



**“VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA PESQUERA EXALMAR
S.A.A.”**

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

Presentado por

Sra. Karen Chapoñán Sencio

Sr. León Delgado de la Flor

Sr. Jorge Parillo Apaza

Asesor: Profesor Jorge Lladó

2017

Resumen ejecutivo

En el presente documento se expone la valorización de la empresa Pesquera Exalmar S.A. a partir de un análisis tanto cuantitativo como cualitativo, que permita conocer a detalle el negocio y aplicar la metodología que se basa en el flujo de caja de la empresa. El análisis se centra en el periodo del 2010 al 2016.

Pesquera Exalmar S.A. se ubica en la cuarta posición de la actividad de extracción y comercialización de productos hidrobiológicos en el mercado peruano. Tiene como principal accionista a la empresa Caleta de Oro Holding, con una participación mayor al 60%. La empresa cuenta con dos plantas de congelados y seis plantas productoras de harina y aceite de pescado.

Se ha estimado un valor total de la compañía de US\$ 210,370 mil y un valor por acción de US\$ 0.71, que recoge las perspectivas de recuperación de la compañía, la mejora progresiva de sus niveles de endeudamiento y la mejora de su capacidad instalada expresada en la obtención de costos más eficientes y la producción de harina de mayor calidad. Si bien el fenómeno El Niño es un factor de incertidumbre para la valorización, dado el horizonte de tiempo de las proyecciones de flujo de caja proyectadas, se puede decir que Exalmar cuenta con la capacidad de afrontar periodos duros de crisis.

Los beneficios por acción de Exalmar para el año 2016 fueron negativos (US\$ -0,0837) por lo que no se estima el valor de PER. Como referencia más próxima, el PER corresponde al del año 2015, con un valor de 69,04.

Con respecto a múltiplos, es decir, el valor de la empresa respecto al EBITDA, Exalmar presenta mejores resultados que sus pares chilenos y similares a los de compañías fuera del continente.

Referente al precio de la acción, Exalmar muestra similitud con compañías chilenas, aunque es significativamente mucho más bajo que el de empresas similares en Noruega y Sudáfrica.

Índice de contenidos

| | |
|---|-------------|
| Índice de tablas | vi |
| Índice de gráficos | vii |
| Índice de anexos | viii |
| Capítulo I. Introducción | 1 |
| Capítulo II. Descripción del negocio | 2 |
| 1. Línea de productos | 3 |
| 1.1. Consumo humano indirecto | 3 |
| 1.2. Consumo humano directo | 5 |
| 2. Gobierno corporativo | 7 |
| 3. Responsabilidad social empresarial | 9 |
| 4. Precio de la acción | 9 |
| Capítulo III. Macroambiente, análisis de la industria y posicionamiento competitivo de Exalmar | 12 |
| 1. Importancia de la pesca a nivel mundial | 12 |
| 2. Sector pesquero a nivel mundial | 13 |
| 2.1. Pesca de captura | 13 |
| 2.2. Acuicultura..... | 15 |
| 2.3. Niveles de explotación de los recursos pesqueros | 15 |
| 2.4. Utilización y elaboración del pescado..... | 17 |
| 2.5. Sector pesquero en Perú..... | 18 |
| 3. Cambios regulatorios en Perú | 20 |
| 4. Análisis PEST de Exalmar | 21 |
| 4.1. Factores políticos | 20 |
| 4.2. Factores económicos | 22 |
| 4.3. Factores sociales | 22 |
| 4.4. Factores tecnológicos | 22 |

| | |
|---|-----------|
| 5. Fuerzas de Porter de la industria | 22 |
| 6. Análisis FODA de Exalmar | 24 |
| 6.1. Competencia de Exalmar | 24 |
| 7. Estrategia de Exalmar | 25 |
| Capítulo IV. Análisis financiero..... | 26 |
| 1. Ingresos | 26 |
| 1.1. Composición de los ingresos..... | 26 |
| 1.2. Evolución de los ingresos..... | 27 |
| 1.3. Margen bruto..... | 29 |
| 2. Financiamiento..... | 30 |
| 2.1. Deuda | 30 |
| 2.2. CAPEX..... | 31 |
| 3. Política de dividendos | 32 |
| 4. Fondo de maniobra (capital de trabajo) | 33 |
| 5. Ratios de liquidez..... | 34 |
| 6. Ratios de eficiencia | 35 |
| 7. Ratios de solvencia..... | 35 |
| 8. Ratios de endeudamiento | 36 |
| 9. Análisis de riesgo | 36 |
| 9.1. Riesgo de mercado | 36 |
| 10. Administración del riesgo de la estructura de capital | 37 |
| Capítulo V. Valorización | 41 |
| 1. Comentario inicial..... | 41 |
| 2. Supuestos | 41 |
| 3. Estimación de la tasa de descuento | 43 |
| 4. Múltiplos | 44 |
| Capítulo VI. Conclusiones | 46 |
| Bibliografía | 47 |
| Anexos | 49 |

Índice de tablas

| | | |
|-----------|---|----|
| Tabla 1. | Plantas de procesamiento | 2 |
| Tabla 2. | Accionariado de Exalmar | 2 |
| Tabla 3. | Tipos y calidades de harina de pescado..... | 4 |
| Tabla 4. | Producción de la pesca de captura marina (principales países productores) | 13 |
| Tabla 5. | Producción de la pesca y la acuicultura en el mundo | 14 |
| Tabla 6. | Especies más productivas | 16 |
| Tabla 7. | Análisis FODA | 24 |
| Tabla 8. | Participación del total de exportaciones 2015 de harina de pescado..... | 25 |
| Tabla 9. | Utilidad operativa | 30 |
| Tabla 10. | Financiamiento de Exalmar..... | 30 |
| Tabla 11. | Distribución de dividendos..... | 33 |
| Tabla 12. | Fondo de maniobra (en miles de dólares)..... | 34 |
| Tabla 13. | Ratios de liquidez | 34 |
| Tabla 14. | Ratios de eficiencia..... | 35 |
| Tabla 15. | Ratios de solvencia..... | 35 |
| Tabla 16. | Ratios de endeudamiento..... | 36 |
| Tabla 17. | Relación de supuestos de valorización | 41 |
| Tabla 18. | Costo de capital | 42 |
| Tabla 19. | Costo de deuda | 44 |
| Tabla 20. | Cálculo de WACC..... | 44 |
| Tabla 21. | Múltiplos empresas pesqueras..... | 45 |

Índice de gráficos

| | | |
|-------------|---|----|
| Gráfico 1. | Cadena de valor de la producción de CHI..... | 4 |
| Gráfico 2. | Evolución del precio de la Harina de Pescado Estándar 1999-2016, miles US\$/TM..... | 5 |
| Gráfico 3. | Evolución del precio de la Harina de Pescado Estándar 1983-2009, miles US\$/TM..... | 5 |
| Gráfico 4. | Cadena de Valor de la Producción de CHD | 7 |
| Gráfico 5. | Cotización del Precio de EXALMC1 | 10 |
| Gráfico 6. | Correlación de la acción vs IGBVL | 10 |
| Gráfico 7. | Cotización de la acción vs IGBVL..... | 11 |
| Gráfico 8. | Producción mundial pesca de captura y acuicultura..... | 15 |
| Gráfico 9. | Producción mundial de pescado, según su utilización..... | 18 |
| Gráfico 10. | Indicadores del sector pesquero peruano en el mundo | 19 |
| Gráfico 11. | Cuota pesquera zona centro-norte (millones de TM) | 20 |
| Gráfico 12. | Análisis de las fuerzas de Porter para Exalmar | 23 |
| Gráfico 13. | Ingresos por productos | 26 |
| Gráfico 14. | Pesca procesada..... | 27 |
| Gráfico 15. | Ingreso de actividades ordinarias | 28 |
| Gráfico 16. | Ventas, costos totales y margen bruto | 29 |
| Gráfico 17. | CAPEX (millones de US\$)..... | 31 |

Índice de anexos

| | | |
|----------|--|----|
| Anexo 1. | Organigrama de Exalmar..... | 49 |
| Anexo 2. | Balance general proyectado..... | 50 |
| Anexo 3. | Estado ganancias y pérdidas proyectado | 51 |
| Anexo 4. | Estado de flujo de efectivo proyectados | 52 |
| Anexo 5. | Periodicidad del fenómeno El Niño 1948-2016 | 53 |
| Anexo 6. | Ocurrencias del fenómeno El Niño, siglos XVI-XX..... | 54 |
| Anexo 7. | Producto bruto interno por sectores productivos 2001-2013 (millones de soles de 2007)..... | 55 |

Capítulo I. Introducción

Pesquera Exalmar S.A.A. (Exalmar) se constituyó el 25 de noviembre de 1997. Exalmar es una subsidiaria de la empresa panameña Caleta de Oro Holding S.A., que posee el 60,9% de las acciones del capital social emitido.

En el año 1998 se fusiona con Pesquera Alfa S.A., Pesquera María del Carmen S.A. y Pesca Perú Huacho, cuyo propietario era el actual presidente y accionista mayoritario Víctor Matta Curotto. A lo largo de estos años la empresa ha adquirido y construido plantas en las regiones de Piura, La Libertad, Áncash, Callao e Ica.

La expansión de la compañía conllevó la incursión en el mercado de capitales hacia el año 2004, y ha sido beneficiada con dos créditos sindicados internacionales: por US\$ 80 millones y US\$ 140 millones, en el 2008 y 2011, respectivamente. En el año 2013, Exalmar colocó con éxito su primera emisión internacional de bonos por US\$ 200 millones, con vencimiento en el 2020.

La empresa está dedicada esencialmente a la extracción, transformación, comercialización y exploración de productos hidrobiológicos para consumo humano indirecto (CHI) y directo (CHD).

Exalmar tiene reconocimiento nacional e internacional. En el ámbito nacional, en julio del 2015, la compañía fue reconocida por la Bolsa de Valores de Lima como una de las empresas con más elevados estándares de buen gobierno corporativo, con lo que pasó a formar parte del selecto grupo de empresas distinguidas para el período 2015-2016, la primera y única compañía del sector pesquero en lograrlo. En el ámbito internacional, ha sido seleccionada como finalista en los años 2015 y 2016 para la entrega de los premios anuales de International Fishmeal and Fish Oil Organisation (IFFO), entidad que reconoce las buenas prácticas de las empresas del sector pesquero y promueve el desarrollo sostenible de la industria de harina y aceite de pescado y otros ingredientes de origen marino a nivel mundial.

Capítulo II. Descripción del negocio

Pesquera Exalmar se creó en 1997. El objeto de la empresa es la extracción y la comercialización de productos hidrobiológicos para el consumo humano indirecto y directo. Tiene como principales líneas de negocio la elaboración de harina y aceite de pescado, y se ha colocado en el puesto cuarto a nivel nacional.

La misión de la empresa es «desarrollar de forma sostenible productos hidrobiológicos de calidad, mejorando y transformando las condiciones de vida de las personas» (Pesquera Exalmar 2017: 34). Para alcanzar esta misión, la empresa cuenta con ocho plantas de procesamiento en diversos lugares de la costa, distribuidas en seis productoras de harina y aceite de pescado y dos destinadas a la producción de congelados.

Tabla 1. Plantas de procesamiento

| Plantas de Exalmar | Ubicación | Capacidad de Max. Producción |
|------------------------------------|---------------------|------------------------------|
| Planta de Tambo de Mora | Chincha, Ica | 100 TM/ hora |
| Planta de Huacho | Huaura, Lima | 84 TM/ hora |
| Planta de Chicama | Ascope, La Libertad | 100 TM/ hora |
| Planta Chimbote | Santa, Áncash | 90 TM/ hora |
| Planta del Callao | Callao | 50 TM/ hora |
| Planta de Paita | Paita, Piura | 10 TM/ hora |
| Planta de Congelados en Paita | Paita, Piura | 108 TM/ día |
| Planta de Congelados Tambo de Mora | Chincha, Ica | 575 TM/ día |

Fuente: Pesquera Exalmar 2017.

Al 31 de diciembre del 2016, el capital de la empresa asciende a PEN 295 millones, aproximadamente, que representa 295 millones de cuotas con un valor nominal de PEN 1,00 cada una. La composición accionaria de la empresa es la siguiente:

Tabla 2. Accionariado de Exalmar

| Accionista | Participación (%) |
|---------------------------------------|-------------------|
| Caleta de Oro Holding S.A. | 60,92 |
| Caleta de Oro Holding del Perú S.A.C. | 8,46 |
| Bancard International Investment Inc. | 9,19 |
| Otros | 21,43 |
| Total | 100,00 |

Fuente: Pesquera Exalmar 2017.

1. Línea de productos

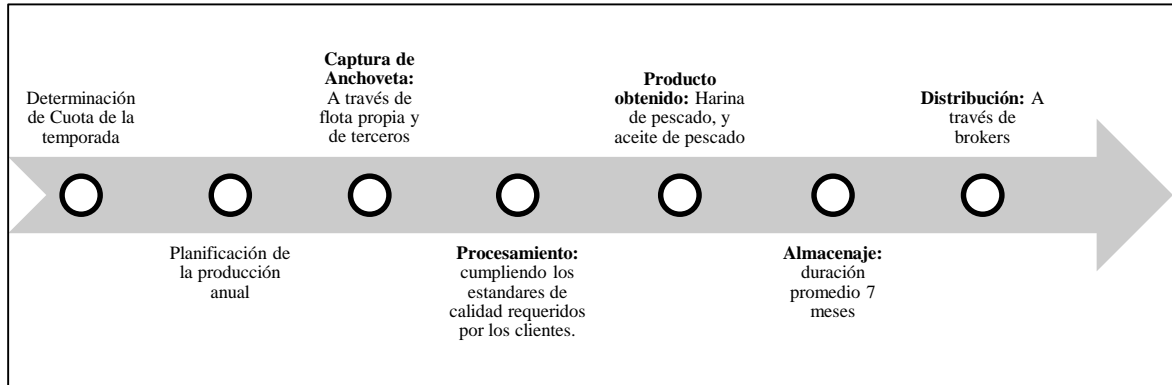
El negocio de Exalmar se divide en la producción dirigida para el consumo humano indirecto (CHI) y consumo humano directo (CHD).

1.1. Consumo humano indirecto

Es la principal fuente de ingresos de la compañía, pues representa el 76% de sus ventas. La harina de pescado contiene entre 65% y 72% de proteínas de alta calidad; además, es rica en ácidos grasos esenciales, omega 3, ácido eicosapentaenoico (EPA) y ácido docosahexaenoico (DHA). Constituye una fuente de alimento y energía utilizada como insumo para la alimentación en la crianza de animales de la industria ganadera, ovina, y porcina, y es la más relevante, por su crecimiento exponencial, en el sector de acuicultura y piscicultura. El proceso de fabricación de la harina y el aceite comienza con la captura de la anchoveta, continúa con los procesos de almacenamiento, cocinado, prensado y secado, y, finalmente, con la molienda y el envasado de la harina. La harina de pescado es envasada en sacos nuevos de polipropileno de 50 kg.

Por otro lado, el aceite de pescado se obtiene por la separación de las grasas en fase líquida de los sólidos de pescado a temperaturas entre 92 °C y 95 °C mediante procesos de decantación, centrifugación y pulido. El aceite de pescado derivado de la anchoveta es valorado por su contenido de omega-3 y porque es rico en EPA y DHA, el cual se utiliza principalmente como alimento para peces en la industria de la acuicultura. En los últimos años, la demanda de aceite de pescado ha ido en aumento debido a un creciente interés en los beneficios para la salud de una dieta humana con ácidos grasos del omega-3, EPA y DHA. Diversos estudios sugieren que el EPA regula el funcionamiento cerebral, la presión sanguínea, el nivel de colesterol, así como las funciones inflamatorias y alérgicas; por otro lado, el DHA es sinónimo de desarrollo durante la gestación, la lactancia, la madurez, adultez, y, particularmente, en la tercera edad. Todas las plantas cuentan con el sistema de secado a vapor indirecto (*steam dried*). Asimismo, las plantas del Callao y la de Tambo de Mora utilizan el gas natural como fuente energética.

Gráfico 1. Cadena de valor de la producción de CHI



Fuente: Pesquera Exalmar 2015.

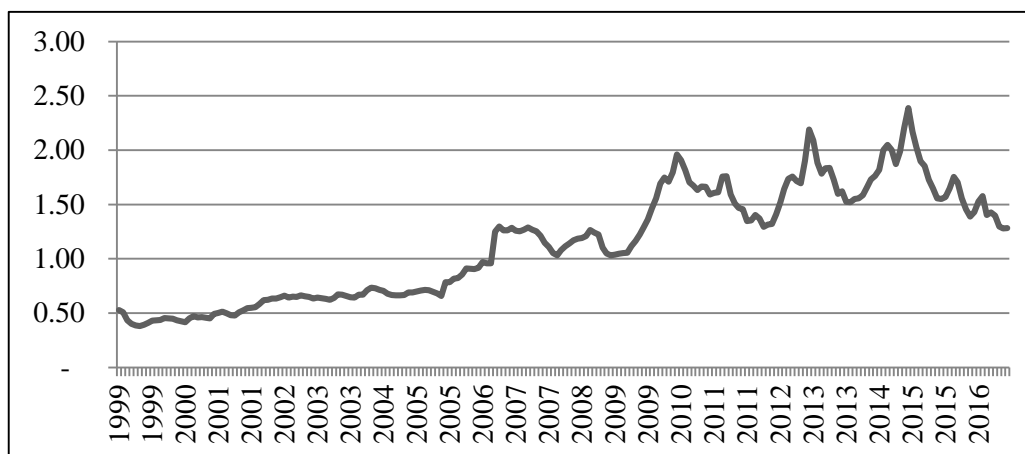
Existen diferentes calidades de harina de pescado, determinadas por la cantidad de impurezas (sal, arena, cenizas) que contengan, así como por otros componentes que influyen en su duración y valor nutricional, como proteínas, grasas, humedad, ácidos grasos, TVN (nitrógeno total volátil), histamina y antioxidantes. Un menor nivel de impurezas y un mayor nivel de proteínas, principalmente, determinan una harina de mayor calidad y, por consiguiente, mayor precio. La harina mayormente exportada por Exalmar es la denominada estándar.

