manera de resumen a continuación:

- **Harina de pescado**

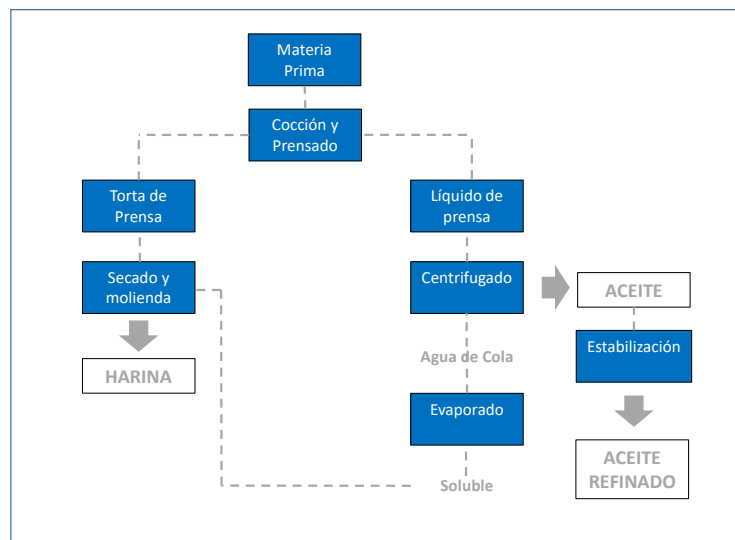
Es obtenida del procesamiento de algunas especies de pescado, luego de su cocción, prensado, molienda, y de eliminar el exceso de agua y aceite que puedan contener. Sirve como principal

materia prima para la elaboración de alimentos balanceados como engorde en la crianza de animales debido a que tiene una alta concentración de proteínas y grasas.

- **Aceite de pescado**

Es un producto derivado de la producción de harina, y que surge como resultado de la separación de líquidos de la harina mediante un proceso de centrifugado. En este proceso también es separado el aceite que es además refinado, estabilizándolo mediante antioxidantes, para su posterior comercialización. Un diagrama de proceso que resume el ciclo productivo de los dos anteriores productos se muestra en el siguiente gráfico:

**Gráfico 1. Ciclo productivo**



Fuente: Elaboración propia, 2018.

- **Conservas**

Se obtiene como resultado del envasado del pescado, luego de pasar por procesos de limpieza, cocción y selección. Este proceso ayuda a preservar la calidad de cualquier alimento que se procese, de tal manera que se mantengan en las mejores condiciones por un largo periodo de tiempo. Se comercializa para consumo humano directo. En el Anexo 1 se resume el proceso productivo de las conservas.

#### 4. Clientes

En el 2017 la exportación de productos de CHI representó alrededor del 98% mientras que las ventas locales solo el 2%. En el caso de los productos de CHD, las ventas al exterior representaron un 72% del total de las ventas de ese año, mientras que las locales el 28% restante.

En los últimos cinco años, los principales destinos de exportación de CHI han sido China (41,5%), Japón (12,2%), Alemania (9,5%), Chile (7,5%), entre otros. En el Anexo 2 se muestra de mejor manera esta distribución de las ventas por destino.

#### 5. Áreas geográficas y plantas

En la actualidad, Austral cuenta con seis plantas de producción de harina y aceite de pescado de las cuales solo cuatro están operativas: dos plantas para la producción de conservas y una planta de congelados. Estas se encuentran estratégicamente distribuidas a lo largo del litoral. Las plantas de la empresa son las siguientes:

**Tabla 1. Capacidad de plantas de Austral Group**

Planta	Harina	Conservas	Congelados
Planta Chicama (*)	45t/hora		
Planta Coishco (**)	160 t/hora	15.029 cajas por turno	475 t/día
Planta Huarney (*)	113 t/hora		
Planta Chancay	100 t/hora		
Planta Pisco	120 t/hora	9.600 cajas por turno	
Planta Ilo	100 t/hora		
<b>Total</b>	<b>638 t/hora</b>	<b>24.626 cajas por turno</b>	<b>475 t/día</b>

(\*) Plantas con operaciones de CHI suspendidas. (\*\*) Planta con operación de conservas suspendidas.

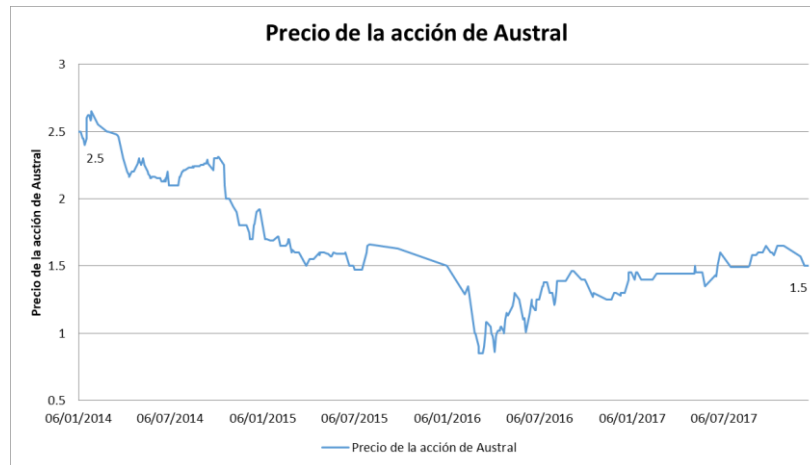
Fuente: Elaboración propia sobre la base de la *Memoria Anual* (2016) de Austral Group S. A. A., 2018.

#### 6. Accionistas y Directorio

Al cierre del 2016, la empresa contaba con 259.003.254 acciones comunes con un valor nominal de S/ 1,50, todas con los mismos derechos, inscritas en la Bolsa de Valores de Lima. Por otro lado, el precio de la acción cotizaba al 20 de diciembre del 2017 en S/ 1,50 como se aprecia en el gráfico siguiente:



## Gráfico 2. Evolución del precio de la acción



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Bolsa de Valores de Lima, 2018.

En los últimos años, la acción ha caído en línea con sus resultados financieros, los cuales en el período 2014-2017 ha reducido fuertemente tanto de sus ingresos como sus resultados netos.

Por el lado de los accionistas, el principal accionista es Dorgdone Holdings Inc., domiciliado en Panamá y que pertenece a Austevoll Seafood ASA., con un total de 89,35%. Es el único accionista con una participación mayor al 5% (89,35%).

El Directorio está conformado por los señores Arne Mogster y Helge Singelstad, vinculados al grupo matriz, además de tres directores independientes: Sr. Esteban Urcelay Alert, Sr. Gianfranco Castagnola Zúñiga y la Sra. María Jesús Hume Hurtado.

Las funciones que desempeñan y la estructura del organigrama de la compañía se presentan en el Anexo 3.

## 7. Ciclo de vida

En función de las ventas y utilidades de la empresa, se podría deducir el ciclo de vida de los principales productos de la empresa. En el caso de la harina de pescado, que es el principal producto de comercialización de la empresa, se podría decir que se encuentra en la etapa de madurez, con ventas y márgenes importantes. Por otro lado, el aceite de pescado se encuentra en etapa de crecimiento, debido a su demanda y márgenes crecientes. En el mismo sentido, los productos congelados y frescos se encuentran en la etapa de decadencia. El Anexo 4 explica lo indicado.

Es importante aclarar que en el caso de los productos de CHI, el volumen de ventas y sus márgenes están condicionados a los niveles de captura o pesca de la empresa.

## **8. Análisis de la cadena de valor**

Al analizar la operación de la empresa, se pueden identificar las principales actividades dentro de su cadena de valor. Entre estas se encuentran el sistema de abastecimiento de materia prima, el cuidado de la calidad en el proceso productivo, las inversiones para el mantenimiento de sus activos y las operaciones ligadas a las ventas.

Respecto al abastecimiento de materia prima, la compañía cuenta con más de una veintena de embarcaciones preparadas para la captura de pesca, además de fábricas a lo largo del litoral que le permitan recibir la pesca capturada. Asimismo, cuenta con amplia capacidad producción en plantas, donde el cuidado de la calidad es importante para rescatar un mejor porcentaje de proteínas y obtener un mejor producto. Debido a ello, la empresa invierte anualmente en el mantenimiento adecuado de sus embarcaciones, equipos hidráulicos, equipos de frío, redes de pesca, tanques de refinado, calderos y otros equipos necesarios para llevar a cabo sus actividades del *core*. Finalmente, al tener asegurado el producto y su calidad, hace uso de red de comercialización para colocar sus productos por todo el mundo, en sus clientes estratégicos.

La cadena de valor descrita y las actividades transversales de soporte para llevarlas a cabo se encuentran en el Anexo 5.

## **Capítulo II. Análisis del macroambiente y análisis FODA**

### **1. Macroambiente internacional**

#### **1.1 Crecimiento mundial en los últimos años**

La economía mundial se expandió en un 2,2% en 2016, la menor tasa de crecimiento desde la Gran Recesión del 2009. Entre los factores que están afectando el desempeño de la economía mundial se pueden mencionar el débil ritmo de la inversión, la disminución en el crecimiento del comercio internacional, el lento crecimiento de la productividad y los elevados niveles de deuda. Asimismo, los bajos precios de las materias primas han intensificado estos problemas en muchos países exportadores de materias primas desde mediados del 2014, mientras que los conflictos y las tensiones geopolíticas continúan afectando las perspectivas económicas en varias regiones (Naciones Unidas 2017).

#### **1.2 Captura de pesca a nivel mundial**

La producción promedio entre el 2009 y el 2014 se aproximó a las 160 millones de toneladas, de lo cual un 86% fue dirigido al consumo humano y un 14%, a usos no alimentarios. Entre los principales países pesqueros en el mundo se encuentran China, Perú, EE. UU., Indonesia, Rusia, entre otros. El Anexo 6 muestra la participación de estos países pesqueros a nivel mundial.

Asimismo, millones de personas en todo el mundo encuentran una fuente de ingresos y medios de vida en el sector de la pesca y la acuicultura. En el 2014, el número de personas a nivel mundial que trabajaban en el sector primario de la pesca y la acuicultura era de 56,6 millones de personas (FAO 2016).

De esta fuerza de trabajo, la proporción de personas que trabajaban en la pesca extractiva y acuicultura, fue variando en los últimos años, teniendo que desde 1990 al 2014, la proporción de personas que trabajaban en acuicultura pasó del 17% al 33%. Esto se debe que a partir de dicho año, la producción de la pesca de captura se estancó en un promedio de 80 millones de toneladas mientras que la acuicultura fue en ascenso desde niveles de 100 millones de toneladas en el 1990 a más de 160 millones de toneladas en el 2014.

### **1.3 Producción de harina y aceite de pescado**

Una proporción significativa de la producción pesquera mundial se transforma en harina y aceite de pescado y, por lo tanto, contribuye de forma indirecta al consumo humano cuando estos productos se utilizan como pienso en la acuicultura y la ganadería.

La producción de harina de pescado alcanzó su máximo en 1994 con 30,1 millones de toneladas y desde entonces ha seguido una tendencia fluctuante, pero en general descendente. En 2014, la producción de harina de pescado fue de 15,8 millones de toneladas como consecuencia de la disminución de las capturas de anchoveta.

Debido a la creciente demanda de harina y aceite de pescado, en particular por la industria de la acuicultura, junto con la subida de los precios, está aumentando la harina obtenida a partir de subproductos de pescado, que anteriormente se solían desechar pero disminuyendo la producción de harina de pescado convencional. Entre el 2012 y el 2014 se mostraron los picos de precios más altos para la harina de pescado: se pasó los US\$ 2,360 por tonelada métrica de este producto. A partir del 2015 el precio internacional de la harina de pescado fue cayendo de la mano de la producción de harina de pescado por parte del Perú, el principal productor a nivel mundial (tiene más del 20% de la producción mundial). El precio de la harina de pescado alcanzó su nivel más bajo en los últimos cinco años en el primer trimestre del 2017: US\$ 1,068 por tonelada métrica (Banco Mundial 2017).

## **2. Macroambiente doméstico**

### **2.1 Crecimiento del Perú y del sector pesquero**

El Perú ha venido teniendo tasas de crecimiento positivas en el último quinquenio; sin embargo, el crecimiento de estos últimos cinco años ha sido menor al quinquenio inmediato anterior, particularmente el 2017, en que se ha manifestado una desaceleración de la economía en general. Lo anterior ha sido agravado por eventos externos políticos (la competencia de poderes legislativo y ejecutivo a nivel de gobierno y escándalos de corrupción) y climáticos (las fuertes lluvias y huacos en el litoral norte-centro de nuestro país por efecto del fenómeno de El Niño). Esto ha generado que las expectativas de crecimiento para el 2017 se reduzcan hacia niveles de entre 2,9% y 3,5% entre los principales agentes económicos del mercado. Esto se viene alejando un poco del 3,9% logrado a fines del 2016, según data del BCRP, y se asemeja más al 3,2% de crecimiento generado en el 2015.

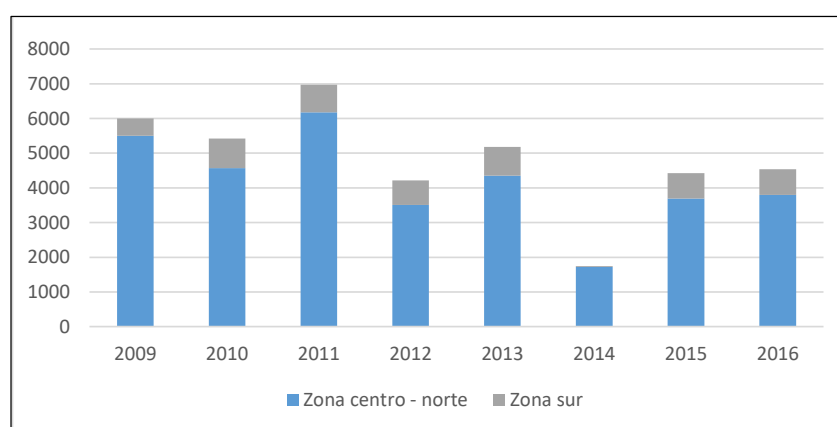
## 2.2 Sector pesquero

Dentro de este crecimiento, la pesca no ha representado un porcentaje importante como componente del PBI. Como se puede apreciar en el Anexo 7, año tras año la participación de la pesca comenzó a descender con respecto a sus datos históricos. Un factor importante que afecta la disminución es el desembarque de la pesca de anchoveta, como consecuencia de la menor cantidad de cuota otorgada por el Gobierno, y menos cantidad capturada. Esto dio como resultado una menor venta de los productos mencionados y es por eso que el porcentaje en la participación en las exportaciones es menor a los años anteriores. El Anexo 8 muestra el porcentaje de los productos pesqueros como componente de las exportaciones.

## 2.3 Cuotas de pesca

El Ministerio de la Producción (Produce), previa recomendación del Instituto del Mar del Perú (Imarpe), es la entidad encargada de otorgar los permisos para las actividades extractivas que se desarrollan en nuestro litoral. Hasta el 2008 la pesca de anchoveta en el Perú se desarrollaba bajo un sistema de cuota global: todas las embarcaciones competían para capturar la mayor cantidad de anchoveta en el menor tiempo posible. A partir del 2009 se asigna un porcentaje máximo de extracción por cada embarcación pesquera en función de su récord histórico de pesca y su capacidad de bodega. El siguiente gráfico muestra la evolución de las cuotas de pesca otorgadas por el Gobierno en los últimos años:

**Gráfico 3. Evolución de la cuota pesquera (en miles de toneladas)**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Produce, 2018.

