

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

ESCUELA DE POSGRADO



Plan de Finanzas en el Sector Pesca

Exalmar S.A.A.

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAGISTER EN DIRECCIÓN DE
FINANZAS CORPORATIVAS Y RIESGO FINANCIERO OTORGADO POR
LA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**

PRESENTADA POR

Condori Cobarrubias, Raúl Jesús

Chávez Cerna, Christian Walter

Taco Peña, Evelyn Angelica

Yupanqui Gonzales, Lina Marlene

Asesor: Chu Rubio, Manuel Jesús

Santiago de Surco, octubre de 2016

Agradecimientos

Quisiéramos agradecer primeramente a Dios por darnos salud y sabiduría en el proceso de elaboración de la tesis; a nuestras familias, que, con su paciencia y motivación, nos acompañaron en todo el proceso de estudio; a Rony, que nos apoyó con su tiempo y dedicación con sus sobrinos; a todos nuestros profesores y compañeros de Centrum, quienes, gracias a su paciencia y experiencia, nos ayudaron a enriquecer nuestro conocimiento; y a nuestro asesor, Manuel Chu, por su valioso apoyo en la elaboración de tesis.

Así también, agradecemos a los altos ejecutivos del sector de la pesca, quienes tuvieron la disposición de brindarnos parte de su tiempo en entrevistas con el fin de enriquecer nuestra tesis.



Dedicatoria

Para nuestros hijos, Priscilla y Luis Eduardo, que son el motivo de nuestra razón de ser y existir; de igual manera, a nuestros padres, por su inspiración, educación y formación en valores, así como por el apoyo recibido en lo personal como en lo profesional. En todo momento, nos alentaron a ser íntegros y perseverantes para alcanzar nuestro objetivo.



Resumen Ejecutivo

En el presente documento se elaboró un plan financiero para la empresa Exalmar S.A.A, el cual plantea estrategias y objetivos que permiten a los ejecutivos de la compañía crear valor para los accionistas a través de indicadores (i.e., ROIC, EVA, y EBITDA), los cuales se reflejarán en una mejora en el valor fundamental de la acción. Así también, pretende mejorar sus ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses para el cumplimiento de sus *covenants* y alcanzar la calificación de *grado de inversión*.

En el Perú, la pesca es una industria emblemática al igual que la minería y agricultura. Se debe resaltar que el sector pesquero presenta al 2016 mayores retos ante: (a) los cambios climáticos, (b) la concentración de mercados, y (c) la desaceleración de la economía de China como de otros países que afectan a los mercados emergentes. Sin embargo, con el crecimiento de la población mundial en las siguientes décadas, el sector pesquero tendrá alta importancia para cubrir la escasez de alimentos.

La industria pesquera se encuentra amenazada por factores climatológicos como el fenómeno de El Niño, lo cual origina menor biomasa y trae como consecuencia la reducción de los ingresos. Asimismo, las empresas del sector pesquero se encuentran apalancadas debido a las compras de empresas con el objetivo de incrementar su cuota de pesca. Por ello, se enfrentan al riesgo de incumplimiento de pago de sus obligaciones a causa de la volatilidad de la industria.

Las estrategias propuestas en el plan financiero se centran en: (a) el incremento de ingresos de actividades ordinarias, (b) la eficiencia en costos, (c) el incremento del valor fundamental de la acción, (d) la fidelización de ejecutivos, y (e) la gestión del financiamiento; como pilares para la creación de valor para el accionista.

Abstract

This document is the financial plan of Exalmar S.A.A. This financial plan presents strategies and objectives that enable company executives to create value for shareholders by indicators (i.e., ROIC, EVA, and EBITDA), and which will be reflected in an improvement in the fundamental value of the share. So also it aims to improve its debt coverage ratios and interest coverage for the fulfillment of its covenants and achieve investment grade rating.

In Perú, fishing is an emblematic like mining and agriculture industry; the fisheries sector currently presents major challenges to: (a) climate change, (b) market concentration, and (c) the slowdown in China and other countries affecting emerging markets. However, with the growth of world population in the coming decades, the fishing industry will be vital to cover food shortages.

The fishing industry is threatened by climatic factors such as El Niño, which causes a lower biomass and results in the reduction of income. In addition, companies in the fisheries sector are due to leveraged buyouts in order to increase their fishing catch quota. Therefore, they face the risk of default of its obligations because of the volatility of the industry.

The strategies proposed in the financial plan focus on: (a) increasing revenue, (b) cost efficiency, (c) increasing the fundamental value of the share, (d) loyalty executives, and (e) management of finance; as pillars for creating value for the shareholder.

Tabla de Contenidos

Lista de Tablas	vi
Lista de Figuras.....	ix
Capítulo I: Análisis del Sector	1
1.1 Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias.....	1
1.1.1 Perspectivas globales.....	1
1.1.2 Perspectivas para Latinoamérica-LATAM	4
1.1.3 Perspectivas para Perú.....	6
1.1.4 Sector pesca en el Perú.....	11
1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector	21
1.2.1 Periodo 2014-2013	21
1.2.2 Periodo 2015	27
1.3 Análisis Financiero y Comparables Sectoriales	29
1.3.1 Periodo 2014-2013	29
1.3.2 Periodo 2015	37
1.4 Resumen del Capítulo.....	39
Capítulo II: Análisis de la Empresa	42
2.1 Descripción de la Empresa	42
2.1.1 Breve historia	42
2.1.2 Estrategia de la empresa	46
2.1.3 Breve descripción de productos y servicios	50
2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa	54
2.1.5 Objetivos estratégicos	57
2.1.6 Análisis financiero histórico de la compañía	60
2.2 Análisis de la Estructura de Capital.....	68

2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos	70
2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones.....	75
2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma	76
2.3 Análisis de Capital de Trabajo.....	78
2.3.1 Óptimos de capital de trabajo	78
2.3.2 Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento de corto plazo	80
2.4 Análisis de Valor	81
2.4.1 Valorización de la empresa	81
2.4.2 Análisis de riesgo	88
2.5 Resumen del Capítulo.....	90
Capítulo III: Plan Financiero	92
3.1 Objetivos y Metas del Plan	92
3.1.1 Otras propuestas evaluadas	92
3.2 Propuestas	97
3.2.1 Propuestas de reestructuración	97
3.2.2 Propuestas de implementación	100
3.2.3 Flujo de caja libre con implementación de plan financiero.....	109
3.3 Resumen	117
Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones	119
4.1 Conclusiones Finales	119
4.2 Recomendaciones Finales.....	122
Referencias.....	124
Apéndice A: Estado de Resultados del Sector Pesca al 31 de Diciembre de 2013 y 2014 (Miles US\$)	129