Tabla 3. Tipos y calidades de harina de pescado

| Harina de Pescado | | | Calidades | | | | | |
|-------------------|--------------|-----|-----------|-------------|-------|--------|----------|----------|
| Parámetros | | | Premium | Super Prime | Prime | Taiwan | Thailand | Standard |
| Proteína | % | min | 70 | 68 | 67 | 67 | 67 | 65/64 |
| Grasa | % | max | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Humedad | % | max | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| FFA | % | max | 7 | 7.5 | 10 | 10 | 10 | - |
| Cenizas sin sal | % | max | 14 | 14 | 15 | 17 | 17 | - |
| Arena y sal | % | max | 4 | 4 | 4.5 | 5 | 5 | 5 |
| TVN | 100mg /100gr | max | 85 | 100 | 120 | 120 | 150 | - |
| Histamina | ppm | max | 100 | 500 | 1000 | - | - | - |
| Antioxidante | ppm | min | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |

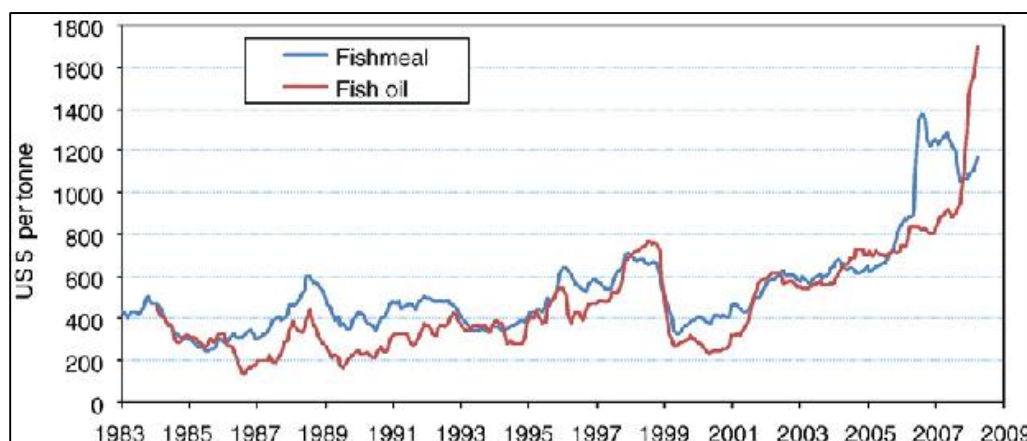
Fuente: Hayduk 2017.

Gráfico 2. Evolución del precio de la Harina de Pescado Estándar 1999-2016, miles US\$/TM



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 3. Evolución del precio de la Harina de Pescado Estándar 1983-2009, miles US\$/TM



Fuente: FAO.

1.2. Consumo humano directo

Es la segunda fuente más importante de ingresos de Exalmar, pues representa un 11% de sus ventas.

La unidad de negocio de CHD se encuentra en una fase de crecimiento, de modo que genera importantes aportes a la industria y cuenta con dos plantas destinadas a la producción de congelados ubicadas en Tambo de Mora (Ica), con 575 TM/día, y Paita (Piura), con 108 TM/día. Asimismo, de la flota total en operación, hay seis embarcaciones con sistema de refrigeración a bordo (*Refrigerated Sea Water* [RSW]) con una capacidad de bodega de 2.600 m³, totalmente equipadas con sistemas de frío y empleadas para la pesca de jurel y caballa, principalmente. Las variedades de productos de CHD están dirigidas a los mercados de Europa, África y China. Otras especies son perico, merluza, pota, calamar y concha de abanico.

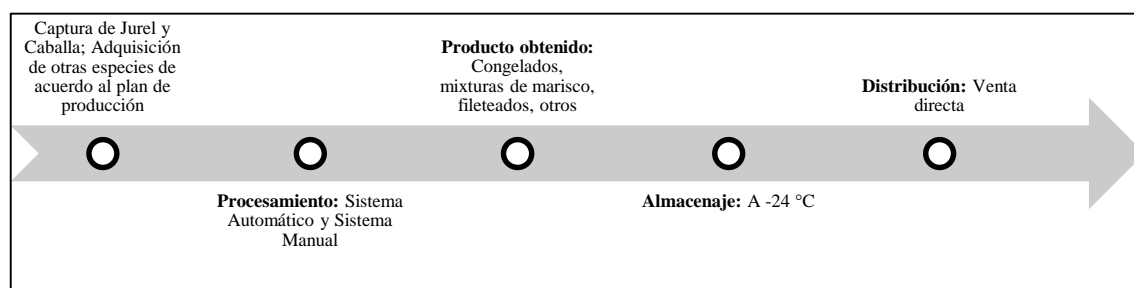
El sistema de producción manual se inicia con la descarga de materia prima. Luego se realizan las operaciones primarias o acondicionamiento (fileteo, eviscerado, corte de aleta, laminado, troquelado y precocido) para que el producto sea envasado de acuerdo a la presentación requerida por el cliente. En todo el proceso se controla el tiempo y temperatura; posteriormente, el producto es congelado a -18 °C en túneles de congelación rápida o en congelador de placas con el objetivo de preservar y conservar sus características. Este es empacado y etiquetado con información relevante para realizar la trazabilidad, e inmediatamente ingresa a la cámara de almacenamiento frigorífico con el propósito de conservar y mantener la calidad de los productos a través de temperatura bajas de congelación.

Por otro lado, el sistema de producción automatizada, que es específico para especies pelágicas (jurel y caballa, principalmente), se inicia con el bombeo del pescado desde las bodegas de los barcos que cuentan con un sistema de refrigeración a bordo (RSW) para mantener la cadena de frío desde la extracción hasta el traslado de la materia prima a la planta. Posteriormente, la materia prima continúa hacia el tanque pulmón y es guardada en las pozas de almacenamiento de pescado, las mismas que disponen de un sistema de refrigeración. Esto permite que los barcos zarpen lo más pronto posible a la zona de pesca y se optimice la captura del recurso disponible.

En las líneas de producción, el pescado es clasificado a través de un sistema automático y direccionado a las fajas de selección manual, donde personal capacitado separa las especies pelágicas. Luego es transportado hacia balanzas que cuentan con aplicaciones inteligentes, donde automáticamente se pesa el producto, mientras se controla el tiempo y temperatura. El empaque es automatizado, por medio de un sistema robotizado el producto es colocado en *racks* para proseguir con la etapa de congelamiento en túneles de congelación a -43 °C. Se da por culminada esta etapa cuando el producto alcanza una temperatura de -18 °C en el centro

térmico. Los *racks* con el producto congelado son trasladados a un *pallet* (armazón de madera, plástico u otro material empleado en el movimiento de carga) donde se coloca *stretch film* (película estirable transparente) de manera automática e ingresa a la cámara de almacenamiento congelado. El propósito es conservar y mantener la calidad de los productos a través de temperatura bajas de congelación, considerada la máxima de -18 °C. En el proceso de embarque refrigerado, personal de productos terminados y embarques verifica la higiene, limpieza y hermeticidad del contenedor, así como el correcto funcionamiento del sistema de frío. El objetivo es brindar las condiciones necesarias para el traslado del producto terminado a su destino final manteniendo las características de calidad e inocuidad alimentaria.

Gráfico 4. Cadena de Valor de la Producción de CHD



Fuente: Pesquera Exalmar 2017.

2. Gobierno corporativo

Exalmar trata de lograr un equilibrio entre los intereses de accionistas, directorio, gerencia y otros grupos de interés relacionados a través de la transparencia de la información, la participación de los directores independientes en el directorio y la conformación de Comités de Directores. A inicios del 2015, la empresa contrató los servicios de la empresa consultora Mercado de Capitales Inversiones y Finanzas Consultores (MC&F), experta en buen gobierno corporativo (BGC), con la finalidad de realizar un diagnóstico de la compañía para identificar las áreas de mejora, además de las fortalezas y debilidades para cada uno de los pilares del BGC. En el año 2016 se inició la implementación de un plan de acción para la adopción de mejoras de acuerdo a ciertos criterios establecidos en el diagnóstico realizado el año anterior. Se avanzó un 74% al cierre del año y se espera culminar la implementación en el año 2017.

Las buenas prácticas de la empresa han llevado a Exalmar a obtener el reconocimiento de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) por ser una de las compañías con elevados estándares de buen gobierno corporativo.

3. Responsabilidad social empresarial

Exalmar considera al factor humano como el principal de la empresa, por ello dirige sus esfuerzos hacia el crecimiento laboral y personal de sus armadores pesqueros, tripulantes y pescadores artesanales. Cuenta con programas cuya finalidad es incentivar el trabajo de los pescadores, como el programa Pesca Puntos, con el que premian la fidelidad de los pescadores y la calidad de la materia prima que aportan con puntos que les permiten obtener algún producto que necesiten. Asimismo, realizan talleres de supervivencia y de navegación y les brindan asesorías en temas legales y contables que buscan la formalización de los trabajadores.

Adicionalmente, la empresa realiza la compra de materia prima a terceros. Los incentiva a entregar la pesca fresca al mismo tiempo que la pesca acompañante (especies capturadas junto con la cuota de la especie comprada por Exalmar) y/o a hacer entrega de otros de sus desechos para que Exalmar se haga cargo de manera responsable de estos en vez de que sean arrojados al mar.

4. Precio de la acción

Al cierre del mes de diciembre del 2016, Exalmar tiene 295.536.144,00 acciones en circulación, con un valor nominal de PEN 1,00 y una capitalización de PEN 351 millones. Estas acciones son cotizadas en la BVL con el nombre de EXALMC1.

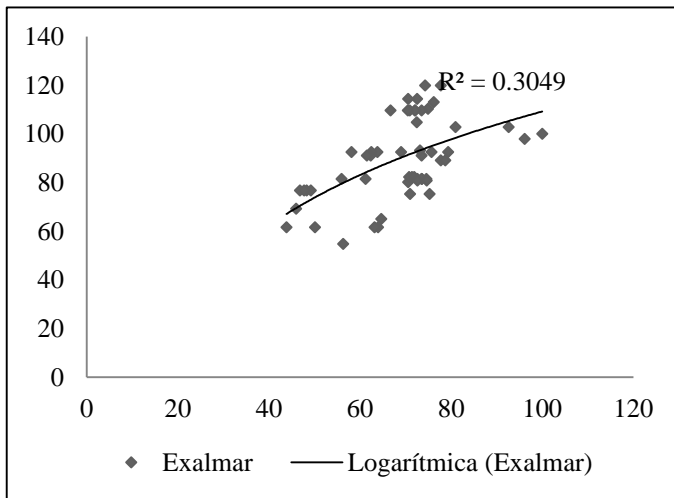
Como se puede notar en el gráfico 5, el precio de la acción sufrió una caída importante en el periodo 2014-2015; sin embargo, muestra una recuperación a partir del segundo semestre del 2016, de modo que llegó, al 31 de diciembre del 2016, a un valor de PEN 1,20.

Gráfico 5. Cotización del Precio de EXALMC1



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

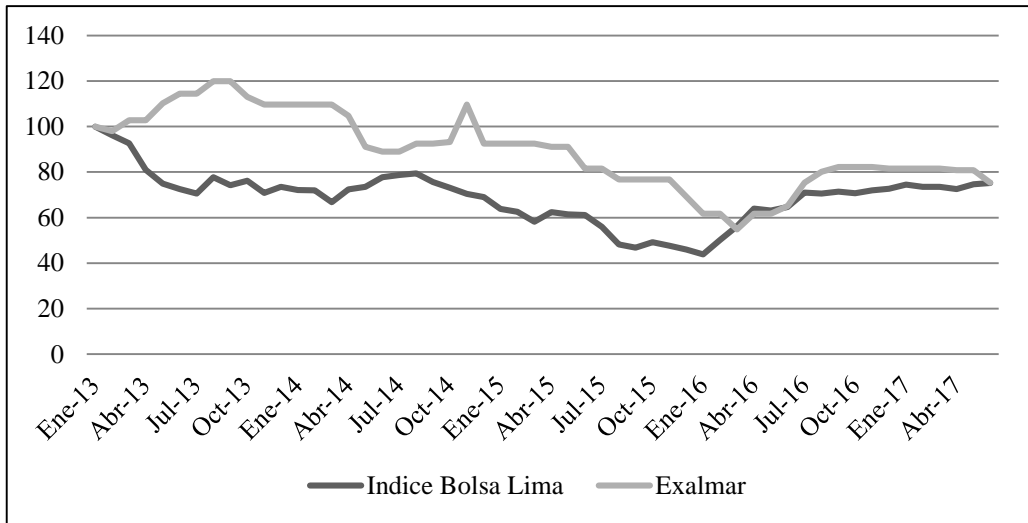
Gráfico 6. Correlación de la acción vs IGBVL



Fuente: Elaboración propia.

Existe una correlación moderada de 0,59 entre el IGBVL y la acción de Exalmar, lo cual es consistente con lo sensible que es el sector a factores climáticos, más allá de factores económicos que puedan tener un efecto general en todas las empresas del índice.

Gráfico 7. Cotización de la acción vs IGBVL



Fuente: Bolsa de Valores de Lima.

A diciembre 2016, la rentabilidad relativa de Exalmar es de 12,2%, superior a la rentabilidad del IGBVL en el mismo periodo, debido a la expectativa de coincidencia de un ciclo de recuperación post-Niño con el inicio de las ventas de la segunda temporada de pesca 2016, las cuales contaron con una cuota de pesca de 2 millones de TM.

Para todo el año 2016 la variación porcentual acumulada de Exalmar fue de 32%, mientras que la del IGBVL fue de 65%. Esto se debió a las deficientes ventas de la primera mitad del año por falta de disponibilidad de materia prima, ya que estas ventas se alimentan de lo producido sobre la base de la cuota de la segunda temporada de pesca 2015.

Capítulo III. Macroambiente, análisis de la industria y posicionamiento competitivo de Exalmar

1. Importancia de la pesca a nivel mundial

La pesca y la acuicultura continúan siendo importantes fuentes de alimento, nutrición, ingresos y medios de vida para millones de personas del mundo. La oferta mundial per cápita de pescado alcanzó un nuevo máximo histórico de 20 kg en 2014 debido al crecimiento dinámico de la acuicultura, que proporciona el 50% del pescado destinado al consumo humano en la actualidad, y a una leve mejora del desarrollo de las poblaciones de peces a raíz de un ordenamiento pesquero.

Por otro lado, el pescado se mantiene como uno de los productos alimenticios más comercializados del mundo, y más de la mitad del valor de las exportaciones pesqueras procede de países en desarrollo. Los últimos informes elaborados por expertos de alto nivel, organizaciones internacionales, la industria y representantes de la sociedad civil coinciden en destacar el enorme potencial que tienen los océanos y las aguas continentales en la actualidad, que será incluso mayor en el futuro, dado que contribuirá de forma destacada a la seguridad alimentaria y la nutrición adecuada de una población mundial que, se prevé, alcance los 9.700 millones de habitantes en 2050 (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: ii).

En la segunda Conferencia Internacional sobre Nutrición (CIN2), realizada en Roma en noviembre del 2014, se aprobaron la Declaración de Roma y el Marco de Acción. En ellos, los líderes mundiales reiteraron su compromiso de establecer y aplicar políticas destinadas a erradicar la malnutrición y transformar los sistemas alimentarios a fin de lograr dietas nutritivas disponibles para todos.

En esta cita se hizo hincapié en la importancia del pescado y los productos alimenticios marinos como fuente de nutrición y salud para numerosas comunidades costeras que dependen de las proteínas y micronutrientes esenciales que aportan, en particular para las mujeres en edad fértil y los niños pequeños. Se reincidió en la oportunidad única que la pesca y la acuicultura pueden representar para hacer un seguimiento de la CIN2 en aras de la consecución de una alimentación sana. Esta mayor concienciación de la importante función que el sector desempeña en la nutrición lleva aparejada una mayor responsabilidad con respecto a cómo se gestionan los

recursos a fin de garantizar una alimentación nutritiva y saludable para todos los ciudadanos del mundo.

2. Sector pesquero a nivel mundial

La producción de alimentos acuáticos ha dejado de basarse principalmente en la captura de peces salvajes para comprender la cría de un número creciente de especies cultivadas. En 2014 se alcanzó un hito cuando la contribución del sector acuícola al suministro de pescado para consumo humano superó por primera vez la del pescado capturado en el medio natural.

2.1. Pesca de captura

El total mundial de la producción de la pesca de captura en 2014 fue de 93,4 millones de toneladas, de las cuales 81,5 millones de toneladas procedían de aguas marinas y 11,9 millones de toneladas de aguas continentales. China siguió siendo el productor principal, seguido de Indonesia, los Estados Unidos de América y la Federación de Rusia (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 5).

Tabla 4. Producción de la pesca de captura marina (principales países productores)

| PAÍS O TERRITORIO | PROMEDIO 2003-2012 | 2013 | 2014 | VARIACIÓN | | |
|-------------------|------------------------|----------------------|------------------------|-----------------------------|-----------|-------------|
| | | | | PROMEDIO (2003-2012) - 2014 | 2013-2014 | 2013-2014 |
| | | (Toneladas) | | (Porcentaje) | | (Toneladas) |
| China | 12.759.922 | 13.967.764 | 14.811.390 | 16,1 | 6 | 843.626 |
| Indonesia | 4.745.727 | 5.624.594 | 6.016.525 | 26,8 | 7 | 391.931 |
| EE. UU. | 4.734.500 | 5.115.493 | 4.954.467 | 4,6 | -3,1 | -161.026 |
| Fed. de Rusia | 3.376.162 | 4.086.332 | 4.000.702 | 18,5 | -2,1 | -85.630 |
| Japón | 4.146.622 | 3.621.899 | 3.630.364 | -12,5 | 0,2 | 8.465 |
| Perú | 7.063.261 | 5.827.046 | 3.548.689 | -49,8 | -39,1 | -2.278.357 |
| | 918.049 ¹ | 956.416 ¹ | 1.226.560 ¹ | 33,6 | 28,2 | 270.144 |
| India | 3.085.311 | 3.418.821 | 34.188.212 | 10,8 | 0 | - |
| Vietnam | 1.994.927 | 2.607.000 | 2.711.100 | 35,9 | 4 | 104.100 |
| Myanmar | 1.643.642 | 2.483.870 | 2.702.240 | 64,4 | 8,8 | 218.370 |
| Noruega | 2.417.348 | 2.079.004 | 2.301.288 | -4,8 | 10,7 | 222.284 |
| Chile | 3.617.190 | 1.770.945 | 2.175.486 | -39,9 | 22,8 | 404.541 |
| | 2.462.885 ¹ | 967.541 ¹ | 1.357.586 ¹ | -44,9 | 40,3 | 390.045 |
| Filipinas | 2.224.720 | 2.130.747 | 2.137.350 | -3,9 | 0,3 | 6.603 |
| Rep. de Corea | 1.736.680 | 1.586.059 | 1.718.626 | -1 | 8,4 | 132.567 |
| Tailandia | 2.048.753 | 1.614.536 | 1.559.746 | -23,9 | -3,4 | -54.790 |
| Malasia | 1.354.965 | 1.482.899 | 1.458.126 | 7,6 | -1,7 | -24.773 |
| México | 1.352.353 | 1.500.182 | 1.396.205 | 3,2 | -6,9 | -103.977 |

| PAÍS O TERRITORIO | PROMEDIO 2003-2012 | 2013 | 2014 | VARIACIÓN | | |
|-----------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|--------------|----------------|
| | | | | PROMEDIO (2003-2012) - 2014 | 2013-2014 | 2013-2014 |
| | | | | (Toneladas) | (Porcentaje) | (Toneladas) |
| Marruecos | 998.584 | 1.238.277 | 1.350.147 | 35,2 | 9 | 111.870 |
| España | 904.459 | 981.451 | 1.103.537 | 22 | 12,4 | 122.086 |
| Islandia | 1.409.270 | 1.366.486 | 1.076.558 | -23,6 | -21,2 | -289.928 |
| Taiwan | 9.724 | 925.171 | 1.068.244 | 9,9 | 15,5 | 143.073 |
| Canadá | 969.195 | 82.364 | 835.196 | -13,8 | 1,4 | 11.556 |
| Argentina | 891.916 | 858.422 | 815.355 | -8,6 | -5 | -43.067 |
| Reino Unido | 622.146 | 630.047 | 754.992 | 21,4 | 19,8 | 124.945 |
| Dinamarca | 806.787 | 668.339 | 745.019 | -7,7 | 11,5 | 76.680 |
| Ecuador | 452.003 | 514.415 | 663.439 | 46,8 | 29 | 149.026 |
| Total 25 países principales | 66.328.843 | 66.923.439 | 66.953.612 | 0,9 | 0 | 30.173 |
| TOTAL MUNDIAL | 80.793.507 | 80.963.120 | 81.549.353 | 0,9 | 0,7 | 586.233 |

Fuente: FAO 2016.