### **3. Análisis FODA**

Presenta las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de una empresa. Antes del análisis FODA se deben realizar las matrices de factores internos (MEFI) y externos (MEFE).

#### **3.1 Matriz EFI**

Del análisis interno de la empresa, se procedió a identificar las principales fortalezas y debilidades de la empresa, que se detallan en el Anexo 9. De las principales fortalezas, resalta que Austral presenta una infraestructura propia y presencia nacional e internacional como uno de los principales actores de la pesca en el Perú. Como debilidades, se halló que la concentración solo en harina y aceite de pescado y la poca búsqueda de innovación en nuevos productos son los principales puntos en los que la empresa carece de capacidad de reacción.

#### **3.2 Matriz EFE**

Del análisis del macroambiente externo, se deduce que las principales oportunidades de las empresas peruanas de pesca están con China, donde va el mayor porcentaje de exportaciones tanto de harina como aceite de pescado. Las principales amenazas están dadas por factores que la empresa no puede controlar como los factores políticos que regulan la asignación de las cuotas y pueden cambiar según el Gobierno de turno. Asimismo, los factores climatológicos son incontrolables y de consecuencias perjudiciales para el sector (por ejemplo, el fenómeno de El Niño). Ver el Anexo 10.

#### **3.3 Matriz FODA**

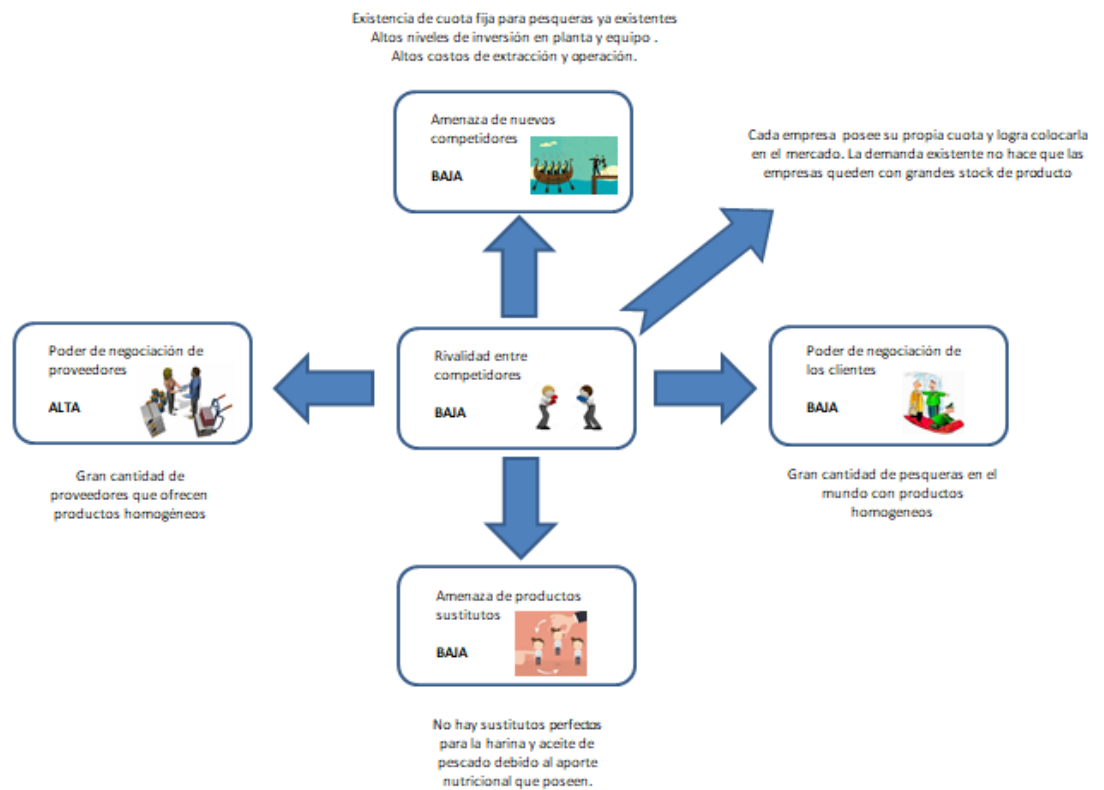
De la combinación de ambas matrices se consolida la matriz FODA que se puede apreciar en el Anexo 11, la cual da una visión de cómo la empresa a través de sus fortalezas puede aprovechar las oportunidades (la estrategia 1 manifiesta aprovechar el crecimiento de China), reducir amenazas (la estrategia 3 sostiene la importancia de revisar contratos de futuros para evitar la volatilidad del precio de la harina). Las debilidades pueden reducirse al enfocarse en oportunidades (la estrategia 2 manifiesta migrar a sectores como la acuicultura que está en crecimiento y dejar el CHD). Las debilidades junto con las amenazas permiten planificar cómo combatirlas o buscar que no afecten en mayor medida a la empresa (la estrategia 4 plantea una revisión general de otros sectores o unidades de negocio).

## Capítulo III. Descripción y análisis de la industria

### 1. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Según Porter (1997), el aspecto clave del entorno de la empresa es el sector industrial en el cual compete y la competencia en un sector industrial depende de cinco fuerzas competitivas básicas. En el Anexo 12 se describen las características del entorno de Austral sobre la base de la teoría de Porter. El siguiente gráfico busca resumir dicha descripción:

Gráfico 4. Diagrama de Porter



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Porter, 2018.

### 2. Matriz Boston Consulting Group (BCG)

Según las unidades de negocio que presenta la empresa, se observa que aquel producto que tiene mayor perspectiva de crecimiento y una alta cuota de mercado es el aceite de pescado. La harina de pescado es el producto que genera más de la mitad de las ventas de la empresa pero crece en menor medida que el aceite.

Por el lado de los productos de CHD, vemos que son aquellos que año a año generan pérdidas a la empresa y hasta han salido de producción como el caso de las conservas. Estos productos entran en la categoría de perro que significa que no tienen participación de mercado ni perspectivas de crecimiento. En el Anexo 13 se incluye la matriz que resume lo explicado.

### **3. Principales competidores**

Los productos de Austral se comercializan tanto en el Perú como en más de 35 países, de los cinco continentes.

En el mercado internacional compete con las principales harineras de pescado nacional, empresas chilenas y algunas empresas asiáticas. Los *brokers* que manejan el mercado asiático (especialmente los de Hong Kong) influyen en el precio de la harina de pescado internacional en función a los inventarios que manejan las principales fábricas del Perú y las demandas asiáticas de este insumo.

Las principales competidoras de Austral Group a nivel nacional son las otras cinco pesqueras industriales: Tasa, China Fishery Group (propietaria también de Copeinca), Pesquera Hayduk, Pesquera Exalmar y Pesquera Diamante.

### **4. Participación de mercado**

Una forma de medir la participación es a través de la cuota que posee cada una de las principales pesqueras. El Anexo 14 muestra los principales competidores en el mercado y el nivel de cuota que tienen asignado.



## **Capítulo IV. Posicionamiento competitivo**

### **1. Visión, misión y valores**

- **Visión**

Ser reconocidos como la empresa pesquera líder en la elaboración de productos alimenticios de alta calidad (Austral 2016).

- **Misión**

Satisfacer las necesidades y expectativas de nuestros clientes con productos de alta calidad sobre la base de un equipo humano comprometido con la sostenibilidad de los recursos pesqueros a través de una operación eficiente, ambiental y socialmente responsable, en un contexto de creación de valor e innovación (Austral 2016).

- **Valores**

Trabajo en equipo, compromiso, integridad y responsabilidad.

### **2. Propuesta de valor y modelo de negocio - modelo Canvas**

Austral tiene como propuesta de valor la oferta de productos con altos niveles de proteínas alcanzados por elevados estándares de calidad en el proceso productivo, con una adecuada segmentación para abarcar diversos mercados. Sus principales clientes son compañías productoras de alimentos balanceados, demandantes de proteínas y, en menor medida, para uso médico-farmacéutico. La empresa mantiene relaciones con proveedores de materia prima sin capacidad de producción, así como sus colaboradores clave de tripulación. En el Anexo 15 se detallan los nueve módulos que tratan de describir las bases del negocio de Austral, bajo la perspectiva del lienzo de negocio Canvas.

### **3. Ventajas comparativas y competitivas**

Un análisis de las ventajas de la empresa en cuanto a los recursos y capacidades de la empresa para su operación, según la perspectiva de la matriz VRIO, nos permite analizar las ventajas competitivas y comparativas que esta tiene.

De esta manera podemos encontrar que Austral Group presenta ventajas competitivas sostenibles en el abastecimiento de materia prima, gracias a las licencias que posee, la capacidad de sus

embarcaciones y la negociación que mantiene con terceros. Por otro lado, mantiene ventajas competitivas temporales en el volumen de su operación, debido a la escala de sus plantas de procesamiento, en menor medida a la ubicación de sus plantas y principalmente a los bajos costos de fondeo para financiar sus operaciones.

#### **4. Gobierno corporativo**

Austral Group S. A. A. cuenta con programas de retención de talentos, programas de capacitación y convenios con universidades e institutos. Todos estos beneficios para sus colaboradores están alineados con su misión, visión y metas estratégicas.

Austral cuenta con su Sistema de Seguridad y Salud en el Trabajo alineado al Artículo 33 de la Ley N° 29783, que señala: «Que dentro de los registros obligatorios del Sistema de Gestión de Seguridad y Salud en el Trabajo se encuentra el registro del monitoreo de agentes físicos, químicos, biológicos, psicosociales y factores de riesgo disergonómicos».

Austral está comprometida en brindar un servicio de calidad a todos sus clientes y periódicamente mide el nivel de satisfacción de sus clientes a través de encuestas. La empresa solo negocia con proveedores que se encuentren alineados con su misión, visión, valores y políticas de calidad.

#### **5. Responsabilidad social empresarial**

Los programas de responsabilidad social de Austral se basan en cuatro líneas de acción: educación y empleo, nutrición y salud, medio ambiente y desarrollo social.

Austral invierte constantemente en tecnologías que ayuden a minimizar el impacto de sus efluentes, emisiones y residuos para preservar el medio ambiente. La empresa solo utiliza el agua potable en sus áreas administrativas, en todas sus demás áreas y actividades de operación utiliza el agua de pozo.

Austral gestiona sus residuos sólidos bajo el marco de la Ley N° 27314: Ley General de Residuos (Austral 2016).

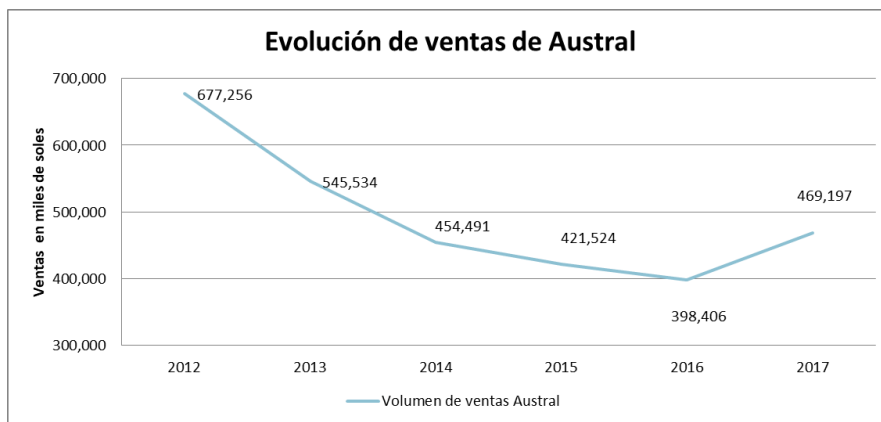
## Capítulo V. Análisis financiero y características de la inversión

### 1. Análisis financiero de la empresa

#### 1.1 Evolución de las ventas

En el análisis de los últimos seis años se observa que los ingresos de la compañía han ido en decremento, acumulando un total de 47% de disminución entre el 2012 y el 2017.

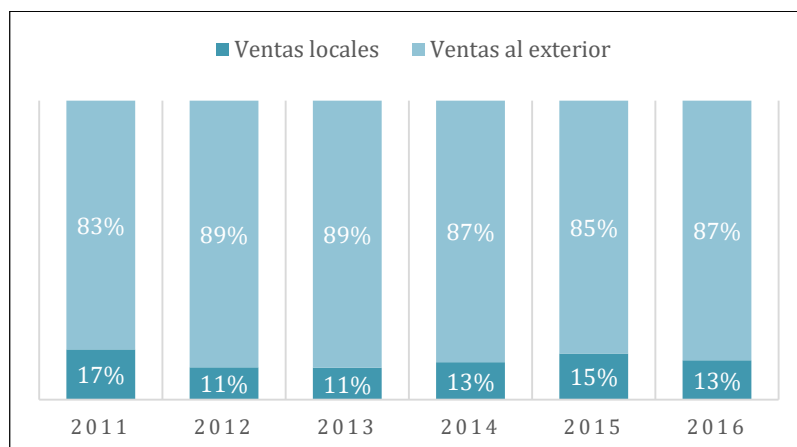
**Gráfico 5. Evolución de ventas**



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

En su mayoría, la empresa presenta mayor participación en sus ventas en el extranjero comparado a nivel local.

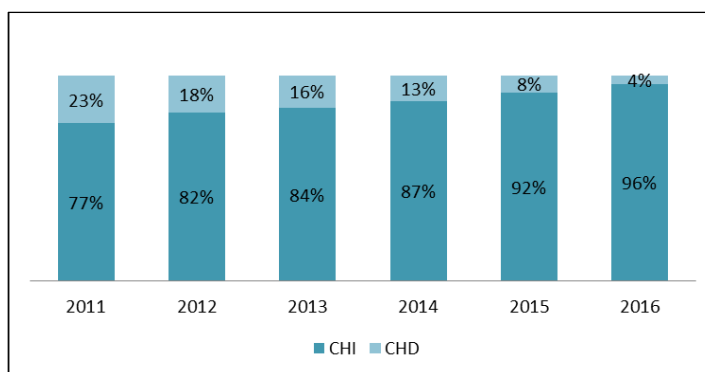
**Gráfico 6. Evolución de las ventas según su destino**



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

Las ventas analizadas por su consumo (CHD y CHI) muestran mayor concentración en los productos de CHI, su participación en el 2011 es del 77% de las ventas y en el 2016 se alcanzó el 96% de las ventas, producto de la disminución y cierre de producción de las líneas de conservas.

### Gráfico 7. Ventas por unidad de negocio



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

### 1.2 Evolución de los precios

Entre el 2011 y el 2015 los precios de la harina y el aceite de pescado han ido incrementándose, a excepción del 2016 (bajó 11% con respecto al año anterior).

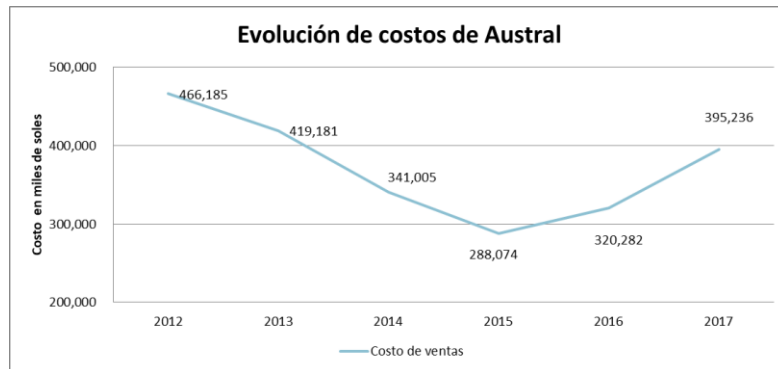
El alza en estos años se debió principalmente a la tendencia a la baja de la producción de harina de pescado por las menores cuotas de pesca. Recordemos que el Perú aporta el 20% de la oferta mundial y al escasear el recurso, impulsó los precios al alza, factor que luego se fue corrigiendo en el 2016 ante una cuota de pesca más estable (*Revista Aqua 2017*).

