



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

**Escuela de
Postgrado**

VALORIZACIÓN DE PESQUERA EXALMAR S.A.

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

Presentado por:

Renzo Pier Burgos Fernandez

Gerardo Daniel Cordova Silva

Roy Edward Diaz Nuñez

Asesor: Neciosup Llontop, Marco Fabricio

[0000-0003-0276-4031](tel:0000-0003-0276-4031)

Lima, febrero 2023

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

A través del presente, MARCO FABRICIO NECIOSUP LLONTOP deja constancia que el trabajo de investigación titulado "VALORIZACIÓN DE PESQUERA EXALMAR S.A." presentado por Don RENZO PIER BURGOS FERNANDEZ, Don GERARDO DANIEL CORDOVA SILVA y Don ROY EDWARD DIAZ NUÑEZ, para optar el Grado de Magíster en Finanzas fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin del programa Blackboard, el 10 de septiembre de 2023 dando el siguiente resultado:

Tesis Exalmar v3

INFORME DE ORIGINALIDAD



Fecha: 10 de septiembre de 2023



Firma del asesor

A mi esposa Andrea, por su comprensión y paciencia que me brindó soporte y fuerzas para seguir adelante; a mis compañeros por el apoyo brindado en la maestría.

Roy

A mis familia, por todo su apoyo, disciplina y cariño que me llevaron siempre adelante; a mis compañeros por su compromiso y amistad que dieron como resultado este trabajo.

Renzo

A mi familia por todo el apoyo brindado en cada momento; a mis compañeros por seguir adelante frente a todas las adversidades; a Dios.

Gerardo

RESUMEN EJECUTIVO

El trabajo de valorización toma como base los estados financieros consolidados de Pesquera Exalmar S.A. para los ejercicios del 2012 al 2021, información complementaria presentada por la empresa por su página web e información pública. Asimismo, el presente informe incorpora estimaciones sobre la industria pesquera del Perú, como son los niveles de pesca permitido, las actividades de Exalmar y la competencia.

Pesquera Exalmar (en adelante, Exalmar) es una empresa que se dedica al procesamiento de harina y aceite de pescado. Pertenece al Grupo Matta (Caleta de Oro Holding S.A.), la cual mantiene una participación por encima del 60% en las acciones de Exalmar.

Para la valorización de Exalmar se utiliza como metodología principal el flujo de caja de la empresa, descontado al costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés), por último, los resultados se contrastaron con la metodología secundaria, el de múltiplos comparables.

En base a la metodología principal, se concluye que, al cierre del 2021, el valor patrimonial de Exalmar se estima en USD 149'841,000, con un WACC de 6.71%, y con un valor por acción de USD 0.51 (PEN 2.03). Por su parte, la acción en el mercado a esa fecha cotiza a PEN 1.64.

Los múltiplos estimados para Exalmar a partir de las empresas comparables se ubican en PEN 1.50 para Capitalización Bursátil/EBITDA, PEN 2.18 para Capitalización Bursátil/Ventas y PEN 4.77 para PER, obteniendo un valor por acción promedio de PEN 2.82. Esto corrobora con los resultados obtenidos con la metodología principal, cuya recomendación para los inversionistas de la acción de Exalmar es de comprar.

ABSTRACT

The present corporate valuation of Pesquera Exalmar S.A. considers the financial statements of the company, 2012-2021, as the foundation for a market valuation; furthermore, complementary information such as the corporate annual memory, the corporate web site and public information are considered as well. Equally important, this valuation incorporates forecasts and estimates of the fishing industry of Peru, such as the industrial fishing limits, Exalmar's activities and its rivals.

Pesquera Exalmar ("Exalmar") is a company focused in fishing, production and commercialization of fishmeal and fish oil. The company belongs to Grupo Matta (Caleta de Oro Holding S.A.), whom holds more than 60% of ownership of Exalmar.

In order to elaborate the valuation of Exalmar, the Free Cash Flow methodology has been the main method, moreover involves the discount of cash flows at the weighted average cost of capital (WACC); furthermore, the results were compared with a secondary methodology, business valuation multiples.

As a result of the main methodology, we conclude that at the end of 2021, the market capitalization of Exalmar is estimated at USD 149'841,000, with an estimated WACC at 6.71%, along an estimated value per share of USD 0.51 (PEN 2.03). The current price per share at the market at the respective time of comparison was at PEN 1.64.

The estimated business multiples for Exalmar considering similar companies are as follow: PEN 1.50 for Market Capitalization/EBITDA, PEN 2.18 for Market Capitalization/Sales and 4.77 for Price to Earnings Ratio (PER). These results, in addition to the former findings in the main methodology, confirm the recommendation of buying.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE TABLAS	vii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	viii
ÍNDICE DE ANEXOS.....	ix
INTRODUCCIÓN	x
CAPÍTULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	1
1. Productos de Exalmar	1
2. Tipos de Clientes	2
3. Proceso Productivo	2
4. Principales Activos	2
5. Estructura y Composición Accionaria	3
6. Gobierno Corporativo	4
7. Responsabilidad social empresarial	5
8. Política de dividendos	5
9. Ciclo de vida	6
10. Financiamiento	7
CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL ENTORNO.....	8
1. Industria pesquera internacional	8
2. Industria pesquera nacional.....	9
CAPÍTULO III: POSICIONAMIENTO COMPETITIVO.....	13
1. Empresas del sector.....	13
2. Análisis Porter.....	13
3. Empresas comparables.....	16
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS FINANCIERO.....	17
1. Liquidez	17
2. Solvencia.....	17
3. Rentabilidad	18
CAPÍTULO V: GESTIÓN DE RIESGOS.....	19
1. Riesgo de Tipo de Cambio.....	19

2.	Riesgo de Tasa de Interés	19
3.	Riesgo de liquidez	19
4.	Riesgos Operativos.....	20
5.	Riesgo de Precio	20
6.	Riesgo Regulatorio.....	20
7.	Riesgo de Crédito.....	20
8.	Riesgo de Canibalización.....	21
9.	Riesgo Reputacional	21
10.	Matriz de riesgo – mapa de calor.....	21
CAPÍTULO VI: VALORIZACIÓN DE EXALMAR		23
1.	Método de flujo de caja descontado (FCD)	23
2.	Valorización por múltiplos de empresas comparables.....	33
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		34
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....		35
Anexos	36
Notas bibliográficas	55

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participación de los productos en los ingresos de ventas de Exalmar	1
Tabla 2. Composición accionaria de Exalmar al 31/12/2021	3
Tabla 3. Distribución de acciones con derecho a voto de Exalmar al 31/12/2021	4
Tabla 4. Directorio de Exalmar al 31/12/2021	5
Tabla 5. Distribución de dividendos desde el 2012 al 2021	6
Tabla 6. Valor en libros de la deuda al 31 de diciembre de 2021	7
Tabla 7. Ratios de liquidez	17
Tabla 8. Ratios de solvencia	17
Tabla 9. Ratios de rentabilidad	18
Tabla 10. Plazo ponderado de la deuda total de Exalmar en años	24
Tabla 11. Valor de mercado de la deuda total de Exalmar en años	24
Tabla 12. Cálculo del WACC	26
Tabla 13. Estimación del valor por acción al 31/12/2021	31
Tabla 14. Sensibilidad del precio de la acción en soles, por cambios en el costo de deuda y de capital	32
Tabla 15. Valoración de la acción de Exalmar por múltiplos comparables	33

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Cotización del precio de la acción de Exalmar, diciembre 2012 – diciembre 2021.....	4
Gráfico 2. Capacidad de producción hora y participación, 2021.....	13
Gráfico 3. Capacidad de producción hora y participación, 2021.....	22

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1.	Flota de Exalmar al 03/01/2022, con permisos vigentes	37
Anexo 2.	Plantas de producción vigentes de Exalmar, 2021	38
Anexo 3.	Detalle de los principales 5 competidores de Exalmar	39
Anexo 4.	Entrevista a un trabajador de Exalmar	43
Anexo 5.	Frecuencia de Anomalías de temperatura	45
Anexo 6.	Flujo de caja libre para la empresa (FCFF) proyectado.....	47
Anexo 7.	Capital de trabajo proyectado	48
Anexo 8.	Identificación de Transacciones Precedentes:	49

INTRODUCCIÓN

El presente informe de investigación ha sido desarrollado sobre la Pesquera Exalmar S.A. (en adelante, Exalmar), con el fin de realizar su valorización al 31 de diciembre de 2021.

Exalmar es una de las principales empresas productoras de harina y de aceite de pescado del país. Fue fundada en 1992 con el nombre de Corporación Matta S.A. por Víctor Matta Curotto, quien se mantiene actualmente como accionista mayoritario, por medio de Caleta de Oro Holding S.A. La empresa se dedica a extraer, transformar, comercializar y exportar productos hidrobiológicos para el consumo humano indirecto (CHI) y directo (CHD). La empresa es reconocida por los grupos de interés como una entidad sostenible.

La empresa cotiza en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) desde noviembre de 2010. Al 31 de diciembre de 2021 el capital emitido contable de la empresa asciende a USD 89'772,000, íntegramente suscritos y pagados, divididos en 295,536,144 acciones comunes con un valor nominal de S/ 1.00 cada una. La cotización del precio de la acción en la BVL para esa fecha fue de S/ 1.64.

El Perú es líder a nivel mundial en la producción de harina y aceite de pescado por sus condiciones geográficas debido a la convergencia de las corrientes de Humboldt y El Niño, que permite la existencia de una biomasa reconocida a nivel mundial por su calidad y diversidad. La harina y aceite de pescado en el país proviene de la anchoveta (*Engraulis ringensi*), un pez pequeño que habita en las aguas frías de la corriente de Humboldt, en el centro y sur del océano del Perú.

CAPÍTULO I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Según la Memoria Anual al cierre del año 2021 se señala que la empresa cuenta con más de 29 años operando, extrayendo productos hidrobiológicos para Consumo Humano Indirecto, CHI, que representan el 92% de las ventas y Consumo Humano Directo, CHD, que representan el 4% de las ventas. Sus principales productos para el CHI son la harina de pescado por 175 mil toneladas métricas equivalentes a un 16.7% de participación del mercado y para el CHD es el pescado congelado (jurel y caballa) con 94 mil toneladas métricas de captura efectiva con un 20.5% de participación de del mercado. Estos índices ubicarían a la empresa en el tercer lugar en la producción y exportación de harina y aceite de pescado (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

1. Productos de Exalmar

Según la nota 19, de las notas a los estados financieros auditados anual del 2021 de Exalmar, se aprecia que el producto más importante en la estructura de ingreso de ventas es la harina de pescado con una participación para dicho año del 74%, seguido del aceite de pescado, 18%, ambas destinados para el CHI, mientras que el producto pescado fresco y congelado tiene una participación del 4%, este último destinado para el CHD (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Tabla 1. Participación de los productos en los ingresos de ventas de Exalmar

Productos y servicios de Exalmar	2021	Participación (2021)	2020	Participación (2020)
	USD (000)	%	USD (000)	%
Harina de pescado	292,506	74	204,135	75
Aceite de pescado	71,189	18	38,083	14
Pescado fresco y congelado	16,628	4	19,577	7
Servicios de almacenamiento de productos congelados	6,287	2	5,333	2
Otros	10,432	3	5,007	2
Total	397,042	100	272,135	100

Fuente: Notas a los Estados Financieros, 2021

2. Tipos de Clientes

En la Memoria Anual al cierre del año 2021 se señala que los productos de la empresa se exportan a China, Taiwán, Vietnam, Japón, Australia, Canadá, Alemania, entre otros países; siendo China el principal destino con una participación de las ventas del 83%. Cabe destacar que, en el 2021 la empresa tuvo que lidiar con la “crisis de los contenedores”, que fue la escasez de espacio para el transporte internacional, otros factores que afectan a la venta de los productos del CHI son los inventarios de harina que China mantiene, la recuperación de los animales como los cerdos (oferta y demanda de este animal altera la demanda de harina de pescado) y el tipo de cambio de los otros países. Por último, los productos para el CHD, como los productos congelados, se destinan a los países de África y al mercado nacional peruano por medio de una cooperación con la empresa Frigoríficos de los Andes (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021, p. 36).

3. Proceso Productivo

La elaboración de los productos del CHI se inicia con la captura y abastecimiento de materia prima, luego sigue con el procesamiento, el cual incluye el i) cocinado-prensado, ii) secado, iii) molienda y iv) envasado, los productos obtenidos, harina de pescado y aceite de pescado, se venden de forma directa o mediante brokers; por otro lado, la elaboración de los productos del CHD inicia con la captura y descarga, luego con el proceso de transformación, el almacenamiento y por último el despacho (venta local) o embarque (exportación) para luego distribuirse mediante brokers (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

4. Principales Activos

4.1. Flota

Al 31 de diciembre 2021 Exalmar cuenta con una flota de 21 embarcaciones, con una capacidad de bodega operativa total de 6,706 m³, divididas en bodegas de acero de 6,184 m³ y de madera de 522 m³. Esto hace una cuota de pesca en la zona norte de 6.77% y en la zona sur de 4.64% (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Cabe precisar que, al 03 de enero 2023, según información de Produce, Exalmar cuenta con 25 embarcaciones (18 de acero y 7 de madera) con una cuota de pesca en la zona norte de 7.75% y en

la zona sur de 4.55%, y con una capacidad de bodega operativa de 7,646.60 m³. Para mayor detalle de la flota ver el **Anexo 1** (Produce, 2023).

4.2. Plantas de procesamiento

Al 31 de diciembre 2021, Exalmar cuenta con 5 plantas de procesamiento de harina de pescado y aceite de pescado, ubicadas en Mora, Huacho, Callao, Chimbote y Chicama, con una capacidad de procesamiento total de 539 TM por hora. En ese año, se aprobaron el incremento en las capacidades de operación de 2 plantas, Chimbote y Huacho, pasando de 90 a 130 TM/hora y de 84 a 109 TM/hora. Asimismo, se indica que la empresa se encuentra desarrollando alianzas estratégicas con algunas empresas para incrementar participación de mercado. Por otro lado, la empresa cuenta con 2 plantas destinadas a la producción de pescados congelados, una en Tambo de Mora (575 TM/día) y otra en Paita (108 TM/día) (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

5. Estructura y Composición Accionaria

Su principal accionista es Caleta de Oro Holding S.A.C. quien cuenta con el 66.58% de participación accionaria de Exalmar. Esta empresa, según la SUNAT¹ inició actividades el 07/08/2019 y presenta actividad de comercio exterior como importador y exportador. Cabe precisar que Caleta de Oro Holding S.A.C, con sede en Panamá, es contralada por Víctor Matta Curotto (OJOPÚBLICO, 2017). Asimismo, en el 2021 Víctor Matta Curotto es presidente del directorio.