¹ Totales excluyendo las capturas de anchoveta

El Pacífico noroccidental siguió siendo la zona más productiva en lo que respecta a la pesca de captura, seguido del Pacífico centro-occidental, el Atlántico nororiental y el Océano Índico oriental. La situación en el Mediterráneo y el Mar Negro es alarmante, ya que las capturas han disminuido en un tercio desde 2007, lo cual se debe principalmente a la reducción de los desembarques de pequeñas especies pelágicas como la anchoa y la sardina, aunque también ha afectado a la mayoría de grupos de especies.

Las capturas mundiales en aguas continentales fueron de aproximadamente 11,9 millones de toneladas en 2014, continuando la tendencia positiva que ha dado lugar a un aumento del 37% en el último decenio. Dieciséis países tienen capturas continentales anuales que superan las 200.000 toneladas y, en conjunto, representan el 80% del total mundial (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 4).

Tabla 5. Producción de la pesca y la acuicultura en el mundo

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | (Millones de Toneladas) | | | | | |
| Pesca de Captura | | | | | | |
| Continental | 10.5 | 11.3 | 11.1 | 11.6 | 11.7 | 11.9 |
| Marina | 79.7 | 77.8 | 82.6 | 79.7 | 81.0 | 81.5 |
| | 90.2 | 89.1 | 93.7 | 91.3 | 92.7 | 93.4 |
| Acuicultura | | | | | | |
| Continental | 34.3 | 36.8 | 38.6 | 42.0 | 44.8 | 47.1 |
| Marina | 21.4 | 22.1 | 23.2 | 24.4 | 25.5 | 26.7 |
| | 55.7 | 58.9 | 61.8 | 66.4 | 70.3 | 73.8 |

Fuente: FAO

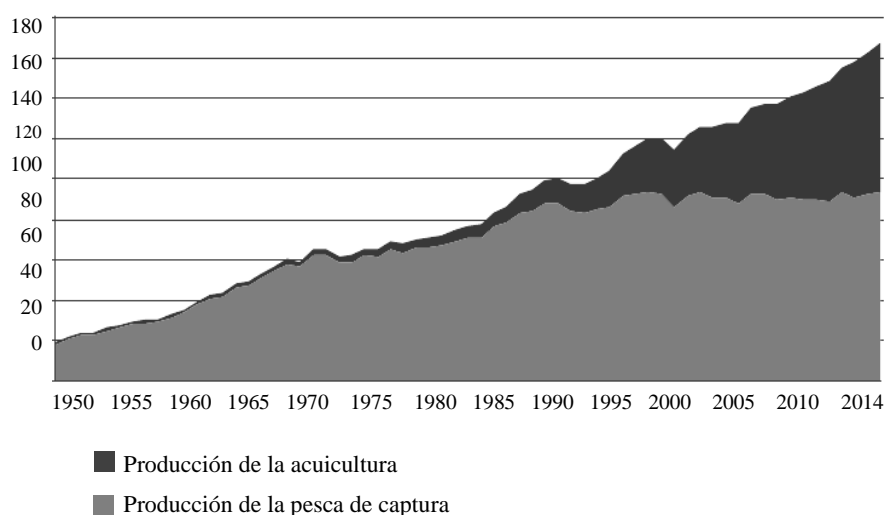
2.2. Acuicultura

La acuicultura ha sido el desencadenante del impresionante crecimiento del suministro de pescado para el consumo humano. Si bien la acuicultura proporcionó solo el 7% del pescado para consumo humano en 1974, este porcentaje aumentó al 26% en 1994 y al 39% en 2004 (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 2).

La producción de animales acuáticos procedentes de la acuicultura ascendió durante el año 2014 a 73,8 millones de TM, con un valor de primera venta estimado de US\$ 160.200 millones.

China produjo 45,5 millones de toneladas en 2014, es decir, más del 60% de la producción pesquera mundial procedente de la acuicultura. Otros productores importantes fueron la India, Vietnam, Bangladesh y Egipto (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 5).

Gráfico 8. Producción mundial pesca de captura y acuicultura



Fuente: FAO.

2.3. Niveles de explotación de los recursos pesqueros

En general, el estado de las poblaciones de peces marinos en el mundo no ha mejorado, a pesar de que se han realizado progresos notables en algunas áreas.

Para efectos de regular el aprovechamiento responsable de los recursos pesqueros, estos se clasifican, según su grado de explotación, en: sobreexplotados, plenamente explotados y subexplotados.

Se estima que el 31,4% de las poblaciones de peces tuvo un nivel de explotación no sostenible y, por tanto, se produjo una pesca excesiva. Las explotadas plenamente representaron el 58,1%; y las subexplotadas, el 10,5% (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 42).

Las 10 especies más productivas representaron alrededor del 27% de la producción de la pesca de captura marina mundial en 2013. Sin embargo, la mayoría de sus poblaciones está plenamente explotada y es imposible aumentar su producción.

Tabla 6. Especies más productivas

| Nombre científico | Nombre de la FAO en español | Promedio 2003-2012 | 2013 | 2014 | Variación | | |
|------------------------------|-----------------------------|--------------------|-------------|-----------|----------------------------|-----------|-------------|
| | | | | | Promedio (2003-2012) -2014 | 2013-2014 | 2013-2014 |
| | | | (Toneladas) | | (Porcentaje) | | (Toneladas) |
| <i>Theragra chalcogramma</i> | Colín de Alaska | 2.860.840 | 3.239.296 | 3.214.422 | 12,4 | -0,8 | -24.874 |
| <i>Engraulis ringens</i> | Anchoveta | 7.329.446 | 5.674.036 | 3.140.029 | -57,2 | -44,7 | -2.534.007 |
| <i>Katsuwonus pelamis</i> | Listado | 2.509.640 | 2.974.189 | 3.058.608 | 21,9 | 2,8 | 84.419 |
| <i>Sardinella spp.</i> | Sardinelas nep | 2.214.855 | 2.284.195 | 2.326.422 | 5,0 | 1,8 | 42.227 |
| <i>Scomber japonicus</i> | Estornino | 1.804.820 | 1.655.132 | 1.829.833 | 1,4 | 10,6 | 174.701 |
| <i>Clupea harengus</i> | Arenque del Atlántico | 2.164.209 | 1.817.333 | 1.631.181 | -24,6 | -10,2 | -186.152 |
| <i>Thunnus albacares</i> | Rabil | 1.284.169 | 1.313.424 | 1.466.606 | 14,2 | 11,7 | 153.182 |
| <i>Decapterus spp.</i> | Macarelas nep | 1.389.354 | 1.414.958 | 1.456.869 | 4,9 | 3,0 | 41.911 |
| <i>Scomber scombrus</i> | Caballa del Atlántico | 717.030 | 981.998 | 1.420.744 | 98,1 | 44,7 | 438.746 |
| <i>Engraulis japonicus</i> | Anchoíta japonesa | 1.410.105 | 1.329.311 | 1.396.312 | -1,0 | 5,0 | 67.001 |
| <i>Gadus morhua</i> | Bacalao del Atlántico | 897.266 | 1.359.399 | 1.373.460 | 53,1 | 1,0 | 14.061 |
| <i>Trichiurus lepturus</i> | Pez sable | 1.311.774 | 1.258.413 | 1.260.824 | -3,9 | 0,2 | 2.411 |
| <i>Sardina pilchardus</i> | Sardina europea | 1.088.635 | 1.001.627 | 1.207.764 | 10,9 | 20,6 | 206.137 |
| <i>Dosidicus gigas</i> | Jibia gigante | 778.384 | 847.292 | 1.161.690 | 49,2 | 37,1 | 314.398 |

| Nombre científico | Nombre de la FAO en español | Promedio 2003-2012 | 2013 | 2014 | Variación | | |
|--|-----------------------------|--------------------|-------------|------------|----------------------|-----------|-------------|
| | | | | | Promedio (2003-2012) | 2013-2014 | 2013-2014 |
| | | | (Toneladas) | | (Porcentaje) | | (Toneladas) |
| Micromesistius poutassou | Jibia gigante | 1.357.086 | 631.534 | 1.160.872 | -14,5 | 83,8 | 529.338 |
| Scomberomorus spp. | Carites nep | 834.548 | 941.741 | 919.644 | 10,2 | -2,3 | -22.097 |
| Illex argentinus | Pota argentina | 446.366 | 525.402 | 862.867 | 93,3 | 64,2 | 337.465 |
| Nemipterus spp. | Bagas nep | 536.339 | 581.276 | 649.700 | 21,1 | 11,8 | 68.424 |
| Cololabis saira | Paparda del Pacífico | 465.032 | 428.390 | 628.569 | 35,2 | 46,7 | 200.179 |
| Portunus trituberculatus | Jaiba gazami | 356.587 | 503.868 | 605.632 | 69,8 | 20,2 | 101.764 |
| Acetes japonicus | Camaroncillo akiami | 580.147 | 585.433 | 556.316 | -4,1 | -5,0 | -29.117 |
| Strangomera bentincki | Sardina araucana | 580.805 | 236.968 | 543.278 | -6,5 | 129,3 | 306.310 |
| Sprattus | sprattus | 611.525 | 394.405 | 494.619 | -19,1 | 25,4 | 100.214 |
| Clupea pallasii | Arenque del Pacífico | 330.017 | 510.025 | 478.778 | 45,1 | -6,1 | -31.247 |
| Gadus macrocephalus | Bacalao del Pacífico | 373.547 | 464.367 | 474.498 | 27,0 | 2,2 | 10.131 |
| Total de 25 especies y géneros principales | | 34.232.526 | 32.954.012 | 33.319.537 | -2,7 | 1,1 | 365.525 |

Fuente: FAO.

2.4. Utilización y elaboración del pescado

En el año 2014 la producción pesquera mundial fue de 167,2 millones de TM (93,4 millones de pesca de captura y 73,8 millones de la acuicultura). El porcentaje utilizado para el consumo humano directo ha incrementado considerablemente, pasando del 67% en la década de 1960 al 87% (más de 146,3 millones de TM) en 2014. Los 21 millones de TM restantes se destinaron a productos no alimentarios, de los cuales el 76% se redujo a harina o aceite de pescado en 2014 y el resto se utilizó para otros fines.

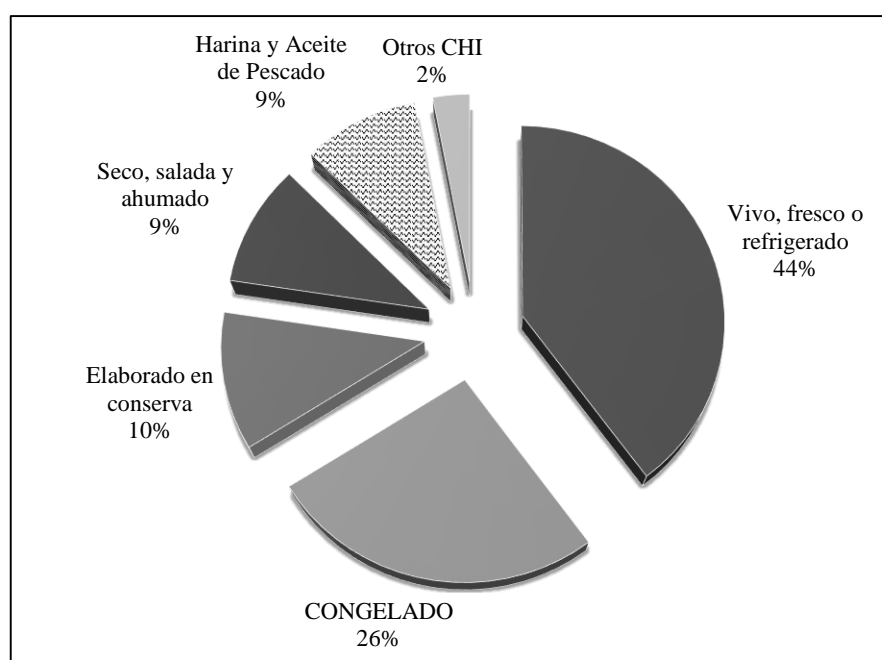
En 2014, el 46% (67 millones de toneladas) del pescado destinado al consumo humano directo era pescado vivo, fresco o refrigerado, formas que en algunos mercados son las preferidas y tienen un precio elevado.

El resto de la producción para fines alimentarios se procesó de diferentes formas: alrededor del 12% (17 millones de toneladas) se encontraba seco, salado, ahumado o curado de otras maneras;

el 13% (19 millones de toneladas), elaborado o en conserva; y el 30% (unos 44 millones de toneladas), congelado.

La congelación es el principal método de elaboración de pescado para consumo humano, y en 2014 representó el 55% de todo el pescado elaborado para el consumo humano y el 26% de la producción total de pescado (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura 2016: 4).

Gráfico 9. Producción mundial de pescado, según su utilización



Fuente: Elaboración propia.

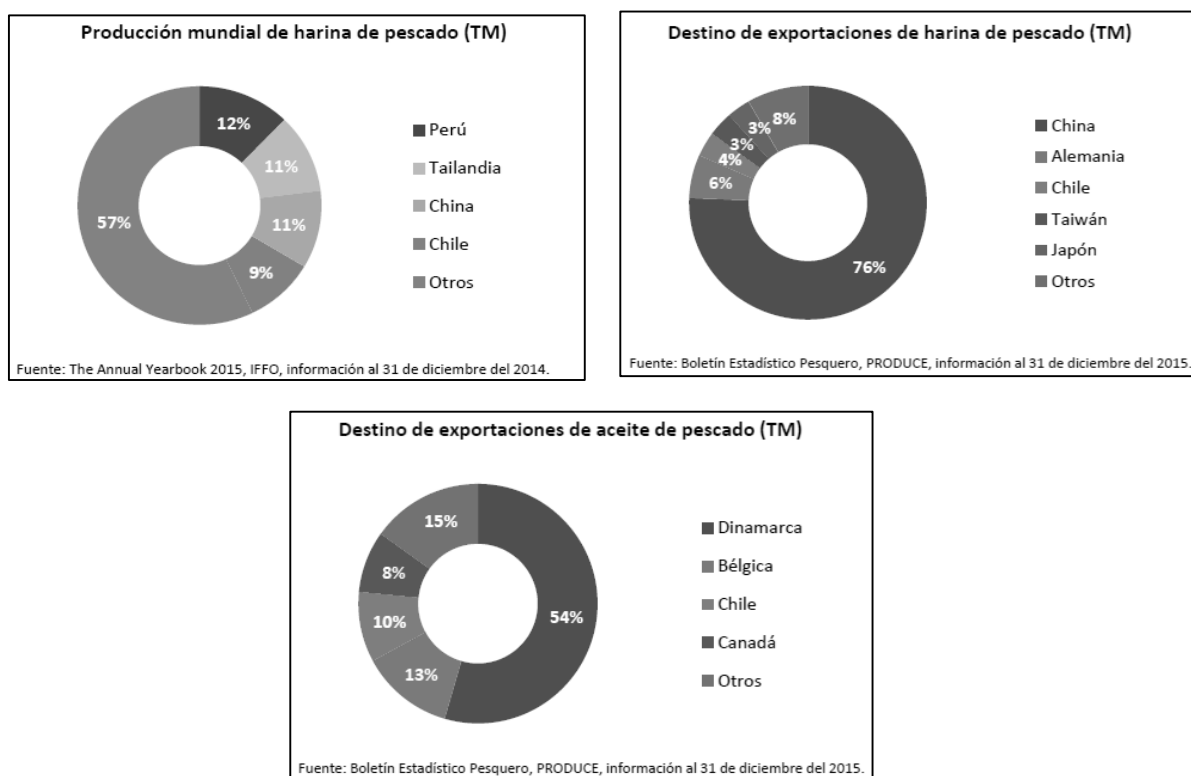
2.5. Sector pesquero en Perú

Perú explota sus recursos pesqueros en el área 87 Pacífico Sudeste. Según la FAO, esta constituye una de las cuatro principales áreas marinas pesqueras del mundo, pues el ecosistema de la corriente de Humboldt, al combinar aguas frías en el lugar más oriental de las corrientes superficiales con un zócalo continental especial, con profundidades de hasta 200 metros, muestra zonas intensas de afloramiento, productividad primaria hidrobiológica abundante y actividad reproductiva de gran variedad de recursos marinos de especies locales, transzonales y migratorias (peces, moluscos y crustáceos), que son explotados por pesquerías artesanales e

industriales. Ello ha permitido formar una gran industria de harina de pescado y aportar más del 50% de las exportaciones mundiales de este producto. Recientemente, los desembarques de productos pesqueros dirigidos a consumo humano directo (CHD) han empezado a ganar importancia durante los últimos años por impulsos de demanda interna, por Seguridad Alimentaria, y externa, por escasez de oferta de las pesquerías de otras economías y abundancia de recurso en el mar peruano (Ministerio de la Producción 2010: 9).

Perú es el primer exportador mundial de harina de pescado (CHI) debido a las características especiales que poseen su mar, su gran extensión, así como la intervención de las corrientes oceánicas de Humboldt y El Niño, lo que permite el crecimiento de una biomasa abundante.