Apéndice B: Estado de Situación Financiera del Sector Pesca al 31 de Diciembre de 2013 y 2014 (Miles US\$)	130
Apéndice C: Estado de Situación Financiera Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)	131
Apéndice D: Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera Exalmar S.A.A. 2009-2015	132
Apéndice E: Estado de Resultados Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)	133
Apéndice F: Análisis Vertical Pesquera Exalmar S.A.A.	134
Apéndice G: Estado de Flujo Efectivo Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)	135
Apéndice H: Flujo de Caja Libre Histórico Pesquera Exalmar 2009-2015 (Miles US\$)	136
Apéndice I: Indicadores Históricos ROIC, WACC, y EVA de Pesquera Exalmar 2009-2015 (Miles US\$)	137
Apéndice J: Proyección de Precio	138
Apéndice K: Estructura Óptima de Capital	140
Apéndice L: Valorización Capítulo II (Miles US\$)	141
Apéndice M: Estado de Situación Financiera: Valorización Capítulo II (Miles US\$)	144
Apéndice N: Estado de Resultados Valorización Capítulo II (Miles US\$)	145
Apéndice O: Valorización CHD (Miles US\$)	146
Apéndice P: Valorización Capítulo III (Miles US\$)	147
Apéndice Q: Estado de Situación Financiera: Valorización Capítulo III (Miles US\$)	149
Apéndice R: Estado de Resultados Valorización Capítulo III (Miles US\$)	150

Apéndice S: Resumen de Comunicación Personal con Director de Profish	
S.A., Max Coopers, 17/02/2016.....	151
Apéndice T: Resumen de Comunicación Personal con Ex Contador General	
de Copeinca, Martin Ruiz, 17/02/2016, 15/04/2016	153
Apéndice U: Resumen de Comunicación Personal con la Gerencia	
Financiera de Exalmar S.A.A., CFO Raul Briceño, 08/06/2016.....	154
Apéndice V: Resumen de Comunicación Personal con la Gerencia	
Financiera de Pesquera Austral S.A., CFO Andrew Dark,	
27/06/2016.....	156

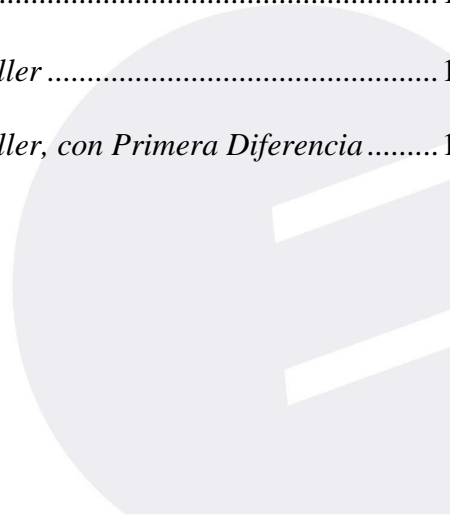
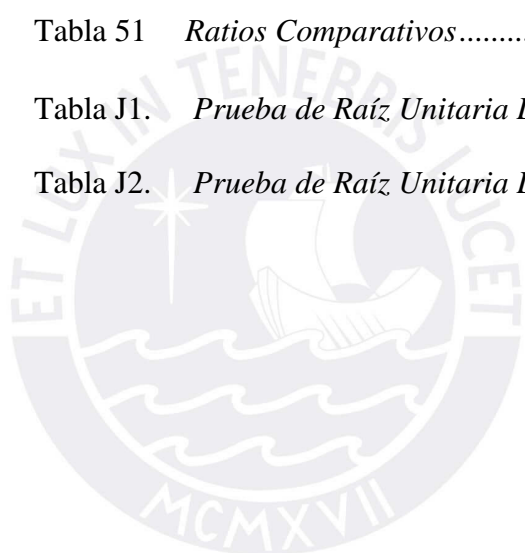


Lista de Tablas

Tabla 1	<i>Proyecciones Económicas de Latinoamérica (%)</i>	5
Tabla 2	<i>Evolución del Índice Mensual de la Producción Nacional Diciembre 2015 y Mayo 2016</i>	8
Tabla 3	<i>Pesca para Consumo Humano Indirecto y Consumo Humano Directo</i>	10
Tabla 4	<i>Desembarque, Procesamiento, y Exportación de Recursos Hidrobiológicos, Marítimos, y Continentales según Utilización (Miles TM)</i>	15
Tabla 5	<i>Temporada de Pesca: Cuotas (Miles Tm)</i>	21
Tabla 6	<i>Venta de Harina y Aceite de Pescado (Tm)</i>	22
Tabla 7	<i>Resultados Financieros del Sector Pesca en Proporción a los Ingresos de Actividades Ordinarias (%)</i>	24
Tabla 8	<i>Costo de Ventas y Margen Bruto de Exalmar y Austral (%)</i>	28
Tabla 9	<i>Márgenes Ingresos/Ganancia Bruta, Ingresos/Ganancia de Operación, Ingresos/Ganancia Neta (%)</i>	34
Tabla 10	<i>Compañías Adquiridas por Pesquera Exalmar S.A.A. (Millones US\$)</i>	46
Tabla 11	<i>FODA de Pesquera Exalmar S.A.A.</i>	49
Tabla 12	<i>Certificación de Seguridad, Calidad, y Medioambiental, CHI</i>	56
Tabla 13	<i>Certificación de Seguridad, Calidad, y Medioambiental, CHD</i>	57
Tabla 14	<i>Evolución de Pago de Dividendos (Miles US\$)</i>	60
Tabla 15	<i>Estado de Situación Financiera 2009-2015 (Miles US\$)</i>	61
Tabla 16	<i>Estados de Resultados (% Ingresos de Actividades Ordinarias)</i>	62
Tabla 17	<i>Estados de Resultados (Tm)</i>	63
Tabla 18	<i>Estado de Flujo de Efectivo 2009-2015 (Miles US\$)</i>	63
Tabla 19	<i>Indicadores WACC/ROIC/EVA</i>	66