Tabla 2. Composición accionaria de Exalmar al 31/12/2021

Accionistas	Acciones	Participación %	Origen
Caleta de Oro Holding S.A.C.	196,774,596	66.58	Perú
Caleta de Oro Holding del Perú S.A.C.	25,000,000	8.46	Perú
Inversiones ODISEA	27,156,338	9.19	Chile
Otros	46,605,210	15.77	-
Total	295,536,144	100.0	

Fuente: Memoria Anual, 2021

¹ <https://e-consultaruc.sunat.gob.pe/cl-ti-itmrconsruc/jcrS00Alias>

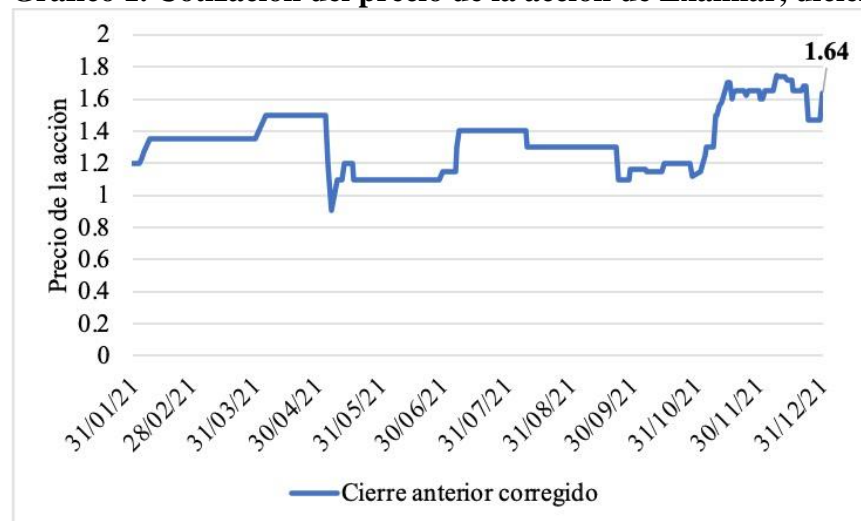
Tabla 3. Distribución de acciones con derecho a voto de Exalmar al 31/12/2021

Tenencia	N° accionistas	Participación
Menor a 0.5%	115	7.27
Entre 0.5% - 1%	0	0.00
Entre 1% - 5%	4	8.50
Entre 5% - 10%	2	17.65
Mayor a 10%	1	66.58
Total	122	100

Fuente: Memoria Anual, 2021

Las acciones de la empresa se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. La cotización al 31/12/2021 es S/ 1.64, desde el 31/12/2012 al 31/12/2021 el precio máximo de la acción fue de S/ 1.75 y el precio mínimo fue de S/ 0.75, en el año 2021 el precio promedio del año fue de S/ 1.32. En relación con ello, según las notas a los estados financieros al 31 de diciembre 2021 la empresa señala que el capital social está representado por 68,835,948 acciones comunes (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Gráfico 1. Cotización del precio de la acción de Exalmar, diciembre 2012 – diciembre 2021



Fuente: Tomado de Bolsa de Valores de Lima, 2022

6. Gobierno Corporativo

6.1. Nivel de transparencia de la información financiera

No todas las empresas importantes del sector brindan la información financiera.

Como fortaleza de Exalmar, se tiene que ésta está registrada en el portal de la SMV, con lo cual, presenta un nivel de transparencia mayor frente a sus competidores, creando valor a los accionistas al disminuir el problema de agente (que se crea entre gerencia y accionistas), dado que los accionistas cuentan con mayor información que pueden usar para el seguimiento y supervisión de la empresa.

6.2. Composición del directorio

La empresa cuenta con un directorio compuesto con más de un tercio de los directores independientes. El presidente del Directorio cuenta con más de 45 años de experiencia en el sector pesquero y la plana gerencial está compuestos con profesionales independientes con alta experiencia (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Tabla 4. Directorio de Exalmar al 31/12/2021

Presidente del Directorio	Víctor Matta Curotto
Vicepresidente del Directorio	Víctor Matta Dall'Orso
Director Dependiente	María Cecilia Blume Cillóniz
Director Dependiente	Rodrigo Sarquis Said
Director Independiente	Andrés Muñoz Ramírez
Director Independiente	Cristian Celis Morgan
Director Independiente	Martín Ramos Rizo Patrón

Fuente: Memoria Anual, 2021

7. Responsabilidad social empresarial

En la Memoria Anual 2021 Exalmar señala que es una empresa que promueve el talento humano y es un agente de cambio social, impulsa un desarrollo sostenible de acuerdo con un marco regulatorio que busca garantizar la preservación de los recursos marinos. La empresa cuenta con las siguientes certificaciones de calidad, seguridad y medio ambiente: BRC, OEA, ISO 14001, GMP+, IFFO RS, BASC, AC OMEGA, Friend of the Sea (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

8. Política de dividendos

Según la nota 30 a los Estados Financieros al 31 de diciembre 2021, Exalmar indica que para mantener o ajustar la estructura de capital, la empresa puede ajustar el monto de dividendos

pagados a los accionistas, devolver capital a los accionistas, emitir nuevas acciones o vender activos para reducir la deuda (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Asimismo, la política de dividendos de Exalmar aprobada el 16/06/2010 establece que la empresa podrá distribuir dividendos por un monto equivalente de al menos al 30% de las utilidades netas del ejercicio fiscal anterior siempre que: i) la caja disponible de la sociedad lo permita, ii) no exista una restricción contractual que limite esta posibilidad y iii) el plan de inversiones de la sociedad lo permita (Pesquera Exalmar S.A.C., 2022).

Con respecto a la distribución de dividendos estas no se realizan todos los años, por ejemplo, desde el 2016 al 2018 no se han otorgado dividendos, asimismo, el *dividend payout ratio* es variable.

Tabla 5. Distribución de dividendos desde el 2012 al 2021

Año	Monto USD (1)	Utilidad Neta USD (2)	Dividend Payout Ratio (1)/(2)
2021	15,000,000	43,136,000	35%
2019	20,000,000	6,350,000	315%
2015	10,000,000	1,275,000	784%
2014	10,000,000	14,295,000	70%
2013	10,000,000	(1,470,000)	-680%
2012	6,937,000	21,199,000	33%

Fuente: Elaborado con data de Exalmar, información de la acción y bonos

9. Ciclo de vida

Es importante determinar la etapa en el ciclo de vida de la empresa, debido a que será un factor para determinar el tiempo de proyección. Según el programa curricular del CFA, se debe de considerar los ingresos normalizados, que es el nivel esperado en el *mid-cycle* de las ganancias de una empresa en la ausencia de factores temporales o inusuales que afecten la rentabilidad, entre estos factores se encuentran el estado del ciclo del negocio, recientes fusiones y adquisiciones y actividades de reestructuración (CFA Institute, 2023).

Levitt estableció un enfoque del ciclo de vida de producto, el cual se ordena según los años que una empresa está en la industria y el volumen de ventas, las 4 etapas son las siguientes: desarrollo, crecimiento, madurez y declive (Levitt, 1965).

Exalmar es una empresa que se encuentra en la fase de madurez, con una presencia en el sector de 29 años, por lo que, no se espera un incremento exponencial en el crecimiento de los ingresos, como lo experimentan las empresas en la etapa de introducción y de crecimiento; por otro lado, la perspectiva es que la empresa no entre a la fase de declinación principalmente por dos razones: 1) la industria pesquera en el Perú está muy regulada y no permite la entrada de nuevas embarcaciones para la pesca de anchoveta salvo que reemplace a otras embarcaciones que cuenten con la misma capacidad, dado que se considera que es una industria en plena producción y 2) el producto harina de pescado y aceite de pescado dirigido para el CHI, que constituyen alrededor del 92% de los ingresos de Exalmar, no tienen sustitutos importantes, y se espera que esta situación se mantenga. Por esas razones, se proyecta que la empresa seguirá produciendo a niveles estables.

10. Financiamiento

Al 31 de diciembre de 2021, Exalmar presenta una deuda total de USD 265 millones, al respecto el 46% de la deuda total corresponde a la deuda de corto plazo, USD 123 millones, y el 54% a la deuda de largo plazo (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Tabla 6. Valor en libros de la deuda al 31 de diciembre de 2021

Deuda	Saldo (USD 000)	%	Vencimiento
Consolidado de Varios Bancos de Deuda Corto Plazo	122,768	46%	31/12/2022
Parte Corriente de Deuda Largo Plazo	14,484	5%	31/12/2022
Parte No Corriente de Deuda Largo Plazo (2026)	127,881	48%	09/06/2026
Total	265,133	100%	

Fuente: Notas a los Estados Financieros, 2021

Cabe precisar que, el 98% de la deuda de largo plazo corresponde a un préstamo sindicalizado suscrito el 09 de junio de 2021 destinado a una recompra de bonos por USD 59 millones y el pago de un préstamo sindicado anterior por USD 84 millones.

CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL ENTORNO

1. Industria pesquera internacional

Según Konarska (2021) la harina de pescado es un producto nutricional, su principal fuente es el pescado cultivado especialmente para la producción de harina como los peces pequeños oleosos y óseos como la caballa, la anchoa, el arenque, el capelán y el abadejo.

El mercado de harina de pescado se valoró en USD 7.2 mil millones en 2021. Perú es el principal productor y exportador mundial de harina de pescado. Otros países productores importantes son Chile, Canadá, Noruega, Estados Unidos, Japón y Escocia. La mayor demanda de harina de pescado proviene principalmente de países asiáticos de rápido desarrollo como China, India, Vietnam, Tailandia y Japón. El creciente interés en la harina de pescado se debe a la aceleración de la cría de cerdos y aves de corral a gran escala y la creciente demanda de productos del mar.

En 2020, las exportaciones totales de harina de pescado se valoraron en \$ 3.800 millones, una disminución del 18,5% en comparación con el año anterior. El principal exportador mundial de harina de pescado fue Perú con envíos totales por un valor de \$ 1.09 mil millones durante todo el año que constituyen el 28,68% de la participación de mercado. El país ha sido el mayor vendedor de harina de pescado durante años; sin embargo, disminuyó sus entregas de harina de pescado en 29.3% respecto a 2019. El segundo país exportador en 2020 fue Chile, con el 9.42% de participación de mercado y habiendo entregado productos por valor de \$358.22 millones. Chile parece ser una estrella en ascenso en el mercado de la harina de pescado: en 2020, el país aumentó sus envíos del producto en un 17.57 % en comparación con el año anterior, pero también logró mantener el crecimiento de las exportaciones en los últimos años, a diferencia de varios otros actores clave en el mercado.

Estados Unidos y Vietnam tenían una cuota de mercado de exportación del 4.94 % y del 4.27 % en 2020. Este último, sin embargo, notó una disminución de casi el 30 % en las entregas entre 2017 y 2020. Rusia también está marcando su lugar en el mercado con aumentos significativos en los envíos. En 2020, el país entregó harina de pescado por valor de \$125.53 millones, un aumento del 34.66 % con respecto al año anterior. Entre 2017 y 2020, Rusia también logró aumentar sus

exportaciones en casi un 60%. En 2020, Dinamarca fue el mayor proveedor europeo de harina de pescado con envíos por valor de \$ 3195 millones y una participación de mercado del 8.4%. Alemania y Noruega también son importantes vendedores europeos del producto. Si bien Alemania notó una disminución del 7.49 % en las exportaciones en comparación con el año pasado, también tuvo un crecimiento del 12.76 % entre 2017 y 2020. En el mismo período de 3 años, Noruega logró registrar un crecimiento del 74.31 % en las exportaciones de harina de pescado.

Las importaciones totales de harina de pescado en 2020 ascendieron a \$3,960 millones y cayeron un 18.79% con respecto a 2019. El mayor comprador mundial del producto fue China (Konarska, 2021).

2. Industria pesquera nacional

2.1. Regulación

Existen 2 principales reguladores en el mercado de captura, procesamiento y producción de harina de pescado los cuales son de injerencia directa para la empresa: PRODUCE: que pertenece al Ministerio de la Producción, a través del Viceministerio de Pesquería, es la máxima autoridad en materia pesquera y tiene entre sus funciones administrar de forma racional los recursos, promocionar la producción pesquera y desarrollar la pesca en general; e IMARPE: Instituto del Mar del Perú, estudia el ambiente y la biodiversidad marina, evalúa los recursos pesqueros y proporciona información y asesoramiento para la toma de decisiones sobre la pesca, la acuicultura y la protección del medio marino.

Ambos se encargan de:

- a) La aplicación de vedas,
- b) La especificación de volúmenes de captura total permisible,
- c) Tallas mínimas de captura y porcentaje de individuos juveniles permisibles en la extracción,
- d) La determinación de áreas protegidas,

- e) El establecimiento de zonas de exclusión o la prohibición de pesca, entre otros.
- f) Establecimiento de la cuota de temporada², para ello, de forma resumida se sigue esta secuencia:
 - i. IMARPE determina la población de anchoveta en base a una investigación científica.
 - ii. Se envían cruceros de exploración a lo largo de todo el litoral peruano.
 - iii. IMARPE envía una recomendación a PRODUCE quien determina la cuota.

2.2. Otros datos importantes del sector

- a) Se ha declarado a la anchoveta y la sardina como especies plenamente explotadas. Implica la restricción del ingreso de nuevas embarcaciones pesqueras para la extracción de estas especies.
- b) Se pasó de la Cuota Global a Sistemas de Cuotas Individuales en el 2009 (Ley de Límites Máximos de Captura) con el fin de:
 - Protección de la biomasa
 - Reducción de flota
 - Reducción de costos fijos
 - Temporadas más largas
- c) Resalta el hecho de que solo se pesca el 35% del stock de la anchoveta identificada, el 65% permanece para la renovación.
- d) Hay 2 temporadas de pesca: mayo a julio y noviembre a enero, en dos zonas: Norte-Centro y Sur.

2.3. Gestión ambiental

Normas relacionadas

Las normas de la a) a la d), mencionan que se debe de suspender de forma inmediata las actividades extractivas en la zona ante la presencia de juveniles (tallas de anchovetas menores a 12 centímetros) en los desembarques por encima de los límites tolerables; no extraer anchovetas si es

² <https://pescamitos.tasa.com.pe/verdades-y-mitos-de-la-pesca-industrial/>

que la cantidad de juveniles supone un monto mayor al 10% de los pescados extraídos; informar a las autoridades la zona de extracción de los juveniles; no arrojar los recursos al mar una vez extraídos; y, facilitar las labores de los observadores y/o inspectores a bordo. Dentro de las sanciones se encuentran multas, decomisos y suspensión de permisos de pesca.