Gráfico 10. Indicadores del sector pesquero peruano en el mundo

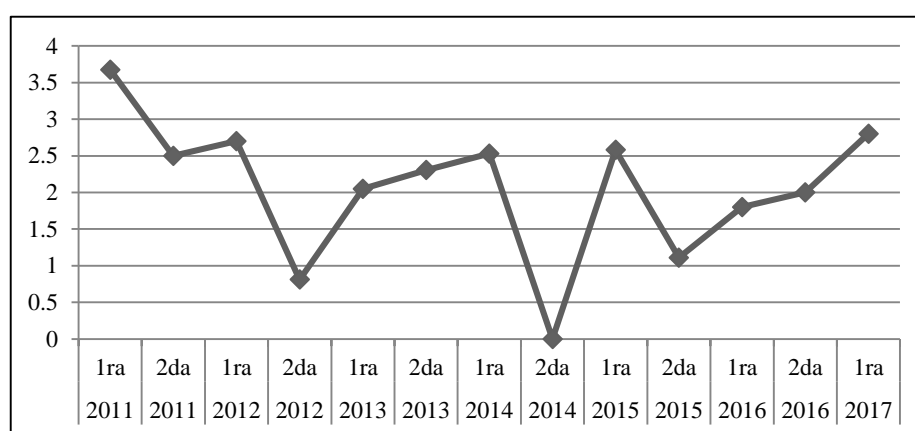


Fuente: Pesquera Exalmar, 2016.

A partir del año 2009 entra en vigencia el sistema de cuotas individuales de pesca para la anchoveta, lo que permitió al país contar con un marco regulatorio efectivo que ha llevado al ordenamiento de la industria pesquera y al uso eficiente de plantas y embarcaciones. Todo esto ha generado importantes ahorros en reducciones de costos fijos y planificación de la producción.

Dentro de este marco regulatorio, el Instituto del Mar Peruano (IMARPE) es responsable de monitorear la biomasa de anchoveta dentro del mar territorial, mantener estadísticas, y dar recomendaciones para la mantención de los recursos marinos. Es esta entidad la que determina el nivel de biomasa y envía sus recomendaciones sobre la posible cantidad a extraer del recurso al Ministerio de la Producción, que finalmente establece y publica oficialmente la cuota pesquera a extraer por embarcación de la temporada.

Gráfico 11. Cuota pesquera zona centro-norte (millones de TM)



Fuente: IMARPE.

3. Cambios regulatorios en Perú

La ley de cuotas por embarcación aplicada en Perú a partir del año 2009 cambió el modelo de pesca de consumo humano indirecto de cuotas máximas de captura anuales para toda la industria por el de cuotas individuales por embarcación. Esta regulación tuvo efectos positivos: mejoró la eficiencia en el uso de los activos, se optimizaron los costos operativos y se revalorizaron significativamente los permisos de pesca. Al mismo tiempo las empresas pesqueras han tenido que reconocer mayores riesgos en materia laboral, debido a la reducción del personal por buque que poseen, y operativa, por el control que deben tener sobre las embarcaciones no nominadas, que «prestan» su cuota a las embarcaciones más eficientes.

En el 2012 se emitió el DS N° 005-2012 y normas complementarias, que establece zonas de reserva asignadas para la extracción de anchoveta para Consumo Humano Directo. Se definió como embarcaciones artesanales a las que cuentan con una capacidad de bodega de hasta 10 m³

y, como embarcaciones de menor escala, las que tengan entre más de 10 m³ y hasta 32,5 m³ de capacidad de bodega. Por otra parte, se estableció que entre las 0 y 5 millas las embarcaciones artesanales estarían autorizadas a extraer anchoveta exclusivamente para el CHD, mientras que la zona que se encuentra entre las 5 y 10 millas estaría asignada a las embarcaciones de menor escala, las cuales deberían destinar preferentemente su pesca a CHD.

Producto de las fusiones y adquisiciones en el sector en los últimos años se adquirieron empresas o embarcaciones que contaban con permisos de pesca. Las empresas adquirentes, siguiendo normas contables vigentes, reconocieron como intangibles en sus activos las cuotas de pesca a su valor razonable; por ello están obligadas a realizar evaluaciones periódicas de su valor mediante cálculos económicos, que incluyen, por ejemplo, el valor presente de los flujos de caja futuros de la unidad generadora de efectivo.

Por otro lado, de acuerdo con lo permitido por la ley, las empresas del sector gestionan su flota haciendo que las embarcaciones menos eficientes cedan sus permisos de pesca (cuota) a las embarcaciones más eficientes, con lo cual las embarcaciones cedentes pasan a la situación de «no nominadas». Si esto sucede por más de dos temporadas, dichas embarcaciones ceden de manera definitiva su permiso de pesca (y con este, la cuota a la que tienen derecho) y, de no contar con autorización del Ministerio de la Producción para su uso alternativo, se debe proceder con el desguace de la embarcación. En este escenario, común entre las empresas pesqueras, es altamente probable que deban reconocer una pérdida por el costo no recuperable de las embarcaciones no nominadas.

4. Análisis PEST de Exalmar

4.1. Factores políticos

La actividad del sector en el cual se desarrolla Exalmar depende tanto de las cuotas de pesca como de las regulaciones en relación a las barreras de entrada y de salida en el momento de la exportación. El principal mercado de las exportaciones de Exalmar es China, que tiene sus propios requisitos sanitarios y de calidad, lo cual no depende de la empresa.

- Cuotas de pesca: Son establecidas por el Ministerio de la Producción (Produce), así como la autorización del inicio de las temporadas de pesca. Hay que tomar en cuenta que la población de peces es limitada.

- Barreras a la entrada y salida: El principal mercado de exportación de la empresa es China, que tiene ciertas complicaciones para la importación, las mismas que Exalmar ha sabido superar. No es fácil entrar al mercado internacional, ya que cada país tiene sus propios requisitos y regulaciones.

4.2. Factores económicos

Es importante conocer el crecimiento de la industria pesquera a nivel local, así como la participación que tiene dentro del Producto Bruto Interno (PBI). El PBI ha presentado un crecimiento sostenible durante los tres últimos años de análisis. Al cierre del 2016, el sector pesca representó el 0,37% del PBI.

4.3. Factores sociales

Dentro de este aspecto, se considera el capital humano, el cual es, para Exalmar, la variable más importante para el crecimiento de la empresa, por lo que trabaja activamente en contar con un personal capacitado y motivado. Al cierre del ejercicio 2016, la empresa contaba con un total de 1.158 trabajadores, de los cuales 705 son permanentes y 453 son temporales.

4.4. Factores tecnológicos

Dentro de este factor se encuentra la poca capacidad de frío de las embarcaciones de la empresa para evitar que la materia prima se dañe en el traslado. Adicionalmente, la empresa es consciente de que debe invertir en la mejora de sus plantas e incluir mayor tecnología que permita una mejora en los procesos.

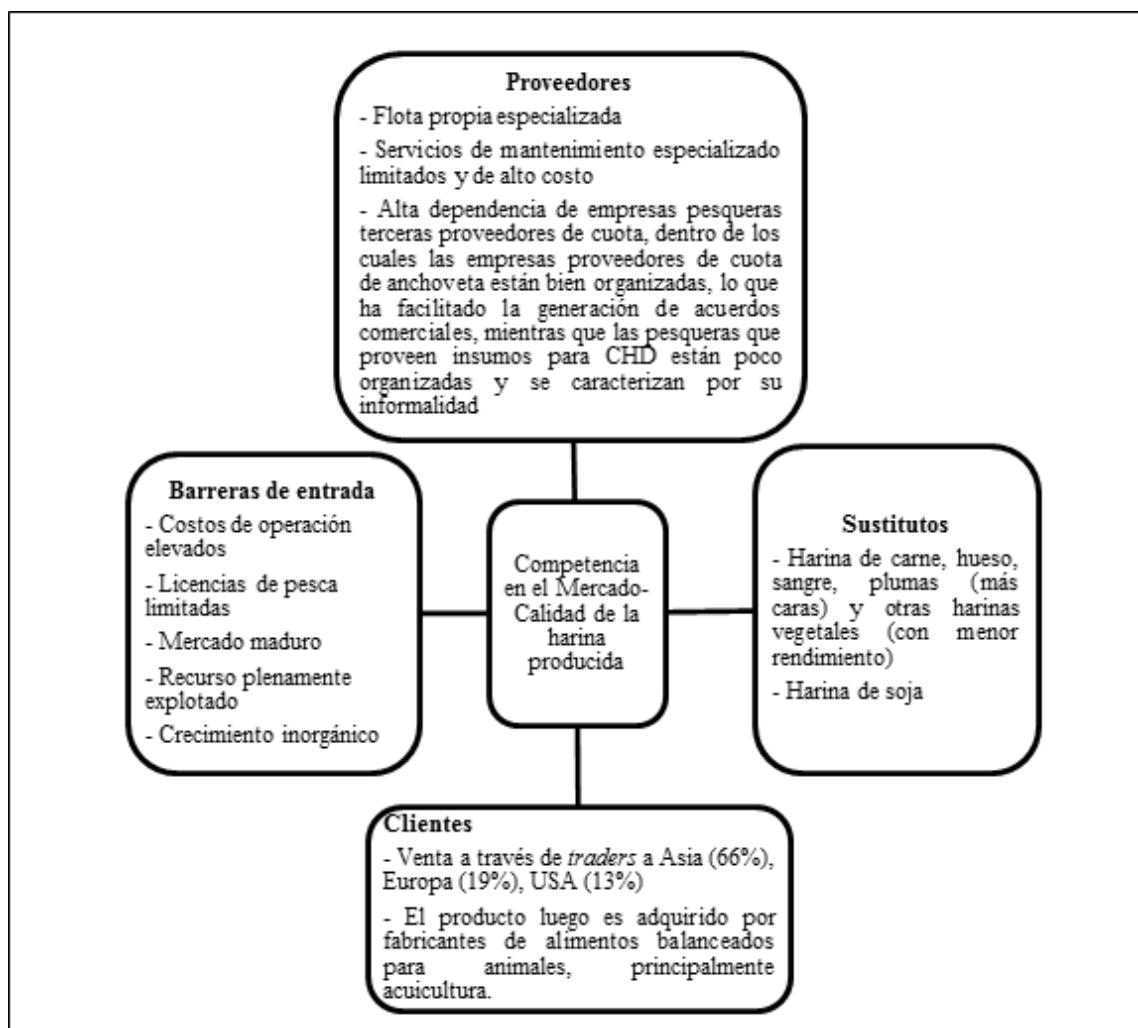
5. Fuerzas de Porter de la industria

El análisis de Porter permitirá lograr un mejor análisis de su entorno y una mejor identificación de las oportunidades y amenazas.

- A nivel de competencia: Exalmar está siempre buscando la mejora de la calidad de su producción, búsqueda que se basa en obtener una buena calidad de materia prima.
- Amenaza de nuevos competidores: El sector pesca tiene barreras a la entrada a causa de los costos de operación elevados. También existe un recurso plenamente explotado.

- Productos sustitutos: Entre los sustitutos existen aquellos que son de alto costo y de menor rendimiento.
- Poder de negociación con los proveedores: Exalmar viene trabajando activamente con los proveedores de materia prima a través del otorgamiento de incentivos y de ayuda para la formalización.

Gráfico 12. Análisis de las fuerzas de Porter para Exalmar



Fuente: Elaboración propia.

6. Análisis FODA de Exalmar

La tabla 7 presenta el análisis FODA para Exalmar.

Tabla 7. Análisis FODA

| Fortalezas | Oportunidades |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - La anchoveta, la cual es la materia prima, es una especie de alta capacidad de reproducción y crecimiento. - Buenas relaciones con otras empresas dedicadas a la extracción de las que obtiene más materia prima o cuota de pesca. - Es parte del grupo de empresas con más elevados estándares de buen gobierno corporativo en la BVL. | <ul style="list-style-type: none"> - Perú posee condiciones climáticas favorables para el desarrollo de diversas especies de peces, incluyendo una importante biomasa de anchoveta, lo que le ha permitido ser el primer exportador de harina de pescado del mundo. - Buenas condiciones del mar peruano, lo que permite el desarrollo de la anchoveta. - Diversificación del riesgo por medio del impulso de la comercialización de CHD, así como el desarrollo de acuicultura marina como fuente de materia prima para CHD. - Integración con fabricantes de alimento balanceado para acuicultura. - Aumento de la demanda mundial de la mano del crecimiento de la acuicultura, y sin un sustituto perfecto para la harina de pescado el precio de esta podría incrementarse. |
| Debilidades | Amenazas |
| <ul style="list-style-type: none"> - Concentración de ventas en pocos clientes, China, por ejemplo. - Alto endeudamiento producto de emisiones de bonos utilizados para financiar el crecimiento de la compañía. - Sólo el 30% de sus embarcaciones cuenta con un sistema de refrigeración a bordo. - Deterioro del valor de mercado de la acción. | <ul style="list-style-type: none"> - Alta vulnerabilidad ante los cambios climáticos que afectan el nivel de la biomasa disponible (fenómeno del niño) - La anchoveta es una especie plenamente explotada: cualquier exceso o falta de control en su extracción puede llevar a cancelación de temporadas de pesca completas. - La creación de un sustituto perfecto de la harina de pescado. - Pesca ilegal que pone en riesgo el crecimiento de la biomasa. |

Fuente: Elaboración propia.

6.1. Competencia de Exalmar

Exalmar es la cuarta empresa en importancia en cuanto a exportaciones de harina de pescado, el producto más importante para la compañía. El principal limitante para la expansión de las empresas dedicadas a la producción de harina de pescado es el recurso marino, por lo que es muy difícil conseguir un crecimiento orgánico basado en mayor producción. En ese sentido, solo es posible competir mejorando procesos y optimizando la operación para obtener mayores ganancias. Un crecimiento inorgánico y por medio de la diversificación es más factible para la compañía, ya que tanto la cantidad de cuota de pesca asignada como su capacidad instalada para

el procesamiento no son variables que puedan ser fácilmente mejoradas, especialmente en un contexto en que la cantidad de pesca es menor a años anteriores.

Tabla 8. Participación del total de exportaciones 2015 de harina de pescado

| N° | EXPORTADOR | PARTICIPACIÓN US\$ |
|-------|--|--------------------|
| 1 | TECNOLOGÍA DE ALIMENTOS S.A.C | 23,7% |
| 2 | CORPORACIÓN PESQUERA INCA S.A.C. | 16,3% |
| 3 | PESQUERA DIAMANTE S.A. | 11,0% |
| 4 | PESQUERA EXALMAR S.A.A. | 11,3% |
| 5 | PESQUERA HAYDUK S.A. | 10,0% |
| 6 | AUSTRAL GROUP S.A.A. | 8,7% |
| 7 | CFG INVESTMENT S.A.C. | 7,4% |
| 8 | PESQUERA CENTINELA S.A.C. | 3,6% |
| 9 | COMPAÑÍA PESQUERA DEL PACÍFICO CENTRO S.A. | 2,0% |
| | OTROS | 5,5% |
| TOTAL | | 100,00% |

Fuente: Sunat

Es importante mencionar que Exalmar es la única empresa pesquera que cotiza en bolsa.

7. Estrategia de Exalmar

Exalmar apuesta por la diversificación de su producción y por la diferenciación de la calidad de su producto. Es por ello que las inversiones de la compañía durante los últimos años han estado orientadas al desarrollo de su capacidad productiva, lo que ha permitido mejorar la capacidad de sus embarcaciones, adoptar procesos más avanzados para la producción de harina de pescado, así como construir plantas de congelados, con lo que busca disminuir en cierta medida el riesgo que tiene la operación de CHI.

Exalmar orienta su estrategia en busca de flexibilidad para poder responder mejor en épocas de crisis, lo cual se aprecia en dos acciones. Primero, ha desarrollado una flota de menor calado que las de otras empresas, pero que le permite actuar con mayor rapidez y menores costos operativos por embarcación. Segundo, mantiene una estrecha relación con proveedores de cuota pesquera, tanto en CHD como CHI, lo cual, si bien genera sobrecostos, le permite duplicar su cuota pesquera y aumentar sus niveles de resultados en términos absolutos sin tener que ampliar su propia flota y, por lo mismo, aumentar sus costos fijos. De este modo cubre sus riesgos operativos y disminuye el impacto de años con poca cuota pesquera.

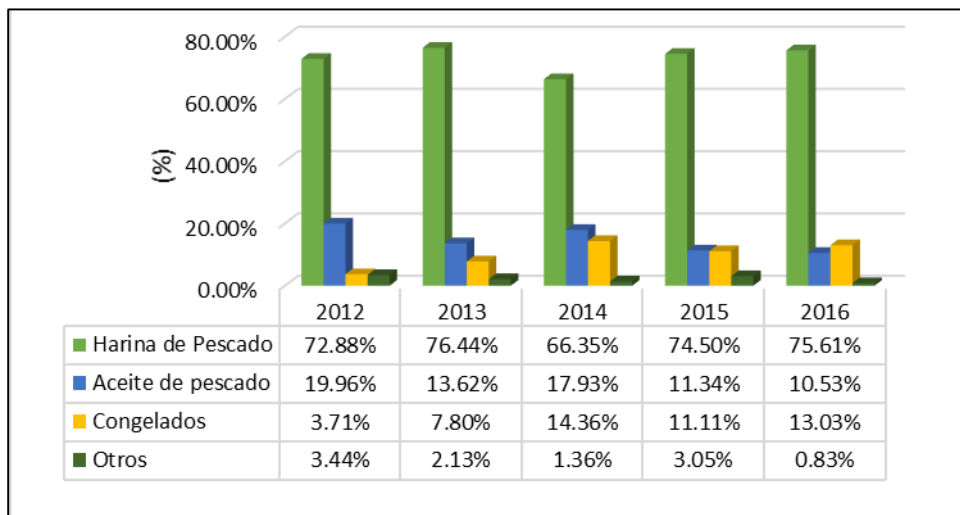
Capítulo IV. Análisis financiero

1. Ingresos

1.1. Composición de los ingresos

Los ingresos de Exalmar provienen principalmente de la venta de harina pescado y aceite de pescado. Al cierre del ejercicio 2016, los ingresos provenientes de la venta de harina de pescado representan un 75,61% de los ingresos, mientras que el 10,53% corresponde a la venta de aceite de pescado. Ambos son productos CHI.

Gráfico 13. Ingresos por productos

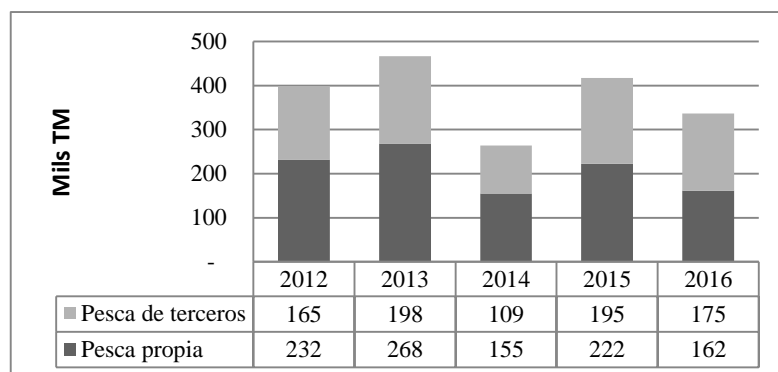


Fuente: Estados financieros auditados Exalmar.