Tabla 20	<i>Ratio PER Histórico</i>	67
Tabla 21	<i>Ratio de Apalancamiento (Miles US\$)</i>	70
Tabla 22	<i>Estructura de Capital Óptima (Miles US\$)</i>	71
Tabla 23	<i>Posición de Activos y Pasivos de Exalmar (Miles S/.)</i>	73
Tabla 24	<i>Acciones Comunes y Porcentaje de Participación</i>	75
Tabla 25	<i>Capital de Trabajo Histórico (Miles US\$)</i>	79
Tabla 26	<i>Saldos de Balance de las Partidas Corrientes Históricas</i>	79
Tabla 27	<i>Saldos de Balance de las Partidas Corrientes (Miles US\$)</i>	80
Tabla 28	<i>Análisis Proyectado de Capital de Trabajo (Miles US\$)</i>	81
Tabla 29	<i>Análisis de Correlación</i>	83
Tabla 30	<i>WACC Pesquera Exalmar S.A.A.</i>	84
Tabla 31	<i>Indicadores Proyectados</i>	85
Tabla 32	<i>Ratios de Rentabilidad 2009-2022 (%)</i>	87
Tabla 33	<i>Proyección del Ratio PER, Valorización II</i>	88
Tabla 34	<i>Análisis de Escenarios (PBI, Beta, y WACC) (Miles US\$)</i>	89
Tabla 35	<i>Estadística Descriptiva del Análisis de Sensibilidad (Miles US\$)</i>	90
Tabla 36	<i>Objetivos y Estrategias de Pesquera Exalmar</i>	93
Tabla 37	<i>Depreciación Histórica para el Periodo 2009-2015</i>	96
Tabla 38	<i>Comparación de Resultados Dependiendo del Método de Depreciación (Miles US\$)</i>	96
Tabla 39	<i>Proceso de Emisión en la Bolsa de Valores de Oslo</i>	104
Tabla 40	<i>Costos Relacionados con la Migración a la Bolsa de Oslo (Miles US\$)</i>	105
Tabla 41	<i>Cálculo de Stock Option Compensation para Empleados Clave (US\$)</i>	106
Tabla 42	<i>Financiamiento Bancario (Miles US\$)</i>	108

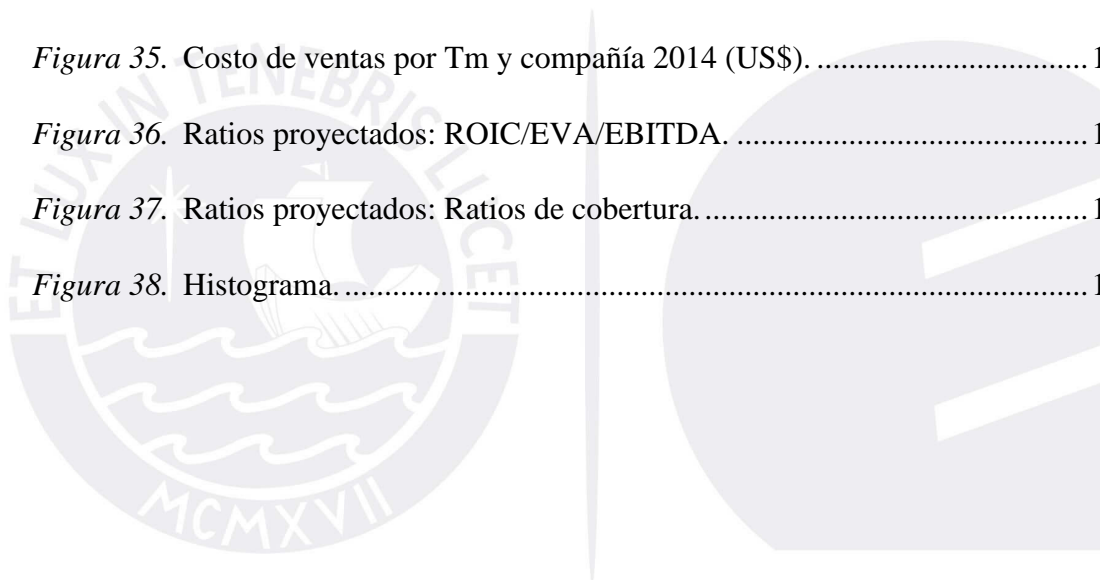
Tabla 43	<i>Simulación de los Precios de Mercado del Bono y su Rendimiento al Vencimiento</i>	109
Tabla 44	<i>Precios Proyectados</i>	110
Tabla 45	<i>Indicadores Proyectados Anualizados</i>	112
Tabla 46	<i>Proyección de Ratios de Rentabilidad (%)</i>	113
Tabla 47	<i>Proyección del Ratio PER, Valorización III</i>	113
Tabla 48	<i>Sensibilidad de Biomasa</i>	115
Tabla 49	<i>Análisis de Escenarios (PBI, Beta, WACC, y Eficiencia en Costos) (Miles US\$)</i>	115
Tabla 50	<i>Estadística Descriptiva del Análisis de Sensibilidad (Miles US\$)</i>	116
Tabla 51	<i>Ratios Comparativos</i>	121
Tabla J1.	<i>Prueba de Raíz Unitaria Dickey Fuller</i>	138
Tabla J2.	<i>Prueba de Raíz Unitaria Dickey Fuller, con Primera Diferencia</i>	139