### 1.3 Evolución de los costos

De la información analizada, se puede visualizar que los principales costos están dados en el costo de venta, el cual está en la orden del 72% sobre el total de costos; el principal costo es la materia prima consumida, que representa el 47% del total de costos de venta. La depreciación en el costo de venta representa un 16%.

Con respecto a los costos de ventas, se ve una disminución de la mano de los ingresos. En el acumulado del 2011 al 2016, los costos de venta se redujeron en un 36%, razón por la cual los márgenes de utilidad bruta son menores en el 2016.

**Gráfico 8. Evolución de costos**



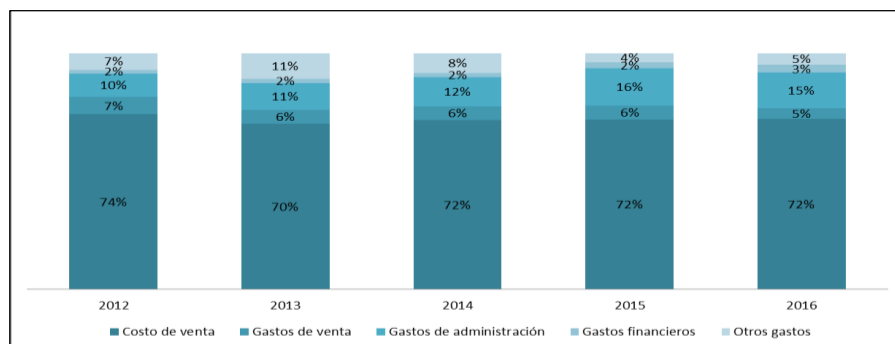
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

Los principales costos de venta de Austral están en la materia prima tanto propia como de terceros. Si se observa el promedio de los últimos seis años, la materia prima representó casi el 50% de los costos de venta.

En el caso de los gastos, los más altos están dados por los gastos de administración, que representan el 13% de los costos y gastos totales. El gasto de personal representa el 50% de estos costos.

Los gastos de venta pesan un 6% del total de costos y el principal gasto incurrido es el referido al transporte, embarque y almacenes (representan el 70% de estos gastos).

**Gráfico 9. Composición de los costos y gastos**



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

En líneas generales, se observa un descenso en los costos y gastos que están relacionados con la menor producción y ventas, lo cual muestra ineficiencia en el último año donde aumentan los costos pero las ventas siguen en decrecimiento.

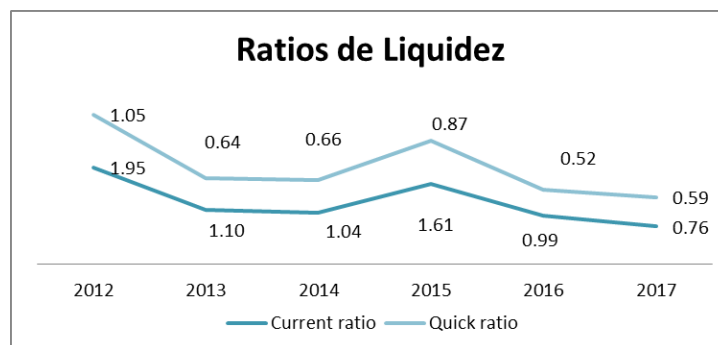
## 1.4 Análisis de ratios

- **Ratios de liquidez**

Dentro de los ratios de liquidez se tiene el ratio corriente que relaciona el activo corriente versus el pasivo corriente, en el cual Austral muestra un ratio cercano y mayor a uno en algunos años, lo cual indica que las obligaciones de corto plazo están siendo cubiertas por los activos de corto plazo.

En un análisis más fino, utilizando la prueba ácida, es decir solo dejando los activos más líquidos, retirando las existencias, se observa que los pasivos difícilmente cubren las necesidades corrientes que posee la empresa.

### Gráfico 10. Ratios de liquidez



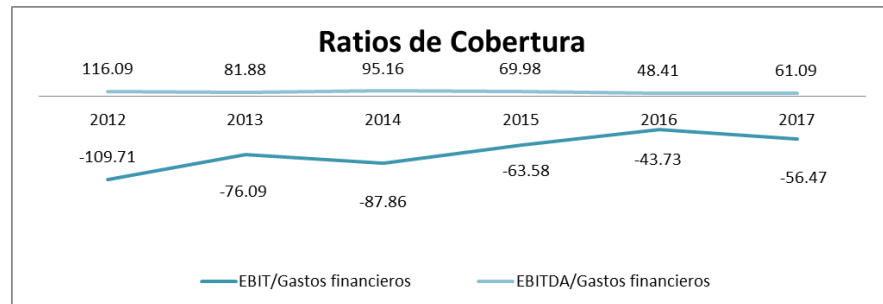
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

- **Ratios de cobertura**

Los ratios de cobertura buscan relacionar cuánto de la deuda financiera está respaldada por un indicador de utilidad. Los más usados son la utilidad operativa (ebit) e incluso una línea antes el ebitda.

Si se mide el ratio de cobertura con el ebitda, se observa que este puede cubrir la deuda sin problemas. Es destacable que la cobertura con el paso de los años ha ido cayendo, esto principalmente a la caída de las ventas que se ha dado en los últimos cinco años. Midiendo el ratio de cobertura con la utilidad operativa, se observa una cobertura menor, que incluso es negativa y menor a 1 (que no se podría cubrir) en el 2017.

**Gráfico 11. Ratios de cobertura**

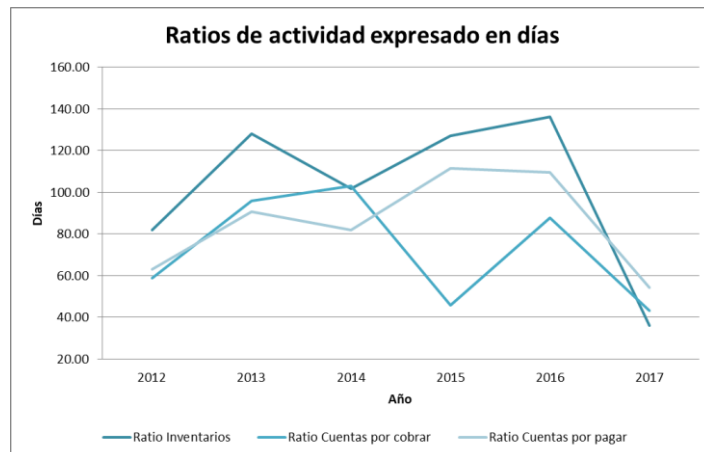


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

- **Ratios de actividad**

Los principales ratios de actividad, son los ratios de rotación de las cuentas por pagar, la rotación de las cuentas por cobrar y la rotación de los inventarios. De estos tres ratios, se puede calcular el ciclo de efectivo que quiere decir después de cuánto tiempo la empresa genera efectivo luego de pagar inventarios, cancelar sus cuentas por pagar y realizar la cobranza.

**Gráfico 12. Ratios de actividad (expresado en días)**



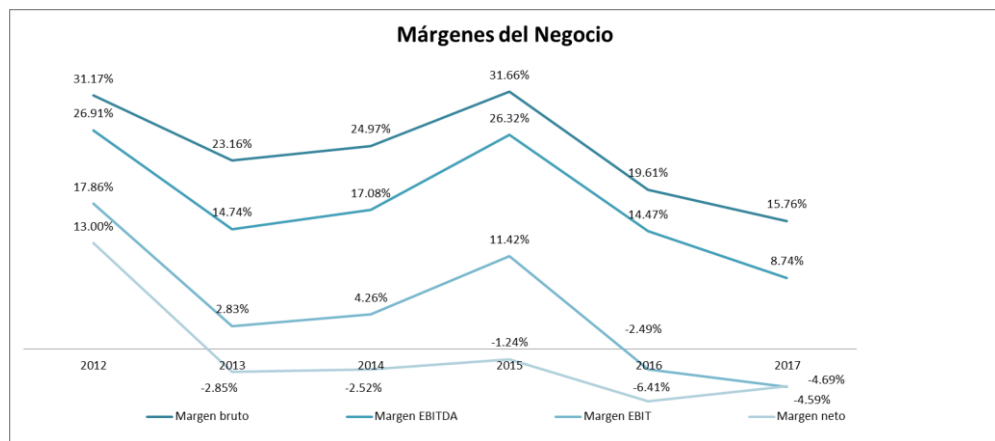
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

En promedio, la empresa genera caja aproximadamente luego de 90 días. El 2015 fue un año particular, las cuentas por cobrar rotaron más rápido y las cuentas por pagar más lento, lo cual generó flujo antes de los noventa días.

- **Ratios de rentabilidad**

Los ratios de rentabilidad muestran una tendencia a la baja en los últimos cinco años. La utilidad bruta del 2012 cae al 2017 de un 31,17% al 15,76%. Del mismo modo, se muestran las caídas en el porcentaje del ebit y en el porcentaje de la utilidad neta (ambas se muestran en negativo en el 2017).

**Gráfico 13. Ratios de rentabilidad de negocio (expresado en porcentaje de ventas)**



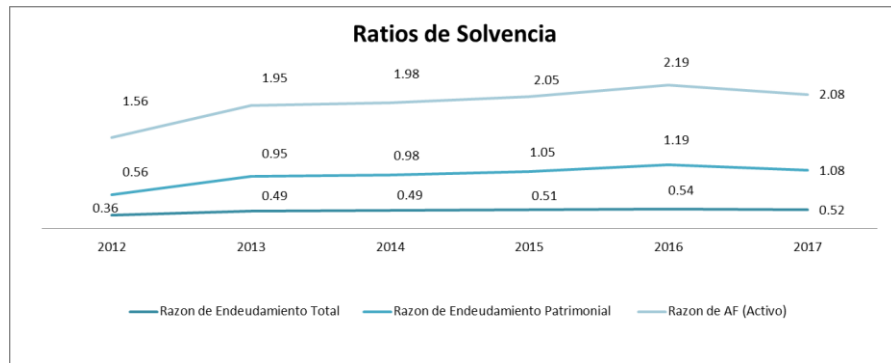
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

- **Ratios de solvencia**

La reducción de los márgenes de utilidad de la compañía así como el mayor endeudamiento generado en los últimos años, con relación a su patrimonio y sus activos, ha ocasionado el leve incremento de sus ratios de solvencia.



#### Gráfico 14. Ratios de solvencia



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

#### 1.5 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM)

Como se puede apreciar en el Anexo 16, en el período 2012-2017 la empresa ha mantenido constante sus necesidades operativas de financiamiento en un promedio de 120 millones de soles, sin contar el 2015 donde la NOF ascendieron a 70 millones de soles a raíz de una reducción de las cuentas por cobrar que pasaron en dicho año a 58 millones de soles, gracias a un mejoramiento de los cobros realizados.

A su vez, durante el mismo período (2012-2017) el fondo de maniobra no ha logrado cubrir las NOF presentadas cada año, por lo que se ha tenido que recurrir a préstamos de corto plazo (préstamos bancarios y arrendamientos financieros) para poder satisfacer las necesidades de las operaciones de la empresa. Únicamente en el 2015 la empresa pudo cubrir sus NOF con el FM en un 113% a comparación de años pasados donde solo cubrían un 17% y 6% en los años 2013 y 2014, respectivamente.

#### 2. Características de la inversión de la empresa

Austral mantiene la política de inversiones basada en tres pilares alineados al propósito principal de generar valor para los accionistas, para tal fin se efectúan evaluaciones previas para asegurar su viabilidad:

- Reemplazo de activos que cumplieron su ciclo de vida.
- Adquisición de nuevos equipos para la optimización del proceso extractivo y productivo.
- Inversión en activos para consumo humano directo

## 2.1 Análisis del financiamiento

A diciembre del 2017, la empresa presenta las siguientes obligaciones:

**Tabla 2. Obligaciones financieras 2016-2017**

Miles de soles	2017	2016
Préstamos bancarios de corto plazo	97.370	90.724
Porción corriente de préstamos bancarios a largo plazo	22.390	23.184
Arrendamientos financieros	38.045	34.696
Intereses por pagar	853	935
<b>Total corriente</b>	<b>158.658</b>	<b>149.539</b>
Préstamos bancarios	139.532	167.661
Arrendamientos financieros	70.365	95.758
<b>Total no corriente</b>	<b>209.897</b>	<b>263.419</b>
<b>Total obligaciones</b>	<b>368.555</b>	<b>412.958</b>

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de la Superintendencia de Mercado de Valores, 2018.

- **Préstamos bancarios de corto plazo:** incluye préstamos a tres meses otorgados por entidades financieras del país para capital de trabajo que devengan intereses a tasas fijas (entre 0,60% y 0,85% anual).
- **Préstamo bancario de largo plazo:** el 21 de diciembre del 2016 la empresa suscribió un contrato de refinanciamiento con el DNB Nor Bank por US\$ 34.799.118, que tiene vencimiento el 20 de diciembre del 2023 y devenga una tasa Libor + 3% anual. Este refinanciamiento tiene por finalidad reestructurar la deuda que mantenía la empresa con la misma institución financiera. El 6 de mayo del 2015 la empresa suscribió con Rabobank Curacao NV un contrato de préstamo por US\$ 25 millones, que tiene vencimiento el 5 de mayo del 2022, no cuenta con garantías específicas y genera intereses a una tasa fija de 4% pagados en cuotas trimestrales.

## Capítulo VI. Valorización

### 1. Supuesto de proyección

Para la proyección se presentan en el Anexo 17 las consideraciones o cálculos para las variables más relevantes de la proyección. Adicional a ello, en el Anexo 18 se puede visualizar la estimación de la cuota con base en el crecimiento del PBI pesquero.

### 2. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)

Para calcular el valor del WACC, se utilizó la metodología CAPM adaptada al contexto de un mercado emergente. En la tabla siguiente se muestran los valores utilizado para su cálculo, el cual es de 13,71%, en soles.

**Tabla 3. Costo de capital y WACC**

<b>COSTO DE CAPITAL (COK)</b>	<b>16.24%</b>
Tasa Libre de Riesgo (Bono Tesoro US 10Y)	2.49%
Beta re apalancado	1.71
Prima por riesgo de mercado historica	6.24%
Factor de Ajuste Volatilidad	1.87
Riesgo país	1.65%

<b>WACC</b>	
<b>Costo de capital</b>	<b>16.24%</b>
Estructura Capital / (Deuda + Capital)	62.73%
<b>Costo de la deuda (LP)</b>	<b>9.20%</b>
Tasa imponible efectiva	29.50%
Estructura Deuda / (Deuda + Capital)	37.27%
<b>WACC US\$</b>	<b>12.60%</b>
Inflación Perú	3.00%
Inflación USA	2.00%
<b>WACC SOLES</b>	<b>13.71%</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Los supuestos para hallar esta tasa se exponen en el Anexo 19.

### 3. Métodos de valorización

Para la valorización de Austral se tomaron en consideración los métodos de análisis de múltiplos de empresas comparables y el modelo de flujos descontados que se detallan en los anexos 20 y 21.

#### 4. Justificación del método seleccionado

Se observa que la empresa Austral no cuenta con una política de dividendos definida y en los últimos años la empresa no pagó dividendos por declarar pérdidas en los ejercicios 2017 y 2016, lo que hace que la valorización por el método de dividendos descontados sea descartada.