Los ingresos son muy dependientes de la capacidad de recuperación de la biomasa marina, la cual es estimada por IMARPE. Es así como la segunda temporada de pesca del año 2014 fue cancelada por no haberse recuperado la biomasa a un nivel adecuado para su extracción, lo que impactó negativamente en las ventas del año 2015 (la segunda temporada de pesca empieza en noviembre y termina en enero del año siguiente). Otro efecto negativo que impactó durante el año 2016 fue la baja cuota estimada para la extracción durante la segunda temporada 2015, la cual alimenta los *stocks* de la compañía para parte de las ventas 2016, debido al fenómeno El Niño.

Adicionalmente, parte de la pesca de Exalmar proviene de cuota obtenida de terceros. De esta forma, Exalmar puede ser más flexible en su nivel de producción y manejar mayores volúmenes de anchoveta sin tener que ampliar su capacidad de captura. En el gráfico 14 se puede apreciar la cantidad procesada de materia prima proveniente de la pesca propia o de terceros para el CHI.

Gráfico 14. Pesca procesada



Fuente: Estados financieros auditados Exalmar.

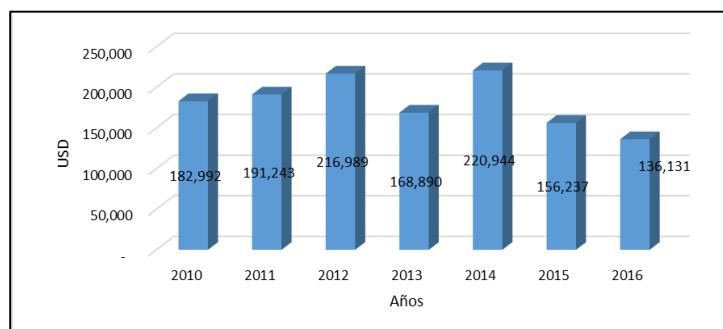
1.2. Evolución de los ingresos

Los ingresos de Exalmar muestran una tendencia creciente durante los tres primeros años de análisis. Para en el 2013, a pesar de que el crecimiento del Perú fue positivo, las ventas de la empresa mostraron una caída del 22,17% con respecto al año anterior. Esta disminución se debió a un menor dinamismo de la demanda interna y un menor crecimiento de las exportaciones. La exportación de productos hidrobiológicos, al 31 de diciembre de 2013, sufrió una caída del 32,9% respecto al año anterior, debido principalmente a la disminución de las exportaciones de CHI. Esto se debió, a su vez, a la menor cuota establecida para la segunda temporada 2012, que redujo las ventas en el primer trimestre del año 2013, y a una menor cuota fijada para la primera temporada 2013, que condujo a menores ventas en el tercer trimestre del año. Es importante mencionar que las ventas de la segunda temporada 2013 se realizaron en su mayor parte durante el primer trimestre del año 2014. Esto explica el incremento de las ventas de dicho año.

Por otro lado, los bajos niveles de cuota de la segunda temporada 2012 y la primera 2013 incidieron en el nivel de precios de mercado del año. Para el caso de la harina se tuvo un precio

promedio de US\$ 1.507, y US\$ 2.206 para el caso del aceite de pescado, lo que representa un incremento del 5,9% y 27,1% respecto al año anterior. Ello muestra una caída de los volúmenes vendidos; en el caso de la harina de pescado, una variación de -21,0%, mientras que esta fue de -12,2% para el caso del aceite de pescado.

Gráfico 15. Ingreso de actividades ordinarias



| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| CHI | 201,457 | 152,111 | 187,365 | 135,540 | 117,267 |
| CHD | 15,532 | 16,779 | 33,579 | 20,697 | 18,864 |
| Total | 216,989 | 168,890 | 220,944 | 156,237 | 136,131 |

Fuente: Estados financieros auditados Exalmar.

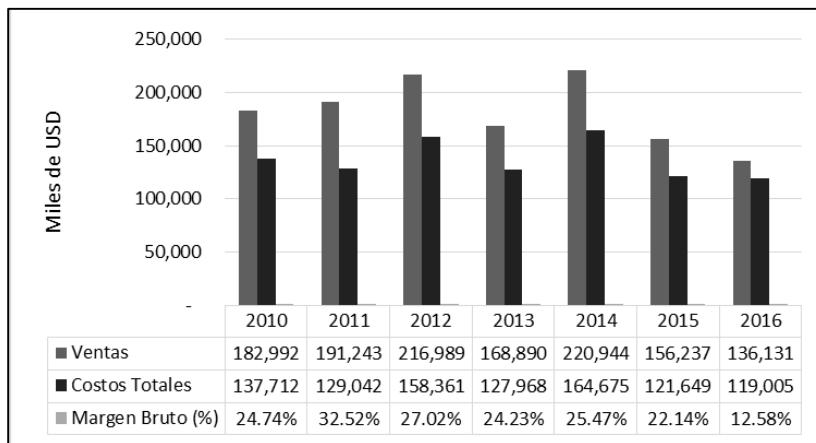
Posteriormente, las ventas muestran una tendencia creciente en los dos últimos años de análisis. Las ventas del 2015 fueron afectadas por el impacto del fenómeno El Niño y la suspensión de la segunda temporada de pesca del 2014. En la primera temporada del 2015, el sector capturó el 97% de la cuota asignada en 2,58 millones de toneladas (mayor en 49% respecto a la misma temporada del 2014). La compañía capturó el 100% de su cuota propia y alcanzó un 12,9% de participación. Durante la segunda temporada del 2015 se capturó el 99% de la cuota asignada en 1,11 millones de toneladas (en el 2014 no hubo segunda temporada de pesca). La compañía capturó el 100% de su cuota propia y alcanzó un 12,7% de participación.

La reducción de las ventas en el año 2016 responde a un impacto persistente del Fenómeno de El Niño por tercer año consecutivo, el cual afectó tanto al Consumo Humano Indirecto como al Consumo Humano Directo. La primera temporada del año 2016 se inició el 26 de junio y culminó el 27 de julio. El sector capturó aproximadamente el 51% de la cuota asignada en 1,800 mil TM como consecuencia de la corta duración de la temporada ante un comienzo bastante tardío y su culminación a fines de julio debido al habitual inicio del período de desove.

1.3. Margen bruto

El margen bruto de Exalmar muestra los ingresos obtenidos durante el año menos los costos relacionados con la producción y los costos operativos generados en periodos de no producción, los cuales son reconocidos como costo porque la empresa se dedica básicamente a la extracción y procesamiento de especies marinas para producción de harina y aceite de pescado y tiene importantes periodos improductivos. Los costos totales para el cálculo de la utilidad bruta están conformados por costos de ventas y gastos de veda (estos últimos corresponden a los gastos fijos y de mantenimiento de las embarcaciones, instalaciones y maquinaria y equipo incurridos en períodos de veda o ausencia de materia prima).

Gráfico 16. Ventas, costos totales y margen bruto



Fuente: Estados financieros auditados Exalmar.

Durante los últimos años se puede apreciar una baja en el nivel de ventas, así como una baja en los niveles de margen bruto, especialmente por los grandes costos operacionales que maneja la compañía y por el aumento de la cantidad de días improductivos, los que se pueden apreciar bajo el concepto de «costos en periodos de no producción».

Por otro lado, la utilidad operativa de la empresa en los últimos dos años del período de análisis muestra una reducción debido al ligero incremento de los gastos de veda, ya que hubo más tiempo de no producción por la suspensión de la segunda temporada de pesca del año 2014, la cual afectó el 2015, a lo que se suma lo acontecido por el fenómeno El Niño. Además, la

utilidad neta al cierre del 2016 es negativa a causa de los ingresos percibidos derivados del fenómeno El Niño.

Tabla 9. Utilidad operativa

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Utilidad Operativa | 24.74% | 30.46% | 16.02% | 10.67% | 16.96% | 8.64% | -0.91% |
| Utilidad Neta | 11.03% | 12.09% | 9.77% | -0.87% | 6.47% | 0.82% | -18.16% |
| Ventas | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

Fuente: Estados Financieros Auditados de Exlamar.

2. Financiamiento

2.1. Deuda

A cierre de 2015, Exlamar cuenta con una deuda total de US\$ 237,6 millones, según detalle adjunto.

Tabla 10. Financiamiento de Exlamar

| Tipo de financiamiento | Importe (US\$ millones) |
|----------------------------|-------------------------|
| Pagarés | 28,6 |
| Arrendamientos financieros | 5,9 |
| Bonos | 203,1 |
| Total | 237,6 |

Fuente: Elaboración propia.

Los pagarés comprenden las deudas financieras para cubrir necesidades de capital de trabajo con tasas efectivas entre 0,80% y 4,11%. Estos pagarés son garantizados con inventarios a través de *warrants* y sin garantía, y los periodos de vencimiento no exceden un año.

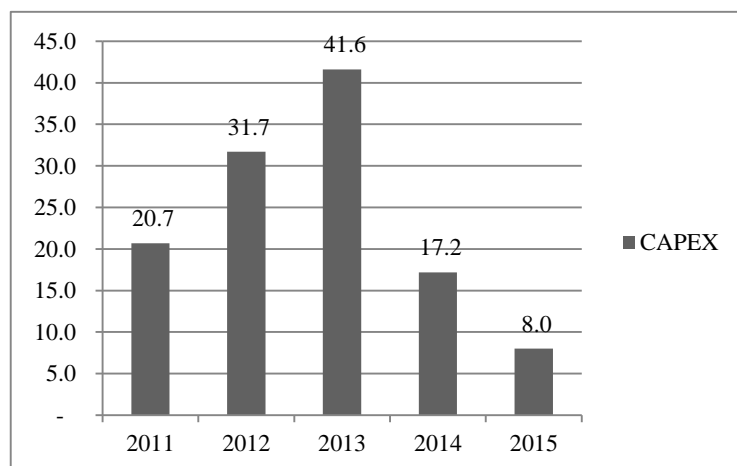
Las obligaciones por arrendamiento financiero, con el fin de financiar adquisiciones de activos fijos, devengan intereses a una tasa efectiva anual de entre 3,6% y 7,16%. Son garantizados con los mismos activos fijos. Los plazos de vencimiento no exceden 6 años.

En el año 2013, la empresa realizó una colocación internacional de bonos corporativos por un valor de US\$ 200 millones por un plazo de 7 años con una tasa de intereses fija de 7,375%.

2.2.CAPEX

Las inversiones de Exalmar están relacionadas principalmente con el mejoramiento de su flota y de su capacidad productiva. Durante el año 2013 se incurrió en mayores niveles de gastos debido a la finalización de la construcción y equipamiento de la planta de congelados de Tambo de Mora.

Gráfico 17. CAPEX (millones de US\$)



Fuente: Memoria Anual Exalmar 2011 – 2015.

El financiamiento de la planta de Tambo de Mora (US\$ 25 millones) se dio con parte de una emisión de bonos de US\$ 200 millones que se lanzó durante el año 2013 y cuyo objetivo principal era el pago del segundo crédito sindicado de US\$ 140 millones que obtuvo el 2011. El resto de las inversiones son fondeadas principalmente a través de las líneas de crédito que posee Exalmar con instituciones financieras.

La planta cuenta con capacidad de procesamiento de 575 TM/día y capacidad de almacenamiento de 6.000 m³. Esta planta dará el soporte a las proyecciones de crecimiento estimadas para sus exportaciones, especialmente de jurel y caballa, a los países de Estados

Unidos, África y Europa. Actualmente, la capacidad instalada no ha sido aprovechada en su totalidad debido a la escasa presencia del jurel y caballa, y a la caída de los precios promedios de exportación de los productos congelados debido a la acumulación del inventario en China.

En enero de 2013, la compañía realizó una colocación internacional de bonos corporativos bajo el formato 144A REGS por un valor de US\$ 200 millones como principal, por un plazo de 7 años y con una tasa de interés nominal anual fija de 7,375%. El periodo de pago de intereses es semestral, con fecha de vencimiento al 31 de enero de 2020. Los flujos de efectivo fueron usados para el prepagó del préstamo sindicado que mantenía la compañía con Portigon AG, sucursal de Nueva York, por US\$ 140 millones, y el saldo para inversiones diversas.

Durante el periodo de vigencia del contrato de colocación en el que (i) los bonos tengan calificación de grado de inversión de dos agencias de calificación de riesgo reconocidas y (ii) no se haya incurrido en incumplimiento de pago o evento de incumplimiento que no se haya subsanado, la compañía no estará sujeta a las siguientes disposiciones (en conjunto los «*covenants* suspendidos») del contrato de colocación:

- Limitación sobre endeudamiento y acciones descalificadas,
- Limitación sobre pagos restringidos,
- Limitación sobre restricciones de dividendos y otros pagos que afectan a las subsidiarias restringidas,
- Limitación sobre las transacciones con afiliadas,
- Limitación sobre las ventas de activos,
- Limitación sobre las actividades de negocios, y
- Limitación sobre la consolidación, fusión y venta de activos.

3. Política de dividendos

Exalmar podrá distribuir dividendos por un monto equivalente a menos del 30% de las utilidades netas del ejercicio fiscal anterior, siempre y cuando:

- La caja disponible de la sociedad lo permita.
- No exista restricción contractual que limite esta posibilidad.
- El plan de inversiones de la sociedad lo permita.

Adicionalmente se establecieron las siguientes restricciones en el Prospecto de emisión de bonos corporativos:

- La distribución no debe ser mayor al 50% de la utilidad neta del ejercicio fiscal anterior (por el año terminado en 31 de diciembre del 2012).
- La autorización para pago de dividendos está fuera del límite establecido en el párrafo anterior, por un importe acumulado no mayor a US\$ 30 millones a cuenta de utilidades acumuladas al 31 de diciembre del 2011, con un límite de distribución no mayor a US\$ 10 millones.

Tabla 11. Distribución de dividendos

| Año | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|------------|------------|-----------|------------|-----------|
| Dividendos totales (US\$ MM) | 10,0 | 6,9 | 10,0 | 10,0 | 10,0 |
| Utilidad Neta (US\$ MM) | 24,7 | 16,6 | -0,10 | 14,3 | -5,2 |
| Payout (Dividendo/Utilidad neta) | 41% | 42% | 0% | 70% | 0% |

Fuente: Bloomberg

4. Fondo de maniobra (capital de trabajo)

El fondo de maniobra o capital circulante exige que el activo corriente sea mayor que el pasivo corriente. En el caso de Exalmar, dicha ratio muestra una caída en el año 2011 debido a un incremento del pasivo corriente producto de préstamos para financiar capital de trabajo garantizados con activos fijos de la compañía, cuentas por pagar comerciales y dividendos declarados, los cuales se registraron como saldo por pagar de las acciones adquiridas de las empresas fusionadas del Grupo Queirolo. En el año 2012, el fondo de maniobra logra un ligero incremento, y se recupera en el 2013 producto de un incremento en los activos debido a un incremento de las cuentas por cobrar y las existencias (harina y aceite de pescado). En los años posteriores (2014 y 2015) se muestra una caída del fondo de maniobra producto de la disminución de los activos corrientes. En el 2014 se debe, principalmente, a la reducción de las cuentas por cobrar; y en el 2015, a una disminución de caja. En el año 2016, el fondo de maniobra experimenta una disminución debido a un incremento de los pasivos totales correspondiente a un préstamo sindicado por US\$ 25 millones solicitado por la empresa para recompra de bonos.

Tabla 12. Fondo de maniobra (en miles de dólares)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------|---------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Activo corriente | 79,457 | 105,291 | 93,079 | 131,699 | 94,422 | 81,459 | 109,940 |
| Pasivo corriente | 44,999 | 131,363 | 86,262 | 97,793 | 72,171 | 68,890 | 122,305 |
| Fondo de maniobra | 34,458 | -26,072 | 6,817 | 33,906 | 22,251 | 12,569 | -12,365 |
| Clientes | 7,714 | 14,525 | 4,581 | 17,159 | 13,426 | 2,224 | 2,295 |
| Existencias | 13,945 | 48,376 | 26,115 | 55,294 | 23,669 | 50,599 | 69,712 |
| (Proveedores) | -12,770 | -31,344 | -23,182 | -22,691 | -16,153 | -24,620 | -35,243 |
| NOF | 8,889 | 31,557 | 7,514 | 49,762 | 20,942 | 28,203 | 36,764 |

Fuente: Estados Financieros Auditados – Exalmar (2010 – 2016).

Realizando un análisis del fondo de maniobra con las necesidades operativas de los fondos (NOF), se puede deducir que la necesidad de recursos negociados de la empresa se ha incrementado en los últimos tres años de análisis. Por lo tanto, existe una escasez de recursos en la empresa para financiar sus actividades operativas. La razón por la que el capital de trabajo en la mayoría de los años del período de análisis es mayor al NOF es que la reducción del fondo de maniobra se origina por incremento de deuda financiera, el cual no se considera dentro del NOF.

5. Ratios de liquidez

La evolución del índice de liquidez (activo corriente/pasivo corriente) muestra una evolución positiva en los últimos 4 años del período de análisis. Esto se debe a una mejora en la gestión de cobranza a clientes y pagos a proveedores por parte de la gerencia de la compañía. En el año 2011 tuvo una ratio menor a 1 a causa de las deudas que contrajo para financiar capital de trabajo y cuentas por pagar comerciales.

Tabla 13. Ratios de liquidez

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Activo corriente | 79,457 | 105,291 | 93,079 | 131,699 | 94,422 | 81,459 |
| Pasivo corriente | 44,999 | 131,363 | 86,262 | 97,793 | 72,171 | 68,890 |
| Ratio de liquidez | 1.77 | 0.80 | 1.08 | 1.35 | 1.31 | 1.18 |
| Prueba ácida | 1.46 | 0.43 | 0.78 | 0.78 | 0.98 | 0.45 |
| Razón efectivo | 0.66 | 0.03 | 0.17 | 0.07 | 0.40 | 0.02 |

Fuente: Bloomberg.

6. Ratios de eficiencia

Con respecto a los ratios de eficiencia, las cuentas por cobrar rotan 20 veces en promedio al año y demoran alrededor de 19 días para convertirse en efectivo. Asimismo, los inventarios tienen una rotación de 4 veces en promedio anual durante el periodo de análisis (2010-2015) y estos demoran en promedio 96 días en venderse. Con respecto a las cuentas por pagar, los días que demoran en pagar a los proveedores son alrededor de 56 en promedio, durante el periodo de análisis.

El ciclo de conversión de efectivo de Exalmar durante el período de análisis es de 60 días. Los años 2010 y 2012 muestran bajos indicadores como consecuencia de bajos días de cuentas por cobrar.