- a) Artículos 145° y 146° del Reglamento de la Ley General de Pesca (RLGP) – aprobado por el D.S. No. 012-2001-PE y sus modificatorias.
- b) Códigos N° 6 y 123 del Anexo del Texto Único Ordenado del Reglamento de Inspecciones y Sanciones Pesqueras y Acuícolas (TUO RISPAC) – aprobado por D.S. No. 019-2011-PRODUCE
- c) Artículo 6° del D.S. No. 008-2012-PRODUCE, que aprueba medidas de conservación del recurso hidrobiológico.
- d) R.M. No. 457-2012

Debilidades medioambientales

Según Paredes (2014) en su informe nombrado “La anchoveta: pesca y descarte de juveniles Análisis de la regulación pesquera y propuestas para su perfeccionamiento” menciona que la ley y regulación de pesquería busca reducir la pesca de juveniles de anchoveta, lo que, es prohibida y penalizada alrededor del mundo. También comenta que las normas presuponen que las embarcaciones pueden determinar con algún grado de precisión las tallas del cardumen del mar, y afirma que eso es incorrecto. Por lo que, al sancionar los desembarques de juveniles por encima del límite permitido se crea un incentivo perverso del descarte de juveniles en el mar. Por lo que propone i) despenalizar el desembarque de juveniles provenientes de zonas autorizadas de pesca, ii) promover el cierre oportuno de zonas de pesca que presentan abundancia de juveniles y iii) penalizar severamente la pesca en zonas prohibidas de pesca y/o descartes de peces en el mar.

Adicionalmente, se indica que por el año 2013 se reunieron los principales gerentes de 3 de las principales empresas de la industria pesquera: 2 representantes de IMARPE y de la SNP y llegaron a un consenso:

- Los equipos acústicos sirven para localizar las masas de los cardúmenes y el stock de ellos; sin embargo, todavía no son capaces de distinguir la talla de los cardúmenes.

- Hay 2 tipos principales de ecosondas con un costo aproximado de USD 2 mil a 4 mil y las digitales con un costo aproximado de USD 40 mil y las científicas con un costo aproximado de USD 140 mil.
- En ese año, de las 800 embarcaciones, 40 utilizaban las digitales y el resto las comerciales.
- La pesca de juveniles es inevitable, pero el límite de 10% debe variar en función de las condiciones de la biomasa.
- La muestra que se hace a bordo es aproximadamente 280 unidades de anchoveta por cala, y la cala puede contener más de 100 TM, 14 MM de pescados, lo cual, no es una muestra representativa. Por lo que la composición precisa de lo capturado se debe hacer una vez descargado en planta.
- Cerrar zonas es más eficiente que cerrar microzonas dado que los cardúmenes se mueven.
- Probablemente se deba mejorar los espacios de la malla lo cual requiere el apoyo privado e IMARPE.

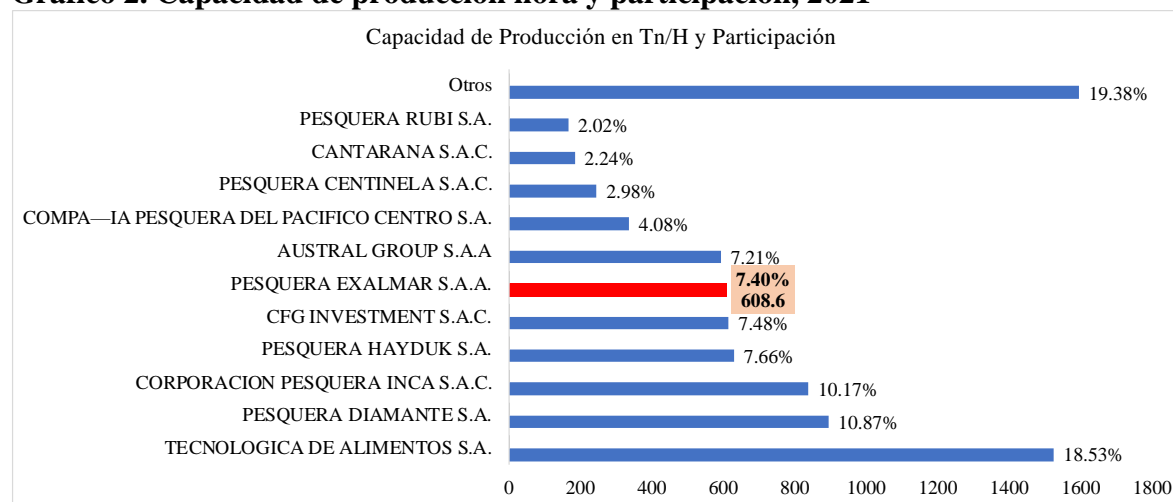
CAPÍTULO III: POSICIONAMIENTO COMPETITIVO

1. Empresas del sector

Según la información de Produce, son 85 empresas que mantienen 140 plantas pesqueras vigentes en la industria las cuales tienen una capacidad de procesamiento de 8,227 Toneladas/horas. De las cuales las mismas 85 empresas tienen 139 son del tipo industrial (SUMAQ ESMERALDA tiene registrada 1 planta del tipo artesanal), con capacidad de producción de 8,225 Toneladas/hora.

Al respecto, 11 de las 85 empresas representan el 80.62% de capacidad de producción. Al respecto, Exalmar se ubica en el puesto 6 en cuanto capacidad de producción. Las plantas de producción de Exalmar se pueden visualizar en el **Anexo 2**.

Gráfico 2. Capacidad de producción hora y participación, 2021



Fuente: PRODUCE

2. Análisis Porter

2.1. Competidores

El sector de pesca de anchoveta y harina de pescado siempre ha sido un sector muy competitivo en el Perú, podríamos mencionar 2 etapas diferenciadas y ambas mantienen una presión fuerte en la competencia entre empresas.

La primera etapa es durante la vigencia de la anterior Ley de pesca, la cual indicaba una cuota global de pesca, es decir se definía una cantidad de pesca disponible por temporada y ante ello todos los participantes del mercado tenían mucha presión en ser los primeros en procurar conseguir la mayor cantidad posible; esta primera etapa generaba mucha sobrepesca y problemas con la conservación de la especie marítima y pesca de juveniles (pescados aún en desarrollo y no aptos para la pesca).

La segunda etapa es la actual con la nueva ley de pesca vigente, se determina una cantidad disponible de pesca global, pero se asigna una cuota individual por embarcación a la empresa poseedora del navío (esta cuota individual no necesariamente es el 100% de su capacidad), de esta forma, se requiere la inscripción de cada embarcación antes del inicio de la temporada y se tiene un mejor control de la cantidad y calidad de pesca evitando sobrepesca y pesca de juveniles).

En ambas etapas podemos ver como a través de los años y aún con la evolución de la legislación el sector pesquero en el que se desempeña la compañía mantiene un alto grado de competitividad, además de barreras de entrada, y persistente presión por alcanzar el mayor nivel de pesca posible. Es un sector muy competitivo donde las compañías presentes se esfuerzan en mantenerse y/o mejorar, pero es muy difícil que entren nuevos competidores salvo mediante adquisiciones y/o reemplazos de embarcaciones.

En el **Anexo 3** se detalla información de los 5 principales competidores de Exalmar.

2.2. Proveedores

La industria pesquera es una industria extractiva, por lo que, es el inicio de la cadena de producción, luego existe la transformación de la materia prima como lo es la harina de pescado y aceite, los congelados o los productos frescos. Como se puede observar, en los competidores todas las principales empresas que producen harina de pescado están integradas hacia atrás, es decir tienen flota que se encarga de la actividad extractiva. Sin embargo, parte de la materia prima es comprada a terceros (alrededor del 28%) pescadores artesanales.

Por lo cual, los principales proveedores de las empresas son:

- a) Terceros que venden materia prima: anchoveta y otros pescados.
- b) Barcos pesqueros.
- c) Maquinarias de procesamiento de los productos.
- d) Servicios: Puerto, certificaciones de calidad, etc.

Nivel de poder de los proveedores intermedio.

2.3. Clientes

Dado que la mayor participación de producción y venta de los competidores es el consumo humano indirecto CHI se puede decir que el cliente más relevante es China, dado que la participación de las ventas de la industria está por encima del 80%. Por lo cual, si bien la producción se puede mantener estable ya que está en función de los límites de pesca que impone PRODUCE, la demanda y el precio está en función de la situación económica de los países que importan harina de pescado y aceite de pescado, principalmente de China, y más específicamente de la industria que consumen esta materia prima, como lo es la ganadería, avícola y acuícola, para la harina de pescado, o la farmacéutica y nutricional para el aceite de pescado.

Nivel de poder de clientes es intermedia.

2.4. Entrantes

Es muy difícil entrar a competir en la industria pesquera de anchovetas, debido a que está regulado por el Estado peruano (PRODUCE), que considera que la industria está en plena producción, esto quiere decir que es fácil que entra una flota siempre y cuando reemplace una embarcación existente, con la misma capacidad de almacenamiento.

Adicionalmente, existen barreras de costos fijos, dado que se requiere una gran cantidad de inversiones en flota, puertos de producción, establecer cadenas logísticas y costos de asesoramiento para obtener los certificados de calidad de procesos, medioambientales, laborales, y alimentarias para conseguir entrar al mercado internacional.

Amenaza de nuevos entrantes es baja.

2.5. Sustitutos

La harina de pescado (*fishmeal*) es un producto de alto valor nutricional, ante ello otras opciones han surgido a lo largo de los años, principalmente son harinas de origen vegetal como la harina de soya, u otros productos como harinas de subproductos avícolas (*poultry-by-product meal*), harinas de huesos y carne (*meat and bone meal*).

En el trabajo de Chu-Esquivel (2016), se menciona que otro sustituto de la harina de pescado es el de la harina de pota, también conocido como jibia, deshidratado y molido con un concentrado de proteínas de entre el 82% al 85%. Dicha harina también se usa en el alimento de animales, principalmente peces, camarones y langostinos; asimismo, se utilizan para el consumo humano (galletas, sopas, pastas, etc.). Sin embargo, los costos de producción son altos y la proporción proteica es baja en relación a la harina de pescado.

Nivel de amenaza de sustitutos bajo.

3. Empresas comparables

Se ha determinado que las principales empresas comparables de Exalmar, en función de la participación de mercado son: Tasa, Copeinca, Austral Group, Pesquera Diamante y Hayduck.

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS FINANCIERO

1. Liquidez

Al 31.12.2021, el capital de trabajo es ligeramente positivo, USD 171 mil, a diferencia de los años 2020,-USD 5 millones y 2019,- USD 22 millones, el capital de trabajo positivo se debe principalmente a un incremento importante del efectivo y equivalente de efectivo que creció 412%. Por otro lado, sin considerar los inventarios, que representan el 56% del activo corriente, se tiene que la prueba ácida en los últimos 3 años es alrededor de 0.4, lo cual es estable.

Tabla 7. Ratios de liquidez

Liquidez						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Capital de trabajo (Activos Circulantes – Pasivo Circulante)	-12,365	3,202	26,292	-21,614	-5,426	171
Razón Circulante (Activo Circulante / Pasivo Circulante)	0.90	1.08	1.18	0.86	0.97	1.00
Prueba ácida ((Activo Circulante - Inventario) / Pasivo Circulante)	0.30	0.62	0.63	0.47	0.44	0.44

Fuente: Estados Financieros, 2021

2. Solvencia

La empresa mantiene una ratio de solvencia estable durante los últimos años, aprovecha el apalancamiento para financiamiento de operaciones, pero no está sobre apalancada. Los pasivos sobre el total de activos son del 60% aproximadamente en promedio durante los últimos 5 años; y el 40% restante como patrimonio. La deuda sobre patrimonio es alrededor de 1.5 veces en promedio durante los últimos 6 años.

Asimismo, los activos sobre patrimonio son 2.5 veces en promedio durante los últimos 6 años.

Tabla 8. Ratios de solvencia

Solvencia						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ratio de endeudamiento (Pasivo / Patrimonio)	1.79	1.31	1.52	1.56	1.54	1.49
Razón de deuda (Pasivo / Activo)	0.64	0.57	0.60	0.61	0.61	0.60
Apalancamiento financiero (Activo / Patrimonio)	2.79	2.31	2.52	2.56	2.54	2.49

Fuente: Estados Financieros, 2021

3. Rentabilidad

En base a los resultados al 31.12.2021, el ROA (6%) y el ROE (16%) fueron positivos y superiores a los de los años 2020(6% y 2%, respectivamente) y 2019 (3% y 1%, respectivamente). Debido a que las ventas han incrementado un 46%, así como la ganancia bruta (+77%), la utilidad operativa (+99%) y la utilidad neta (+173%). Cabe precisar que la estructura de la composición de los Estados de Resultados solo ha variado la participación del costo de ventas con respecto a las ventas en el 2021 el costo de ventas representa el 70% de las ventas, mientras que en el 2020 el 75%.

Tabla 9. Ratios de rentabilidad

Rentabilidad						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROE	-11%	2%	12%	3%	6%	16%
ROA	-4%	1%	5%	1%	2%	6%
Rentabilidad de las ventas	13%	21%	38%	24%	25%	30%
Beneficio por acción (EPS)	-0.0001	0.0000	0.0001	0.0000	0.0001	0.0001

Fuente: Estados Financieros, 2021

CAPÍTULO V: GESTIÓN DE RIESGOS

A continuación, se describen los riesgos que Exalmar enfrenta.