Lista de Figuras

<i>Figura 1.</i>	Evolución mensual del PBI 2012-2016.	6
<i>Figura 2.</i>	PBI minería e hidrocarburos–Electricidad, gas, y agua.	9
<i>Figura 3.</i>	Biomasa de anchoveta (Tm).	12
<i>Figura 4.</i>	Exportación de harina de pescado según país de destino, 2015.....	16
<i>Figura 5.</i>	Exportación de aceite crudo de pescado según país de destino, 2014.	16
<i>Figura 6.</i>	Harina de pescado precio mensual US\$/Tm.	17
<i>Figura 7.</i>	Disminución de la producción mundial de harina de pescado.....	18
<i>Figura 8.</i>	Ingresos de las seis principales empresas pesqueras.....	23
<i>Figura 9.</i>	Gastos operativos del sector pesca.....	25
<i>Figura 10.</i>	Total pasivo y patrimonio del sector pesca.	26
<i>Figura 11.</i>	Ingresos ordinarios de la empresa Exalmar y Austral.....	27
<i>Figura 12.</i>	Activo y pasivo total de la empresa Exalmar y Austral.....	28
<i>Figura 13.</i>	Ratio de liquidez.	30
<i>Figura 14.</i>	Ratio de endeudamiento.....	30
<i>Figura 15.</i>	Capital de trabajo.	31
<i>Figura 16.</i>	Rentabilidad del sector (ROE y ROA).....	32
<i>Figura 17.</i>	EBITDA.....	33
<i>Figura 18.</i>	Ratio margen y EBITDA.	35
<i>Figura 19.</i>	Ratio cobertura de deuda.....	36
<i>Figura 20.</i>	Ratio cobertura de intereses.	37
<i>Figura 21.</i>	Liquidez general de la empresa Exalmar y Austral.	38
<i>Figura 22.</i>	Capital de trabajo de la empresa Exalmar y Austral.	38
<i>Figura 23.</i>	Ratio de cobertura de intereses y cobertura de deuda.	39
<i>Figura 24.</i>	Estructura de la organización pesquera EXALMAR S.A.A.	48

<i>Figura 25.</i> Proceso productivo de CHI.....	51
<i>Figura 26.</i> Sistema productivo CHD.....	53
<i>Figura 27.</i> Ingresos de actividades ordinarias Exalmar.....	58
<i>Figura 28.</i> Cotización de acciones.....	59
<i>Figura 29.</i> Rating crediticio.....	72
<i>Figura 30.</i> Mapa de riesgo.....	74
<i>Figura 31.</i> Indicadores proyectados: ROIC/EVA/EBITDA.....	86
<i>Figura 32.</i> Indicadores proyectados: Ratios de cobertura.....	86
<i>Figura 33.</i> Histograma.....	90
<i>Figura 34.</i> Costo de ventas / Tm 2014-2013 (US\$).....	102
<i>Figura 35.</i> Costo de ventas por Tm y compañía 2014 (US\$).....	102
<i>Figura 36.</i> Ratios proyectados: ROIC/EVA/EBITDA.....	112
<i>Figura 37.</i> Ratios proyectados: Ratios de cobertura.....	112
<i>Figura 38.</i> Histograma.....	117



Capítulo I: Análisis del Sector

Previamente al estudio del sector pesca, se analiza el entorno global con el fin de citar las diferentes circunstancias importantes así como las variables que afectan a la economía mundial y puedan tener un impacto en el sector. Luego, se presenta una revisión del entorno regional y a nivel Latinoamérica, con el fin de considerar las condiciones de mercado y evolución de la economía de la región. Asimismo, se analiza el entorno local identificando el ámbito sobre el que se desenvuelve la empresa Pesquera Exalmar S.A.A. (en adelante la compañía). Finalmente, se presenta la composición, estructura financiera, y los análisis financieros comparados con el sector pesquero.

1.1 Cuantificación de Mercado. Crecimiento y Tendencias

1.1.1 Perspectivas globales

El Fondo Monetario Internacional (FMI) indicó que el crecimiento de la economía mundial, al cierre del 2016, será de 3.1% y que, para el 2017, se dará de forma gradual hasta llegar a un 3.4%. Las economías desarrolladas continúan en un proceso de crecimiento moderado y las economías emergentes tienden a un crecimiento menos auspicioso, ya que estas últimas vienen de un quinto año consecutivo de desaceleración. Estas predicciones del FMI podrían reducirse ante la eventualidad de una continua desaceleración de China, la continua apreciación del dólar estadounidense, entre otras variables. Algunos efectos de estos pronósticos globales son los siguientes (FMI, 2016a):

- Hay una debilidad de la demanda global originada principalmente por la continua desaceleración del mercado Chino debido a la reducción progresiva de su inversión y manufactura orientada a actividades de consumo y de servicios. Esta situación ha estado produciendo un efecto dominó con los países que exportan materia prima, como los países emergentes.

- La caída del petróleo seguirá como tendencia. A pesar de ello, se continuará con el crecimiento en la producción del petróleo, según el acuerdo de los países integrantes de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en un contexto donde la producción ha superado el consumo. Sin duda, esta caída ha generado beneficios para todas las industrias productivas, ya que este producto es parte importante en el costo de producción.
- La continua caída de los metales y de las materias primas durante el año 2015 se prolongó durante el 2016, producto de la desaceleración de China.
- En Estados Unidos, la tasa de interés de referencia en el 2015 subió y es altamente posible que, en los años siguientes, continúe la misma tendencia. Esto trae como consecuencia que el dólar continúe apreciándose respecto a las monedas globales y que los países vengán aplicando menores flujos de capital, sobre todo por las depreciaciones de la moneda en los países emergentes.
- En los países de Latinoamérica, la tasa de crecimiento se contraerá ligeramente en relación con la del año 2015. Esta desaceleración se produciría como resultado de la recesión de Brasil, uno de los países afectados por la caída de las materias primas, contrarrestada con las expectativas de crecimiento positivo de los países de la región.

Es importante resaltar estas variables para nuestro análisis debido a que China representa el 55% del destino de las exportaciones de la harina de pescado de la compañía (Pesquera Exalmar, 2016a). Cabe destacar que, la variación en el precio del petróleo influye directamente en los costos de producción de la harina y aceite de pescado.

En la economía a nivel mundial, tanto el crecimiento económico, el desempleo o el manejo de la deuda pública se han vuelto un gran reto. En décadas anteriores, una prioridad de las grandes economías era atacar y combatir la inflación; sin

embargo, actualmente se vive en una coyuntura en la que el principal problema es la caída de los precios o deflación.