Tabla 14. Ratios de eficiencia

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rotación de cuentas por cobrar | 29.58 | 17.11 | 22.43 | 15.54 | 14.45 | 19.97 |
| Días de ventas pendientes | 12.34 | 21.33 | 16.31 | 23.49 | 25.26 | 18.28 |
| Rotación de inventario | 5.56 | 4.14 | 4.25 | 3.14 | 3.45 | 3.28 |
| Días inventario | 65.62 | 88.14 | 86.08 | 116.41 | 105.86 | 111.42 |
| Rotación de cuentas por pagar | 8.28 | 7.38 | 4.98 | 7.10 | 5.61 | 7.29 |
| Días de rotación de cuentas por pagar | 44.10 | 49.45 | 73.56 | 51.44 | 65.04 | 50.08 |
| Ciclo de conversión de efectivo | 33.86 | 60.02 | 28.83 | 88.46 | 66.08 | 79.62 |

Fuente: Bloomberg.

7. Ratios de solvencia

En relación a los ratios de solvencia, se puede apreciar un incremento desde el 2010 hasta el año 2013, correspondiente a las deudas contraídas de la empresa. Los valores muestran una caída en el año 2014, para posteriormente incrementarse en el año 2015. En este último año también se ve afectado por la reducción del EBITDA, el cual se redujo en un 47% con respecto al año anterior.

Tabla 15. Ratios de solvencia

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------|------|------|------|-------|------|-------|
| Deuda/EBITDA | 1.27 | 2.21 | 3.65 | 6.90 | 4.43 | 7.90 |
| Deuda neta/EBITDA | 0.64 | 2.15 | 3.35 | 6.72 | 3.92 | 7.85 |
| Deuda total/EBIT | 2.00 | 3.07 | 5.50 | 13.04 | 6.75 | 24.39 |
| Deuda neta/EBIT | 1.02 | 2.98 | 5.05 | 12.70 | 5.97 | 24.21 |

Fuente: Bloomberg.

8. Ratios de endeudamiento

Sobre el endeudamiento de Exalmar se debe resaltar que la recompra de bonos hecha durante el año 2016 generó una reducción de la deuda de largo plazo por los bonos corporativos de US\$ 200 millones a US\$ 170 millones, mientras que la deuda de largo plazo con bancos se incrementó en US\$ 25 millones (a través de un crédito sindicado a 6 años, con 1 año de gracia y una cuota *balloon* de 20%).

Al cierre del 2016, la deuda bancaria de corto plazo se encuentra cubierta al 150% con inventarios, caja y cuentas por cobrar, respaldadas en su mayor parte con cartas de crédito. Si bien los niveles de endeudamiento de la compañía han aumentado, los activos que la respaldan también lo han hecho.

Tabla 16. Ratios de endeudamiento

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Ratio de endeudamiento | 51% | 106% | 101% | 137% | 125% | 115% | 150% |
| Ratio de Deuda | 34% | 51% | 50% | 58% | 56% | 53% | 60% |
| Ratio de deuda a largo plazo | 31% | 47% | 64% | 93% | 94% | 86% | 94% |
| Ratio de Apalancamiento Financiero | 151% | 206% | 201% | 237% | 225% | 215% | 250% |

Fuente: Estados financieros auditados Exalmar. Elaboración propia.

9. Análisis de riesgo

Las actividades de las empresas pesqueras se encuentran expuestas a diversos riesgos que pueden afectar la continuidad de la compañía y que deben ser considerados a la hora de tomar una decisión de inversión. Se describen a continuación los principales riesgos, a pesar de que pueden existir otros riesgos que también podrían tener influencia en el desempeño de la compañía.

9.1. Riesgo de mercado

a. Riesgo de tipo de cambio

La compañía está expuesta a la fluctuación en el tipo de cambio en partidas que son mantenidas en monedas diferentes a los dólares estadounidenses, principalmente el sol. Las ventas nacionales y del exterior de la compañía se denominan y liquidan principalmente en dólares estadounidenses. Los riesgos de tipo de cambio surgen de transacciones pactadas con proveedores y del endeudamiento financiero en moneda nacional.

La Gerencia mitiga este riesgo parcialmente manteniendo saldos deudores en moneda extranjera. La compañía no tiene una política específica respecto a los contratos de moneda extranjera a futuro para cubrir la exposición de la moneda extranjera. En los dos últimos periodos, la compañía no mantiene ningún contrato de moneda extranjera a futuro vigente a la fecha de los estados financieros.

b. Riesgo de precios

La compañía está expuesta al riesgo de variación de los precios internacionales de la harina y el aceite de pescado, los cuales son afectados en gran parte por la demanda de China y por la disponibilidad del producto. La variabilidad de las cuotas pesqueras puede hacer que los precios se eleven debido a la escasez/abundancia de harina y aceite de pescado, hasta el punto de volver rentable el uso de otras harinas sustitutas (otras harinas animales, harinas de crustáceos o de deshechos de otras actividades pesqueras), como sucedió después del año 2014. Asimismo, existe una exposición al riesgo de variabilidad del precio del bono que posee la compañía cuya valorización puede fluctuar como consecuencia de variaciones en los precios de mercado y de la calificación de la compañía.

c. Riesgo de tasa de interés sobre el valor razonable y los flujos de efectivo

El riesgo de tasa de interés surge de las obligaciones financieras. El endeudamiento a tasas variables expone al riesgo de tasa de interés sobre sus flujos de efectivo. El endeudamiento a tasas fijas expone a la compañía al riesgo de tasa de interés sobre el valor razonable de sus pasivos. La política de la compañía es mantener financiamientos a tasas de interés fijas. Aun cuando la Gerencia considera que el riesgo de tasa de interés sobre el valor razonable de sus obligaciones no es importante debido a que las tasas de interés de sus contratos de financiamiento no difieren significativamente de las tasas de interés de mercado, este es un elemento riesgoso, dados los vaivenes de la economía mundial, especialmente con la política de la FED de aumentar las tasas de interés.

d. Riesgo de crédito

La compañía no presenta riesgo crediticio significativo sobre las cuentas por cobrar comerciales a terceros, habilitaciones a los armadores pesqueros y a entidades relacionadas porque no se han presentado problemas significativos de incumplimiento. Respecto a las cuentas por cobrar por las habilitaciones de armadores pesqueros, la compañía obtiene garantía sobre embarcaciones, propiedades y otros activos a fin de cubrir la cuenta por cobrar.

La compañía coloca sus excedentes de liquidez en instituciones financieras de prestigio, establece políticas de crédito conservadoras y evalúa constantemente las condiciones existentes en el mercado en el que opera.

e. Riesgo de liquidez

La Gerencia de Finanzas realiza las proyecciones de flujos de efectivo de forma periódica a fin de determinar los requerimientos de liquidez de la compañía para asegurar que haya suficiente efectivo para el mantenimiento de las operaciones. En este sentido, la compañía cuenta con suficientes líneas de crédito en los bancos e instituciones financieras para financiar los requerimientos de capital de trabajo, incluyendo una línea de capital de trabajo comprometida por US\$ 20 millones y todas las facilidades crediticias en bancos para un capital de trabajo por US\$ 183 millones, aproximadamente. Dichas proyecciones toman en consideración los planes de operación e inversión de la compañía, planes de financiamiento de deuda y el cumplimiento de los objetivos de ratios financieras del estado de situación financiera. Los excedentes de efectivo y saldos por encima del requerido para la administración del capital de trabajo se invierten principalmente en depósitos a plazo.

10. Administración del riesgo de la estructura de capital

El objetivo de la compañía al administrar el capital es salvaguardar su capacidad de continuar como empresa en marcha, con el propósito de generar retornos a sus accionistas, beneficios a otros grupos de interés y mantener una estructura de capital óptima. Para mantener o ajustar la estructura de capital, la compañía puede ajustar el monto de dividendos pagados a accionistas, devolver capital a accionistas, emitir nuevas acciones, o vender o reducir la deuda.

a. Riesgo ambiental

La Ley General de Pesca requiere que se realice un estudio del impacto ambiental previo al inicio de cualquier actividad pesquera. Bajo el Decreto Ley No.25977 - Ley General de Pesca, artículo 6 y su Reglamento, según Decreto Supremo No.01-94-PE, para la protección y preservación del medioambiente es obligatorio que se adopten las medidas necesarias para prevenir y reducir daños de contaminación y riesgos en los ambientes terrestre, marino y atmosférico. Las operaciones de la compañía se realizan protegiendo la salud pública y el medioambiente, y cumplen con todas las regulaciones aplicables. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía ha ejecutado obras en sus distintas sedes relacionadas con la protección del medioambiente por un monto de US\$ 697 mil (US\$ 1,612 mil en 2015), tales como la instalación de un sistema de tratamiento de agua y recuperación de sólidos, adquisición de bombas y secadores de vapor. No existen pasivos por obligaciones ambientales al 31 de diciembre de 2016.

b. Riesgos de la naturaleza

La compañía está expuesta a riesgos de la naturaleza que pueden poner en riesgo las biomásas, las capturas pesqueras y las instalaciones productivas, tales como cambios de la temperatura oceanográfica o de corrientes marinas, marejadas y tsunamis, terremotos, existencia de depredadores naturales, entre otros. Como medidas de mitigación, la compañía mantiene pólizas de seguros para salvaguardar sus principales activos fijos contra incendio y todo riesgo, así como las posibles reclamaciones que se le puedan presentar por el ejercicio de su actividad. En opinión de la Gerencia, sus políticas de seguro son consistentes con la práctica internacional aplicable a la industria y el riesgo de eventuales pérdidas por siniestros considerados en la póliza de seguros.

c. Riesgos fitosanitarios

Las enfermedades o parásitos que pueden afectar a la biomasa representan un riesgo para la compañía, porque pueden afectar los volúmenes de producción. La compañía no detalla si cuenta con algún mitigante.

d. Riesgos por cambios regulatorios

Los resultados de la compañía pueden verse afectados por cambios regulatorios, dado que la autoridad fija las cuotas de pesca, determina su fraccionamiento, otorga las licencias transables de pesca e impone multas y sanciones por incumplimiento de la normativa. Para mitigar este riesgo, la compañía cuenta con un comité de riesgos que se encarga de velar por el buen uso de las licencias y concesiones, así como de cumplir con las normas establecidas.

Capítulo V. Valorización

1. Comentario inicial

Exalmar es una compañía en un mercado maduro, pero con niveles importantes de incertidumbre en cuanto a la disponibilidad de su principal insumo, la anchoveta. Los dos principales efectos que generan inestabilidad en los ingresos y en las distintas ratios de la compañía son:

- Los cambios climáticos, de los que el fenómeno El Niño es el principal.
- Los cambios de políticas del Estado, que han generado variabilidad en los ingresos de las pesqueras al restringir las zonas de pesca, como durante el gobierno de Ollanta Humala cuando se restringió la pesca de anchoveta para CHD a que solo se realice a partir de la milla 10, o través de cambios en la determinación de las cuotas pesqueras, como sucedió en el año 2008, lo cual, a opinión de las empresas pesqueras, es una medida positiva que llevará a un uso más racional de los recursos de las empresas pesqueras.

Asimismo, Exalmar es una compañía con un alto nivel de endeudamiento debido a grandes financiamientos de largo plazo, préstamos y bonos, que mantiene y que han sido parte del financiamiento obtenido para el desarrollo de su capacidad productiva, los que espera mantener todavía en el largo plazo, de modo que restringe el nivel de efectivo que podría generar.

2. Supuestos

La tabla 17 muestra los supuestos en los que se desenvuelve la actividad de Exalmar.

Tabla 17. Relación de supuestos de valorización

| Supuesto | Descripción | Fundamento |
|-----------------------------|--|---|
| Moneda | US\$ | Los flujos de Exalmar están mayoritariamente en US\$. |
| Años de proyección | 10 años | Se trata de usar un ciclo de operaciones que recoja el efecto del fenómeno El Niño en la gestión. |
| Cuota pesquera de anchoveta | Se considera a la anchoveta como un recurso plenamente explotado sin perspectivas de aumento de la biomasa disponible para la pesca. | Cuota pesquera el promedio de la cuota 2011-2014 (4.8 Millones de TM) para años sin efecto del fenómeno del Niño, y promedio 2015-2016 (3.4 Millones de TM) para años con efecto del fenómeno del Niño. Cada Niño tiene efectos durante dos años de gestión. |
| Fenómeno El Niño | Se considera el impacto del fenómeno El Niño cada cinco años, y se espera el impacto de dos fenómenos durante el lapso de proyección. No se considera el efecto del | La periodicidad histórica documentada de los últimos 400 años del Fenómenos del Niño oscila entre 8 a 23 años. Durante los últimos 70 años la periodicidad del fenómeno ha estado entre 4 y 9 años, dado el horizonte de 10 años se esperaría el impacto de no más de dos Fenómenos del niño durante el lapso de la proyección. |

| Supuesto | Descripción | Fundamento |
|---|---|--|
| Productos | Se proyectarán únicamente ingresos de ventas de CHD, CHI, y anchoveta fresca. | No se tomará en cuenta la venta de otros productos debido a que durante los últimos tres años la compañía no ha tenido ingresos por este concepto, que solo ha llegado a representar un 2% de las TM vendidas en años anteriores. |
| Toneladas métricas vendidas | Cantidades de CHI en función a la cuota pesquera y mejoras de eficiencia en plantas. CHD en función de la producción de las plantas. | Cantidad vendida de CHD sobre la base de una cuota de pesca promedio Perú de 4,8 Millones de TM 2011-2014. Exalmar tiene una cuota efectiva de 10,9%, cuota efectiva estimada para el 2017. Se estima una baja en años bajo el efecto del fenómeno El Niño en relación a la disminución de cuota pesquera. Cantidad vendida de CHI sobre la base de la producción promedio de las plantas de Paita y Tambo de Mora, considerando el cierre de la planta de Tambo de Mora en años afectados por el fenómeno El Niño. Inversión en la mejora de plantas para la obtención de mayor volumen de harina, a través de la mejora de la ratio de conversión Anchoveta/Harina de Pescado, de 4,3 TM de anchoveta por TM de harina a 4,2 a lo largo de toda la proyección. |
| Precios | Precios constantes más un efecto de mejora en precios por inversión en plantas. | Para CHI se utiliza los precios promedio de Exalmar para sus proyecciones internas: Harina de pescado US\$ 1.500 /TM Aceite de Pescado US\$ 1.700 /TM Para CHD se utiliza un precio promedio histórico, de igual manera para la venta de anchoveta fresca. Se incluye un efecto de aumento de precio de la harina de pescado en US\$ 20 a lo largo de los años de proyección ligado al incremento en la inversión en activos que lleva a aumentar la cantidad y la calidad de la harina obtenida. |
| Costo de ventas | Se mantienen los costos promedio. | Se ha utilizado el costo promedio por TM 2012-2016. |
| Costo de no producción | Se aplicará el costo de no producción en proporción a los días de no producción promedio. | 202 días para años normales, promedio 2011-2014, 231 días para años con impacto del fenómeno El Niño, promedio 2015-2016. |
| Deuda financiera | Se considera mantener la deuda de largo plazo de bonos sin considerar el impacto del término del bono que posee Exalmar en el año 2021. | La empresa planea conseguir otros financiamientos a largo plazo con los que afrontar esta deuda dado que Exalmar no posee capacidad suficiente para afrontar el pago de los bonos. |
| Capital de trabajo | CxC de 15 días y de CxP de 83 días. | Se considera la rotación promedio de los últimos 6 años. |
| Inventarios | Se consideran niveles de inventario promedio histórico. | Promedio 2015-2016 para años con el efecto del fenómeno del niño y niveles de inventario promedio 2012-2014 para años con efecto del fenómeno El Niño. |
| Impuesto a la renta y participación de trabajadores | Se considera mantener la estructura actual. | Se considera un impuesto a la renta bajo la normativa vigente de 295%. Se considera una participación para trabajadores de 10%. |
| Gastos de ventas | Se indexa gasto de venta a las TM vendidas | Promedio de la ratio de gastos de ventas/TM vendidas 2012-2016. |
| Inversión en activos | Inversión en activos para mejoramiento de flota y plantas de producción de harina de pescado. | Inversión en activos creciente constante del 6,7% de inversión sobre las ventas, promedio histórico 2011-2016. |

Fuente: Elaboración propia

3. Estimación de la tasa de descuento

Para calcular esta tasa se usó el promedio ponderado de las tasas de retorno requeridas para capital y deuda, conocido como WACC. Para el cálculo se tomaron los siguientes datos:

Tabla 18. Costo de capital

| Item | Valor |
|----------------------------|--------|
| Tasa libre de riesgo (Rf) | 2,48% |
| Riesgo de mercado E(Rm) | 9,52% |
| Tasa libre de riesgo E(Rf) | 4,91% |
| Prima de mercado | 4,62% |
| B | 1,57 |
| EMBIG Perú | 1,65% |
| Volatilidad acciones/bono | 1,87 |
| Riesgo país | 3,09% |
| Ke | 12,81% |

Fuente: Elaboración propia.

Para obtener el costo de capital se usó la técnica Capital Asset Pricing Model (CAPM), de modo que se realizó un ajuste por riesgo país y la volatilidad de activos de renta fija. Este costo de capital se detalla en la tabla 18, de donde se obtiene un valor de 12,81%.

- Tasa libre de riesgo (Rf): Tasa de los bonos del tesoro norteamericano a 10 años a cierre de 2016.
- Retorno esperado del mercado (E(Rm)): Promedio geométrico de S&P 500 del periodo 1928-2016, según Damodaran.
- Retorno esperado del bono (E(Rf)): Promedio geométrico del bono del tesoro de 10 años del periodo 1928-2016, según Damodaran.
- Prima de mercado: Diferencia entre los retornos esperados del mercado y del bono.
- B: beta apalancado.
- EMBIG Perú: Riesgo país según índice diciembre 2016 (BCRP).
- Vol acc/bonos: Volatilidad de las acciones y bonos de la industria, según Damodaran.
- RP: riesgo país ajustado por la volatilidad de las acciones
- Ke: Costo del capital según la técnica CAPM.

Tabla 19. Costo de deuda

| Ítem | Valor |
|------|-------|
| Kd | 8,17% |

Fuente: Elaboración propia.

- Kd: costo de la deuda de largo (L/P) y corto plazo (C/P), según datos de la empresa del EEFF diciembre 2016.

Tabla 20. Cálculo de WACC

| Item | Valor |
|---------------------|--------|
| % C | 27.95% |
| Ke | 12.81% |
| % D | 72.05% |
| Costo de deuda (kd) | 8.17% |
| kd * (1-T-PT) | 4.94% |
| WACC | 7.14% |
| | |

Fuente: Elaboración propia

- %C: proporción de capital respecto al total de financiamiento.
- Ke: costo del capital, seg CAPM.
- %D: Proporción de deuda financiera respecto al total de financiamiento.
- Kd: costo de la deuda de largo (L/P) y corto plazo (C/P), según datos de la empresa.
- T: tasa impositiva 2017 (29,50%).
- PT: Participación de trabajadores según EEFF 201612 (10,00%)

4. Múltiplos

Para la estimación se están considerando empresas que cotizan en bolsa y dedicadas a producción de harina de pescado.

El beneficio por acción de Exalmar para el año 2016 fue negativo (US\$ -0,0837), por lo que no se estima el valor de PER. Como referencia más próxima el PER del año 2015 fue de 69,04.