1. Riesgo de Tipo de Cambio

Según las notas a los Estados Financieros de Exalmar al 2021, la Gerencia no considera que el riesgo de tipo de cambio pueda impactar de manera significativa los resultados de la Compañía. Al 31 de diciembre de 2021 y de 2020, la Compañía no posee instrumentos financieros que cubran el riesgo de cambio de sus operaciones en soles (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

2. Riesgo de Tasa de Interés

Según las notas a los Estados Financieros de Exalmar al 2021, la Compañía utiliza instrumentos financieros derivados (swaps de tasa de interés) para administrar su exposición al riesgo asociado a las fluctuaciones de la tasa de interés. Dichos instrumentos financieros derivados son reconocidos al valor razonable inicialmente y a la fecha de cada estado de situación financiera. Los derivados son presentados como activos financieros cuando el valor razonable es positivo, y como pasivos financieros cuando el valor razonable es negativo (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

3. Riesgo de liquidez

Según las notas a los Estados Financieros de Exalmar al 2021, la empresa menciona que la liquidez se controla a través del calce de los vencimientos de sus activos y pasivos, de la obtención de líneas de crédito y/o manteniendo los excedentes de liquidez como inversiones, lo cual le permite a la Compañía desarrollar sus actividades normalmente. La administración del riesgo de liquidez implica mantener suficiente efectivo y disponibilidad de financiamiento, a través de una adecuada cantidad de fuentes de crédito y la capacidad de liquidar transacciones principalmente de endeudamiento. Al respecto, la Gerencia de la Compañía orienta sus esfuerzos a mantener fuentes de financiamiento a través de la disponibilidad de líneas de crédito; sin embargo, dichas líneas pueden ser canceladas por el banco unilateralmente, evento que no ha sucedido a lo largo de los años de operación de la Compañía (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

4. Riesgos Operativos

Según las notas a los Estados Financieros de Exalmar al 2021, para las embarcaciones, se consideran los costos de extracción, como son los costos operativos y de mantenimiento. Los costos incurridos en períodos de no producción se mantienen estables en el tiempo actualizados solo por inflación. Los costos de extracción se basan en los costos presupuestados preparados por la Gerencia. Para las plantas se consideran los costos de producción donde el modelo asume que el total de materia prima comprende lo que pescaron las embarcaciones de la Compañía y que se venden a sus plantas a precios de mercado (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

5. Riesgo de Precio

Según el Banco Mundial, actualmente tanto el precio de la harina de pescado a nivel mundial, como el precio de las exportaciones peruanas de harina de pescado tienen variaciones anuales positivas, asimismo cabe mencionar que podemos observar que son muy semejantes. Desde 1980 al 2021 en el precio a nivel mundial presenta un CAGR de +2.7% y los precios de las exportaciones de harina de pescado en Perú un +2.8%. En los últimos 20 años, del 2001 al 2021 el precio a nivel mundial muestra un CAGR de +6% y en los precios de las exportaciones en Perú un +6.4%. Asimismo, en los últimos 10 años, del 2011 al 2021, podemos observar un CAGR de +0.3% en los precios a nivel internacional y un +0.9% en los precios de las exportaciones peruanas. Actualmente el precio de la harina de pescado al 2022-Abr está alrededor de los USD 1643 por tonelada métrica (WorldBank, 2022).

6. Riesgo Regulatorio

Cambio de ley, cambio de factores para establecer la cuota individual, exigencia de nuevas tecnologías y por tanto renovación de flota, más rigurosidad de pesca de juveniles.

7. Riesgo de Crédito

Según las notas a los Estados Financieros de Exalmar al 2021, el riesgo de crédito es el riesgo de que una contraparte no cumpla con sus obligaciones estipuladas en un instrumento financiero o contrato originando una pérdida. La Gerencia considera que la Compañía no tiene riesgo crediticio

significativo sobre las cuentas por cobrar comerciales a terceros, cuentas por cobrar a los armadores pesqueros y a entidades relacionadas porque no se han presentado problemas significativos de incobrabilidad. Respecto a las otras cuentas por cobrar por las habilitaciones de armadores pesqueros, la Gerencia evalúa su situación caso por caso y de considerarlo necesario obtiene garantías sobre embarcaciones, propiedades y otros activos a fin de garantizar las cuentas 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. En consecuencia, la Gerencia no espera que la Compañía incurra en pérdidas materiales significativas debido al desempeño de sus contrapartes (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

8. Riesgo de Canibalización

No hay producto sustituto que la compañía esté produciendo (De la revisión de las notas de los EEFF al 31.12.2021).

9. Riesgo Reputacional

Al igual que ocurre con la mayoría de los sectores económicos, el sector pesquero está expuesto al crimen organizado en una escala global. Los delitos pueden ocurrir a lo largo de toda la cadena de valor de la industria pesquera, desde la etapa preparatoria (incluidos el seguro y el registro de los buques), las actividades en el mar (incluidas la pesca y la documentación de la captura) hasta el desembarque, la elaboración, el transporte, el comercio y la venta, lo que abarca el fraude y la falsificación de documentos, el lavado de dinero y el tráfico de drogas y de personas (Witbooi, y otros, 2020).

10. Matriz de riesgo – mapa de calor

A continuación, se presenta una matriz de riesgo, como un mapa de calor, de los riesgos identificados previamente. Como se puede observar los riesgos más preocupantes son el riesgo de precio y el de la tasa de interés.

Gráfico 3. Capacidad de producción hora y participación, 2021

		IMPACTO						
		BAJO (-0.25)		MEDIO (-0.5)			ALTO (-1)	
PROBABILIDAD	ALTO (1)					5. Precio		
					2. Tasa de Interés			
	MEDIO (0.5)	1. Tipo de Cambio						
			3. Liquidez					
	BAJO (0.25)		7. Crediticio				6. Regulatorio	
		8. Canibalización		4. Operativo			9. Reputacional	

Elaboración: Propia

CAPÍTULO VI: VALORIZACIÓN DE EXALMAR

1. Método de flujo de caja descontado (FCD)

La valorización de Exalmar se realizó con información financiera histórica y proyectada para un horizonte de 10 años y un último flujo a perpetuidad, bajo el supuesto de empresa en marcha, es decir que seguirá operando en el futuro. Se empleó la metodología del Flujo de Caja Descontado (FCD), el cual consiste en valorar una empresa al obtener el valor presente de los flujos de caja proyectados utilizando el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés). Cabe precisar que las principales variables para esta metodología es el costo de capital, el WACC, y los flujos de caja proyectados; cabe precisar que dichas variables están sujetas a supuestos de valorización que se basan, entre otras cosas, en características de la industria, la historia de la empresa, capacidad de producción de la empresa y la competencia.

1.1. Estimación del valor de mercado de la deuda financiera de Exalmar

Como se mostró en la Tabla 6, según las Notas a los Estados Financieros al 31 de diciembre del 2021 la deuda en libros de la empresa asciende a USD 265'133,000.00 y los gastos financieros ascienden a USD 18'953,000.00, asimismo se indicó los plazos de vencimiento de las deudas. (Pesquera Exalmar S.A.A., 2021).

Para el cálculo del plazo de la deuda total de la empresa, se ha realizado una ponderación de los plazos por cada tipo de deuda, y se ha obtenido un plazo en años de vencimiento de 2.66 años, tal como se muestra en la Tabla 10.

Tabla 10. Plazo ponderado de la deuda total de Exalmar en años

Deuda	Saldo (USD 000)	% (1)	Vencimiento	Días al vencimiento (2)	promedio ponderado (1)*(2)
DCP	122,768	46%	31/12/2022	365	169
Parte Corriente de DLP	14,484	5%	31/12/2022	365	20
Parte No Corriente de DLP	127,881	48%	09/06/2026	1,621	782
Total	265,133	100%	Promedio en días (3)		971
			Promedio en años (3)/365		2.66

Fuente: Notas a los Estados Financieros, 2021

Por otro lado, la tasa de interés corporativa en USD al 31 de diciembre del 2021 fue de 5.81%. Dicha información se obtuvo al estimar el costo implícito de la deuda, según los gastos financieros y las deudas registradas en el estado de Situación Financiera de Exalmar a dicha fecha.

Por último, el valor de la deuda de Exalmar al 31 de diciembre del 202, USD 290'038,939.19, al sumar el valor presente del gasto financiero (considerándolo como una anualidad) y el monto de la deuda total (considerándolo como un bono bullet), tal como se muestra en la Tabla 11.

Tabla 11. Valor de mercado de la deuda total de Exalmar en años

Estimación del valor de mercado de la deuda	(USD 000)
Total deuda al 31/12/2021	265,133
Gastos financieros al 31/12/2021	18,953
Duración promedio (años)	2.66
Tasa anual corporativa en USD (Kd)	3.3952%
Valor presente del gasto financiero (anualidades) (1)	47,436
Valor presente de la deuda total (2)	242,603
Valor de mercado de la deuda (1)+(2)	290,039

Fuente: Notas a los Estados Financieros, 2021 y BCRP

1.2. Costo de capital (Ke)

Para la determinación del costo de capital (Ke) para la empresa Exalmar se consideró el modelo de valorización de activos financieros (CAPM). Según el programa curricular del CFA la principal idea de dicho modelo es que los inversores pueden evaluar el riesgo de un activo en términos de la contribución del activo en el riesgo sistemático del portafolio total; debido a que este modelo proporciona un marco teórico económico y el procedimiento es relativamente objetivo para la estimación de la tasa de retorno requerido es que ha sido ampliamente utilizada en valuación (CFA Institute, 2023).

La ecuación del modelo CAPM utilizada para el costo de capital (Ke) es la siguiente:

Retorno de la tasa libre de riesgo + B * (prima de riesgo de la acción) + riesgo país

Para la tasa libre de riesgo (rf) se utilizó el rendimiento de los bonos a 10 años del tesoro de Estados Unidos al 31 de diciembre del 2021, 1.512%, dicha información se obtuvo de las estadísticas que publica el BCRP. (Banco Central de Reserva del Perú, 2021).

Para la prima de riesgo de la acción se tomó el promedio del spread entre la rentabilidad de la bolsa de valores de Estados Unidos, medido a través del índice del S&P 500, y la tasa libre de riesgo (rf) del periodo de 1928-2021.

Para la obtención del Beta se siguió el siguiente proceso:

- a) Se obtuvo el promedio del Beta desapalancado corregido por efectivo para la industria “*Food Processing*” desde el año 2018 al 2021, el cual es 0.75. Dicha información se obtuvo de la página de Damodaran (Damodaran, 2021) . Cabe precisar que no hay una industria exclusiva para las empresas de pesca cuyo núcleo de negocio sea la producción de harina de pescado.
- b) Se reapalancó el Beta desapalancado del literal a) utilizando la siguiente fórmula:
$$\text{Beta desapalancado} * (1 + (1 - \text{Tasa impositiva}) * \text{deuda/capital});$$
 al respecto, al 31 de diciembre del 2021 la tasa impositiva para el Perú es de 29.5%, el valor de mercado de la deuda total de Exalmar es de USD 290'038,939.19 y el capital bursátil de las acciones de Exalmar es de USD 121'230,434.26, dando como resultado un Beta reapalancado para Exalmar de 2.02

Para incorporar el riesgo país se utilizó la prima de riesgo dada por EMBIG del Perú que al 31 de diciembre 2021 ascendía a 158 pbs, y como lambda la razón.

1.3. Cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC)

Para el costo de la deuda se consideró el costo del bono más reciente de Exalmar (7.38%), y la tasa impositiva de 29.5%, que actualmente es la oficial. La estructura de capital para estimar el WACC se asume que será la misma que actualmente tiene la empresa.

Tabla 12. Cálculo del WACC

Estimación del WACC	
Deuda/Deuda+Capital	69.30%
Capital/Deuda+Capital	30.70%
Tasa imponible	29.50%
Costo de la deuda (Kd)	5.81%
Costo de capital (Ke)	12.61%
WACC	6.71%

Elaboración: Propia

Con la información anterior se logró estimar el WACC en 6.71%, este costo promedio ponderado del capital se utilizará para descontar los flujos de caja libre de la empresa.

1.4. Supuestos de valorización

Considerando la información económica y financiera, así como de una entrevista realizada a un trabajo de la empresa, ver **Anexo 4**, se han considerado los siguientes supuestos:

a) Horizonte de proyección

Proyección de 10 años, a partir del año 2022 hasta el 2031.

Explicación: La industria de la pesca de anchoveta está sujeta a factores climatológicos, principalmente a las variaciones de temperatura del mar peruano. Al respecto, IMARPE indica que en presencia de aguas cálidas la biomasa de anchoveta se reduce restringiendo la cantidad de pesca, mientras que la presencia de aguas frías produce un incremento de la biomasa de anchoveta. Asimismo, según los datos de las variaciones de temperatura, se encontró un patrón cíclico de aproximadamente 10 años en los cuales se repite un ciclo de presencia de aguas con variaciones de temperaturas frías y temperaturas cálidas, ver **Anexo 5**.

b) Proyección de límite global PRODUCE

Para el año 2022 se utilizó el límite global dada por PRODUCE del 2021 y se usó una tasa de variación de crecimiento que corresponde a la variación de la categoría "fish meal" del año 2022 y el 2021 registrada por la FAO (Food and Agriculture Organization) para Perú.

Explicación: Se ha considerado como referencia la variación del fish meal, harina de pescado, de la FAO debido a lo siguiente:

1. El factor de conversión de pescado a harina de pescado es estable, mientras que el factor de conversión de pescado a aceite de pescado es volátil, por lo que se consideró únicamente la categoría de harina de pescado.
2. La correlación histórica de los datos registrados para la proyección de fish meal de la FAO para Perú con los datos registrados del límite global dados por PRODUCE, desde el año 2013 al 2021, es de 83.39%.

c) Proyección de la pesca de anchoveta de la industria pesquera nacional

Es el promedio de 10 años, desde el 2012 hasta el 2021, de la pesca de la industria sobre el límite global dado por PRODUCE. Dicho resultado es multiplicado por la proyección del límite global de PRODUCE.

Explicación: La industria no pesca el 100% del Límite Global dado por PRODUCE. El año de menor pesca, desde el 2012 al 2021, fue en el 2020 con un porcentaje de pesca del 64% del Límite Global, y el año de mayor pesca, 2019 con un porcentaje de pesca del 98%. Esta volatilidad presente en el porcentaje de pesca de la industria se debe a que eventualmente IMARPE solicita a PRODUCE la reducción de pesca en algunas áreas en el mar peruano debido a la presencia de juveniles y a veces la presencia de juveniles es tan significativa que se suspende la pesca de toda una temporada. Se ha considerado un promedio de un periodo de 10 años debido a las condiciones climáticas, que afectan la presencia de juveniles, son cíclicas y se busca normalizar un porcentaje de pesca de la industria.

d) Proyección de pesca de anchoveta de EXALMAR

Es el promedio de 3 años, desde el 2019 hasta el 2021, de la participación de EXALMAR sobre la pesca de la industria pesquera nacional. Dicho resultado se ha multiplicado por la proyección de la pesca de la industria pesquera de EXALMAR.