Así, en los Estados Unidos, en el segundo trimestre del 2016, el PBI creció 0.8%, luego de crecer 1.4% en el trimestre anterior; debido a la evolución del sector energético afectado por el precio del petróleo. Para el segundo semestre se espera un mayor dinamismo del consumo, componente del gasto que representa el 70% del PBI, En el año se ha creado un promedio de 170 mil puestos de trabajo mensuales. La inflación de Estados Unidos ha mantenido una tendencia al alza, registrando a mayo una inflación de 1%. En Europa los riesgos de un menor crecimiento se han elevado por la coyuntura del retiro del Reino Unido de la Unión Europea. Se estima que el crecimiento se mantendría a tasas moderadas en el periodo 2016 y 2018, esta evolución se da en contexto de baja inflación y riesgos inflacionarios. Respecto a las economías como Japón y Reino Unido han presentado tendencias a la baja de crecimiento, en el caso de Japón producto del menor dinamismo del consumo y de las exportaciones netas (afectado por la apreciación del yen). En el caso del Reino Unido se debe al impacto que ha tenido en la confianza de los agentes y sobre la inversión debido a la salida del Unión Europea (Banco Central de Reserva del Perú [BCRP], 2016).

El Banco Central Europeo (BCE) indicó que las medidas de políticas monetarias en aras de impulsar la inflación en 2% fueron, por un lado, el crecimiento en la Eurozona que determinó una reducción de la tasa de interés del -0.4% y por otro lado, la inyección de euros a través de las compras de bonos corporativos por €60 mil millones. Si bien la intención del BCE fue que, con estas medidas, el euro se deprecie para que beneficie a los exportadores de la Eurozona (al permitirles ser más competitivos y al impulsar el consumo interno), aún no han obtenido el resultado

esperado. La recuperación de la zona de euro continúa, pero se está viendo afectada por los acontecimientos mundiales, lo cual impacta a las perspectivas a corto plazo. A partir de los últimos acuerdos efectuados por el BCE y en conjunto con la fortaleza del yuan chino, impulsado por su Banco Central, se ha beneficiado los precios de las materias primas de los países productores, las bolsas de valores y las monedas de los países emergentes (BCE, 2016).

Efecto del british y exit (en adelante Brexit). La decisión de Inglaterra de abandonar la Unión Europea (UE) principalmente se originó para evitar la carga sobre una inmigración creciente, ya que representaba un mayor costo para el país. Esta situación podría repercutir en un debilitamiento de la Eurozona, por la importancia que representa Inglaterra, o quizás su fin ante la posibilidad del efecto contagio que podría producirse si otros países, como Escocia, decidieran lo mismo. El Brexit limitará el libre tránsito de personas y servicios, además que Inglaterra deberá renegociar los acuerdos comerciales con la UE. Esto genera incertidumbre para los próximos años, situación que se deberá monitorear ya que las exportaciones de la compañía también están destinadas a países de la eurozona y Asia.

1.1.2 Perspectivas para Latinoamérica-LATAM

En el caso de Latinoamérica y en especial para el Perú, el crecimiento está condicionado por dos hechos relevantes. El primero está relacionado con el tipo de cambio; la reacción natural es que los inversionistas se refugien en el dólar o en el oro, lo que originará que el dólar manifieste una tendencia alcista. La segunda implicancia se generaría por el incremento del precio del oro, por lo cual las empresas mineras se verán beneficiadas con mayores ganancias.

El FMI (2016b) citó que en Latinoamérica, el crecimiento económico se refleja en la recesión, ya que viene siendo afectado de manera constante y se prevé que en el 2016, se contraiga al igual que el año anterior. Esta recesión, originada

principalmente por las grandes economías, como las de Brasil, Venezuela, y Argentina, es consecuencia de las menores exportaciones hacia China, dada la desaceleración de esta economía y debido a que redujo la demanda de exportaciones de materia prima de América del Sur. En adición, el crecimiento económico ha sido afectado por la caída de los precios de las materias primas, así como por la volatilidad de los mercados financieros que afectan a las empresas. Sin embargo, las economías de México y Centroamérica vienen mostrando una leve alza debido a la recuperación de Estados Unidos (ver Tabla 1).

La perspectiva para los próximos cinco años es que el crecimiento seguirá siendo débil, sobre todo para los países que dependen de las exportaciones, pues los precios seguirán reduciéndose. Otra variable es el tipo de cambio, razón por la cual los países deben de otorgar una flexibilización de sus monedas para evitar su debilitamiento, así como para promover el estímulo fiscal de manera responsable. Ello promoverá las inversiones públicas con énfasis en infraestructura y diversificación productiva.

Tabla 1

Proyecciones Económicas de Latinoamérica (%)

Países	2014	2015	Proyecciones	
			2016	2017
ALC	1.30	-0.10	-0.50	1.50
América del Sur	0.70	-1.40	-2.00	0.80
CAPRD	4.90	4.90	4.60	4.40
El Caribe				
Economías dependientes del turismo	1.10	1.20	2.20	2.30
Países exportadores de materias primas	0.00	-0.90	-0.60	2.10
Partidas informativas				
AL-6	1.40	-0.30	-0.30	1.60
Brasil	0.10	-3.80	-3.80	0.50
México	2.30	2.50	2.50	2.60

Nota. ALC = América Latina y el Caribe; CAPRD = Centroamérica, Panamá, y República Dominicana; AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, y Uruguay. Tomado de "Las Américas: Administrando Transiciones y Riesgos (Perspectivas Económicas)," por el Fondo Monetario Internacional (FMI), 2016b. Washington, DC: Autor.

1.1.3 Perspectivas para Perú

El FMI (2016b) mejoró las proyecciones de crecimiento de la economía peruana a 3.7% en el 2016, con lo cual se convertiría en la segunda economía de mayor crecimiento de Sudamérica. Esto se debe a un mejor entorno internacional, la estabilización de los *commodities*, y a una mejor expectativa empresarial y del consumidor. El Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI, 2016) indicó que el producto bruto interno (PBI) alcanzó 4.10% al cierre del quinto mes del 2016, cifra superior a la obtenida en los últimos 12 meses (4.02%, periodo junio 2015-mayo 2016). De esta manera, se registra un crecimiento constante y originado por el incremento de las actividades primarias y servicios, tal como se muestra en la Figura 1.