Por otro lado, si bien existe una alta incertidumbre para el cálculo de los ingresos de la compañía a raíz de la dificultad de proyectar con certeza la cuota de pesca que el Gobierno establecería en cada período y la probabilidad de predecir la recurrencia del fenómeno de El Niño, el método de flujos descontados es el más idóneo y el seleccionado para valorar Austral.

#### 5. Resultados de la valorización

Del método de flujos descontados, se obtiene el siguiente valor:

**Tabla 4. Valor patrimonial de Austral**

Valor patrimonial	
WACC	13.71%
VP FCFE (en miles de S/)	338,904
Valor terminal actualizado (en miles de S/)	151,989
Cash (en miles de S/)	64,592
Deuda (en miles de S/)	-199,372
<b>Valor patrimonial (en miles de S/)</b>	<b>356,113</b>
Acciones Comunes (en miles)	259,003
Precio de la acción (en S/)	1.37

Fuente: Elaboración propia, 2018.

#### 6. Método de múltiplos comparables

Además de realizar la valorización de la empresa a través del método de flujo descontado, se buscó un valor para la empresa de múltiplos comparables con datos al cierre del 2016. En ese sentido, se utilizaron las siguientes empresas como comparables: Exalmar (empresa que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima), Austevoll (empresa matriz de Austral y que cotiza en la Bolsa de Valores de Oslo) y empresas chilenas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago de Chile. Asimismo, se calcularon dos tipos de múltiplos comparables: el valor de la empresa (EV, por sus siglas en inglés) sobre ebitda y el precio dividido sobre la utilidad por acción (EPS, por sus cifras en inglés).

Sin embargo, para el caso del primer múltiplo calculado, los resultados obtenidos no fueron representativos debido a que la utilidad por acción de Austral al cierre del 2016 fue negativa, lo que distorsiona los resultados. En el Anexo 21 se pueden observar estos.

Por otro lado, se calculó un valor para Austral en base al ratio EV/ebitda, donde el precio de la acción se halla multiplicando el valor de este ratio (según la empresa comparable) por el valor del ebitda de Austral, descontando la deuda de largo plazo (deuda a LP Austral). Estos valores se encuentran en la siguiente tabla:

**Tabla 5. Múltiplos comparables – EV/Ebitda**

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Bloomberg, 2018.

	Exalmar	Austevoll	Invermar	Camanchaca	Promedio
EV/Ebitda	10.34	14.33	50.41	1.99	19.27
Deuda a LP	126	126	126	126	126
Ebitda Austral	17	17	17	17	17
Acciones en Circ	259	259	259	259	259
Precio USD	0.195	0.458	2.838	-0.356	0.784
<b>Precio soles</b>	<b>0.66</b>	<b>1.55</b>	<b>9.58</b>	<b>-1.20</b>	<b>2.65</b>
<b>EV (en millones USD)</b>	<b>176.60</b>	<b>244.87</b>	<b>861.06</b>	<b>34.00</b>	<b>329.13</b>

Como resultado se tienen valores extremos como son el caso de Camanchaca e Invermar de Chile, y valores más acordes a la realidad de Austral como los de Exalmar y Austevoll, dando valores para el precio de la acción entre S/ 0,66 y S/ 1,55.

Finalmente, se concluye que la estimación del valor de Austral en base a los múltiplos comparables tiene una distorsión por la diferencia de realidades entre la pesca nacional y la extranjera así como la diferencia entre las unidades de negocio de las empresas chilenas y las peruanas.

## Capítulo VII. Análisis de riesgos

### 1. Riesgos financieros

Entre los principales riesgos que se pueden identificar en la empresa, se pueden describir los siguientes:

#### 1.1 Riesgos de mercado

- **Riesgo del tipo de cambio:** Austral se encuentra expuesta a este riesgo debido a que un gran porcentaje de sus ingresos provienen de sus exportaciones a países como China, Japón, Alemania, Dinamarca, entre otros, y en ese sentido recibe la contraprestación de sus ventas en dólares estadounidenses y su moneda funcional es el sol.
- **Riesgo de precios:** los productos que comercializa Austral son *commodities* que están expuestos a la variación de los precios internacionales.
- **Riesgo de la tasa de interés:** Los cambios en la tasa de interés afectan sus deudas de corto y largo plazo que se encuentren pactadas a tasa variable.

La empresa ha decidido no cubrir este tipo de riesgos con el uso de instrumentos derivados.

#### 1.2 Riesgo de liquidez

La empresa tiene la política de mantener suficientes márgenes en las líneas de crédito no utilizadas y de no exceder con sus límites de endeudamiento.

### 2. Riesgos no financieros

- **Riesgo operativo:** La empresa trata de ser eficiente en el uso de sus embarcaciones y maquinarias para no afectar ninguna etapa del ciclo productivo.
- **Riesgos climatológicos:** La actividad pesquera se encuentra expuesta a fenómenos atmosféricos que calientan el agua de nuestro litoral e impactan de forma negativa en esta actividad.

### **3. Análisis de sensibilidad**

En el Anexo 22 está el análisis de sensibilidad, el cual muestra entre qué valores oscilaría la acción ante cambios en las variables más significativas.

## **Conclusiones y recomendaciones**

### **1. Conclusiones**

- Durante el período de análisis, la empresa Austral Group S. A. A. muestra un detrimento promedio de 12% en sus ventas. Los años 2013 y 2014 fueron los más afectados debido a fenómenos naturales como el fenómeno de El Niño y La Niña, a factores políticos que incidieron en una menor asignación de cuota, entre otros. Bajo un escenario pesimista, el grupo está proyectando un crecimiento promedio de 8% en los períodos de análisis comprendidos entre el 2017 y el 2026.
- Con la proyección de ventas indicada en el párrafo anterior y los supuestos explicados en esta investigación, se obtiene un valor de S/ 1,37 por acción bajo el método de flujo de caja descontado. Adicionalmente, cuando se utiliza el método de múltiplos comparables (EV/ebitda) aplicado a la matriz del grupo (Austevoll Seafood), presenta un resultado de S/ 1,55 por acción. En ambos casos el precio es superior al precio de cierre de la acción de Austral Group S. A. A. al 2016.

### **2. Recomendaciones**

- El precio de la acción al 20 de diciembre del 2017 fue de S/ 1,50, mientras que el valor por la acción de inversión obtenido por el método de flujos descontado es de S/ 1,37. En ese sentido, se recomienda a los inversionistas vender el activo.
- Se recomienda a la empresa utilizar contratos y coberturas financieras para mitigar los riesgos de mercado. Esto se explica en el Capítulo VII del trabajo.



## Bibliografía

- Austral Group S. A. A. (2013). *Memoria Anual*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2013). *Estados Financieros Consolidados*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2014). *Memoria Anual*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2014). *Estados Financieros Consolidados*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2015). *Memoria Anual*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2015). *Estados Financieros Consolidados*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2016). *Memoria Anual*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2016). *Estados Financieros Consolidados*. Lima: Austral Group.
- Austral Group S. A. A. (2016). *Informe de Sostenibilidad Corporativa*. Lima: Austral Group.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Producto bruto interno por sectores productivos 1950-2013 (en millones de soles)”. En: *BCRP*. Fecha de consulta: 18/6/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>>.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Producto bruto interno por sectores productivos 1950-2013 (variaciones porcentuales)”. En: *BCRP*. Fecha de consulta: 18/6/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>>.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Producto bruto interno por sectores productivos 1950-2013 (variación porcentual real anual)”. En: *BCRP*. Fecha de consulta: 18/6/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>>.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017). “Producto bruto interno por sectores productivos 1950-2016 (tipo de cambio promedio venta)”. En: *BCRP*. Fecha de consulta: 18/6/2017. <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-anuales-historicos.html>>.

- Damodaran (2017). “Información”. En: *Damodaran*. Fecha de consulta: 26/3/2017. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- Food and Agriculture Organization (2017). “The state of world fisheries and aquaculture”. En: *FAO*. Fecha de consulta: 12/4/2017. <<http://www.fao.org/3/a-i5555e.pdf>>.
- Food and Agriculture Organization (2017). “OECD-FAO Agricultural Outlook 2017-2026”. En: *FAO*. Fecha de consulta: 12/4/2017. <<http://www.fao.org/publications/oecd-fao-agricultural-outlook/2017-2026/en/>>.
- Instituto del Mar del Perú (2017). “Información”. En: *Imarpe*. Fecha de consulta: 27/3/2017. <<http://www.imarpe.gob.pe/imarpe/>>.
- Instituto Tecnológico Pesquero (2017). “Información”. En: *ITP*. Fecha de consulta: 27/3/2017. <<https://www.itp.gob.pe/>>.
- International Fishmeal and Fish Oil Organization (2017). “Información”. En: *IFFO*. Fecha de consulta: 10/3/2017. <<http://www.iffonet.es>>.
- Ministerio de Agricultura y Riego (2014). “Senamhi presenta Informe Anual”. En: *Minagri*. Fecha de consulta: 28/3/2017. <[http://www.minam.gob.pe/notas-de-prensa/el-senamhi-presenta-informe-anual-2014-ante-la-llegada-del-fenomeno-el-nino/dossier-el-nino-final\\_web/](http://www.minam.gob.pe/notas-de-prensa/el-senamhi-presenta-informe-anual-2014-ante-la-llegada-del-fenomeno-el-nino/dossier-el-nino-final_web/)>.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2016). “Marco Macroeconómico Multianual 2017-2019 Revisado”. En: *Produce*. Fecha de consulta: 27/3/2017. <[https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2017\\_2019\\_Revisado.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2017_2019_Revisado.pdf)>.
- Ministerio de Economía y Finanzas (2017). “Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021”. En: *Produce*. Fecha de consulta: 27/3/2017. <[https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol\\_econ/marco\\_macro/MMM\\_2018\\_2021.pdf](https://www.mef.gob.pe/contenidos/pol_econ/marco_macro/MMM_2018_2021.pdf)>.

- Ministerio de la Producción (2017). “Información”. En: *Produce*. Fecha de consulta: 27/3/2017. <<http://www.produce.gob.pe/index.php/ministerio/sector-pesca>>.
- Naciones Unidas (2017). “Información”. En: *UN*. Fecha de consulta: 10/3/2017. <<http://www.un.org/es/index.html>>.
- Naciones Unidas (2017). “Development Policy & Analysis Division”. En: *UN*. Fecha de consulta: 11/3/2017. <[https://www.un.org/development/desa/dpad/wpcontent/uploads/sites/45/2017wesp\\_es\\_sp.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wpcontent/uploads/sites/45/2017wesp_es_sp.pdf)>.
- Organization for Economic Cooperation and Development (2017). “World fish and seafood projections”. En: *OECD*. Fecha de consulta: 26/3/2017. <[http://www.oecd-ilibrary.org/agriculture-and-food/oecd-fao-agricultural-outlook-2017-2026/world-fish-and-seafood-projections\\_agr\\_outlook-2017-table73-en](http://www.oecd-ilibrary.org/agriculture-and-food/oecd-fao-agricultural-outlook-2017-2026/world-fish-and-seafood-projections_agr_outlook-2017-table73-en)>.
- Pesquera Exalmar S. A. A. (2016). *Memoria Anual*. Lima: Pesquera Exalmar.
- Porter, Michael (1997). *Estrategia competitiva*. México D. F.: Editorial Continental.
- Superintendencia de Mercado de Valores (2017). “Información de empresas”. En: *SMV*. Fecha de consulta: 28/3/2017. <<http://www.smv.gob.pe/>>.
- Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (2017). “Operatividad Aduanera”. En: *SUNAT*. Fecha de consulta: 15/11/2017. <<http://www.sunat.gob.pe/>>.

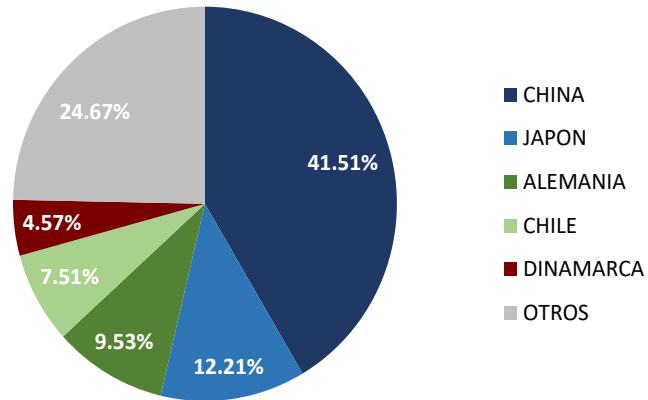
## **Anexos**

## Anexo 1. Resumen del proceso productivo de las conservas



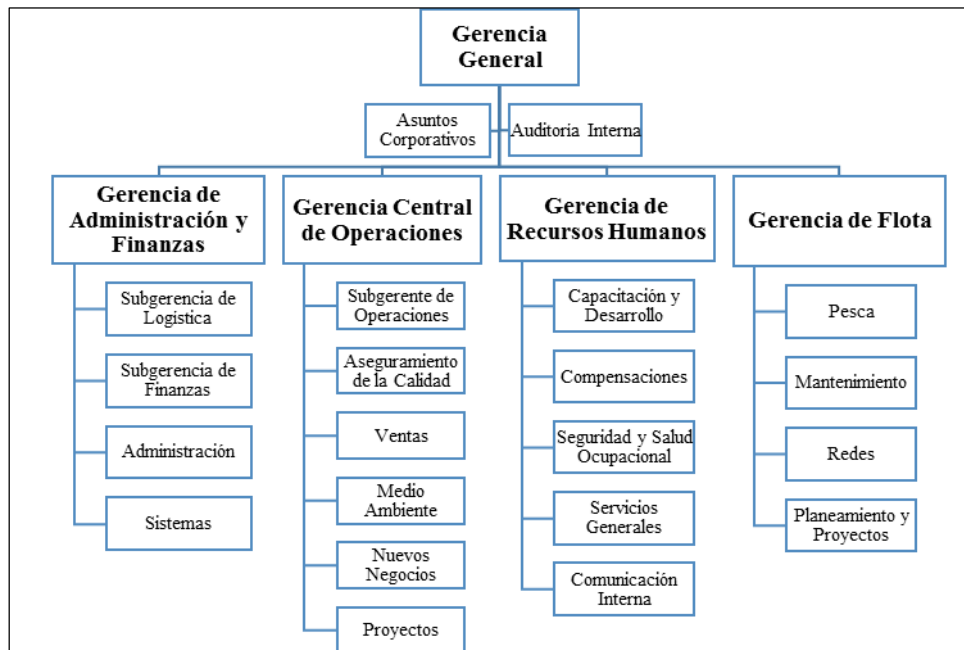
Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 2. Distribución de ventas por destino (exportaciones de Austral)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria, 2018.

### Anexo 3. Organigrama de la empresa y principales gerencias



Principales gerencias son las siguientes:

- Gerente general: Adriana Giudice (desde octubre del 2005)
- Gerencia de Administración y Finanzas: Andrew Dark (desde diciembre del 2012)
- Gerencia Central de Operaciones: Didier Saplana (desde abril del 2013)
- Gerencia de Recursos Humanos: Cynthia Jiménez (desde enero del 2008)
- Gerencia de Flota: Juan de Dios Arce (desde abril del 2007)

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Austral Group, 2018.

#### Anexo 4. Ciclo de vida



Fuente: Elaboración propia, 2018.