Explicación: La participación de EXALMAR en la pesca de la industria pesquera nacional ha crecido desde el 2012 al 2021, pasando de una participación de 11.04% a 16.45%, lo que

representa una variación positiva del 49%, para dicho periodo. Cabe señalar que, el crecimiento de la participación de EXALMAR es escalonado:

1. del 2012 al 2014 tuvo un promedio de participación del 11.36%
2. del 2015 al 2018 una participación del 13.19%
3. del 2019 al 2021 una participación del 16.18%

Esto debido a una mayor presencia de flota por EXALMAR mediante contrataciones con terceros, debido a la imposibilidad de EXALMAR de comprar flota propia para incrementar su cuota individual, dado a que no es viable legalmente.

Por tanto, se espera que la participación de EXALMAR se mantenga para los siguientes años con una participación del 16.18%.

e) Proyección de producción de harina de pescado

Es el promedio de 10 años, desde el 2012 hasta el 2021, del factor de conversión de pesca de EXALMAR a harina de pescado. Dicho resultado es multiplicado por la proyección de pesca de EXALMAR.

Explicación: La ratio de conversión de pescado a harina de pescado es estable en el tiempo. Se ha visto que el factor de conversión no se debe a alguna mejora en el proceso productivo, dado que a veces hay mejores factores de conversión en años anteriores que en años recientes. Se ha considerado el promedio de 10 años, 23.2%.

f) Proyección de producción de aceite de pescado

Es el promedio de 10 años, desde el 2012 hasta el 2021, del factor de conversión de pesca de EXALMAR a aceite de pescado. Dicho resultado es multiplicado por la proyección de pesca de EXALMAR.

Explicación: La ratio de conversión de pescado a aceite de pescado es más volátil en el tiempo que el factor de conversión de pescado a harina de pescado. Se ha visto que el factor de conversión no se debe a alguna mejora en el proceso productivo, dado que a veces hay mejores factores de conversión en años anteriores que en años recientes. Se ha considerado el promedio de 10 años, 3.8%.

g) Proyección de la pesca para el CHD de la industria pesquera nacional

Para el año 2022 se utilizó el límite global dada por PRODUCE del 2021 y se usó una tasa de variación de crecimiento que corresponde a la variación de la categoría "fish" del año 2022 y el 2021 registrada por la FAO.

Explicación: Se ha considerado como referencia la variación de la categoría fish de la FAO debido a que la pesca del CHD no está tan regulada como el de la Anchoveta.

h) Proyección de producción de CHD EXALMAR

Es el promedio de 10 años, desde el 2016 hasta el 2021, la participación de pesca de CHD de EXALMAR en la industria. Dicho resultado es multiplicado por la proyección de pesca de la industria.

Explicación: Se ha visto que la participación de CHD en la industria no es producto de alguna mejora en el proceso productivo, dado que a veces hay una participación más alta en años anteriores que en años recientes. Sin embargo, se ha visto que la participación en el año 2020 y 2021 es 5 puntos porcentuales más alto que los años anteriores. Por tanto, se ha considerado el promedio de 6 años, 13%.

i) Proyección del precio de la harina de pescado

Es el promedio del precio de la harina de los últimos 5 años y a ese resultado se le multiplicó una tasa de variación de crecimiento que corresponde a la variación del precio de la categoría "fish meal" del año 2022 y el 2021 registrada por la FAO.

Explicación: Se ha considerado como referencia la variación del precio de la categoría de "fish meal" de la FAO debido a que el precio de la harina de pescado se considera un commodity, cuyo principal demandante es China.

j) Proyección del precio de aceite de pescado

Es el promedio del precio de la harina de los últimos 5 años y a ese resultado se le multiplicó una tasa de variación de crecimiento que corresponde a la variación del precio de la categoría "fish oil" del año 2022 y el 2021 registrada por la FAO.

Explicación: Se ha considerado como referencia la variación del precio de la categoría de "fish oil" de la FAO debido a que el precio del aceite de pescado se considera un commodity.

k) Proyección del precio del producto CHD

Es el promedio del precio de la harina de los últimos 5 años y a ese resultado se le multiplicó una tasa de variación de crecimiento que corresponde a la variación del precio de la categoría "fish from captures" del año 2022 y el 2021 registrada por la FAO, es decir, por ejemplo, para el año 2022.

Explicación: Se ha considerado como referencia la variación del precio de la categoría de "fish from capture" de la FAO debido a que se considera que de forma agregada el precio del pescado capturado variará en relación con lo proyectado por la FAO.

l) Proyección de ventas

Es la suma de lo obtenido de la venta proyectada de harina de pescado, aceite de pescado y de los productos correspondiente al CHD de EXALMAR, para cada uno de los siguientes 10 años.

m) Proyección de costo de ventas

Está en función del margen del costo histórico, obtenido como el promedio de los 6 años anteriores, desde el 2016 al 2021, 75%, por las ventas proyectadas.

n) Proyección del gasto de ventas

Está en función del margen del gasto histórico, obtenido como el promedio de los 6 años anteriores, desde el 2016 al 2021, 12%, por las ventas proyectadas.

o) Proyección del capital de trabajo

El capital de trabajo se proyecta en función a las ventas proyectadas por el promedio desde el 2015 al 2021 (sin considerar 2017) del ratio "capital de trabajo por días de ventas".

Explicación: Se ha observado que el ratio es relativamente estable en el tiempo, sin considerar el año 2017.

p) Estimación de la tasa de crecimiento (g)

Es la tasa objetivo de inflación de la FED, 2%.

Explicación: Dado que la única forma de crecer en ventas es por precio y por participación de mercado, es que solamente se considera que las ventas a partir del año 2032 crecerán por el precio dado que se mantiene el supuesto que la participación de EXALMAR se mantendrá constante.

q) Proyección de CAPEX

Se ha considerado el promedio del ratio de inversiones de mantenimiento sobre el nivel de ventas desde el año 2017 al 2021. y dicho ratio se ha multiplicado por el nivel de ventas proyectado para cada año desde el 2022 al 2031.

Explicación: Se considera que EXALMAR mantendrá su participación de mercado en el periodo de proyección, por lo que no habrá inversiones de gran magnitud; sin embargo, se ha

visto que la empresa realiza inversiones cada año de mantenimiento. Dicha inversión de mantenimiento está en función a las ventas.

r) Proyección de gasto de financiamiento

Según la información de las notas a los Estados Financieros al 2021. El costo de la deuda implícita ponderada es de 5.81%

Explicación: Se consideró la opción de optar por el interés compensatorio de créditos corporativos del sistema financiero, la cual es publicada por el BCRP. El interés compensatorio o el coste de la deuda al 31/12/2021 es de 3.40%; sin embargo, dicha tasa de interés es muy baja para la empresa, dado su nivel de endeudamiento y características.

Por tanto, se calculó el costo implícito a través de los saldos de deuda y los pagos de intereses.

Se tomó el interés de los bonos y de los préstamos sindicados, como un promedio de ambos.

1.5. Resultados de la valorización

A partir del valor presente del flujo de caja libre para la empresa (FCFF) proyectado, ver el **Anexo 6 y Anexo 7**, se estima el valor del patrimonio, el cual asciende a USD 149.8 millones y considerando el número de acciones el valor de la acción es de USD 051 o PEN 2.03, tal como se muestra en la Tabla 13.

Tabla 13. Estimación del valor por acción al 31/12/2021

Concepto	Miles USD
Valor Presente de los flujos proyectados desde 2022 al 2031	200,023
Valor Terminal al Año 0	188,416
Valor Presente FCFF	388,439
Efectivo	36,074
Deuda financiera	-274,672
Valor patrimonial	149,841
Nro. acciones (miles)	295,536
Valor por acción (USD)	0.51
Valor por acción (PEN)	2.03
Cotización en la BVL (PEN)	1.64

Elaboración: Propia

1.6. Análisis de sensibilidad

En la evaluación de escenarios se consideró como variables a sensibilizar el Costo de la Deuda (kd) y el Costo de Capital (ke). En la tabla 11 se muestra el valor de las acciones para los distintos escenarios de ambas variables. Como se visualiza en la Tabla 11 el valor de la acción sería de S/ 3.39, si es que el costo de la deuda fuera de 3.49% (una tasa cercana a la de la tasa de interés corporativa del mercado, publicada por el BCRP), asimismo se visualiza que un incremento en el costo de capital del 10% implica un valor de la acción de S/ 1.70 (-15.97% con respecto al valor de la acción en el escenario base), produciendo un impacto negativo mayor que ante una variación similar en el costo de deuda, S/ 1.79 (-11.90%).

Tabla 14. Sensibilidad del precio de la acción en soles, por cambios en el costo de deuda y de capital

Análisis de Sensibilidad del Valor por Acción S/			Variación del Costo de Capital						
			-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%
			8.83%	10.09%	11.35%	12.61%	13.88%	15.14%	16.40%
Variación del costo de deuda	-50%	2.91%	7.08	5.70	4.67	3.89	3.26	2.75	2.32
	-40%	3.49%	5.98	4.89	4.05	3.39	2.85	2.41	2.04
	-30%	4.07%	5.13	4.23	3.53	2.97	2.51	2.12	1.78
	-20%	4.65%	4.44	3.69	3.10	2.61	2.20	1.86	1.56
	-10%	5.23%	3.87	3.24	2.73	2.30	1.94	1.63	1.36
	0%	5.81%	3.40	2.86	2.41	2.03	1.70	1.42	1.18
	10%	6.39%	3.00	2.52	2.12	1.79	1.49	1.24	1.02
	20%	6.97%	2.65	2.23	1.88	1.57	1.31	1.07	0.87
	30%	7.56%	2.35	1.97	1.65	1.38	1.14	0.92	0.73
	40%	8.14%	2.08	1.75	1.46	1.20	0.98	0.78	0.61
	50%	8.72%	1.85	1.54	1.28	1.05	0.84	0.66	0.49

Elaboración: Propia

2. Valorización por múltiplos de empresas comparables

De manera complementaria, se consideró la valorización por múltiplos de empresas comparables. Al respecto, se ha considerado a dos empresas, a Austral (Perú) y a Camanchaca (Chile)³ y se consideraron los múltiplos 1) Capitalización Bursátil/Ventas, 2) Capitalización Bursátil/ EBIT y 3) PER, dando diferentes precios para la acción de Exalmar, como se muestra en la Tabla 11, el promedio del valor de la acción de los 3 múltiplos es de S/ 2.82.

Tabla 15. Valoración de la acción de Exalmar por múltiplos comparables

Múltiplos comparables	Austral USD	Camanchaca USD	Promedio USD	Precio de acción USD	Precio de acción en Soles
Market Cap / Ventas	283.33	276.96	280.15	0.38	1.50
Market Cap / EBIT	686.61	3,238.05	1,962.33	0.55	2.18
PER	1.95	14.40	8.17	1.19	4.77

Elaboración: Propia

Adicionalmente, se realizó un análisis de valorización por múltiplos de transacciones pasadas, dicho análisis se encuentra en el **Anexo 8**.

³ Cabe precisar que solo dos empresas peruanas remiten información financiera a la SMV (Austral y Exalmar). De la misma manera, son pocas las empresas extranjeras que remiten información financiera por lo que se consideró una empresa chilena.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIÓN

1. Conclusiones

La empresa se encuentra a factores sensibles que pueden afectar el precio de la acción, principalmente por los fenómenos climatológicos, en específico el fenómeno del niño que reduce la biomasa de anchoveta.

A su vez, se encuentra en un sector muy regulado el cual puede estar sujeto a cambios por PRODUCE, sin cambios adicionales respecto de la regulación y límites máximos de pesca, las oportunidades de crecimiento de ingresos están limitadas a variaciones del precio del commodity a nivel internacional.

2. Recomendación

El precio de la acción al 31 de diciembre de 2021 fue de PEN 1.64, mientras que el valor por la acción de inversión obtenido por el método de flujos descontado es de PEN 2.03, siendo mayor a la cotización en la BVL, de la misma manera el método de valorización por múltiplos nos indicaría que el precio de la acción se encuentra subvaluada. Por tanto, se recomienda comprar la acción.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CFA Institute. (2023). *Corporate Issuers, Equity Valuation* (Vol. 3). (CFA, Ed.) United States: CFA Institute.
- Konarska, A. (2021, setiembre 29). *Fishmeal – market report*. <https://foodcom.pl/fr/fishmeal-market-report-4/>
- Levitt, T. (1965, noviembre). *Exploit the Product Life Cycle*. Harvard Business Review. <https://hbr.org/1965/11/exploit-the-product-life-cycle?language=es>
- OJOPÚBLICO. (2017, agosto 07). <https://ojo-publico.com/480/la-concentracion-del-circulo-pesquero-en-el-peru>
- Pesquera Exalmar S.A.A. (2021). *Memoria Anual 2021, Pesquera Exalmar S.A.A.* Obtenido de <https://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2022/03/Memoria-Anual-2021.pdf>
- Pesquera Exalmar S.A.A. (2021). *Estados financieros al 31 de diciembre de 2021 y de 2020 junto con el dictamen de los auditores independientes, Pesquera Exalmar S.A.A.* Obtenido de Superintendencia de Mercado de Valores: <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Estados%20Financieros%202021.pdf>
- Produce. (03 de 01 de 2023). *Búsqueda de Embarcaciones Pesqueras*. Obtenido de <https://consultasenlinea.produce.gob.pe/ConsultasEnLinea/consultas.web/embarcacion>
- OJOPÚBLICO. (07 de Agosto de 2017). Obtenido de <https://ojo-publico.com/480/la-concentracion-del-circulo-pesquero-en-el-peru>
- Pesquera Exalmar S.A.C. (30 de junio de 2022). *Información de la acción y bonos*. Obtenido de <https://www.exalmar.com.pe/inversionistas/informacion-de-la-accion-y-bonos/>
- CFA Institute. (2023). *Corporate Issuers, Equity Valuation* (Vol. 3). (CFA, Ed.) United States: CFA Institute.
- Levitt, T. (noviembre de 1965). *Exploit the Product Life Cycle*. Obtenido de Harvard Business Review: <https://hbr.org/1965/11/exploit-the-product-life-cycle?language=es>
- Konarska, A. (29 de setiembre de 2021). *Fishmeal – market report*. Obtenido de Foodcom: <https://foodcom.pl/fr/fishmeal-market-report-4/>
- WorldBank. (2022). *World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet)*. Obtenido de <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/related/CMO-Historical-Data-Annual.xlsx>
- Witbooi, E., Ali, K.-D., Achmad, M., Hurley, G., Husein, Y., Maharaj, S., . . . Salas, O. (11 de noviembre de 2020). *Organized crime in the fisheries sector threatens a sustainable ocean economy*. Obtenido de Nature: <https://www.nature.com/articles/s41586-020-2913-5>
- Banco Central de Reserva del Perú. (31 de 12 de 2022). *Banco Central de Reserva del Perú*. Obtenido de Series Mensuales, Gerencia de Estudios Económicos: <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/mensuales/resultados/PN07804NM/html>
- Banco Central de Reserva del Perú. (31 de 12 de 2021). *Series diarias*. Obtenido de <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/>
- Damodaran, A. (31 de 12 de 2021). Obtenido de Beta, Unlevered beta and other risk measures: https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Anexos