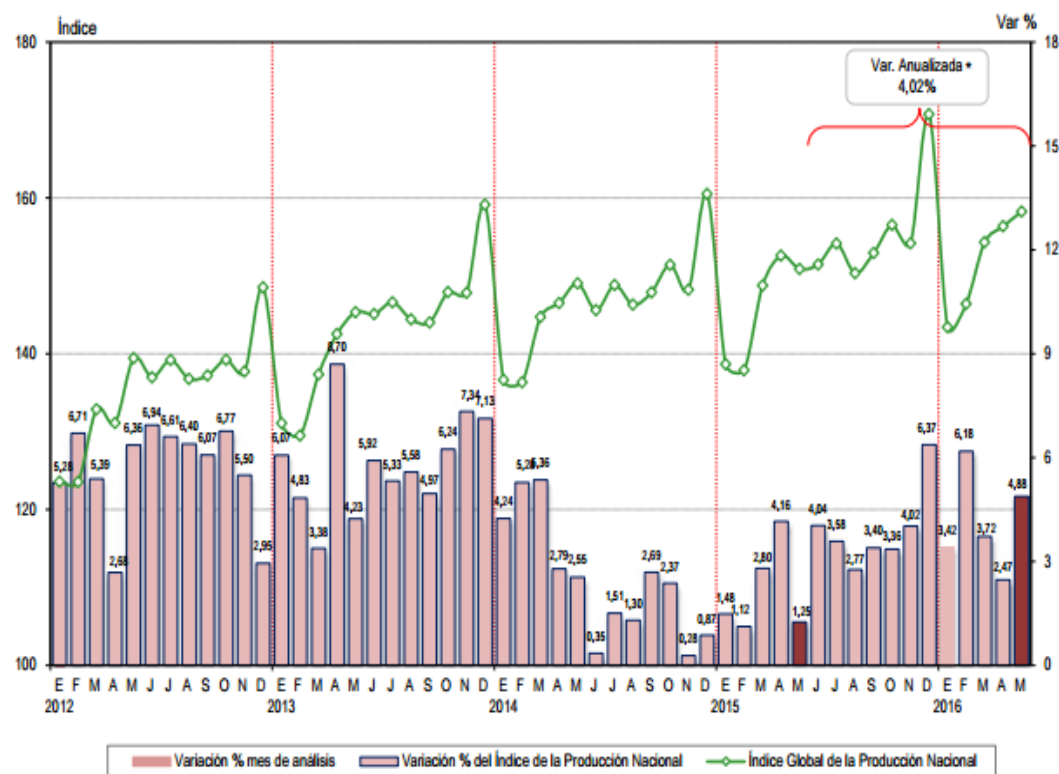


Figura 1. Evolución mensual del PBI 2012-2016.

Tomado de “Producción Nacional: Mayo 2016 (Informe Técnico N°07)”, por el Instituto Nacional Estadística e Informática (INEI), 2016a, p. 2. Recuperado de http://m.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n07_produccion_mayo2016.pdf

El INEI (2016a) indicó que el PBI registró un crecimiento de 4.88% si se lo compara con el de mayo 2015 (a diciembre 2015, 6.39%), como se muestra en la Tabla 2. Sustentado por el mejor desenvolvimiento de los demás sectores, excepto el sector agropecuario, pesca, y manufactura. El sector minería e hidrocarburos se expandió en 33.24%, impulsado por el crecimiento del cobre (63.9%) debido a los mayores volúmenes de procesamiento de Cerro Verde. El sector hidrocarburos presentó una mejora de 17.33% producto del mejor nivel de explotación de líquido gas natural el cual se incrementó en 45.5%. El sector electricidad, gas, y agua registró una variación de 7.06%, producto del incremento de la producción de electricidad debido a la mayor demanda de las mineras Las Bambas y Cerro Verde; el subsector gas se incrementó en 2.49% producto del crecimiento de las generadoras que presentó un crecimiento de 5.9% como se aprecia en la Figura 2.

El sector comercio presentó un crecimiento del 2.29% (3.6% a diciembre 2015) con lo que se manifestó dinamismo tanto del comercio al por mayor (e.g., venta de maquinaria pesada y repuestos del sector minero, entre otros), como del comercio al por menor (e.g., venta de electrodomésticos y artículos para el hogar, entre otros). El rubro de transportes se incrementó al 3.01% (2.15% a diciembre 2015), sustentado por el crecimiento del transporte por vía terrestre y tuberías; el sector telecomunicaciones, 0.15% (11.29% a diciembre 2015), explicado por el incremento de servicios de telefonía y anexos, así como por servicios de información por programación, y transmisión de radio y televisión relacionados con la segunda vuelta del proceso electoral 2016. Sin embargo, decrecieron los sectores de manufactura, con -7.2% (5.0% a diciembre 2015), debido a la menor producción fabril relacionada con productos marinos, del azúcar y de metales preciosos. El sector agropecuario disminuyó en -1.27% (crecimiento del 1.67% a diciembre del 2015), mientras que el sector de pesca disminuyó en -66.9% (crecimiento con 82.5% a diciembre 2015) (INEI, 2016a).

Tabla 2

Evolución del Índice Mensual de la Producción Nacional Diciembre 2015 y Mayo 2016

Sector	Ponderación	Variación porcentual 2015/2014		Variación porcentual 2016/2015	
		Diciembre	Enero–Diciembre	Mayo	Enero–Mayo
Economía total	100.00	6.39	3.26	4.88	4.10
DI	8.29	3.00	0.04	3.56	2.11
Total industrias (producción)	91.71	6.68	3.55	4.99	4.28
Agropecuario	5.97	1.67	2.84	-1.27	1.07
Pesca	0.74	82.54	15.87	-66.98	-48.11
Minería e hidrocarburos	14.36	22.36	9.27	33.24	20.64
Manufactura	16.52	5.02	-1.67	-7.24	-6.28
Electricidad, gas, y agua	1.72	10.06	6.21	7.06	9.60
Construcción	5.10	0.08	-5.86	5.55	2.63
Comercio	10.18	3.60	3.88	2.29	2.75
Transporte, almacenamiento, correo, y mensajería	4.97	2.15	2.27	3.01	3.49
Alojamiento, y restaurantes	2.86	3.23	2.95	2.35	2.64
Telecomunicaciones y otros servicios de información	2.66	11.29	9.31	0.15	8.39
Financiero, y seguros	3.22	10.13	9.71	6.27	8.01
Servicios prestados a empresas	4.24	4.08	4.52	2.04	2.58
Administración pública, defensa, y otros	4.29	4.78	3.80	4.64	4.71
Otros servicios ¹	14.89	4.42	4.37	4.11	4.36

DI = Otros impuestos a los productos. Adaptado de “Producción Nacional: Mayo 2016 (Informe Técnico N°07,” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2016a, p. 1, recuperado de http://m.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n07_produccion_may2016.pdf; y de “Producción Nacional: Enero-Diciembre 2015 (Informe Técnico N°02),” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2016b, p. 1, recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n02_produccion_dic2015.pdf

¹Incluye servicios mobiliarios y servicios personales.