Con respecto al valor de la empresa, y respecto al EBTIDA, Exalmar presenta mejores resultados que sus pares chilenos y similares a compañías fuera del continente.

Referente al precio de la acción, Exalmar muestra similitud con las compañías chilenas, aunque es significativamente mucho más bajo que el de las empresas noruegas y sudafricanas.

Tabla 21. Múltiplos empresas pesqueras

| Múltiplos | Blumar Seafoods | Pesquera Camanchaca | Austevoll Seafood | Oceana Group | Exalmar |
|----------------------------|--------------------|------------------------|----------------------|------------------|-------------|
| País | Chile | Chile | Noruega | Sudáfrica | Perú |
| PER | 7,50 | 15,70 | 10,25 | 16,21 | - |
| EV/EBITDA | 4,71 | 6,17 | 8,36 | 9,58 | 10,76 |
| P/Ventas | 0,86 | 0,40 | 0,89 | 1,61 | 0,57 |
| P/Libro | 0,93 | 0,73 | 1,84 | 3,41 | 0,36 |
| Precio/Acc (US\$) | 0,24 | 0,05 | 9,71 | 8,30 | 0,30 |
| Valor de empresa (US\$ MM) | 413,55 | 418,38 | 3.641,53 | 1.225,02 | 281,82 |

Fuente: Bloomberg - Cierre 2016

Capítulo V. Conclusiones

La capacidad productiva de Exalmar S.A. depende de elementos difíciles de controlar, por lo que la valorización tiene relación directa con fenómenos climáticos, como el Fenómeno del Niño, y la disponibilidad del principal insumo como la anchoveta. Estos dos factores influyen significativamente en la generación de ingresos de la compañía.

En la actualidad Exalmar S.A. se encuentra en la transición de empresa familiar a una compañía gestionada en el marco del buen gobierno corporativo. Esto refleja el compromiso de la empresa de continuar con el crecimiento y la eficiencia organizacional.

De acuerdo a los flujos proyectados con información al cierre de diciembre de 2016, Exalmar S.A. tiene un valor de USD 210,370 mil contando con 295,536 mil acciones a un valor de USD 0.71 por acción.

Con relación al fondo de maniobra y las necesidades operativas de los fondos (NOF), se puede deducir que la necesidad de recursos negociados de la empresa se ha incrementado en los últimos tres años de análisis. Por lo tanto, existe una escasez de recursos en la empresa para financiar sus actividades operativas de corto plazo.

Exalmar S.A. es una compañía con un alto nivel de endeudamiento debido a grandes financiamientos de largo plazo para el desarrollo de su capacidad productiva. Esta política de deuda se mantendrá en los siguientes años de modo que restringiría el nivel de efectivo que podría generar.

Bibliografía

Banco Central de Reserva del Perú (2015). *Reporte de inflación septiembre 2015*. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2015/setiembre/reportedeinflacion-setiembre-2015.pdf>>.

Bloomberg Business (2017). *Información de Múltiplos*. Nueva York: Bloomberg.

Deloitte (2013). *Pesquera Exalmar S.A.A. Dictamen de los Auditores Independientes. Estados Financieros Separados. Años terminados al 31 de diciembre de 2012 y 2011*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2016/05/Exalmar-Individual-Aud31-dic12-APROBJunta.pdf>>

Hayduk Corporación (2017). “Harina” Disponible en: <<http://www.hayduk.com.pe/productos/consumo-humano-indirecto/harina>>.

Ministerio de la Producción (2010). *Plan Nacional de Desarrollo de Infraestructura Pesquera para Consumo Humano Directo*. Disponible en: <<http://www2.produce.gob.pe/dispositivos/publicaciones/2010/agosto/ds011-2010-produce.pdf>>.

Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (2016). *El Estado Mundial de la Pesca y la Acuicultura*. Disponible en: <<http://www.fao.org/3/a-i5555s.pdf>>.

Pesquera Exalmar S.A.A. (2017). *Memoria Anual 2016*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2017/03/EXALMAR-Memoria-Anual-2016-media-1.pdf>>.

Pesquera Exalmar S.A.A. (2016). *Memoria Anual 2015*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2016/04/EXALMAR-Memoria-Anual-2015-baja-1.pdf>>.

PWC (2017). *Pesquera Exalmar S.A.A. Estados financieros 31 de diciembre de 2016 y 31 de diciembre de 2015*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2017/03/EXALMAR-EEFF-2016.pdf>>.

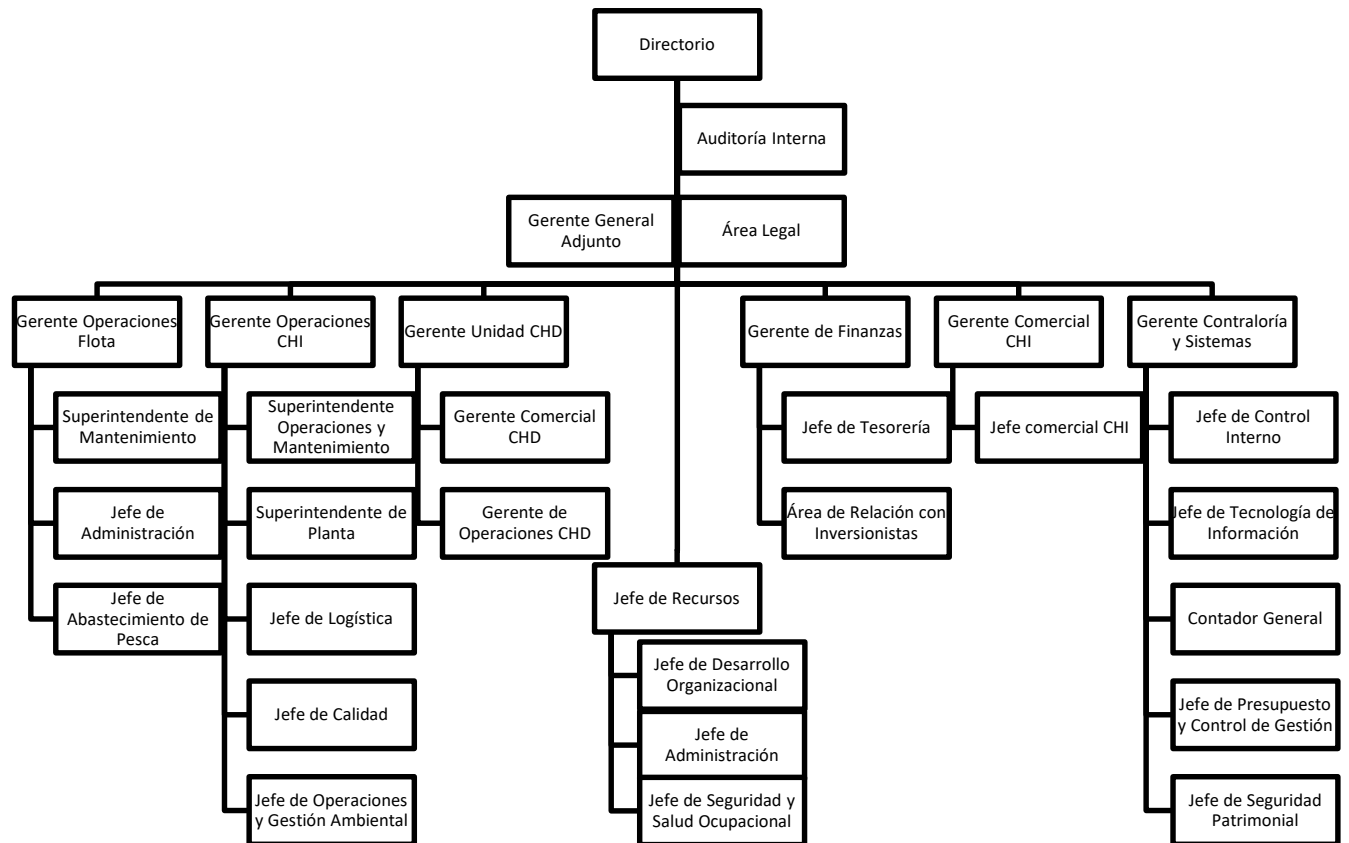
PWC (2016). *Pesquera Exalmar S.A.A. Estados financieros 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2016/04/PESQUERA-EXALMAR-SAA-1-final.pdf>>.

PWC (2015). *Pesquera Exalmar S.A.A. Estados financieros 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2016/04/EXALMAR-EEFF-2014.pdf>>.

PWC (2014). *Pesquera Exalmar S.A.A. Estados financieros separados 31 de diciembre de 2013 y 31 de diciembre de 2012*. Disponible en: <<http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2016/05/Pesquera-Exalmar-S.A.A..pdf>>-

Anexos

Anexo 1. Organigrama de Exalmar



Anexo 2. Balance general proyectado (miles US\$)

| BALANCE GENERAL | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (P) | 2018 (P) | 2019 (P) | 2020 (P) | 2021 (P) | 2022 (P) | 2023 (P) | 2024 (P) | 2025 (P) | 2026 (P) |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 29,908.0 | 3,734.0 | 14,956.0 | 6,920.0 | 29,215.0 | 1,693.0 | 6,743.0 | 10,040.5 | 9,210.7 | 9,298.5 | 8,683.6 | 7,832.9 | 7,588.3 | 7,620.3 | 17,590.1 | 13,016.2 | 13,204.0 |
| Cuentas por cobrar comerciales (neto) | 7,714.0 | 14,525.0 | 4,581.0 | 17,159.0 | 13,426.0 | 2,224.0 | 2,295.0 | 5,435.5 | 5,257.1 | 5,314.6 | 3,546.2 | 5,346.0 | 5,361.9 | 5,377.8 | 5,393.8 | 3,599.6 | 5,426.0 |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas (neto) | 1,634.0 | 4,466.0 | 3,710.0 | 3,347.0 | 3,930.0 | 2,902.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 | 2,146.0 |
| Otras cuentas por cobrar (neto) | 26,256.0 | 34,190.0 | 43,717.0 | 48,979.0 | 24,182.0 | 24,041.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 | 26,598.0 |
| Inventarios | 13,945.0 | 48,376.0 | 26,115.0 | 55,294.0 | 23,669.0 | 50,599.0 | 69,712.0 | 53,270.3 | 54,866.9 | 54,778.5 | 59,360.2 | 54,746.3 | 54,730.2 | 54,714.1 | 54,697.9 | 59,232.3 | 54,665.5 |
| Gastos pagados por anticipado | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Activo por impuesto a las ganancias corrientes | | | | | | | 2,446.0 | | | | | | | | | | |
| Total Activo Corriente | 79,457.0 | 105,291.0 | 93,079.0 | 131,699.0 | 94,422.0 | 81,459.0 | 109,940.0 | 97,490.3 | 98,078.7 | 98,135.6 | 100,334.0 | 96,669.3 | 96,424.4 | 96,456.2 | 106,425.8 | 104,592.1 | 102,039.5 |
| Otras cuentas por cobrar | | | | | 16,544.0 | 16,448.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 | 17,151.0 |
| Propiedades, planta y equipo (neto) | 147,993.0 | 161,080.0 | 189,727.0 | 206,670.0 | 204,900.0 | 222,667.0 | 216,530.0 | 209,497.2 | 202,013.9 | 194,074.6 | 185,673.6 | 176,805.0 | 167,463.0 | 157,641.6 | 147,334.9 | 136,536.8 | 125,241.1 |
| Plusvalía mercantil | 51,708.0 | 51,708.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 | 88,719.0 |
| Activos intangibles (neto) | 64,556.0 | 71,952.0 | 97,732.0 | 100,794.0 | 106,714.0 | 112,080.0 | 114,556.0 | 116,567.7 | 118,514.4 | 120,395.3 | 122,209.4 | 123,956.0 | 125,634.2 | 127,243.2 | 128,782.1 | 130,250.0 | 131,646.0 |
| Inversiones financieras | 784.0 | 66,920.0 | 784.0 | | | | | 0.0 | | | | | | | | | |
| Otros activos | | | | | | | 1,620.0 | | | | | | | | | | |
| Total Activo No Corriente | 265,041.0 | 351,660.0 | 376,962.0 | 396,183.0 | 416,877.0 | 439,914.0 | 438,576.0 | 431,934.9 | 426,398.4 | 420,339.9 | 413,753.0 | 406,631.0 | 398,967.2 | 390,754.8 | 381,987.0 | 372,656.8 | 362,757.1 |
| Total Activo | 344,498.0 | 456,951.0 | 470,041.0 | 527,882.0 | 511,299.0 | 521,373.0 | 548,516.0 | 529,425.2 | 524,477.1 | 518,475.5 | 514,087.0 | 503,300.2 | 495,391.5 | 487,211.0 | 488,412.8 | 477,248.8 | 464,796.6 |
| Otros pasivos financieros: | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Obligaciones financieras | 19,643.0 | 52,898.0 | 52,134.0 | 65,244.0 | 51,555.0 | 37,253.0 | 78,960.0 | 71,051.6 | 74,051.6 | 74,051.6 | 98,051.6 | 83,051.6 | 80,051.6 | 76,051.6 | 63,051.6 | 63,051.6 | 32,100.0 |
| Cuentas por pagar comerciales | 12,770.0 | 31,344.0 | 23,182.0 | 21,103.0 | 16,153.0 | 24,620.0 | 35,243.0 | 27,897.3 | 27,059.3 | 27,327.2 | 17,575.6 | 27,425.9 | 27,475.6 | 27,525.6 | 27,575.8 | 17,743.6 | 27,677.1 |
| Otras cuentas por pagar | 5,212.0 | 25,696.0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas | 1,040.0 | 6,590.0 | 31.0 | 168.0 | 24.0 | 20.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 | 22.0 |
| Provisiones | 6,334.0 | 14,835.0 | 10,915.0 | 11,278.0 | 4,439.0 | 6,997.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 | 8,407.0 |
| Total Pasivo Corriente | 44,999.0 | 131,363.0 | 86,262.0 | 97,793.0 | 72,171.0 | 68,890.0 | 122,632.0 | 107,377.9 | 109,539.9 | 109,807.8 | 124,056.2 | 118,906.5 | 115,956.2 | 112,006.2 | 99,056.4 | 89,224.2 | 68,206.1 |
| Otros pasivos financieros: | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Obligaciones financieras | 41,246.0 | 80,400.0 | 132,674.0 | 198,630.0 | 201,388.0 | 200,312.0 | 191,159.0 | 186,675.0 | 180,407.0 | 174,139.0 | 167,871.0 | 161,603.0 | 155,335.0 | 149,067.0 | 160,889.0 | 169,256.0 | 174,168.0 |
| Provisiones | 910.0 | 2,942.0 | 5,304.0 | 5,304.0 | 4,054.0 | 2,168.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 | 3,648.0 |
| Otras cuentas por pagar | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impuesto a la renta diferido pasivo | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Pasivo por impuesto diferido | 29,486.0 | 20,508.0 | 11,572.0 | 3,602.0 | 6,838.0 | 7,097.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 | 11,793.0 |
| Total Pasivo No Corriente | 71,642.0 | 103,850.0 | 149,550.0 | 207,536.0 | 212,280.0 | 209,577.0 | 206,600.0 | 202,116.0 | 195,848.0 | 189,580.0 | 183,312.0 | 177,044.0 | 170,776.0 | 164,508.0 | 176,330.0 | 184,697.0 | 189,609.0 |
| Total Pasivo | 116,641.0 | 235,213.0 | 235,812.0 | 305,329.0 | 284,451.0 | 278,467.0 | 329,232.0 | 309,493.9 | 305,387.9 | 299,387.8 | 307,368.2 | 295,950.5 | 286,732.2 | 276,514.2 | 275,386.4 | 273,921.2 | 257,815.1 |
| Capital social | 90,336.0 | 90,336.0 | 88,565.0 | 88,565.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 | 89,772.0 |
| Prima por emisión de acciones | 70,137.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 | 69,721.0 |
| Otras reservas de capital | 3,609.0 | 3,609.0 | 3,609.0 | 3,609.0 | 3,609.0 | 28,392.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 | 29,494.0 |
| Resultados acumulados | 63,775.0 | 58,072.0 | 72,334.0 | 60,978.0 | 63,746.0 | 55,021.0 | 30,297.0 | 30,944.3 | 30,102.1 | 30,100.7 | 17,731.8 | 18,362.8 | 19,672.3 | 21,709.8 | 24,039.3 | 14,340.7 | 17,994.5 |
| Total Patrimonio | 227,857.0 | 221,738.0 | 234,229.0 | 222,873.0 | 226,848.0 | 242,906.0 | 219,284.0 | 219,931.3 | 219,089.1 | 219,087.7 | 206,718.8 | 207,349.8 | 208,659.3 | 210,696.8 | 213,026.3 | 203,327.7 | 206,981.5 |
| Total Pasivo y Patrimonio | 344,498.0 | 456,951.0 | 470,041.0 | 528,202.0 | 511,299.0 | 521,373.0 | 548,516.0 | 529,425.2 | 524,477.1 | 518,475.5 | 514,087.0 | 503,300.2 | 495,391.5 | 487,211.0 | 488,412.8 | 477,248.8 | 464,796.6 |