Anexo 1. Flota de Exalmar al 03/01/2022, con permisos vigentes

N°	Embarcación	Matrícula	Casco	Resolución	Aparejo	Cuota Norte-Centro (%)	Cuota Sur (%)
1	AREQUIPA 5	CO-0786-PM	acero naval	R.D. N° 171-2009-PRODUCE/DGEPP	Red de cerco	0.2936	0.4109
2	MERLIN	CE-2412-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.2867	
3	CUZCO 4	CE-2911-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3125	
4	ANCASH 2	CE-2912-PM	acero naval	R.D. N° 407-2009-PRODUCE/DGEPP	Red de cerco	0.3195	
5	DORADO	CE-2915-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3123	0.1212
6	JUNIN 2	CE-2916-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3034	
7	MARIA LUZ	PL-4156-CM	madera	RD. N° 055-2011-PRODUCE-DGEPP	Red de cerco	0.1240	0.1000
8	SAMANCO 3	CE-4503-PM	acero naval	RD. 051-2001-PE/DNEPP	Red de cerco	0.3203	0.0287
9	CLAUDIA	CE-4829-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3415	
10	MARIA MERCEDES	PL-5668-CM	madera	RD. N° 025-2020-PRODUCE/DGPCHDI	Red de cerco	0.0466	
11	DON VICTOR	CO-13270-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3239	
12	IPANEMA	CO-14268-PM	acero naval	RD. N° 113-2015-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.2725	0.4751
13	GUANAY	CO-14964-PM	acero naval	RD. N° 132-2015-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.3314	0.4653
14	CARIBE	CO-15312-PM	acero naval	RD. N° 397-2010-PRODUCE/DGEPP	Red de cerco	0.3231	0.5776
15	CARMENCITA	CO-15653-PM	acero naval	RD. 113-99-PE/DNE	Red de cerco	0.3753	0.4842
16	RODAS	CO-15725-PM	acero naval	RD. N° 298-2015-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.3752	0.0614
17	MARIA MERCEDES	PL-17979-CM	madera	RD. N° 250-2017-PRODUCE/DGPI	Red de cerco	0.0711	0.0275
18	CRETA	CO-18167-PM	acero naval	RD. 095-2001-PE/DNEPP	Red de cerco	0.3438	0.0140
19	PONTEVEDRA	PL-20741-PM	madera	RD. N° 298-2015-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.1195	0.1588
20	MILAGROSA CONCEPCION II	TA-20909-CM	madera	RD. N° 196-2014-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.1261	
21	COSTA BRAVA	CO-23560-PM	acero naval	RD. N° 397-2010-PRODUCE/DGEPP	Red de cerco	0.3058	0.4820
22	DON ALFREDO	CO-29856-PM	acero naval	RD. N° 345-2009-PRODUCE/DGEPP	Red de cerco	0.4907	0.1468
23	JAMIL	CE-38171-CM	madera	RD. 094-2015-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.0393	0.0253
24	VALENTINA	CO-41037-PM	madera	RD. N° 022-2012-PRODUCE/DGCHI	Red de cerco	0.1782	0.2018
25	MARIANGELLA	CO-68222-PM	acero naval		Red de cerco	0.4122	0.7703
Total de cuota de la flota de Exalmar al 03/01/2022						6.7485	4.5508

Fuente: Produce, <https://consultaslinea.produce.gob.pe/ConsultasEnLinea/consultas.web/embarcacion>

Anexo 2. Plantas de producción vigentes de Exalmar, 2021

N°	Departamento	Fecha permiso	Capacidad	Actividad	Subactividad
1	Ancash	11/02/2021	130T/H	Harina	Alto contenido proteínico
2	Ica	02/03/2014	575.28T/D	Congelado	
3	Piura	18/10/2019	4.6T/H	Harina	Residual
4	La Libertad	22/11/2005	100T/H	Harina	Alto contenido proteínico
5	Piura	02/08/2012	108.4T/D	Congelado	
6	Ica	11/02/2021	25T/H	Harina	Alto contenido proteínico
7	Ica	11/02/2006	100T/H	Harina	Alto contenido proteínico
8	Callao	14/01/2010	100T/H	Harina	Alto contenido proteínico
9	Piura	10/07/2011	50T/H	Harina	Convencional
10	Ancash	27/07/2021	15T/H	Harina	Convencional
11	Lima	11/02/2021	84T/H	Harina	Alto contenido proteínico

Fuente: Produce, 2021

Anexo 3. Detalle de los principales 5 competidores de Exalmar

ASPECTOS	TASA	COPEINCA	AUSTRAL GROUP	PESQUERA DIAMANTE	HAYDUCK
Reporta EEFF a la SMV	No	No	Sí	No	No
Reporta EEFF en la WEB	No	No	Sí	No	No
Flota	Sin información	28 naves, 20 cuentan con la tecnología RSW	19 embarcaciones con capacidad total de bodega es de 10 mil m ³ , 12 de las embarcaciones cuentan con sistemas refrigerados de recirculación de agua	22 naves pesqueras fabricadas con acero naval, 11 de ellas tienen la tecnología RSW (sistema de recirculación de agua) y con bodegas insuladas.	19 embarcaciones de cerco y 3 de arrastre con un total de 6360 m ³ de capacidad de bodega
Plantas	Sin información	5 plantas: 1 en Piura, 1 en La Libertad, 1 en Ancash, 1 en Lima y 1 en Ilo	4 plantas de harina (Coishco, Chancay, Pisco e Ilo) 2 plantas de conserva (Coishco y Pisco) y 1 planta de congelado (Coishco)	3 en Callao, 1 en La Libertad, 1 en Ica, 1 en Lima, 1 en Arequipa	cuenta con 3 plantas, 1 en la Libertad, 1 en Áncash y 2 en Lima
Producción	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Consumo humano indirecto	1) Harina de pescado, 2) Aceite de pescado, 3) Aceite de pescado refinado y concentrado	1) Harina de pescado	1) Harina de pescado: Harina Super Prime y Prime 2) Aceite de pescado: como alimento balanceado	1) Harina de pescado, 2) aceite de pescado (acuicultura) 3) otros: solubles de pescado, hidrolizados, etc.	1) Harina de pescado, 2) Aceite de pescado
Consumo humano directo	1) Pescado fresco: Jurel y Caballa	2) Aceite de pescado	1) Aceite de pescado: Como Omega 3 (farmacéutica), 2) Congelados: Jurel, Caballa, Pota, Calamar y Perico. (Pesca propia y compra a terceros) 3) Pescado fresco	1) Aceite de pescado: Omega 3, 2) Congelados: Jurel y Caballa, 3) Pescado Fresco, 4) Conservas: Atún, Caballa y Jurel.	1) Aceite de pescado, 2) Congelados: Atún, jurel, caballa, merluza, perico, pota y calamar y 3) Conservas: Campomar

ASPECTOS	TASA	COPEINCA	AUSTRAL GROUP	PESQUERA DIAMANTE	HAYDUCK
Mercados sin especificar	--	Canadá, Nicaragua, Colombia, Perú, Chile, Islandia, Inglaterra, Francia, España, Holanda, Alemania, Bélgica, Noruega, Turquía, Rusia, India, China, Corea, Taiwán, Japón, Vietnam, Indonesia, Australia	--	Según memoria Anual 2021: 1) CHI (harina USD 220 MM y aceite USD 45 MM): China (86%), Vietnam (2.97%), Taiwán (2.95%), Australia (2.13%), Perú (1.83%), Ecuador (1.26%), Japón (0.92%), EEUU (0.64%), Noruega (0.57%), Honduras (0.46%), Corea del Sur (0.14%), Canadá (0.12%) y Bélgica (0%). 2) CHD consumo doméstico (USD 15 MM): Frescos (USD 0.82 MM), Congelados (USD 12 MM) y Conservas (USD 1.7 MM)	1) América: Brasil, Chile, Cuba, EE.UU., México, Perú, Colombia. 2) Europa: Alemania, Bélgica, España, Dinamarca, Grecia, Países Bajos, Italia, Letonia, Francia, Lituania, Noruega, Portugal, Rumania, Rusia. 3) Asia: China, Corea del Sur, Indonesia, Japón, Filipinas, Tailandia, Taiwán, Vietnam. 4) África: Argelia, Costa de Marfil, Ghana, Nigeria, Sudáfrica, Congo, Togo. 5) Oceanía: Australia
Mercados de harina de pescado	China, Vietnam, Taiwán, Japón, Alemania y Chile	No especifica	China, Indonesia, Chile, Perú, Japón, Corea, Taiwán, Vietnam, Tailandia, Noruega, Alemania, Francia, España, Honduras y Ecuador	No especifica	No especifica
Mercados de aceite de pescado	Noruega, Dinamarca, Perú, Chile, Canadá, Australia, Japón y China	No especifica	Noruega, Dinamarca, Estados Unidos, Colombia, Chile, Perú, China y Japón	No especifica	No especifica
Mercado de otros productos	Nueva Zelanda, Estados Unidos, Canadá, Corea del Sur, Alemania, Australia, Inglaterra, España, Brasil, China, Tailandia, Singapur, Taiwán, Colombia y Japón	No especifica	1) Conservas: Estados Unidos, República Dominicana, Panamá, Colombia, Perú, Chile, Ghana, Angola, República Democrática del Congo, República Checa, Sri Lanka, Japón y Fiji 2) Congelados: Perú, Brasil, Portugal, España, Italia, Ucrania, Nigeria y Ghana, China, Tailandia, Corea del Sur y Japón 3) Frescos: Perú	No especifica	No especifica

ASPECTOS	TASA	COPEINCA	AUSTRAL GROUP	PESQUERA DIAMANTE	HAYDUCK
Certificaciones:					
BASC: Minimiza riesgos de contrabando y tráfico de drogas	✓	✓	✓	✓	✓
BRC: Alimentos inocuos	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓	✓
Cumplimiento de OEFA: buenas prácticas de la OEFA por el cumplimiento de las obligaciones ambientales	No se encontró información	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información
Dolphin safe: Reduce la muerte incidental de delfines	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
FEMAS: Nivel de calidad e inocuidad para clientes Europeos	No se encontró información	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información
FOS: Certificación de productos de pesca y acuicultura sostenible	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
Friend of the sea: Promueve la pesca sostenible y la conservación del sistema marino	No se encontró información	✓	✓	✓	✓
GMP: Buenas prácticas de manufactura	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
GMP B2: Asegura inocuidad en los eslabones de la cadena de producción	✓	✓	No se encontró información	✓	✓
GMP B3: Asegura inocuidad en los eslabones de la cadena de producción	✓	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
HACCP: Sistema preventivo de inocuidad alimentaria	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
HALAL: Alimentos aptos para la comunidad musulmana	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
IFFO: Prácticas para el suministro responsable, la producción responsable y la trazabilidad de producto	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información

ASPECTOS	TASA	COPEINCA	AUSTRAL GROUP	PESQUERA DIAMANTE	HAYDUCK
IFFO RS: Garantiza que la materia prima corresponda a pesca responsable y a un manejo adecuado en la producción de aceite de pescado	✓	No se encontró información	No se encontró información	✓	No se encontró información
IFS: Asegura las especificaciones de los clientes	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
ISSF: Conservación a largo plazo y uso sustentable de las pesquerías de atún	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
ISO 9001: Gestión de calidad de los procesos	✓	No se encontró información	✓	No se encontró información	✓
ISO 14001: Mitiga los impactos del medio ambiente	✓	✓	✓	✓	✓
ISO 37001: Sistema de gestión que combate el soborno y corrupción	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
ISO 45001: Bienestar de trabajadores disminuyendo riesgos laborales	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	✓
ISSF: Conservación a largo plazo y uso sustentable de las pesquerías de atún	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
Marin Trust: Mejores prácticas de alimentos marinos	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
Miembro del 7C: Compromiso Climático Corporativo	No se encontró información	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información
OSHAS 18001: Gestión de seguridad y salud ocupacional	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información	No se encontró información
Stakeholder Sustainable Index: Permite verificar las políticas y buenas prácticas de la empresa por parte de los Stakeholder	No se encontró información	No se encontró información	✓	No se encontró información	No se encontró información

Anexo 4. Entrevista a un trabajador de Exalmar

Pregunta 1. ¿Cómo se calcula el porcentaje de compra de anchoveta a terceros?

“Cada empresa tiene un límite máximo de captura que lo brinda PRODUCE, Ministerio de la Producción, entonces nosotros no podemos pasar de ése límite máximo de captura que tenemos autorizado. Lo que hacemos es que si tenemos planes de seguir produciendo mayor cantidad, compramos a terceros su producción, terceros que a su vez también tienen un límite máximo de captura, entonces creamos vínculos estratégicos con estos armadores más pequeños que tienen interés solamente en vender su materia prima porque ellos no tienen planta de producción; entonces ellos quieren vender y nosotros les compramos. Y no es un poquito, nuestra cuota de pesca asignada es 6.80 - 6.85 y somos la tercera empresa en el mercado, por ello es que compramos más respecto a la cantidad de lo que tenemos autorizado.”

Pregunta 2. ¿Cómo la empresa proyecta el límite de pesca para la siguiente temporada o el siguiente año?

“Nosotros no proyectamos el límite. Nosotros tenemos un límite máximo de captura que lo asigna PRODUCE, Ministerio de Producción, y este límite máximo de captura está alineado con la cuota de pesca que tenemos, la cuál es un 6.8% aproximadamente de participación de pesca y eso es lo que nosotros tenemos que pescar sí o sí. Si no pescamos la cuota, tenemos el riesgo de poder entrar a una llamada de atención del regulador y que nos sancionen quitándonos cuota; por ende, nosotros tenemos que pescar todo lo que tenemos y salir a buscar a terceros para seguir teniendo esa participación en el mercado que se traduce en producir más harina de pescado que es lo que genera beneficios en ingresos.”

Pregunta 3. ¿Cómo la empresa se prepara para el Fenómeno del Niño y si hay otros factores importantes que afecten la cantidad de pesca?