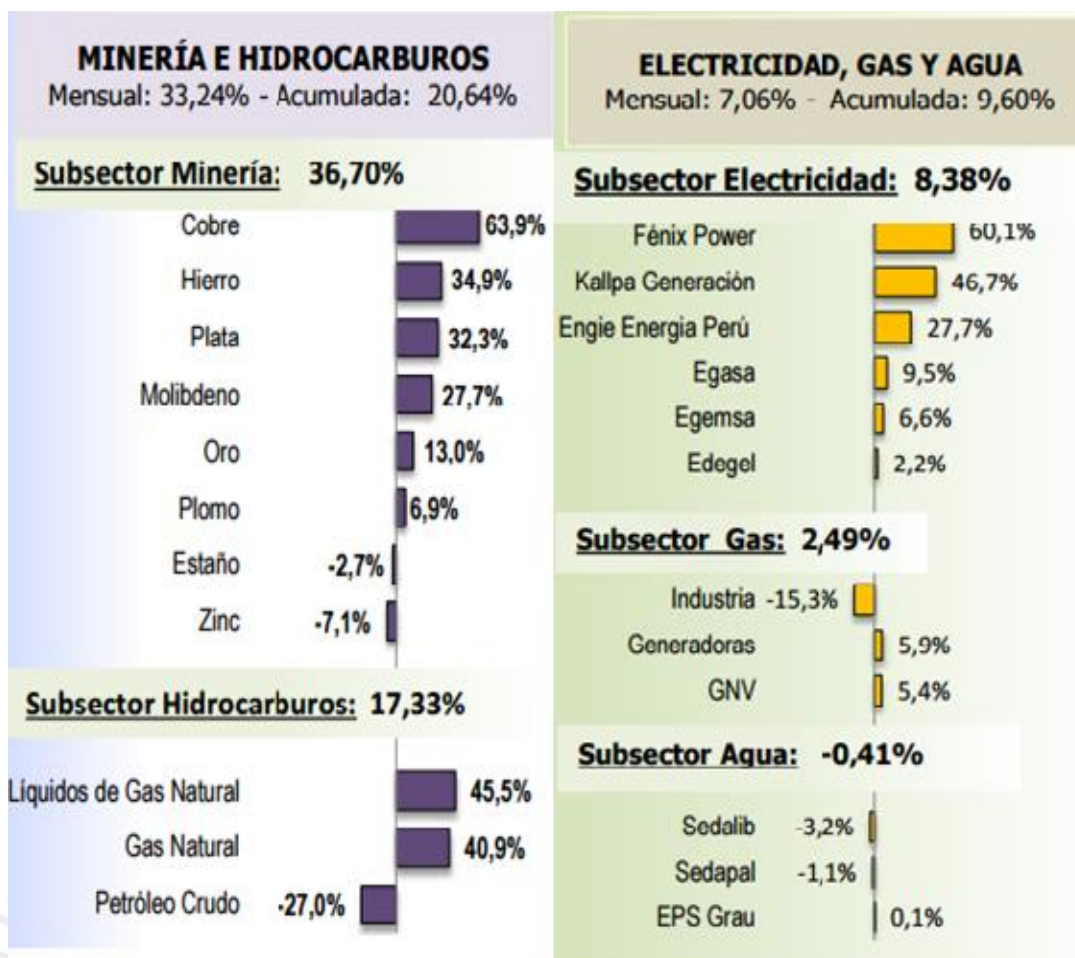


Figura 2. PBI minería e hidrocarburos–Electricidad, gas, y agua. Tomado de “Producción Nacional: Mayo 2016 (Informe Técnico N°07),” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2016a, pp. 4-5. Recuperado de http://m.inei.gov.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n07_produccion_may2016.pdf

El sector pesca disminuyó en 93.20% producto de la menor extracción de anchoveta para el consumo humano indirecto (CHI). Por otro lado, en el caso del consumo humano directo (CHD), se mostró un retroceso debido a la disminución de las especies para la elaboración del congelado (-24%), como concha de abanico, caballa, jurel, entre otros. Por el contrario, se incrementaron las especies para la venta en enlatados (41.7%), como de caballa, jurel, concha navaja, almejas; crecieron las especies para consumo en estado fresco (16.2%), como bonito, langostino, tollo, perico, pota, corvina; así como la preparación de curado el cual se incrementó en 396.5%, tal como se presenta en la Tabla 3.

Tabla 3

Pesca para Consumo Humano Indirecto y Consumo Humano Directo

Concepto	Ponderación	Variación 2015/2014		Variación 2016/2015	
		Diciembre	Enero-Diciembre	Mayo	Enero-Mayo
Consumo humano indirecto	62.20	100.00	60.34	-93.20	-84.99
Anchoveta	62.19	100.00	60.34	-93.20	-84.99
Consumo humano directo	33.26	-14.90	-4.43	2.75	-12.72
Congelado	14.76	-32.04	-19.04	-24.00	-31.80
Enlatado	2.34	6.84	-3.36	41.71	-5.01
Fresco	15.07	4.19	12.40	16.22	3.36
Curado	1.09	-11.37	1.23	396.50	101.94

Nota. Adaptado de “Producción Nacional: Mayo 2016 (Informe Técnico N°07,” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2016a, p. 1, recuperado de http://m.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n07_produccion_may2016.pdf; y de “Producción Nacional: Enero-Diciembre 2015 (Informe Técnico N°02),” por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2016b, p. 1, recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n02_produccion_dic2015.pdf

Asimismo, el BCRP precisó que los indicadores de crecimiento, tales como el PBI y la inflación, se han incrementado positivamente. En el 2016, el crecimiento del PBI será de 3.4% y el de la inflación, de 4%. En el 2017, el crecimiento del PBI será de 4.6% y de la inflación 3%. En el 2018 el crecimiento del PBI será de 4.2% y de la inflación de 2.8%. Estos indicadores concilian con lo indicado por otras bancas de inversión donde indican que dicha inflación está fuera de la meta fijada del BCRP. En este mismo sentido, el tipo de cambio se estima en S/.3.50 y S/.3.60 para el año 2016 y 2017, respectivamente. Para el año 2018 se estima un tipo de cambio de S/.3.65. Existe un déficit fiscal de 3%, que se estima se mantenga al terminar el año (BCRP, 2016).