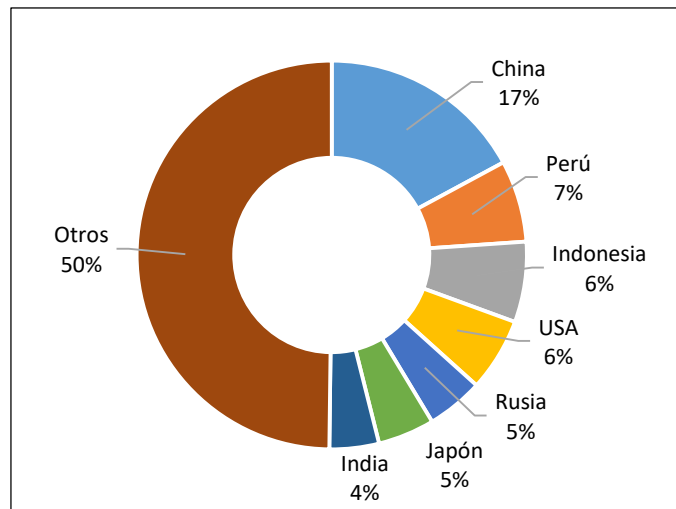


## Anexo 5. Cadena de valor



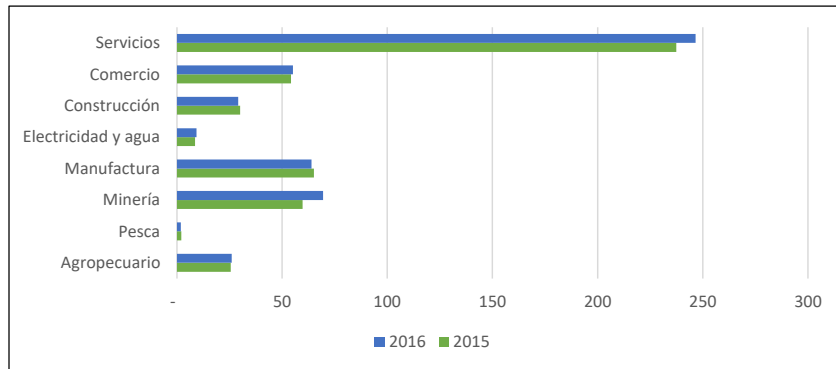
Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 6. Mayores países pesqueros



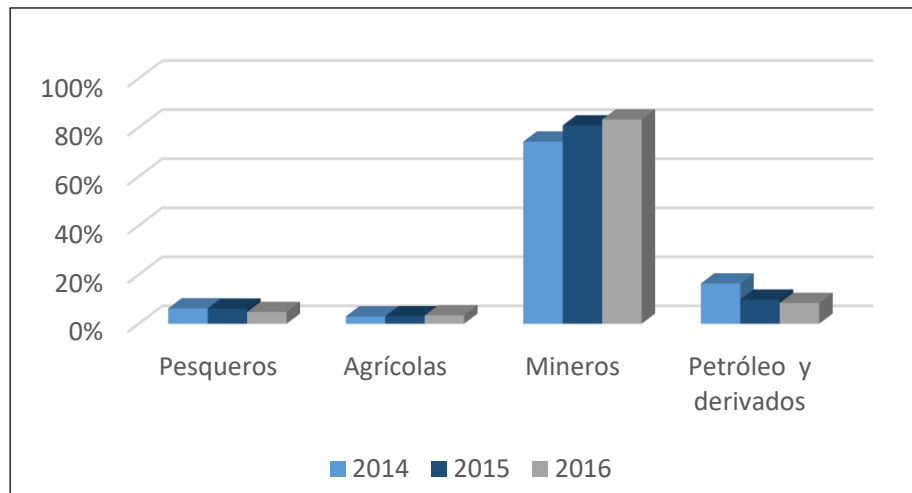
Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, 2014

### Anexo 7. PBI Real por sectores (en miles de millones de soles)



Fuente: Elaboración propia, 2018 sobre la base de Banco Central de Reserva del Perú

## Anexo 8. Exportaciones tradicionales por sector



Fuente: Elaboración propia, 2018 sobre la base de Banco Central de Reserva del Perú

## Anexo 9. Matriz EFI

Factores de éxito	Peso	Calificación	Ponderación
Fortalezas			2,3
Presencia y experiencia de más de treinta años en el mercado	0,10	4	0,4
Ser una de las principales empresas de la actividad pesquera	0,20	4	0,8
Pertenecer a un grupo económico internacional	0,10	3	0,3
Plantas y embarcaciones en su mayoría propias	0,10	4	0,4
Sistemas de calidad y gestión implementados	0,10	4	0,4
Debilidades			1,35
Líneas de negocio en pérdidas (CHD)	0,10	2	0,2
Concentración de negocios en harina y aceite de pescado	0,10	4	0,4
Poca o nula investigación en creación de nuevos productos	0,15	4	0,6
Plantas no utilizadas a toda capacidad	0,05	3	0,15
<b>Total</b>	<b>1</b>		

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 10. Matriz EFE

Factores de éxito	Peso	Calificación	Ponderación
<b>Oportunidades</b>			<b>1,65</b>
Mayor demanda de acuicultores	0,05	3	0,15
Apertura de nuevos mercados	0,05	3	0,15
Principal socio comercial sigue creciendo (China)	0,15	4	0,6
Crecimiento de consumo per cápita de pescado y derivados	0,05	3	0,15
Perú mayor productor de anchoveta	0,15	4	0,6
<b>Amenazas</b>			<b>2,05</b>
Volatilidad del precio de la harina	0,10	3	0,3
Cambio climático y fenómenos de El Niño y La Niña	0,20	4	0,8
Aparición de sustitutos más económicos que la harina de pescado	0,05	3	0,15
Cambios en las políticas de otorgamiento de cuotas	0,20	4	0,8
<b>Total</b>	<b>1,00</b>		

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 11. Matriz FODA

	<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
	<p>Mayor demanda de acuicultores (O1).</p> <p>Apertura de nuevos mercados (O2).</p> <p>Principal socio comercial sigue creciendo (China) (O3).</p> <p>Crecimiento de consumo per cápita de pescado y derivados (O4).</p> <p>Perú mayor productor de anchoveta (O5).</p>	<p>Volatilidad del precio de la harina (A1).</p> <p>Cambio climático y fenómenos de El Niño y La Niña (A2).</p> <p>Aparición de sustitutos más económicos que la harina de pescado (A3).</p> <p>Cambios en las políticas de otorgamiento de cuotas (A4).</p>
<b>Fortalezas</b>	<b>(FO)</b>	<b>(FA)</b>
<p>Presencia y experiencia de más de treinta años en el mercado (F1).</p> <p>Ser una de las principales empresas de la actividad pesquera (F2).</p> <p>Pertenecer a un grupo económico internacional (F3).</p> <p>Plantas y embarcaciones en su mayoría propias (F4).</p> <p>Sistemas de calidad y gestión implementados (F5).</p>	<p>E1: Utilizar su experiencia y respaldo de grupo para seguir ganando terreno sobre todo con China.</p>	<p>E3: Aprovechar su posición como una de las empresas más grandes del Perú y con respaldo de una empresa internacional para contrarrestar la volatilidad de precios a través de contratos de futuros.</p>
<b>Debilidades</b>	<b>(DO)</b>	<b>(DA)</b>
<p>Líneas de negocio en pérdidas (CHD) (D1).</p> <p>Concentración de negocios en harina y aceite de pescado (D2).</p> <p>Poca o nula investigación en creación de nuevos productos (D3).</p> <p>Plantas no utilizadas a toda capacidad (D4).</p>	<p>E2: Revisar dejar CHD y reemplazar por negocios alternativos como la acuicultura.</p>	<p>E4: Revisión de nuevos negocios alternativos a la harina y aceite de pescado.</p>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## **Anexo 12. Fuerzas competitivas de la industria de Austral Group (Porter, 2007)**

- **Poder de negociación de los clientes**

Los principales clientes de Austral son las empresas procesadoras y productoras de alimento balanceado utilizado como insumos en la industria acuícola (como la crianza de salmón) y en la crianza de cerdos y pollos en la porcicultura y las empresas avícolas.

Si bien los precios de la harina son los de un commodity, existen competidores tanto nacionales (pesqueras como Exalmar, TASA, Diamante, entre otras) como internacionales (empresas pesqueras chilenas, en Singapur y principalmente en China) que también ofrecen estos productos.

Por estos motivos se puede identificar la existencia de riesgo moderado, principalmente en China que la mayor parte de la venta del producto principal de Austral está dirigido a este mercado, lo cual hace que ante una cantidad considerable de competidores tanto nacionales como internacionales y la existencia de una alta dependencia de este mercado, la empresa tenga un bajo nivel de negociación.

- **Poder de negociación de los proveedores**

El principal producto o materia prima de Austral es el pescado del cual obtiene todos sus derivados. Al obtener dicha materia prima del mar peruano y no existir un proveedor, es nulo el poder de negociación. Sin embargo, la pesca está limitada a la cuota que asigne el estado peruano y a la cantidad de embarcaciones con permisos de pesca que posea.

Por el lado de los insumos para la producción como el petróleo, embarcaciones, mano de obra, entre otros, el primer insumo cotiza a precio internacional por lo que no existe un poder de negociación de los proveedores del recurso. Por el lado de embarcaciones y recurso humano, existen diferentes empresas locales como extranjeras que pueden proveer de estos siendo su poder de negociación bajo.

- **Amenaza de nuevos competidores entrantes**

En el Perú son siete las principales empresas pesqueras que se reparten el total de la cuota de pesca así como poseen planta de producción de harina de pescado, congelados y conservas.



La probabilidad de entrada de un nuevo competidor es baja principalmente por las barreras de entrada que significan los altos niveles de inversión para el procesamiento, y especialmente para la adquisición de embarcaciones con cuota de pesca, las cuales ya son de propiedad de las diferentes empresas que existen en el Perú.

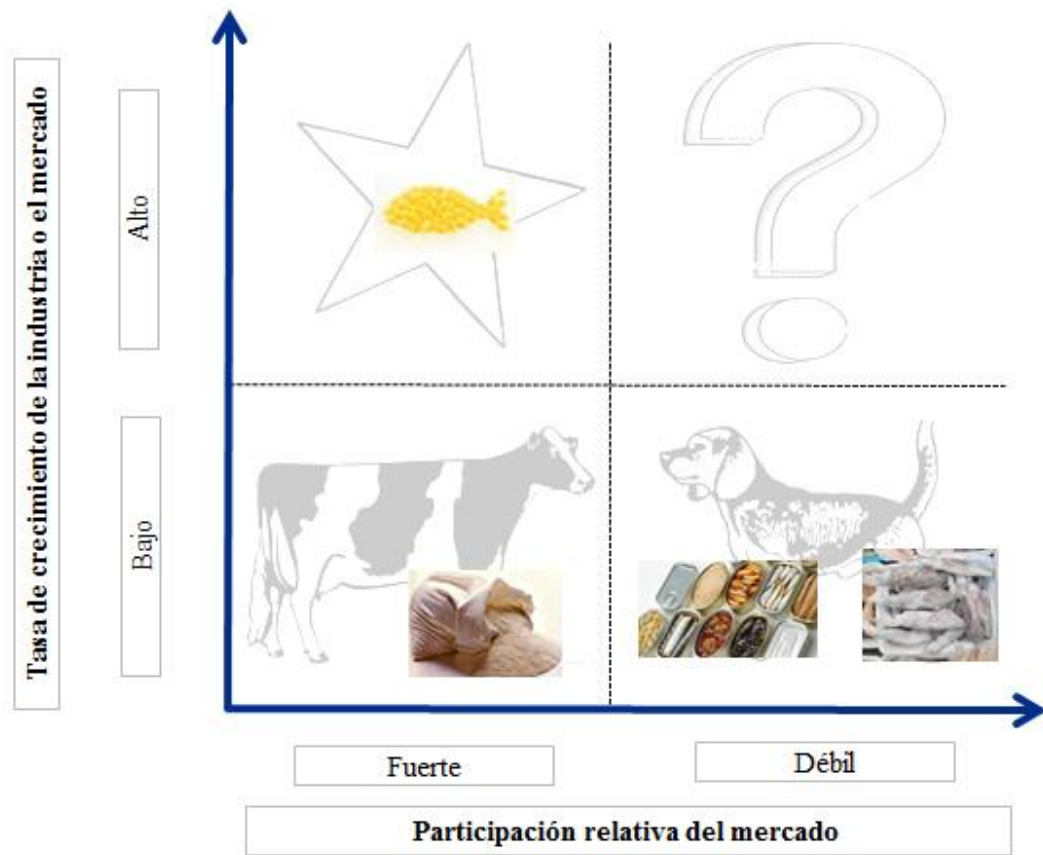
- **Amenaza de sustitutos**

Existe una demanda importante de harina de pescado y aceite de pescado, el cual tiene como perspectiva el alza a medida que las actividades de acuicultura y crianza de animales de granja sigan en crecimiento debido a que es el principal insumo que se usa como alimento de estas actividades. Si bien, existen algunos productos como la harina de cerdo y de aves, al día de hoy no existen sustitutos perfectos que tengan el mismo nivel nutritivo y beneficioso que contiene la harina y aceite de pescado.

- **Rivalidad entre los competidores**

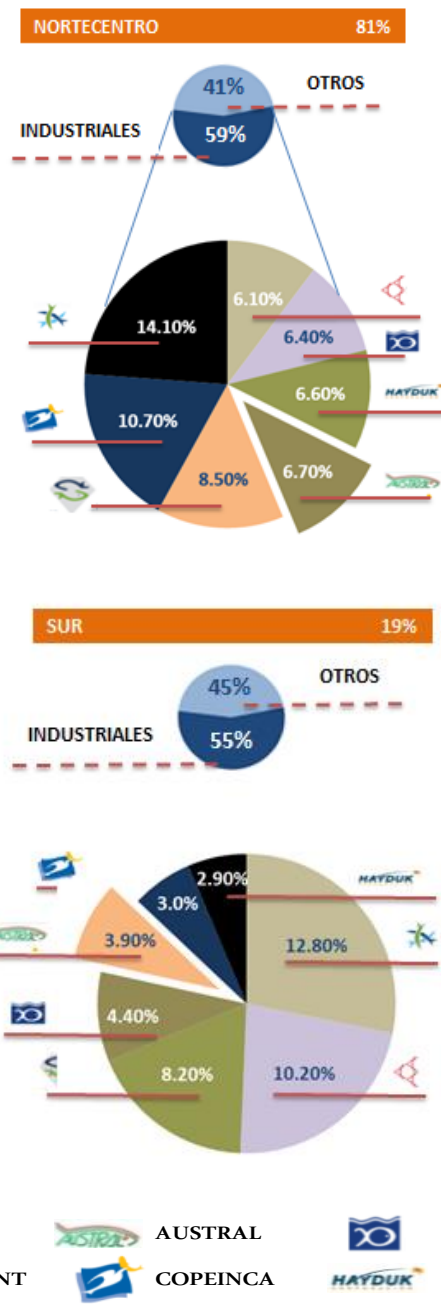
El mercado nacional está regulado por las disposiciones legales del gobierno central que determinan la cuota de pesca por temporada. En ese sentido, aun cuando la cuota de pesca se encuentra ya asignada por el gobierno, existe una rivalidad parcial en la obtención del recurso del mar, así como en la gestión de cada empresa por la compra de pesca de otras empresas menores. En relación a la rivalidad en la comercialización, el mercado demandante es amplio por lo que la competencia para la obtención de clientes es baja.