“Sin duda existen factores importantes que afecta la cantidad de pesca de la empresa, por ejemplo, El Fenómeno del Niño, La Niña, ahorita lo que estamos viendo con el tema de la guerra de Rusia

y Ucrania, la pandemia, el aspecto político local, son una serie de factores importantes. El sector pesca es un sector bastante vulnerable, muy vulnerable, a efectos que pueden influenciar en el desarrollo de la pesca y el Fenómeno de El Niño es uno de ellos sin duda. Es un es un factor climático que nosotros no podemos controlar y si hay fenómeno de El Niño quiere decir que el agua se calienta y al calentarse lo que genera es que la anchoveta se profundice. La anchoveta es una especie de aguas frías entonces cuando viene la ola de agua caliente lo que hacen las achovetas es profundizarse, por lo tanto no encontramos, las embarcaciones no salen a pescar porque no encuentran pesca. La anchoveta se profundiza o se traslada a zonas con temperaturas más frías eso puede ser incluso que vayan al sur del país incluso eso significa que se van a Chile, fuera de los límites de pesca de Perú por lo cual eso es dificultad importante

Por eso es que la estrategia de la compañía es que en cada temporada de pesca aprovechamos al máximo nuestra participación y además salimos y compramos a terceros con la finalidad de producir la mayor cantidad; sin embargo, cada temporada es una es una situación diferente con propios riesgos, riesgos que podrían afectar al sector general y no solo a la empresa. Entonces ante esta situación simplemente queda cuidar muy bien la caja de la empresa, en situaciones en las que sabes que podría haber la posibilidad de qué se presente un fenómeno de el Niño. Además hay que cuidar mucho el inventario ya que nosotros producimos y tenemos stock para empezar a distribuir, incluso muchas veces produces lo que ya está comprometido para la venta; entonces hay que ser muy cuidadoso con los remanentes que te quedan disponibles para la venta porque también hay una estrategia comercial con el precio internacional. El precio internacional podría subir o bajar dependiendo de distintos factores, uno de ellos es la crisis política y la guerra, el fenómeno del niño en el cual las empresas no salen a pescar por lo cual el precio de la harina se dispara, entonces ante esas situaciones tener un stock ya guardado y lo sacarlo a la venta en el mercado permite tener ganancias por incremento de precio.

No podemos hacer mucho como compañía o incluso como sector, entonces lo único que nos queda es ser cuidadoso, ser lo más diligente posible. El efecto de todas maneras se va a sentir y como empresa somos conscientes de que eso implica reducir los gastos, a veces reducir planilla, entre otros. Es un sector bastante complicado.”

Pregunta 4. ¿Qué tan fuerte es la competencia ahora que la cuota es individual?

“Yo te diría que mucho mejor ya que antes bajo el modelo de la cuota universal teníamos el problema de la famosa “carrera olímpica” donde las empresas salían desesperadas con todos sus barcos y empezaban a depredar las especies y pescaban todo lo que encontraban a su paso. Hoy con los límites de pesca individuales de captura por embarcación, cada empresa tiene un límite el cual sale a pescar y eso es bueno porque cada uno tiene una cantidad asignada y se pesca bajo un grupo de condiciones; condiciones como no pescar juveniles y evita que la especie se deprede, otra condición son las zonas que la autoridad te indica y eso se hace ante la supervisión de la autoridad, guardacostas, PRODUCE. Ante el caso de encontrar juveniles la empresa no realiza pesca en la zona porque se debe preservar la especie. Como resumen, ante la situación de pesca con cuotas individuales de captura máxima tenemos una serie de condiciones que son buenas para la anchoveta, la pesca, la empresa y la industria en general.

Anteriormente ante la sobrepesca por la carrera olímpica había mucha pesca ilegal, desorden, incluso el hundimiento de embarcaciones por sobrepesca, depredación de especies y pesca de juveniles. Hoy en día, las cosas han cambiado, estamos ordenados y con la cuota individual tenemos estándares internacionales y somos uno de los países con las mejores condiciones para el cuidado de la especie que es la base de la actividad económica.”

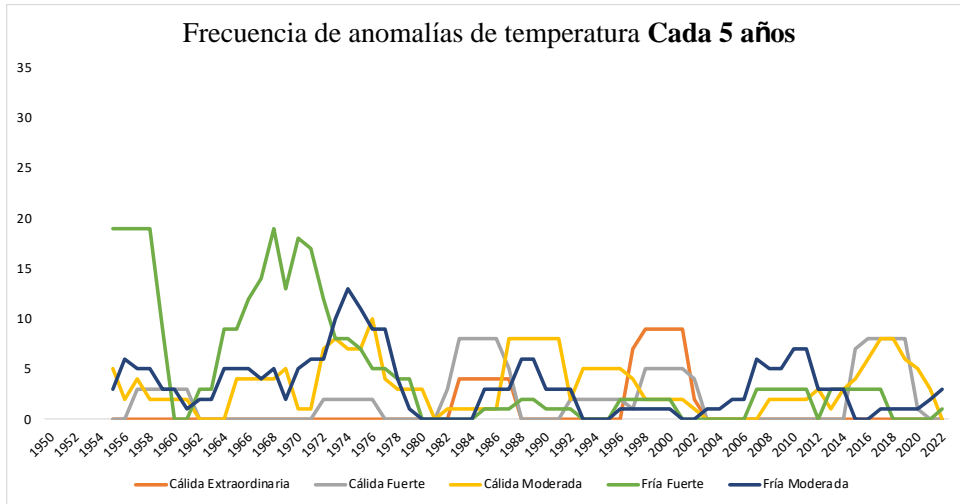
Pregunta 5. Respecto a la capacidad de producción, ¿La empresa tiene planes de crecimiento?

Nosotros tenemos 7 plantas como parte de la infraestructura destinada a la producción, 2 de CHD y 5 de CHI, de hecho también realizamos maquila e incluso este periodo nosotros como compañía estamos alquilando 2 plantas adicionales para la maquila y producción. Esto naturalmente tiene que ser en los lugares estratégicos requeridos y en los tiempos adecuados.

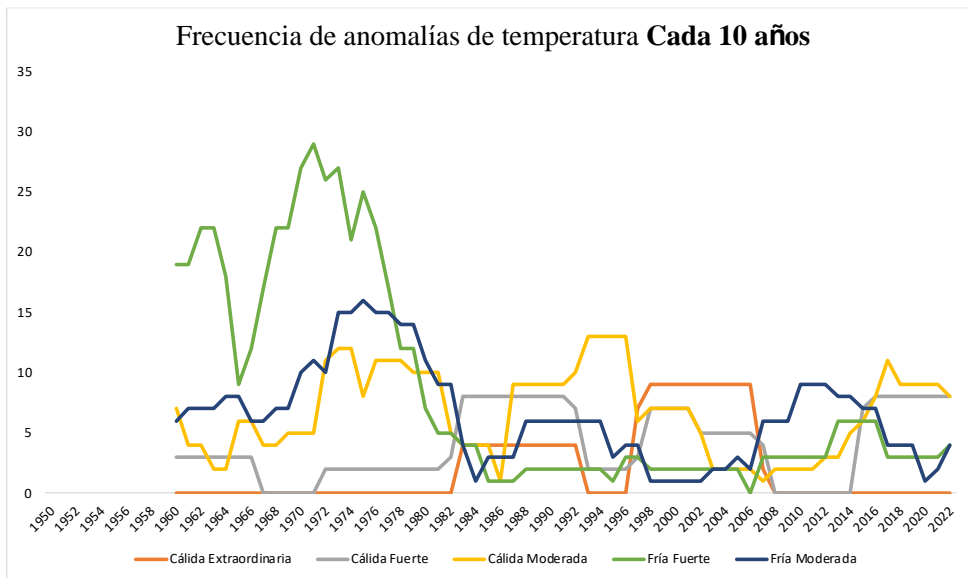
Anexo 5. Frecuencia de Anomalías de temperatura

De los gráficos se puede observar que los cambios en relación con temperaturas anómalas son impredecibles, por ejemplo, se puede ver en los 2 gráficos hubo una mayor presencia de temperaturas anómalas "fría fuerte" antes de 1980 que en años posteriores.

Asimismo, se puede observar que, tomando las frecuencias acumuladas por 10 años, a partir de 1980, de las temperaturas anómalas estos muestran más estabilidad que en las frecuencias acumuladas por 5 años.



Fuente: Instituto Geofísico del Perú, <http://met.igp.gob.pe/datos/icen.txt>



Fuente: Instituto Geofísico del Perú, <http://met.igp.gob.pe/datos/icen.txt>

Anexo 6. Flujo de caja libre para la empresa (FCFF) proyectado

Concepto	Real 2016	Real 2017	Real 2018	Real 2019	Real 2020	Real 2021	Proy 2022	Proy 2023	Proy 2024	Proy 2025	Proy 2026	Proy 2027	Proy 2028	Proy 2029	Proy 2030	Proy 2031
EBIT x (1-t)	-5,846	16,369	44,419	23,637	29,059	57,919	26,402	28,820	29,102	29,870	30,675	27,691	34,093	33,698	34,375	34,416
- Inversiones netas	4,512	2,674	-8,808	-9,114	5,233	-2,422	-2,377	-3,569	-3,170	-3,116	-3,072	-282	-4,316	-3,320	-3,104	-2,416
- Variación de KT	-8,950	58,242	-66,524	-6,204	-41,830	2,683	24,083	-7,934	-924	-2,522	-2,640	9,790	-21,004	1,294	-2,219	-137
Free cash flow to the firm FCFF	-10,284	77,285	-30,913	8,319	-7,538	58,180	48,108	17,318	25,009	24,233	24,963	37,200	8,773	31,672	29,052	31,863
Nota:																
Ventas	136,131	254,639	240,657	266,085	272,135	397,042	289,390	315,894	318,980	327,403	336,221	303,517	373,682	369,361	376,772	377,230
EBIT	-8,292	23,218	63,006	33,528	41,219	82,155	37,450	40,880	41,279	42,369	43,511	39,278	48,358	47,799	48,758	48,818
Tasa impositiva	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
Margen operativo (EBIT/ventas)	-6.1%	9.1%	26.2%	12.6%	15.1%	20.7%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
Depreciación y amortización	19,783	19,443	15,694	15,081	16,878	12,198	17,197	17,799	18,407	19,030	19,671	20,249	20,961	21,664	22,382	23,100
Capex	15,271	16,769	24,502	24,195	11,645	14,620	19,575	21,368	21,576	22,146	22,743	20,531	25,277	24,984	25,486	25,517
Inversión neta	4,512	2,674	-8,808	-9,114	5,233	-2,422	-2,377	-3,569	-3,170	-3,116	-3,072	-282	-4,316	-3,320	-3,104	-2,416
VarKT	-8,950	58,242	-66,524	-6,204	-41,830	2,683	24,083	-7,934	-924	-2,522	-2,640	9,790	-21,004	1,294	-2,219	-137
Capital invertido (BVDebt+BVEq-cash)	469,051	412,196	479,274	492,398	517,300	507,822	486,116	497,619	501,712	507,350	513,061	503,553	528,873	530,899	536,222	538,775
Retorno sobre capital invertido (ROC)	-1.2%	4.0%	9.3%	4.8%	5.6%	11.4%	5.4%	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%	5.5%	6.4%	6.3%	6.4%	6.4%
Sales to capital ratio	0.29	0.62	0.50	0.54	0.53	0.78	0.60	0.63	0.64	0.65	0.66	0.60	0.71	0.70	0.70	0.70

Elaboración: Propia

Anexo 7. Capital de trabajo proyectado

Concepto	Real 2016	Real 2017	Real 2018	Real 2019	Real 2020	Real 2021	Proy 2022	Proy 2023	Proy 2024	Proy 2025	Proy 2026	Proy 2027	Proy 2028	Proy 2029	Proy 2030	Proy 2031
Activo corriente (excl efectivo)	100,751	30,571	125,772	126,127	170,397	169,225	146,447	159,859	161,421	165,683	170,146	153,596	189,103	186,916	190,667	190,899
Cuentas por cobrar	27,345	11,829	45,895	65,009	69,322	54,273	56,252	61,404	62,004	63,641	65,355	58,998	72,637	71,797	73,238	73,327
Inventarios	73,406	18,742	79,877	61,118	101,075	114,952	90,195	98,455	99,417	102,042	104,790	94,598	116,466	115,119	117,429	117,572
Pasivo corriente (excl deudas)	43,672	31,734	60,411	54,562	57,002	58,513	59,818	65,296	65,934	67,675	69,498	62,738	77,241	76,348	77,880	77,975
Cuentas por pagar	43,672	31,734	60,411	54,562	57,002	58,513	59,818	65,296	65,934	67,675	69,498	62,738	77,241	76,348	77,880	77,975
Capital de trabajo (necesario)	57,079	-1,163	65,361	71,565	113,395	110,712	86,629	94,563	95,487	98,008	100,648	90,858	111,862	110,568	112,787	112,924
Variación en capital de trabajo	8,950	-58,242	66,524	6,204	41,830	-2,683	-24,083	7,934	924	2,522	2,640	-9,790	21,004	-1,294	2,219	137
Ventas	136,131	254,639	240,657	266,085	272,135	397,042	289,390	315,894	318,980	327,403	336,221	303,517	373,682	369,361	376,772	377,230
Costo de Ventas	-119,005	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rotación de cuentas por cobrar	4.98	21.53	5.24	4.09	3.93	7.32	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14	5.14
Rotación de inventarios	-1.62	-10.72	-1.88	-3.31	-2.02	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40
Rotación de cuentas por pagar	-2.72	-6.33	-2.49	-3.71	-3.57	-4.72	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62	-3.62
Capital de trabajo como días de ventas	153	-2	99	98	152	102	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113

Elaboración: Propia

Anexo 8. Identificación de Transacciones Precedentes:

La búsqueda en *Bloomberg* tuvo algunas limitantes para seleccionar empresas comparables, debido a las siguientes razones:

El ticket MA brindaba la opción de seleccionar el sector (BICS); sin embargo, no se podía seleccionar directamente pesca por lo que se seleccionó un nivel superior que era agricultura y pescadería.

Algunas empresas pesqueras aparecían en el sector de alimentos, en pescaderías; sin embargo, muchas de estas estaban relacionadas con restaurantes y no relacionadas a la pesca de anchoveta. Creemos que hay muy pocas transacciones de M&A para este tipo de empresas, principalmente porque la industria es regulada y se ha establecido en EEUU y Perú que la extracción de peces de anchoveta es plena, lo que dificulta el ingreso de nuevas embarcaciones. Un ejemplo de ello es que se analizó Perú para 10 años y no se encontró alguna transacción en Bloomberg sobre M&A para una empresa dedicada exclusivamente a la pesca de anchovetas, solo 3 transacciones relacionadas con la pesca, pero no de anchovetas⁴. Otro ejemplo, es que se descargaron las empresas que pertenecen al sector de pesca⁵ y se hizo el cruce de la data con las empresas que habían realizado M&A (agricultura y pescaderías)⁶ y solo se encontró 2 empresas para EEUU y en un periodo de 10 años.