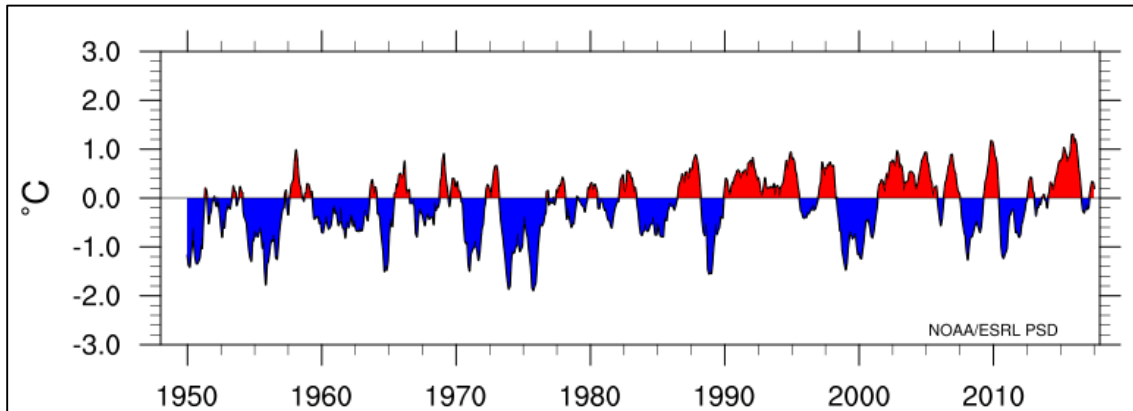
Anexo 3. Estado ganancias y pérdidas proyectados (miles US\$)

| ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (P) | 2018 (P) | 2019 (P) | 2020 (P) | 2021 (P) | 2022 (P) | 2023 (P) | 2024 (P) | 2025 (P) | 2026 (P) |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| TM ventas | | | 181.2 | 109.1 | 135.7 | 105.1 | 86.0 | 152.9 | 148.4 | 149.8 | 96.4 | 150.4 | 150.6 | 150.9 | 151.2 | 97.3 | 151.7 |
| costo prom (miles USD/millón TM) | | | -0.7 | -0.9 | -1.0 | -0.9 | -1.1 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 | -0.9 |
| Costo Ventas/Ventas (% ventas) | | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Días prod | | 134.0 | 161.0 | 157.0 | 141.0 | 159.0 | 109.0 | | | | | | | | | | |
| Días no prod | 231.0 | 231.0 | 204.0 | 208.0 | 224.0 | 206.0 | 256.0 | 219.6 | 219.6 | 219.6 | 231.0 | 219.6 | 219.6 | 219.6 | 219.6 | 231.0 | 219.6 |
| costo no prod diario (miles USD/día) | | -86.4 | -132.8 | -129.9 | -125.8 | -118.0 | -110.2 | -123.3 | -123.3 | -123.3 | -114.1 | -123.3 | -123.3 | -123.3 | -123.3 | -114.1 | -123.3 |
| Ratio Gastos de ventas (miles USD/TM) | | | -64.1 | -87.4 | -85.5 | -91.7 | -98.9 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 | -85.5 |
| Ratio impuestos (%) | -0.2 | -0.3 | -0.2 | -0.8 | -0.2 | -1.2 | 0.2 | | | | | | | | | | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 182,992.0 | 191,243.0 | 216,989.0 | 168,890.0 | 220,944.0 | 156,237.0 | 136,131.0 | 220,933.5 | 213,684.0 | 216,021.8 | 144,139.3 | 217,298.7 | 217,942.2 | 218,589.0 | 219,239.2 | 146,312.9 | 220,550.0 |
| Total Ingresos | 182,992.0 | 191,243.0 | 216,989.0 | 168,890.0 | 220,944.0 | 156,237.0 | 136,131.0 | 220,933.5 | 213,684.0 | 216,021.8 | 144,139.3 | 217,298.7 | 217,942.2 | 218,589.0 | 219,239.2 | 146,312.9 | 220,550.0 |
| Costo Ventas | -115,153.0 | -113,015.0 | -131,262.0 | -100,944.0 | -136,505.0 | -97,345.0 | -90,801.0 | -141,867.5 | -137,606.0 | -138,968.1 | -89,377.9 | -139,469.9 | -139,722.8 | -139,977.0 | -140,232.6 | -90,232.2 | -140,747.8 |
| Costos incurridos en tiempos de no producción | -22,559.0 | -19,966.0 | -27,099.0 | -27,024.0 | -28,170.0 | -24,304.0 | -28,204.0 | -27,083.6 | -27,083.6 | -27,083.6 | -26,351.6 | -27,083.6 | -27,083.6 | -27,083.6 | -27,083.6 | -26,351.6 | -27,083.6 |
| Utilidad bruta | 45,280.0 | 58,262.0 | 58,628.0 | 40,922.0 | 56,269.0 | 34,588.0 | 17,126.0 | 51,982.5 | 48,994.4 | 49,970.2 | 28,409.8 | 50,745.2 | 51,135.8 | 51,528.4 | 51,923.1 | 29,729.1 | 52,718.6 |
| Gastos de ventas | -5,740.0 | -7,039.0 | -11,621.0 | -9,537.0 | -11,608.0 | -9,638.0 | -8,508.0 | -13,084.4 | -12,691.3 | -12,817.0 | -8,243.3 | -12,863.2 | -12,886.6 | -12,910.0 | -12,933.6 | -8,322.1 | -12,981.1 |
| Gastos de administración | -4,521.0 | -6,665.0 | -8,603.0 | -7,853.0 | -7,300.0 | -7,096.0 | -7,702.0 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 | -7,487.8 |
| Otros ingresos | 1,903.0 | 1,673.0 | 4,313.0 | 4,294.0 | 8,344.0 | 13,104.0 | 10,795.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 | 8,170.0 |
| Otros gastos | -4,742.0 | -5,860.0 | -7,961.0 | -9,810.0 | -8,242.0 | -17,456.0 | -12,953.0 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 | -11,284.4 |
| Utilidad operativa | 32,180.2 | 40,371.3 | 34,756.3 | 18,016.2 | 37,463.3 | 13,502.2 | -1,241.9 | 28,296.2 | 25,701.2 | 26,551.3 | 9,564.5 | 27,280.1 | 27,647.3 | 28,016.5 | 28,387.6 | 10,805.1 | 29,135.6 |
| Ingresos financieros | 94.0 | 661.0 | 773.0 | 203.0 | 217.0 | 79.0 | 29.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 | 132.0 |
| Gastos financieros | -7,523.0 | -6,398.0 | -10,137.0 | -26,969.0 | -17,695.0 | -18,463.0 | -22,071.0 | -19,528.0 | -19,280.3 | -18,805.4 | -20,149.0 | -18,537.5 | -17,835.3 | -17,057.3 | -16,968.0 | -17,602.0 | -15,628.9 |
| Diferencia de cambio, neta | 684.0 | 62.0 | 1,950.0 | 944.0 | -1,864.0 | -1,764.0 | 2,062.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | | | |
| Utilidad antes de impuestos | 25,435.4 | 34,696.5 | 27,342.4 | -7,805.7 | 18,121.4 | -6,645.7 | -21,221.9 | 8,900.3 | 6,553.0 | 7,878.0 | -10,452.4 | 8,874.7 | 9,944.2 | 11,091.3 | 11,551.7 | -6,664.8 | 13,638.8 |
| Impuesto | | | | | | | | -2,625.6 | -1,933.1 | -2,324.0 | 3,083.4 | -2,618.0 | -2,933.5 | -3,271.9 | -3,407.7 | 1,966.1 | -4,023.5 |
| Utilidades (Participación de trabajadores) | | | | | | | | -627.5 | -462.0 | -555.4 | | -625.7 | -701.1 | -781.9 | -814.4 | | -961.5 |
| Impuesto a las ganancias | -5,254.0 | -11,576.0 | -6,143.0 | 6,336.0 | -3,826.0 | 7,921.0 | -3,502.0 | -3,253.1 | -2,395.1 | -2,879.4 | 3,083.4 | -3,243.7 | -3,634.6 | -4,053.9 | -4,222.1 | 1,966.1 | -4,985.0 |
| Utilidad neta | 20,181.4 | 23,120.5 | 21,199.4 | -1,469.7 | 14,295.4 | 1,275.3 | -24,723.9 | 5,647.3 | 4,157.9 | 4,998.6 | -7,368.9 | 5,631.0 | 6,309.6 | 7,037.5 | 7,329.6 | -4,698.7 | 8,653.8 |

Anexo 4. Estado de flujo efectivo (miles US\$)

| ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 (P) | 2018 (P) | 2019 (P) | 2020 (P) | 2021 (P) | 2022 (P) | 2023 (P) | 2024 (P) | 2025 (P) | 2026 (P) |
|---|------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Actividades de operación | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Utilidad o pérdida | | 23,120.5 | 21,199.4 | -1,469.7 | 14,295.4 | 1,275.3 | -24,723.9 | 5,647.3 | 4,157.9 | 4,998.6 | -7,368.9 | 5,631.0 | 6,309.6 | 7,037.5 | 7,329.6 | -4,698.7 | 8,653.8 |
| Ajustes | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Depreciación | | 15,829.0 | 16,936.0 | 18,001.0 | 19,429.0 | 20,097.0 | 19,464.0 | 20,070.1 | 20,683.9 | 21,305.3 | 21,934.5 | 22,571.6 | 23,216.7 | 23,869.9 | 24,531.2 | 25,200.8 | 25,878.8 |
| Amortización | | 0.0 | 0.0 | 82.0 | 216.0 | 217.0 | 319.0 | 413.3 | 508.7 | 605.3 | 703.2 | 802.2 | 902.5 | 1,004.1 | 1,106.9 | 1,211.1 | 1,316.5 |
| Desvalorización de inventarios | | | 0.0 | 217.0 | 1,655.0 | 302.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Desvalorización de relacionadas | | | 1,967.0 | 0.0 | 0.0 | 4,975.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Retiros de inmueble, maq y equipos | | | 2,297.0 | 3,498.0 | 2,993.0 | 3,901.0 | 4,152.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Gasto (ingreso) por impuesto diferido | | | -7,967.0 | -7,970.0 | 3,236.0 | -9,379.0 | 3,502.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Reservas de capital | | | -14.0 | 120.0 | 0.0 | 0.0 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Variaciones en WK | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Comerciales por cobrar | | | 9,944.0 | -12,579.0 | 3,733.0 | 11,202.0 | -71.0 | -3,140.5 | 178.4 | -57.5 | 1,768.5 | -1,799.9 | -15.8 | -15.9 | -16.0 | 1,794.2 | -1,826.4 |
| Relacionadas por cobrar | | | -1,037.0 | 363.0 | -583.0 | -3,947.0 | 756.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Inventarios | | | 22,261.0 | -29,179.0 | 29,970.0 | -27,232.0 | -19,113.0 | 16,441.7 | -1,596.6 | 88.4 | -4,581.8 | 4,613.9 | 16.1 | 16.1 | 16.2 | -4,534.4 | 4,566.8 |
| Otras por cobrar | | | -5,443.0 | -6,343.0 | 8,253.0 | 237.0 | -3,921.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Comerciales por pagar | | | -10,054.0 | -2,079.0 | -6,538.0 | 8,467.0 | 10,623.0 | -7,345.7 | -838.0 | 267.8 | -9,751.6 | 9,850.3 | 49.7 | 50.0 | 50.3 | -9,832.3 | 9,933.6 |
| Relacionadas por pagar | | | -6,559.0 | 137.0 | -144.0 | -4.0 | 2.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Impuesto corriente | | | -7,491.0 | 0.0 | 0.0 | 316.0 | | 4,066.0 | | | | | | | | | |
| Otras por pagar | | -22,661.0 | 0.0 | 24.0 | -8,089.0 | -672.0 | -7,704.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Efectivo neto generado en actividades de operación | | 16,288.5 | 36,039.4 | -37,177.7 | 68,426.4 | 9,755.3 | -16,715.0 | 36,152.2 | 23,094.2 | 27,208.0 | 2,703.9 | 41,669.1 | 30,478.8 | 31,961.6 | 33,018.1 | 9,140.7 | 48,523.1 |
| Actividades de inversión | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cobranzas correspondientes a: | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Venta de propiedades planta y equipo | | 0.0 | 1,896.0 | 456.0 | 1,267.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pagos correspondientes a: | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Compra de inversiones | | -66,136.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Otros pagos relativos a la actividad | | -3,697.0 | -4,812.0 | 3,479.0 | -1,267.0 | -3,175.0 | -82.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Compra de intangibles | | -7,396.0 | -1,128.0 | -3,144.0 | -1,312.0 | -580.0 | -2,395.0 | -2,425.0 | -2,455.4 | -2,486.1 | -2,517.3 | -2,548.8 | -2,580.8 | -2,613.1 | -2,645.8 | -2,679.0 | -2,712.5 |
| Compra de propiedades planta y equipo | | -29,520.0 | -40,722.0 | -38,442.0 | -19,739.0 | -7,399.0 | -12,876.0 | -13,037.3 | -13,200.6 | -13,366.0 | -13,533.5 | -13,703.0 | -13,874.7 | -14,048.5 | -14,224.5 | -14,402.7 | -14,583.1 |
| Efectivo y equivalente de efectivo de inversión | | -106,749.0 | -44,766.0 | -37,651.0 | -21,051.0 | -11,154.0 | -15,353.0 | -15,462.3 | -15,656.0 | -15,852.2 | -16,050.8 | -16,251.8 | -16,455.4 | -16,661.6 | -16,870.3 | -17,081.7 | -17,295.7 |
| Actividades de financiamiento | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Préstamos recibidos | | 301,975.0 | 301,994.0 | 364,702.0 | 198,166.0 | 148,245.0 | 214,213.0 | -7,908.4 | 3,000.0 | 0.0 | 24,000.0 | -15,000.0 | -3,000.0 | -4,000.0 | -13,000.0 | 0.0 | -30,951.6 |
| Amortización de préstamos recibidos | | -229,566.0 | -252,220.0 | -288,023.0 | -213,246.0 | -164,368.0 | -177,097.0 | -4,484.0 | -6,268.0 | -6,268.0 | -6,268.0 | -6,268.0 | -6,268.0 | -6,268.0 | 11,822.0 | 8,367.0 | 4,912.0 |
| Neto, ingresos por préstamos más pagos de préstamos | | 72,409.0 | 49,774.0 | 76,679.0 | -15,080.0 | -16,123.0 | 37,116.0 | -12,392.4 | -3,268.0 | -6,268.0 | 17,732.0 | -21,268.0 | -9,268.0 | -10,268.0 | -1,178.0 | 8,367.0 | -26,039.6 |
| Pagos correspondientes a: | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Recompra de acciones | | 0.0 | -1,771.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Gastos por prima de emisión | | -416.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Dividendos | | -7,706.0 | -28,054.0 | -9,886.0 | -10,000.0 | -10,000.0 | 0.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 | -5,000.0 |
| Efectivo y equivalente de efectivo de financiamiento | | 64,287.0 | 19,949.0 | 66,793.0 | -25,080.0 | -26,123.0 | 37,116.0 | -17,392.4 | -8,268.0 | -11,268.0 | 12,732.0 | -26,268.0 | -14,268.0 | -15,268.0 | -6,178.0 | 3,367.0 | -31,039.6 |
| Aumento (disminución) de efectivo | | -26,173.5 | 11,222.4 | -8,035.7 | 22,295.4 | -27,521.7 | 5,048.0 | 3,297.5 | -829.8 | 87.8 | -614.9 | -850.7 | -244.6 | 32.0 | 9,969.8 | -4,574.0 | 187.8 |
| Efectivo y equivalente al inicio | | 29,908.0 | 3,734.5 | 14,956.9 | 6,921.3 | 29,216.7 | 1,695.0 | 6,743.0 | 10,040.5 | 9,210.7 | 9,298.5 | 8,683.6 | 7,832.9 | 7,588.3 | 7,620.3 | 17,590.1 | 13,016.2 |
| Efectivo y equivalente al final | | 3,734.5 | 14,956.9 | 6,921.3 | 29,216.7 | 1,695.0 | 6,743.0 | 10,040.5 | 9,210.7 | 9,298.5 | 8,683.6 | 7,832.9 | 7,588.3 | 7,620.3 | 17,590.1 | 13,016.2 | 13,204.0 |

Anexo 5. Periodicidad del fenómeno El Niño 1948-2016



Fuente: U.S. Department of Commerce, National Oceanic and Atmospheric Administration.

Anexo 6. Ocurrencias del fenómeno El Niño, siglos XVI-XX

| Siglo | Intensidad | | |
|--------------|---|--|---|
| | Muy fuerte | Fuerte | Moderada |
| XVI | 1567, 1578, | 1525, 1539, 1552, 1574, 1591 | s/d |
| XVII | 1624, 1652, 1687 | 1607, 1614, 1618, 1634, 1660, 1671, 1681, 1696, | s/d |
| XVIII | 1701, 1720, 1728, 1791 | 1707, 1714, 1747, 1761, 1775, 1785, | s/d |
| XIX | 1803, 1828, 1844, 1864, 1871, 1877, 1884, 1891 | 1899 | 1806, 1812, 1814(?), 1817 1819, 1821, 1824, 1832, 1837, 1850, 1854, 1857, 1860, 1866, 1867, 1874, 1880, 1887, 1896 |
| XX | 1925, 1983, 1998 | 1911, 1917, 1932, 1940, 1957, 1972 | 1902, 1905, 1907, 1914, 1918, 1923, 1930, 1939, 1943, 1951, 1953, 1965, 1976, 1987 |
| | Muy fuerte | Fuerte | Moderada |
| XVI | 2 | 5 | 0 |
| XVII | 3 | 8 | 0 |
| XVIII | 4 | 7 | 0 |
| XIX | 8 | 1 | 19 |
| XX | 3 | 6 | 14 |
| Total | 20 | 27 | 33 |

Fuente: Eguiguren, *op. cit.*, 1894; Labarthe, *op. cit.*, 1914; y Quinn, Neal y Antúnez de Mayolo, *op. cit.*, 1987.

Anexo 7. Producto bruto interno por sectores productivos 2001-2013 (millones de soles de 2007)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Agropecuario | 15.374 | 16.152 | 16.472 | 16.391 | 16.948 | 18.462 | 19.074 | 20.600 | 20.873 | 21.766 | 22.658 | 23.991 | 24.362 | 24.814 | 25.614 | 26.124 |
| Pesca | 1.488 | 1.529 | 1.417 | 1.988 | 2.086 | 2.163 | 2.364 | 2.436 | 2.352 | 1.891 | 2.892 | 1.960 | 2.445 | 1.762 | 2.042 | 1.836 |
| Minería | 32.360 | 35.582 | 36.993 | 39.206 | 43.236 | 44.058 | 45.892 | 49.599 | 50.076 | 50.714 | 51.043 | 52.473 | 55.035 | 54.554 | 59.715 | 69.442 |
| Manufactura | 35.094 | 37.424 | 38.883 | 41.778 | 44.529 | 47.766 | 52.807 | 57.354 | 53.502 | 59.255 | 64.330 | 65.265 | 68.508 | 66.047 | 65.079 | 64.107 |
| Electricidad y agua | 3.823 | 4.049 | 4.205 | 4.435 | 4.685 | 5.040 | 5.505 | 5.950 | 6.013 | 6.501 | 6.994 | 7.401 | 7.811 | 8.193 | 8.679 | 9.313 |
| Construcción | 9.467 | 10.281 | 10.672 | 11.195 | 12.168 | 13.994 | 16.317 | 19.061 | 20.360 | 23.993 | 24.848 | 28.779 | 31.356 | 31.960 | 30.101 | 29.154 |
| Comercio | 22.353 | 23.010 | 23.710 | 25.075 | 26.368 | 29.500 | 32.537 | 36.105 | 35.936 | 40.420 | 44.034 | 47.218 | 49.984 | 52.193 | 54.217 | 55.199 |
| Servicios 1/ | 103.621 | 107.746 | 113.241 | 117.702 | 123.951 | 133.615 | 145.197 | 157.818 | 163.472 | 177.840 | 190.253 | 204.186 | 216.864 | 227.756 | 237.351 | 246.524 |
| PRODUCTO BRUTO INTERNO | 223.580 | 235.773 | 245.593 | 257.770 | 273.971 | 294.598 | 319.693 | 348.923 | 352.584 | 382.380 | 407.052 | 431.273 | 456.366 | 467.280 | 482.797 | 501.699 |
| | | | | | | | | | | | | | | | | |

1/ Incluye derechos de importación e impuestos a los productos

Fuente: INEI y BCR.

Elaboración: Gerencia Central de Estudios Económicos.