### Anexo 13. Matriz Boston Consulting Group (BCG)



Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 14. Cuota asignada a principales empresas pesqueras



Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 15. Lienzo modelo de negocio Canvas



Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 16. Necesidades operativas y variación en el fondo de maniobra

### Necesidades operativas de fondos

En millones de soles	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CxC comerciales	114	149	134	58	101	60
Inventarios	106	149	96	102	121	40
CxP comerciales	-82	-106	-77	-89	-97	-60
<b>NOF</b>	<b>138</b>	<b>193</b>	<b>153</b>	<b>70</b>	<b>125</b>	<b>40</b>
Variación NOF		54	-40	-83	54	-84

### Fondo de maniobra

En millones de soles	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total Activos Corrientes	229	355	262	223	257	177
Total Pasivos Corrientes	117	323	252	139	260	233
<b>FM</b>	<b>112</b>	<b>32</b>	<b>10</b>	<b>84</b>	<b>-3</b>	<b>-56</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 17. Supuestos de la proyección

Variables	Descripción								
<b>Período de Proyección</b>	10 años en dólares convertidos a soles con la proyección del tipo de cambio para la proyección de ingresos, los costos en soles.								
<b>Ingresos</b>	<p>(1) Para la estimación del volumen de cuota, se estima en base a una relación histórica entre el PBI del sector pesca y la cuota. En base a las estimaciones del PBI del MEF y la relación con la cuota obtenida de los históricos, se tienen las cuotas futuras. Paso seguido, se obtiene el porcentaje de cuota que es propio de Austral (este porcentaje ya es fijo) y se calculan las compras a terceros (histórico). Con este dato, finalmente se calculan las toneladas reales a vender debido a la existencia de mermas dentro del proceso productivo (dato histórico)</p> <p>(2) Precio: Se utilizan los precios proyectados de la FAO tanto harinas prime y superprime. De la misma forma con el aceite de pescado</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Total Ingreso: Se calcula como la cantidad de toneladas obtenidas del paso 1 multiplicado por los precios del paso 2 convertido al tipo de cambio sol/dólar proyectado</li> <li>• No se hace proyección de ingresos ni costos de CHD debido a que la empresa está bajando su participación en estos productos y los ingresos de los mismos representan menos del 5% del total de la compañía</li> </ul>								
<b>Impuesto a la renta</b>	Se utiliza la tasa imponible actualizada en el 2017 con el valor de 29.5% (Artículo 55 del impuesto a la renta SUNAT)								
<b>Tasa de crecimiento a perpetuidad</b>	Se utiliza la tasa de crecimiento esperada para el PBI de la pesca peruana								
<b>Costo de Ventas / Gasto de Ventas</b>	Para los años de proyección se asume que la empresa mantiene el mismo ratio de costos y gastos de ventas respecto al nivel de ventas de los últimos 5 años ponderando un mayor costo unitario fijo en los años con niño								
<b>Capex</b>	<p>Como inversión se identifican dos tipos de inversión: Porcentaje histórico</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversión en mantenimiento</li> <li>- Compra de embarcación en el año 2020 por el valor de USD 30Millones a tasa de 4% anual</li> </ul>								
<b>NOF</b>	<p>Se calcularon los ratios históricos de las cuentas por cobrar, la rotación de inventarios y las cuentas por pagar, teniendo como promedio lo siguiente:</p> <table border="0"> <tr> <td>Rotación Cuentas por Cobrar</td> <td style="text-align: right;">75</td> </tr> <tr> <td>Rotación Inventario</td> <td style="text-align: right;">106</td> </tr> <tr> <td>Rotación Cuentas por Pagar</td> <td style="text-align: right;">92</td> </tr> <tr> <td><b>Ciclo de Conversión de Efectivo</b></td> <td style="text-align: right;"><b>89</b></td> </tr> </table>	Rotación Cuentas por Cobrar	75	Rotación Inventario	106	Rotación Cuentas por Pagar	92	<b>Ciclo de Conversión de Efectivo</b>	<b>89</b>
Rotación Cuentas por Cobrar	75								
Rotación Inventario	106								
Rotación Cuentas por Pagar	92								
<b>Ciclo de Conversión de Efectivo</b>	<b>89</b>								
<b>Gastos Financieros</b>	Al no tener la empresa ningún tipo de bono, se toma como deuda de largo plazo el valor promedio entre las dos tasas que mantiene con sus proveedores en obligaciones de largo plazo: Con DnB Nor Bank Libor 3m + 3% y con Rebobank Curacao NV al 4%. De La misma forma, se calculan los intereses de la compra de una embarcación para el 2020 y los préstamos bancarios de corto plazo así como un préstamo de 7 años a tasa de 4% para refinanciar deuda.								
<b>Costo de la deuda</b>	Para la valorización, se calculó el valor de la empresa como <i>stand alone</i> .								

Fuente: Elaboración propia, 2018.

## **Anexo 18. Estimación de la cuota de pesca, cálculo de ingresos y costos**

### **Cuota de pesca**

Uno de los factores clave para la valorización es la estimación de los ingresos, los cuales en el sector pesca dependen fuertemente de la cuota que se destina en los dos períodos existentes en el año. La estimación de cuota obedece principalmente a factores biológicos (biomasa de anchoveta), como se mencionó anteriormente.

Sin embargo, se revisó la evolución del PBI de la pesca y las cuotas anuales de los años anteriores y se halló una relación de acuerdo a las proyecciones del PBI pesca del Marco Macroeconómico Multianual (MMM) del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF).

Además se evaluó la frecuencia de ocurrencia del fenómeno de El Niño, el cual se calculó cada tres años y ante períodos con presencia de El Niño, se halló que el valor del PBI pesca cae en promedio un 17% y le sigue un año con recuperación promedio del 29%. En años normales, según el MMM, el crecimiento estimado es de 4%.

Una vez calculada la cuota con base en la relación histórica entre el PBI y la cuota, se aplica el porcentaje que posee Austral para entender cuál es el volumen de toneladas métricas que la empresa tendrá a disposición para la producción de harina y aceite de pescado.

**Tabla 6. Cálculo de cuota pesquera**

t	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Zona centro - norte	5.500.000	4.570.000	6.175.000	3.510.000	4.354.000	1.720.000	3.691.000	3.800.000	4.165.000
Zona centro - norte %	92%	84%	89%	83%	84%	99%	83%	84%	87%
Zona sur	500.000	850.000	800.000	707.000	830.000	25.692	737.400	737.400	648.437
Zona sur %	8%	16%	11%	17%	16%	1%	17%	16%	13%
Total	6.000.000	5.420.000	6.975.000	4.217.000	5.184.000	1.745.692	4.428.400	4.537.400	4.813.437
PBI Pesca (En soles MM)	2.352	1.891	2.892	1.960	2.445	1.762	2.042	1.836	
t/PBI	0,00255	0,00287	0,00241	0,00215	0,00212	0,00099	0,00217	0,00247	<b>0,00222</b>

t	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zona centro - norte	3.689.204	3.836.772	3.180.067	4.106.921	4.271.198	3.540.137	4.571.936	4.754.814	3.940.977	5.089.603
Zona sur	542.971	564.690	468.037	604.450	628.628	521.031	672.890	699.805	580.026	749.079
Total	<b>4.232.174</b>	<b>4.401.461</b>	<b>3.648.104</b>	<b>4.711.371</b>	<b>4.899.826</b>	<b>4.061.169</b>	<b>5.244.826</b>	<b>5.454.619</b>	<b>4.521.003</b>	<b>5.838.682</b>
Var % real	4%	4%	-17,1%	29,1%	4%	-17,1%	29,1%	4%	-17,1%	29,1%
Crecimiento PBI Pesca	104.00%	104.00%	82.88%	129.15%	104%	82.88%	129.15%	104.00%	82.88%	129.15%
PBI Pesca (En soles MM)	1.909	1.986	1.646	2.126	2.211	1.832	2.366	2.461	2.040	2.634
t/PBI	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%	0,222%

6,70%	Austral									
t	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zona centro - norte	247.177	257.064	213.065	275.164	286.170	237.189	306.320	318.573	264.045	341.003
Zona sur	36.379	37.834	31.358	40.498	42.118	34.909	45.084	46.887	38.862	50.188
Total	<b>283.556</b>	<b>294.898</b>	<b>244.423</b>	<b>315.662</b>	<b>328.288</b>	<b>272.098</b>	<b>351.403</b>	<b>365.459</b>	<b>302.907</b>	<b>391.192</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018 sobre la base de IMARPE y el Marco Macroeconómico Multianual del MEF

Es importante señalar que existe una compra histórica de Austral con terceros, lo cual aumenta la cantidad de toneladas disponibles para la producción. Esto representa un 2,1% sobre el total de cuota. Una vez obtenido el total de toneladas de anchoveta, se aplica un ratio de conversión entre el desembarque y el total de toneladas producidas con base en los años anteriores.



## Precios e ingresos

Para la estimación de precios, se tomó información tanto de la IFFO (precios históricos) como de la FAO (precios proyectados), los cuales se muestran a continuación:

**Tabla 7. Precios históricos de harina y aceite de pescado (en dólares estadounidenses, por tonelada)**

Año	Harina de pescado (FAQ)	Prime	Superprime	Aceite para alimento	OMEGA OIL			Spreads S. Prime - Harina (FAQ)	Spreads Omega - aceite para alimento
					Mín.	Máx.	Promedio		
2010	1.478	1.580	1.596	1.004	1.334	1.609	1.471	118	468
2011	1.276	1.416	1.438	1.386	1.835	2.275	2.055	162	668
2012	1.423	1.567	1.588	1.732	1.962	2.234	2.098	165	366
2013	1.506	1.747	1.783	2.206	2.632	2.855	2.743	277	537
2014	1.699	1.831	1.851	2.023	2.701	2.807	2.754	152	731
2015	1.562	1.906	1.940	2.195	2.662	2.765	2.713	378	518
2016	1.385	1.628	1.683	2.264	2.676	2.857	2.766	298	503

Fuente: Elaboración propia sobre la base de IFFO, 2018.

**Tabla 8. Precios futuros de harina y aceite de pescado (en dólares estadounidenses, por tonelada)**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Harina de pescado	1.397,2	1.101,1	1.114,7	1.156,5	1.203,2	1.383,4	1.325,5	1.360	1.388,9	1.435,2
Aceite de pescado	1.913,1	1.704,2	1.665,5	1.679,5	1.730,6	1.966,8	1.826,4	1.830,6	1.837,6	1.862,7

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la FAO, 2018.

Es así que con la información de producción y precios se pueden estimar los ingresos, teniendo en cuenta los porcentajes históricos de harina *prime* y *super prime* que produce y vende la empresa, así como la diferencial de precios existente.

Finalmente, se llevó todo a soles según la proyección del tipo de cambio de dólares estadounidenses a soles y de acuerdo al reporte de expectativas de tipo de cambio del BCRP.

## Costos de venta

Para los costos de venta, se calculó un ratio de costo fijo y variable por tonelada métrica producida. Se aplicó un costo mayor en los años que se asumió Fenómeno de El Niño, según el histórico de los últimos cinco años. Para los gastos administrativos y gastos de ventas, se calculó el histórico de la participación de estos gastos sobre el ingreso para la proyección.

## Anexo 19. Cálculo de la tasa WACC

### 1. Costo de capital

Para el cálculo del costo de capital, se ha utilizado la metodología CAPM:

$$\text{Costo de capital} = \text{tasa libre de riesgo} + \text{beta (prima de mercado)} + \text{riesgo país} \times \text{volatilidad}$$

**Tasa libre de riesgo:** el rendimiento del bono del Tesoro americano a diez años es el activo por excelencia para expresar un valor libre de riesgo, debido a que sigue siendo EE. UU. Al cierre del 2016 el rendimiento del Bono americano ascendía a 2,49% (en dólares estadounidenses) (BCRP 2017a).

**Beta:** se analizaron empresas comparables en la región, extraídas de la muestra de países emergentes elaborada por Damodaran. Se analizaron empresas peruanas (Exalmar es la única pesquera que cotiza también en Bolsa) y chilenas, puesto que son las más representativas de la región. De este análisis se calculó el promedio entre las empresas pesqueras, descartando aquellas empresas con valores extremos, llegando a un valor de 1,2. Posteriormente, con el análisis de la estructura de deuda de la empresa, se reapalanca el beta obteniendo un valor de 1,71.

**Tabla 9. Betas de pesqueras emergentes**

Nombre de la compañía	Industria	País	Grupo	Subgrupo	Beta Reuters
AquaChile S. A. (SNSE: AQUACHILE)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	1,44
Austral Group S. A. A. (BVL: AUSTRAC1)	Food Processing	Perú	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	0,07
Australis Seafoods S. A. (SNSE: AUSTRALIS)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	1,77
Blumar S. A. (SNSE: BLUMAR)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	0,95
Compañía Pesquera Camanchaca S. A. (SNSE: CAMANCHACA)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	1,79
Empresa Pesquera Eperva S. A. (SNSE: EPERVA)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	-0,04
Invermar S. A. (SNSE: INVERMAR)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	1,66
Multiexport Foods S. A. (SNSE: MULTIFOODS)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	2
Pesquera Exalmar S. A. A. (BVL: EXALMC1)	Food Processing	Perú	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	0,03
Sociedad Pesquera Coloso S. A. (SNSE: COLOSO)	Food Processing	Chile	<i>Emerging Markets</i>	<i>Latin America &amp; Caribbean</i>	-0,07

Fuente: Elaboración propia, 2018.

- **Prima por riesgo de mercado:** se obtiene del diferencial entre el rendimiento histórico, aritmético, del rendimiento del índice de acciones americano S&P500 (11,42%) y el rendimiento histórico de la tasa libre de riesgo americana (5,18%). De ese modo, se intenta capturar con comportamiento de la prima por riesgo de mercado a través del tiempo y con la menor volatilidad, la cual es el resultado de tomar una mayor cantidad de períodos. El valor calculado es de 6,24%.
- **Riesgo país ajustado por el ratio de volatilidad:** el riesgo país para finales del 2016 ascendía a 1,65% (BCRP 2017a). Cabe indicar que el riesgo país es ajustado por el ratio de volatilidad relativa entre el mercado de acciones y bonos peruanos, que son calculados por Damodaran para el Perú en 1,87 veces. Esto permite expresar de una forma más real el riesgo debido a que no solo cuenta el riesgo del bono soberano, sino también incluye el factor de riesgo de la Bolsa de Valores peruana.

## 2. Costo de la deuda

La empresa no tiene deuda de largo plazo por emisión de bonos. Las deudas de largo plazo son con entidades financieras a tasa fija y tasa fija + Libor. Para expresar el costo de la deuda se ponderan las deudas actuales con una estimación de la tasa Libor, encontrando el siguiente valor:

**Tabla 10. Préstamo de largo plazo**

Entidad	Monto	Tasa fija	Tasa variable	Tasa total	Composición	Ponderado
DnB Nor Bank	US\$ 34.799.118	3%	Libor 3m	4,23%	58,19%	2,46%
Rabobank Curacao NV	US\$ 25.000.000	4%	0%	4%	41,81%	1,67%
	<b>US\$ 59.799.118</b>				<b>100%</b>	<b>4,14%</b>
Libor 3m proyección	1,23%					

Fuente: Elaboración propia, 2018.