Identificación de Empresas Comparables:

Pese a la situación poco favorable de información, se identificaron un grupo de empresas comparables, principalmente pesqueras del Océano Pacífico, lo que incluye América y Asia; cabe destacar que varias empresas directamente comparables no cotizan en bolsa.

⁴ Otra explicación podría ser que, si se hacen transacciones de M&A para el sector de pesca de anchovetas, pero Bloomberg no brinda esa información, o es muy difícil de conseguir, y por ende la opción sería revisar si hay algunas empresas especializadas en otorgar información sobre la industria de pesca de anchovetas.

⁵ Según información extraída de Bloomberg al 04/07/2022, existen 56 empresas pesqueras dentro del subgrupo de agricultura y 222 empresas dentro del subgrupo de alimentos.

⁶ Según información extraída de Bloomberg al 04/07/2022 (con un rango de búsqueda de 10 años), 15 transacciones involucran a alguna empresa de Perú, 1,437 transacciones que involucran a una empresa de Estados Unidos, y 39 transacciones que involucra a alguna empresa de Chile.

	Pais	Cotización	P/E Ratio	Currency	Exchange Rate to USD	Precio por Acción USD	Ingresos (USD MM)	BPA	Market Cap. (USD MM)	Dividendo	Dividendo %	PER	Acciones en Circulación
EXALMAR	Perú			PEN	3.78	0,64	411,5	0,16	189.704	0,039	23,79%	4,02	295.536.144
1 COPEINCA	Perú	No Cotiza											
2 AUSTRAL	Perú	Sí	2,81	PEN		0,34	224,8	0,12	82,97	0,17	50,77%	2,81	259.003.254
3 TASA		No Cotiza											
4 HAYDUK		No Cotiza											
5 DIAMANTE		No Cotiza											
6 ANTAR CHILE	Chile	Sí	2,4	CLP		7,46	7,7	2,54	3398,7	1,24	16,60%	2,4	456.376.483
7 NIPPON SUISAN	Japón	Sí	10,39	JPY	0,00740	4,27	4.858,0	0,41	1.310,7	0,10	2,43%	10,39	311.236.484
8 SAJODAERIM	South Korea	Sí	2,88	KRW	0,00008	18,65	1.388,8	6,46	136,8	0,23	1,23%	2,88	7.353.070
9 MOWI ASA	Noruega	Sí	23,81	USD	1,00000	23,11	4.165,9	10,56	118,0	4,13	1,79%	23,81	517.111.091
10 BLUMAR SA	Chile	Sí	5,68	CLP	0,00100	0,22		0,037	354,7	0,014	6,33%	5,68	1.617.983.612
11 DONGWON INDUS	South Korea	Sí	4,19	KRW	0,00008	162,22	2.144,3	39,34	562,3	3,83	2,32%	4,19	3.411.060
12 LEROY SEAFOOD GR	USA	Sí	14,68	USD	1,00000	13,95	23,1	0,95	4340	0,3482	2,50%	14,68	595.475.920

Fuente: Investing, Bloomberg. Elaboración: propia.

Clasificación de las Transacciones Encontradas

a) Consolidación de mercado

Fuzhou Honglong Ocean Fishery Co Ltd vendió 46 Fishing Vessels a Pingtan Marine Enterprise Ltd por USD 410.10M. La transacción se completó el 06/20/2013. Pingtan Marine Enterprise firmó un contrato maestro para adquirir 46 barcos de pesca, Pingtan Marine Enterprise anunció en un comunicado de prensa el 20/06/2013 que recientemente expandió su flota. La Compañía inmediatamente inició a reportar utilidades por el incremento de pesca de la operatividad de dichas flotas.

Oceana Group Ltd adquirió a Daybrook Fisheries Inc por USD 382.30M. La transacción se anunció el 05/19/2015 y se completó el 07/23/2015.

Pingtan Marine Enterprise Ltd adquirió a Fujian Provincial Pingtan County Fishing Group Co Ltd por USD 245.70M. La transacción se anunció el 25/10/2012 y se completó el 26/02/2013.

Corpesca SA adquirió a Sementes Selecta SA por USD 260.00M. La transacción se anunció el 31/12/2012 y se completó el 27/03/2013.

b) Expansión de portafolio o expansión geográfica

- Camanchaca SA vendió Pesquera Centromar SA (con ubicación en Ecuador) a Congelados Peruana del Pacifico-CONPEPAC SA por USD 15.50M. La transacción se anunció el 20/08/2012 y se completó el 18/10/2012. El CEO menciona en un comunicado de prensa, del

21/08/2012, que la venta es altamente estratégica.

- Un consorcio dirigido por Sociedad Pesquera Yadrán SA vendió Salmofood SA a Alicorp SA por USD 62.00M. La transacción se anunció el 05/25/2012 y se completó el 07/27/2012.
- Trident Seafoods Corp vendió Equity Interest in WSI Factory and Fishing Meal Manufacturing a Maruha Nichiro Corp por USD 37.00M. La transacción se anunció el 12/22/2014 y se completó el 12/30/2014.
- Un consorcio dirigido por Private Investor adquirió una participación minoritaria en Fifax Abp.
- La transacción se completó el 12/09/2020.
- FLIR Systems Inc adquirió a Fishing Hot Spots Inc por USD 7.10M. La transacción se completó el 03/26/2018.
- Un consorcio dirigido por Private Investor adquirió una participación minoritaria en Fishidy Inc.
- La transacción se completó el 02/06/2014.
- El 19/11/2018, Joyvio Agriculture Development Co Ltd announced the acquisition of Australis Seafoods SA for USD 1,037.82M.

c) Transacciones por problemas financieros

- Continental Grain Co Corp vendió a un interés minoritario en ContiLatin del Perú SA a Seaboard Corp. La transacción se completó el 11/08/2019. Los términos financieros de la transacción no se publican.

Valoración por múltiplos de empresas comparables que cotizan en bolsa

En el primer cuadro se procedió a evaluar un conjunto de empresas internacionales de diversas regiones, principalmente las que tienen acceso al Océano Pacífico (Con excepción de un par de empresas que tienen acceso al Mar Nórdico y Océano Atlántico); principalmente se consideraron los promedios de los P/E Ratio, P/Sales y EPS con lo cual se calculó una Capitalización Bursátil para Exalmar que asciende a USD 3.774 MM en promedio con un precio por acción de USD 12,77.

Por otro lado, con un enfoque más regional, con énfasis en pesqueras de Perú y Chile, podemos observar que los valores aproximados cambian significativamente, el promedio de valorización asciende a USD 1.499 MM con un precio por acción de USD 5,07 lo cual representa casi un 40% respecto del valor anterior. Con ello podemos observar que hay mucha diferencia a niveles

regionales e internacionales en cuanto a múltiplos de pesqueras.

Nº	Target	País	Precio por Acción USD	P/E Ratio	P/Sales	EPS	Ingresos (USD MM)	Market Cap. (USD MM)	Dividendo	Dividendo %	Acciones en Circulación
1	AUSTRAL	Perú	0,34	2,81	0,002	0,12	224,8	83	0,17	0,51	259.003.254
2	ANTAR CHILE	Chile	7,46	2,40	0,974	2,54	7,7	3.399	1,24	0,17	456.376.483
3	NIPPON SUISAN	Japón	4,27	10,39	0,001	0,41	4.858,0	1.311	0,10	0,02	311.236.484
4	SAJODAERIM	South Korea	18,65	2,88	0,013	6,46	1.388,8	137	0,23	0,01	7.353.070
5	MOWI ASA	Noruega	23,11	23,81	0,006	10,56	4.165,9	118	4,13	0,02	517.111.091
6	BLUMAR SA	Chile	0,22	5,68	0,338	0,04	0,7	355	0,01	0,06	1.617.983.612
7	DONGWON INDUS	South Korea	162,22	4,19	0,076	39,34	2.144,3	562	3,83	0,02	3.411.060
8	LEROY SEAFOOD GR	USA	13,95	14,68	0,605	0,95	23,1	4.340	0,35	0,03	595.475.920
PROMEDIOS				8,36	0,252	7,55					
EXALMAR				4,02	0,155	0,62					
Precio estimado de acción USD				33,59	0,04	4,68	Prom	12,77			
Market Cap Estimado USD MM								3.774			

Nº	Target	País	Precio por Acción USD	P/E Ratio	P/Sales	EPS	Ingresos (USD MM)	Market Cap. (USD MM)	Dividendo	Dividendo %	Acciones en Circulación
1	AUSTRAL	Perú	0,34	2,81	0,002	0,12	224,8	83	0,17	0,51	259.003.254
2	ANTAR CHILE	Chile	7,46	2,40	0,974	2,54	7,7	3.399	1,24	0,17	456.376.483
6	BLUMAR SA	Chile	0,22	5,68	0,338	0,04	0,7	355	0,01	0,06	1.617.983.612
PROMEDIOS				3,63	0,438	0,90					
EXALMAR				4,02	0,155	0,62					
Precio estimado de acción USD				14,59	0,07	0,56	Prom	5,07			
Market Cap Estimado USD MM								1.499			

Valoración por múltiplos de transacciones precedentes

De las 12 transacciones encontradas relacionadas al sector de pesca comparables con la empresa sujeto a valoración, Exalmar, solo 2 presentan información de múltiplos en Bloomberg: Pesquera Centromar y Australis Seafoods SA. Sin embargo, 10 de las 12 transacciones presentan información del promedio de múltiplos de transacciones.

Con respecto al promedio de múltiplos, se encontró 3 promedios diferentes debido a que utilizan un grupo de transacciones diferentes entre sí, por lo que se revisó las empresas objetivas que conformaban para cada grupo y se decidió continuar solo con 2 promedios diferentes, porque contenían una mayor proporción de empresas pesqueras. Dentro de todo el grupo de múltiplos utilizados se escogieron: 1) Valor de transacción (TV)/Ingreso, 2) TV/EBIT y 3) TV/EBITDA.

Información General					Múltiplo Promedio Bloomberg		
Nº	Target	Año	Valor de transacción	Unidad	TV/ Ingreso	TV/ EBIT	TV/ EBITDA
1	Pesquera Centromar	2012	15.5	M	1	36.98	20.7
2	ContiLatin del Perú SA	2019	Sin información	Sin información	2.83	15.66	8.47
3	Salmofood SA	2012	62	M	1	36.98	20.7
4	46 Barcos de pesca	2013	410.1	M	Sin información	Sin información	Sin información
5	Daybrook Fisheries SA	2015	382.3	M	2.83	15.66	8.47
6	Fishing Meal Manufacturing	2014	37	M	Sin información	Sin información	Sin información
7	Fifax ABP	2020	37	M	1	36.98	20.7
8	Fishing Hot Spots Inc	2018	7.1	M	1	36.98	20.7
9	Fujian Provincial Pingtan County Fishing Group Co Ltd	2013	245.7	M	1	36.98	20.7
10	Fishidy Inc	2014	1.5	M	1	36.98	20.7
11	Australis Seafoods SA	2019	967.35	M	2.31	16.75	10.48
12	Sementes Selecta SA	2013	269	M	2.83	15.66	8.47

Consiguientemente, se extrajo los montos de los Estados Financieros al 31/12/2021 de Exalmar para multiplicar por el múltiplo promedio del primer grupo y del segundo grupo. Como se puede ver en el cuadro de abajo, los múltiplos promedio del segundo grupo mostraron un valor para la empresa Exalmar más coherente entre sí, alrededor de \$ 1,000 millones.

Exalmar	Monto 2021	Múltiplo promedio (1)	Valor de la Empresa	Múltiplo promedio (2)	Valor de la Empresa
Ingreso	\$ 397,042,000.00	1	\$ 397,042,000.00	2.31	\$ 917,167,020.00
EBIT	\$ 82,155,000.00	36.98	\$ 3,038,091,900.00	16.75	\$ 1,376,096,250.00
EBITDA ⁷	\$ 100,090,000.00	20.7	\$ 2,071,863,000.00	10.48	\$ 1,048,943,200.00
Promedio					\$ 1,114,068,823.33

⁷ Al EBIT se les sumó la depreciación por \$ 17,935,000.00, que estaban incluidos en el costo de producción, gastos administrativos y costos de distribución, según las notas de los Estados Financieros.

Comentarios sobre transacciones comparables y precedentes

- Tras revisar transacciones en Bloomberg, podemos concluir que es un sector con cierto nivel significativo de dificultad para obtener información relevante y correspondiente, pese a ello se logró identificar y observar operaciones de M&A's previas aunque en un espectro de países y regiones amplios lo cual nos pudo demostrar que las valorizaciones por múltiplos de pesqueras se ven afectadas por el país de origen de la empresa; dicho esto notamos una mayor valorización en países desarrollados respecto a los países en vías de desarrollo.
- Respecto a la valorización por múltiplos de empresas comparables, se estimó que Exalmar valdría entre USD 1.499 MM considerando a Perú y Chile, y tras tomar un espectro más amplio de muestra, Océano Pacífico principalmente, podemos observar una valorización en USD 3. 774 MM.
- De la información de transacciones precedentes de Bloomberg y de los montos de los Estados Financieros de Exalmar al 31/12/2021, se concluye que la valorización de Exalmar es de \$ 1,114 millones.

Notas bibliográficas

Roy Díaz Núñez

Administrador de empresas de profesión, realizó una especialidad en finanzas de inversiones en renta fija en el Banco Central de Reservas del Perú. Actualmente trabaja en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, cuenta con cuatro años de experiencia en supervisión del sistema microfinanciero, bancario y cooperativas.

Renzo Burgos Fernández

Administrador de empresas de profesión, cuenta con 8 años de experiencia en el sistema financiero, con una especialización en evaluación de créditos por el Centro de Educación Ejecutiva de la Universidad del Pacífico. Actualmente trabaja en el Fideicomiso INFOGAS (COFIDE).

Gerardo Córdova Silva

Administrador de empresas de profesión, con una especialización en Evaluación Privada de Proyectos por la Escuela de Postgrado de la Universidad del Pacífico, cuenta con 8 años de experiencia en el sector corporativo en finanzas corporativas y eficiencia de operaciones. Actualmente trabaja en Controlling Financiero de un grupo corporativo del sector educativo de Perú.