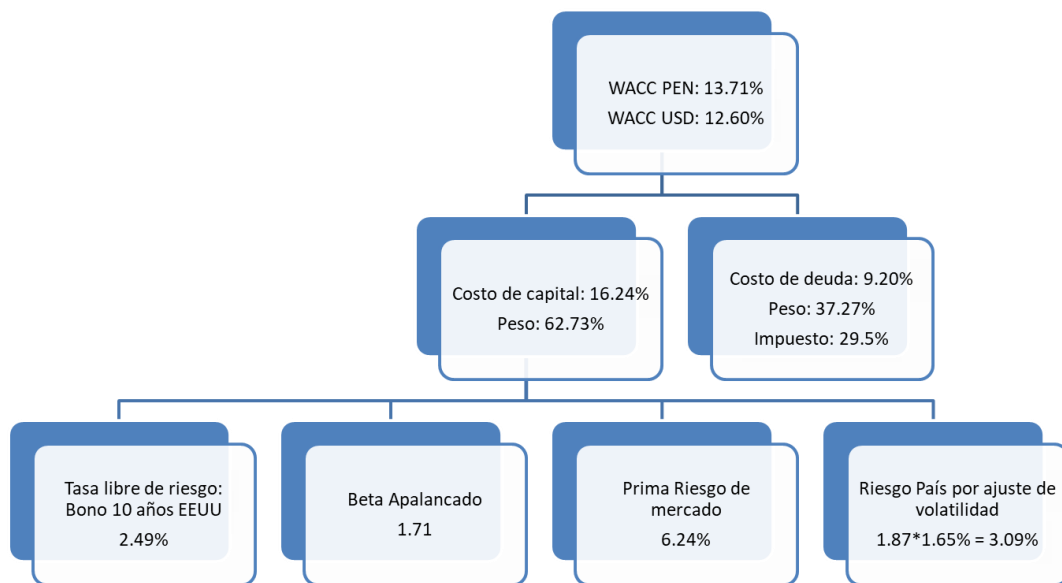
Se concluye que el valor de la deuda es de 4,14% en dólares estadounidenses al cierre del 2016. La tasa impositiva para el cálculo del escudo fiscal será de 29,5% para la proyección.

A su vez, se revisó el cálculo de la deuda con la empresa Exalmar para poder realizar la valorización *stand alone*, la cual tiene una deuda con terceros de 9.20%.

### 3. Ajuste del WACC en dólares estadounidenses a soles

Debido a que tanto el costo de capital como el costo de deuda han sido calculados en dólares estadounidenses y los valores de flujo de caja libre han sido calculados en soles, se busca transformar el WACC de dólares estadounidenses a soles a través de la fórmula de teoría de paridad de tasas, utilizando la inflación estimada peruana y estadounidense como factor de ajuste.

**Gráfico 15. WACC calculado**



Fuente: Elaboración propia, 2018.

## Anexo 20. Método de flujo de caja descontado

Para el caso de Austral Group se realizó la valorización al cierre de diciembre del 2016, considerando el análisis financiero y el conocimiento tanto del sector como de la empresa realizado previamente. Con esta información se proyectaron los flujos futuros de la compañía que pueden ser observadas en las siguientes tablas de los estados financieros proyectados:

**Tabla 11. Estado de resultados real y proyectado**

En miles de soles	Historico						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos CHI	578,564	555,398	459,886	397,627	386,666	380,864	452,852
Ingresos CHD	175,965	121,858	85,648	56,864	34,858	17,542	16,345
<b>Ingresos Totales</b>	<b>754,529</b>	<b>677,256</b>	<b>545,534</b>	<b>454,491</b>	<b>421,524</b>	<b>398,406</b>	<b>469,197</b>
% Crecimiento		-10.2%	-19.4%	-16.7%	-7.3%	-5.5%	17.8%
Costo de Ventas	502,853	466,185	419,181	341,005	288,074	320,282	395,236
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>251,676</b>	<b>211,071</b>	<b>126,353</b>	<b>113,486</b>	<b>133,450</b>	<b>78,124</b>	<b>73,961</b>
% Margen Bruto	33.4%	31.2%	23.2%	25.0%	31.7%	19.6%	15.8%
Gastos de Administración	63,733	63,050	67,542	59,032	63,982	66,665	66,624
Gastos de Ventas	51,086	46,016	38,575	28,294	23,499	20,655	34,167
Otros Gatos (Ingresos) Operativos	389	18,981	(4,817)	(6,786)	2,179	(720)	4,848
<b>EBIT</b>	<b>136,468</b>	<b>120,986</b>	<b>15,419</b>	<b>19,374</b>	<b>48,148</b>	<b>(9,916)</b>	<b>(21,982)</b>
% Margen	18.1%	17.9%	2.8%	4.3%	11.4%	-2.5%	-4.7%
Depreciación y Amortización	65,247	61,253	64,985	58,257	62,803	67,569	71,988
EBITDA	201,715	182,239	80,404	77,631	110,951	57,653	50,006
% Margen	26.7%	26.9%	14.7%	17.1%	26.3%	14.5%	10.7%
Ingresos Financieros	929	870	441	521	252	137	142
Gastos Financieros	(8,832)	(9,601)	(11,221)	(7,983)	(9,819)	(14,423)	(13,610)
Ganancia (Pérdida) por tipo cambio	8,118	7,854	(16,603)	(15,575)	(34,373)	892	10,283
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>136,683</b>	<b>120,109</b>	<b>(11,964)</b>	<b>(3,663)</b>	<b>4,208</b>	<b>(23,310)</b>	<b>(25,167)</b>
Impuesto a la Renta	(51,655)	(32,049)	(3,564)	(7,792)	(9,430)	(2,229)	3,651
<b>Utilidad Neta</b>	<b>85,028</b>	<b>88,060</b>	<b>(15,528)</b>	<b>(11,455)</b>	<b>(5,222)</b>	<b>(25,539)</b>	<b>(21,516)</b>
% Margen Neto	11.3%	13.0%	-2.8%	-2.5%	-1.2%	-6.4%	-4.6%

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En miles de soles	Proyectado									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Ingresos CHI	435,683	382,018	510,208	600,007	476,293	627,271	663,134	564,527	729,063	
Ingresos CHD	15,725	13,788	18,415	21,656	17,191	22,640	23,935	20,376	26,314	
<b>Ingresos Totales</b>	<b>451,409</b>	<b>395,806</b>	<b>528,623</b>	<b>621,663</b>	<b>493,484</b>	<b>649,911</b>	<b>687,068</b>	<b>584,903</b>	<b>755,377</b>	
% Crecimiento		-12.3%	33.6%	17.6%	-20.6%	31.7%	5.7%	-14.9%	29.1%	
Costo de Ventas	326,725	335,310	349,730	363,720	373,277	389,329	404,902	415,542	464,957	
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>124,683</b>	<b>60,496</b>	<b>178,893</b>	<b>257,944</b>	<b>120,208</b>	<b>260,582</b>	<b>282,166</b>	<b>169,361</b>	<b>290,421</b>	
% Margen Bruto	27.6%	15.3%	33.8%	41.5%	24.4%	40.1%	41.1%	29.0%	38.4%	
Gastos de Administración	57,933	50,797	67,843	79,783	63,333	83,409	88,177	75,066	96,944	
Gastos de Ventas	27,750	24,332	32,497	38,216	30,337	39,953	42,237	35,957	46,437	
Otros Gatos (Ingresos) Operativos	(91)	(79)	(106)	(125)	(99)	(130)	(138)	(117)	(152)	
<b>EBIT</b>	<b>38,910</b>	<b>(14,713)</b>	<b>78,447</b>	<b>139,819</b>	<b>26,439</b>	<b>137,090</b>	<b>151,614</b>	<b>58,222</b>	<b>146,889</b>	
% Margen	8.6%	-3.7%	14.8%	22.5%	5.4%	21.1%	22.1%	10.0%	19.4%	
Depreciación y Amortización	64,693	66,811	73,288	76,614	79,254	82,732	86,408	89,537	93,579	
<b>EBITDA</b>	<b>103,603</b>	<b>52,098</b>	<b>151,735</b>	<b>216,433</b>	<b>105,693</b>	<b>219,822</b>	<b>238,022</b>	<b>147,759</b>	<b>240,468</b>	
% Margen	23.0%	13.2%	28.7%	34.8%	21.4%	33.8%	34.6%	25.3%	31.8%	
Ingresos Financieros	299	270	220	214	229	246	236	229	231	
Gastos Financieros	(15,390)	(15,493)	(15,009)	(16,578)	(15,394)	(13,416)	(10,335)	(9,157)	(7,975)	
Ganancia (Pérdida) por tipo cambio										
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>23,818</b>	<b>(29,936)</b>	<b>63,658</b>	<b>123,454</b>	<b>11,273</b>	<b>123,921</b>	<b>141,514</b>	<b>49,294</b>	<b>139,145</b>	
Impuesto a la Renta	(7,026)	0	(18,779)	(36,419)	(3,326)	(36,557)	(41,747)	(14,542)	(41,048)	
<b>Utilidad Neta</b>	<b>16,792</b>	<b>(29,936)</b>	<b>44,879</b>	<b>87,035</b>	<b>7,948</b>	<b>87,364</b>	<b>99,768</b>	<b>34,752</b>	<b>98,097</b>	
% Margen Neto	3.7%	-7.6%	8.5%	14.0%	1.6%	13.4%	14.5%	5.9%	13.0%	

Fuente: Elaboración propia, 2018.

**Tabla 12. Estado de situación financiera real y proyectado**

En miles de soles	Historico					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Efectivo y equivalentes de efectivo	13,079	20,299	32,251	54,942	27,881	64,592
Cuentas por cobrar	110,288	145,264	130,088	53,762	97,135	56,488
Activo por impuesto a las ganancias				6,464	6,688	14,205
Existencias	105,825	149,061	96,468	101,738	120,993	39,604
Gastos contratados por anticipado						
Otros activos		40,688	2,947	6,152	3,982	2,598
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>229,192</b>	<b>355,312</b>	<b>261,754</b>	<b>223,058</b>	<b>256,679</b>	<b>177,487</b>
Cuentas por cobrar comerciales y otras	4,050	3,955	3,955	3,891	3,891	3,831
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	490,696	464,310	498,260	587,323	575,658	552,476
Intangibles, neto	180,617	189,372	191,858	191,217	190,604	189,949
Otros activos	77,236	77,176	78,400	78,787	77,512	77,538
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>752,599</b>	<b>734,813</b>	<b>772,473</b>	<b>861,218</b>	<b>847,665</b>	<b>823,794</b>
<b>Total Activo</b>	<b>981,791</b>	<b>1,090,125</b>	<b>1,034,227</b>	<b>1,084,276</b>	<b>1,104,344</b>	<b>1,001,281</b>
Porción de deuda de LP	14,031	15,378	-	30,898	23,184	22,390
Obligaciones financieras CP	21,602	190,764	157,384	18,848	126,504	136,395
Cuentas por pagar comerciales y diversas	81,766	105,532	77,423	89,111	97,475	59,706
Dividendos por pagar						
Otros pasivos	-	11,512	17,356	-	12,853	14,674
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>117,399</b>	<b>323,186</b>	<b>252,163</b>	<b>138,857</b>	<b>260,016</b>	<b>233,165</b>
Obligaciones financieras a largo plazo	133,860	142,289	197,286	352,400	275,948	222,504
Deuda concursal						
Impuesto a la renta diferido pasivo	102,746	64,192	61,676	63,991	64,893	63,641
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>236,606</b>	<b>206,481</b>	<b>258,962</b>	<b>416,391</b>	<b>340,841</b>	<b>286,145</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>354,005</b>	<b>529,667</b>	<b>511,125</b>	<b>555,248</b>	<b>600,857</b>	<b>519,310</b>
Capita Social	389,135	389,135	389,138	389,135	389,135	389,138
Acciones de inversión	2	2	2	2		
Otras reservas	60,779	67,511	67,717	67,720	67,720	67,717
Resultados acumulados	177,870	103,810	66,245	72,171	46,632	25,116
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>627,786</b>	<b>560,458</b>	<b>523,102</b>	<b>529,028</b>	<b>503,487</b>	<b>481,971</b>
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>981,791</b>	<b>1,090,125</b>	<b>1,034,227</b>	<b>1,084,276</b>	<b>1,104,344</b>	<b>1,001,281</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En miles de soles	Proyectado								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Efectivo y equivalentes de efectivo	19,460	10,879	10,076	6,690	12,245	24,481	16,760	31,208	50,858
Cuentas por cobrar	94,277	82,664	110,403	129,834	103,064	135,734	143,494	122,157	157,761
Activo por impuesto a las ganancias									
Existencias	96,033	98,557	102,795	106,907	109,716	114,434	119,012	122,139	136,663
Gastos contratados por anticipado									
Otros activos	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598	2,598
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>212,368</b>	<b>194,698</b>	<b>225,872</b>	<b>246,029</b>	<b>227,623</b>	<b>277,248</b>	<b>281,864</b>	<b>278,102</b>	<b>347,880</b>
Cuentas por cobrar comerciales y otras	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
Inmuebles, maquinaria y equipo, neto	558,392	540,096	615,186	614,770	596,003	592,932	590,740	572,895	571,904
Intangibles, neto	189,949	189,949	189,949	189,949	189,949	189,949	189,949	189,949	189,949
Otros activos	78,345	81,833	81,833	81,833	81,833	81,833	81,833	81,833	81,833
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>830,517</b>	<b>815,708</b>	<b>890,798</b>	<b>890,383</b>	<b>871,616</b>	<b>868,545</b>	<b>866,352</b>	<b>848,508</b>	<b>847,517</b>
<b>Total Activo</b>	<b>1,042,885</b>	<b>1,010,406</b>	<b>1,116,670</b>	<b>1,136,412</b>	<b>1,099,239</b>	<b>1,145,793</b>	<b>1,148,217</b>	<b>1,126,610</b>	<b>1,195,397</b>
Porción de deuda de LP	30,582	22,080	20,384	9,961	16,130	12,304	9,787	7,164	4,331
Obligaciones financieras CP	197,142	247,142	277,142	287,142	197,142	197,142	150,000	150,000	150,000
Cuentas por pagar comerciales y diversas	83,287	85,475	89,151	92,717	95,153	99,245	103,215	105,927	118,523
Dividendos por pagar	5,037	0	13,464	26,111	2,384	26,209	29,930	10,426	29,429
Otros pasivos									
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>316,048</b>	<b>354,697</b>	<b>400,140</b>	<b>415,930</b>	<b>310,809</b>	<b>334,900</b>	<b>292,932</b>	<b>273,517</b>	<b>302,284</b>
Obligaciones financieras a largo plazo	169,471	128,279	157,685	100,712	163,095	124,404	98,959	72,441	43,793
Deuda concursal									
Impuesto a la renta diferido pasivo	63,641	63,641	63,641	63,641	63,641	63,641	63,641	63,641	63,641
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>233,112</b>	<b>191,920</b>	<b>221,326</b>	<b>164,353</b>	<b>226,736</b>	<b>188,045</b>	<b>162,600</b>	<b>136,082</b>	<b>107,434</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>549,160</b>	<b>546,617</b>	<b>621,466</b>	<b>580,283</b>	<b>537,546</b>	<b>522,945</b>	<b>455,532</b>	<b>409,599</b>	<b>409,718</b>
Capita Social	389,138	389,138	389,138	389,138	389,138	389,138	389,138	389,138	389,138
Acciones de inversión									
Otras reservas	67,717	67,717	67,717	67,717	67,717	67,717	67,717	67,717	67,717
Resultados acumulados	36,870	6,934	38,349	99,274	104,838	165,992	235,830	260,156	328,824
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>493,725</b>	<b>463,789</b>	<b>495,204</b>	<b>556,129</b>	<b>561,693</b>	<b>622,847</b>	<b>692,685</b>	<b>717,011</b>	<b>785,679</b>
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>1,042,885</b>	<b>1,010,406</b>	<b>1,116,670</b>	<b>1,136,412</b>	<b>1,099,239</b>	<b>1,145,793</b>	<b>1,148,217</b>	<b>1,126,610</b>	<b>1,195,397</b>



**Tabla 13. Estado de flujo de efectivo real y proyectado (en miles de soles)**

En miles de soles	Histórico					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Venta de Bienes y Prestación de Servicios	223,959	9,263	148,024	174,894	5,465	129,765
Otros cobros de efectivo relativos a la actividad de operación	-	(10,260)	(7,165)	-	-	-
Otros Pagos de Efectivo Relativos a la Actividad de Operación	(29,870)	(11,579)	(6,854)	-	-	-
Intereses pagados (no incluidos en la Actividad de Financiación)	-	-	-	(8,832)	(13,998)	(13,379)
Impuestos a las ganancias (pagados) reembolsados	-	-	-	-	(2,194)	(1,184)
<b>Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>	<b>194,089</b>	<b>(12,576)</b>	<b>134,005</b>	<b>166,062</b>	<b>(10,727)</b>	<b>115,202</b>
Venta de Instrumentos Financieros de Patrimonio o Deuda de Otras Entidades	5,265	-	-	-	-	-
Venta de Participaciones en Negocios Conjuntos, Neto del Efectivo Desapropiado	-	-	25,946	-	-	-
Venta de Propiedades, Planta y Equipo	4,317	37,041	5,992	1,201	5,708	2,639
Compra de Propiedades, Planta y Equipo	(48,608)	(90,777)	(69,694)	(56,308)	(52,426)	(45,404)
Compra de Activos Intangibles	(340)	(14,266)	-	-	(118)	(87)
<b>Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>	<b>(39,366)</b>	<b>(68,002)</b>	<b>(37,756)</b>	<b>(55,107)</b>	<b>(46,836)</b>	<b>(42,852)</b>
Obtención de Préstamos	223,990	514,246	615,604	361,714	629,215	261,636
Amortización o pago de Préstamos	(297,291)	(374,647)	(674,001)	(449,979)	(598,713)	(297,275)
Dividendos pagados	(77,702)	(51,801)	(25,900)	-	-	-
<b>Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>	<b>(151,003)</b>	<b>87,798</b>	<b>(84,297)</b>	<b>(88,265)</b>	<b>30,502</b>	<b>(35,639)</b>
Aumento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes de las Variaciones en las Tasas de Cambio	3,720	7,220	11,952	22,690	(27,061)	36,711
Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio sobre el Efectivo y Equivalentes al Efectivo	-	-	-	-	-	-
Aumento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente al Efectivo	3,720	7,220	11,952	22,690	(27,061)	36,711
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Inicio del Ejercicio	9,359	13,079	20,299	32,251	54,942	27,881
<b>Efectivo y Equivalente al Efectivo al Finalizar el Ejercicio</b>	<b>13,079</b>	<b>20,299</b>	<b>32,251</b>	<b>54,942</b>	<b>27,882</b>	<b>64,592</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En miles de soles	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad Neta	16,792	(29,936)	44,879	87,035	7,948	87,364	99,768	34,752	98,097
Depreciación	64,693	66,811	73,288	76,614	79,254	82,732	86,408	89,537	93,579
<b>UN + Depreciación</b>	<b>81,485</b>	<b>36,875</b>	<b>118,167</b>	<b>163,649</b>	<b>87,202</b>	<b>170,096</b>	<b>186,176</b>	<b>124,290</b>	<b>191,676</b>
<b>Variación del Capital del Trabajo</b>	(70,638)	11,278	(28,301)	(19,977)	26,397	(33,296)	(8,368)	20,922	(37,531)
- Δ Cuentas x Cobrar Comerciale	(37,789)	11,613	(27,739)	(19,431)	26,770	(32,670)	(7,760)	21,337	(35,604)
- Δ Activo imp a las ganancias	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Δ Existencias	(56,429)	(2,523)	(4,238)	(4,112)	(2,809)	(4,718)	(4,577)	(3,127)	(14,524)
- Δ Cuentas x Pagar	23,581	2,188	3,676	3,566	2,436	4,092	3,970	2,712	12,596
- Δ Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Flujo Operativo</b>	<b>10,847</b>	<b>48,153</b>	<b>89,865</b>	<b>143,672</b>	<b>113,600</b>	<b>136,800</b>	<b>177,808</b>	<b>145,212</b>	<b>154,145</b>
<b>Flujo de Inversión (Capex)</b>	<b>(55,330)</b>	<b>(48,515)</b>	<b>(148,378)</b>	<b>(76,199)</b>	<b>(60,487)</b>	<b>(79,661)</b>	<b>(84,215)</b>	<b>(71,693)</b>	<b>(92,588)</b>
<b>Flujo Financiamiento</b>	<b>(649)</b>	<b>(8,219)</b>	<b>57,710</b>	<b>(70,860)</b>	<b>(47,558)</b>	<b>(44,902)</b>	<b>(101,313)</b>	<b>(59,071)</b>	<b>(41,907)</b>
Amortización LP	(50,649)	(53,181)	(55,874)	(67,396)	(48,464)	(42,518)	(27,962)	(29,141)	(31,481)
Amortización de CP	-	(197,142)	(247,142)	(277,142)	(287,142)	(197,142)	(197,142)	(150,000)	(150,000)
Dividendos	-	(5,037)	0	(13,464)	(26,111)	(2,384)	(26,209)	(29,930)	(10,426)
Préstamo CP	50,000	247,142	277,142	287,142	197,142	197,142	150,000	150,000	150,000
Préstamo de LP	-	-	-	-	117,017	-	-	-	-
Préstamos Olé	-	-	83,583	-	-	-	-	-	-
<b>Variaciones de efectivo</b>	(45,132)	(8,581)	(803)	(3,386)	5,555	12,237	(7,721)	14,448	19,650
<b>Saldo inicial de caja</b>	<b>64,592</b>	<b>19,460</b>	<b>10,879</b>	<b>10,076</b>	<b>6,690</b>	<b>12,245</b>	<b>24,481</b>	<b>16,760</b>	<b>31,208</b>
<b>Saldo final de caja</b>	<b>19,460</b>	<b>10,879</b>	<b>10,076</b>	<b>6,690</b>	<b>12,245</b>	<b>24,481</b>	<b>16,760</b>	<b>31,208</b>	<b>50,858</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En miles de soles

FCFF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2026 T
Ebit	(21,982)	38,910	(14,713)	78,447	139,819	26,439	137,090	151,614	58,222	146,889	74,073
Depreciación	71,988	64,693	66,811	73,288	76,614	79,254	82,732	86,408	89,537	93,579	78,491
<b>Ebitda</b>	<b>50,006</b>	<b>103,603</b>	<b>52,098</b>	<b>151,735</b>	<b>216,433</b>	<b>105,693</b>	<b>219,822</b>	<b>238,022</b>	<b>147,759</b>	<b>240,468</b>	<b>152,564</b>
Impuesto	3,651	(11,478)	0	(23,142)	(41,247)	(7,799)	(40,442)	(44,726)	(17,175)	(43,332)	(21,852)
Variación de NOF	(84,327)	70,638	(11,278)	28,301	19,977	(26,397)	33,296	8,368	(20,922)	37,531	5,519
<b>Flujo Operativo</b>	<b>(30,670)</b>	<b>162,762</b>	<b>40,820</b>	<b>156,895</b>	<b>195,164</b>	<b>71,497</b>	<b>212,676</b>	<b>201,663</b>	<b>109,662</b>	<b>234,667</b>	<b>136,231</b>
Capex	(45,404)	(55,330)	(48,515)	(148,378)	(76,199)	(60,487)	(79,661)	(84,215)	(71,693)	(92,588)	(76,247)
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>(76,074)</b>	<b>107,432</b>	<b>(7,694)</b>	<b>8,517</b>	<b>118,965</b>	<b>11,009</b>	<b>133,015</b>	<b>117,448</b>	<b>37,969</b>	<b>142,079</b>	<b>59,984</b>

Elaboración propia

Cuando se traen los flujos futuros con la WACC calculada de 13,71% se obtiene un valor de 338 millones de soles. En el caso del valor terminal, se consideró una tasa de crecimiento a perpetuidad «g» de 2,5% como crecimiento estimado del PBI de la pesca. El valor terminal actualizado asciende a 152 millones de dólares estadounidenses. Finalmente, se suma la caja del 2017 y se resta la deuda a valor razonable, obteniendo un valor patrimonial de 356 millones. Al no tener acciones de inversión, para calcular el precio de la acción común se divide el valor patrimonial entre la cantidad de acciones, obteniéndose el valor de S/ 1,37 por acción.

## Anexo 21. Método de múltiplos comparables

Como se indicó, adicionalmente a la valorización de la empresa a través del método de flujo descontado, se buscó un valor para la empresa de múltiplos comparables con datos al cierre del 2016.

Se calculó con base en los múltiplos Enterprise Value sobre ebitda y el precio dividido sobre *Earnings per share* (EPS). Las empresas comparables son Exalmar (empresa que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima), Austevoll (la empresa matriz de Austral, cotiza en la Bolsa de Valores de Oslo) y empresas chilenas (cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago).

La siguiente tabla muestra el ratio P/E por cada una de las empresas en cuestión y la utilidad por acción de Austral:

**Tabla 14. Método comparable ratio P/E**

	Exalmar	Austevoll	Invermar	Camanchaca	Promedio
P/E	-3.717	7.068	9.831	4.666	4.462
UPA Austral	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Precio USD	0.367	-0.697	-0.969	-0.460	-0.440
TC	3.375	3.375	3.375	3.375	3.375
<b>Precio soles</b>	<b>1.237</b>	<b>-2.352</b>	<b>-3.272</b>	<b>-1.553</b>	<b>-1.485</b>

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Se debe señalar, que el ratio P/E en el caso de Exalmar es negativo a causa de los resultados negativos que generó la empresa en el 2016, mientras que las pesqueras chilenas y Austevoll sí dieron resultados positivos. En contraparte, la utilidad por acción de Austral (UPA) es negativa debido a que, como Exalmar, los resultados del 2016 de Austral fueron negativos. Lo anterior no permite rescatar resultados concluyentes de estos múltiplos.

La siguiente tabla muestra la valorización con base en el ratio EV/ebitda, donde se puede comprobar que para el cálculo del precio, se halla multiplicando el valor de este ratio según la empresa comparable por el valor del ebitda de Austral, descontando la deuda de largo plazo (deuda a LP Austral).

**Tabla 15. Múltiplo comparable EV/Ebitda**

	<b>Exalmar</b>	<b>Austevoll</b>	<b>Invermar</b>	<b>Camanchaca</b>	<b>Promedio</b>
EV/Ebitda	10.34	14.33	50.41	1.99	19.27
Deuda a LP	126	126	126	126	126
Ebitda Austral	17	17	17	17	17
Acciones en Circ	259	259	259	259	259
Precio USD	0.195	0.458	2.838	-0.356	0.784
<b>Precio soles</b>	<b>0.66</b>	<b>1.55</b>	<b>9.58</b>	<b>-1.20</b>	<b>2.65</b>
<b>EV (en millones USD)</b>	<b>176.60</b>	<b>244.87</b>	<b>861.06</b>	<b>34.00</b>	<b>329.13</b>

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Bloomberg, 2018.

## Anexo 22. Análisis de sensibilidad

### Análisis unidimensional

Para el análisis unidimensional, las variables principales a utilizar fueron el precio de la harina y la cuota de pesca, de esta forma

**Tabla 16. Sensibilidad precio harina de pescado**

Variación	Precio (S/)
-10%	0.76
-5%	1.07
0%	1.37
5%	1.72
10%	1.98

Elaboración propia

**Tabla 17. Sensibilidad cuota**

Variación	Precio (S/)
-10%	1.31
-5%	1.34
0%	1.37
5%	1.41
10%	1.44

Elaboración propia

Se observa que el precio de la acción es más sensible a las variaciones del precio de la harina que a las variaciones de la cuota.

### Análisis bidimensional

**Escenario 1:** Cambios en el beta desapalancado y en ROE proyectado

**Tabla 18. Escenario 1: Beta desapalancado versus g terminal**

		Beta desapalancado industria				
		0.81	1.01	1.21	1.41	1.61
G terminal	4.01%	2.01	1.71	1.48	1.29	1.13
	3.51%	1.94	1.66	1.44	1.26	1.11
	3.01%	1.87	1.61	1.41	1.23	1.09
	2.51%	1.82	1.57	1.37	1.21	1.07
	2.01%	1.77	1.54	1.35	1.19	1.06
	1.51%	1.72	1.50	1.32	1.17	1.04
	1.01%	1.68	1.47	1.30	1.15	1.03

Fuente: Elaboración propia, 2018.

Para el análisis de sensibilidad se ha tomado para el primer escenario el beta desapalancado que afecta directamente al costo de capital en el modelo CAPM. El sentido de esta variable hace que

a medida aumenta, el valor de la acción disminuye al ser descontada con una mayor tasa. Por otro lado, se tomó el lado del valor de la tasa de crecimiento perpetuo («g terminal»), el cual a medida que aumenta, genera un mayor valor en el precio de la acción debido a que reduce el denominador de descuento de la perpetuidad. Con estas variables, el valor varía entre S/ 1,03 y S/ 2,01.

**Escenario 2:** Cambios en la estructura de deuda y *risk premium*

**Tabla 19. Escenario 2: Estructura de deuda versus *risk premium***

		Prima por riesgo de mercado historica				
		4.24%	4.74%	5.24%	5.74%	6.24%
Estructura Deuda / (Deuda + Capital)	77.27%	2.65	2.56	2.48	2.40	2.32
	67.27%	2.38	2.27	2.18	2.09	2.01
	57.27%	2.15	2.04	1.94	1.84	1.75
	47.27%	1.96	1.84	1.73	1.64	1.55
	37.27%	1.80	1.67	1.56	1.46	1.37
	27.27%	1.65	1.53	1.42	1.32	1.23
	17.27%	1.53	1.40	1.29	1.19	1.11

Fuente: Elaboración propia, 2018.

En este caso se observa que a medida que el *risk premium* aumenta, el valor de la empresa disminuye a raíz del aumento en el costo de capital. Por otro lado, a medida que el porcentaje de deuda con terceros disminuye, el valor de la acción aumenta a consecuencia de tener un WACC más bajo por un costo de financiamiento menor. Recuérdese que el costo de financiamiento con terceros ronda el 4% mientras que el costo del capital está en el orden del 16%. Los cambios en el valor de la empresa fluctúan entre S/ 1,11 como mínimo a un máximo de S/ 2,65.

## **Nota biográfica**

### **Rafael Ángel Benavides Benavides**

Economista licenciado de la Universidad Nacional Agraria La Molina.

Tiene siete años de experiencia en empresas de servicios y comerciales y ha realizado la mayor parte de su carrera en las áreas de planeamiento estratégico, comercial y control de gestión. Actualmente es gerente de Control de Gestión en la empresa multinacional Konecta BTO (sucursal del Perú), donde también se ha desempeñado como gerente de Planeamiento Estratégico.

### **José Walter García Zúñiga**

Economista licenciado de la Universidad Nacional del Callao.

Tiene cinco años de experiencia en el área logística, cinco años de experiencia en el área aduanera y tributaria y un año de experiencia en el área financiera. Actualmente es analista de riesgos en una empresa del sector financiero y consultor independiente en temas financieros, económicos, aduaneros y tributarios.

### **Juan Carlos Moreno Jara**

Licenciado en Economía egresado de la Universidad del Pacífico.

Tiene doce años de experiencia en áreas vinculadas a evaluación y dirección de proyectos, así como planeamiento financiero, estratégico y *controlling* en empresas de distintos rubros como el inmobiliario, agrícola e industrial, todas propiedad del Grupo Hayduk. Durante los últimos años viene trabajando en Fimar, compañía de manufactura multinacional, donde desde hace dos años ejerce el cargo de gerente general adjunto.