En base a las expectativas macroeconómicas, el crecimiento se soportará por la expansión de los sectores primarios como pesca, minería y una recuperación de los sectores no primarios a pesar de la caída de los precios de la materia prima. Otro factor es el crecimiento del consumo interno y del crecimiento de los intercambios

comerciales que se vienen manifestando con otros países de Asia y de Europa. Ello nos permite la exportación de mayores productos diversificados (BCRP, 2016).

1.1.4 Sector pesca en el Perú

Biomasa, producción, y precios. Pesquera Exalmar (2016a) indicó que el Perú es el primer exportador de harina y aceite de pescado a nivel mundial. Cuenta con condiciones geográficas únicas resultantes de la convergencia de las corrientes de Humboldt y El Niño con un extenso litoral pesquero cuya extensión es mayor a 2,000 km, y una biomasa altamente reconocida por su calidad y diversidad. La biomasa hace referencia al peso total de una población de peces o un recurso pesquero. Para la estimación de la biomasa se realiza dos cruceros de investigación al año, con lo se determina la biomasa total y también la estructura por talla de los peces, como muestra la Figura 3.

La harina y el aceite de pescado en el Perú se producen de la especie anchoveta (*Engraulis ringens*), pez pelágico pequeño que habita en nuestras aguas frías y productivas de la corriente de Humboldt y que se distribuye a manera de dos unidades poblacionales: stock Norte- Centro (desde Paita hasta San Juan de Marcona) y stock Sur (desde Chala hasta Chile). La anchoveta es una especie no migratoria con presencia cercana a la costa, con un ciclo corto de reproducción (seis meses) y un ciclo de vida de tres años. Llega a la talla media de primera madurez cuando cumple un año de edad y alcanza los 12 cm de longitud (talla mínima para pesca del recurso); en tres años puede llegar a una talla máxima de 20 cm (Pesquera Exalmar, 2016a).

En el año 2009, desde la entrada en vigencia del sistema de cuotas individuales de pesca para la anchoveta, el país cuenta con un marco regulatorio efectivo que ha llevado al ordenamiento de la industria. También, este nuevo sistema de cuotas ha promovido mayores eficiencias productivas, ahorros en costos fijos, mejor planificación de la producción, y la diversificación del negocio al impulsar la

línea CHD. Dadas estas condiciones, el Perú es el primer productor y exportador de harina y aceite de pescado a nivel mundial; de esta manera, la acuicultura es el principal destino de uso de estos productos.

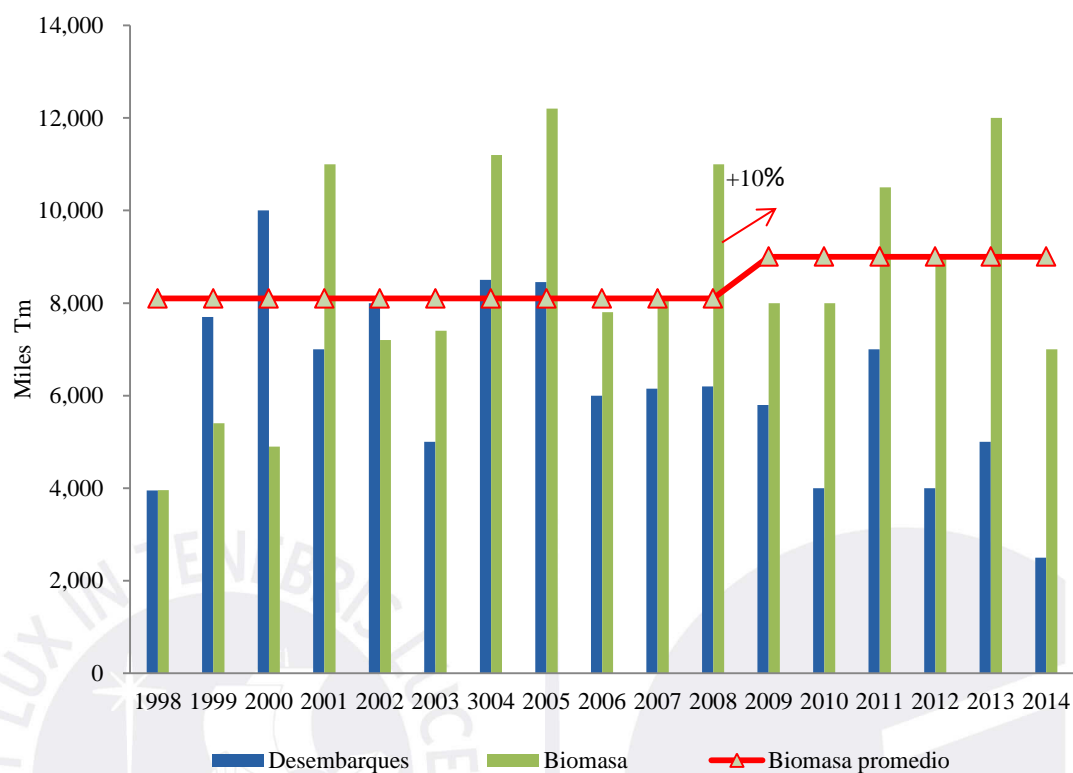


Figura 3. Biomasa de anchoveta (Tm).

Tomado de “Estrategias de Crecimiento Empresarial Mediante Opciones de Financiamiento en el Mercado de Capitales,” por Pesquera Exalmar, 2016b, p. 6. Lima, Perú: Autor.

La oferta mundial de los recursos pesqueros está limitada por una captura controlada debido a la necesidad de preservación del recurso y a restricciones de los países productores a favor de la protección del ecosistema marino. Por otra parte, la demanda mundial ha mostrado un crecimiento significativo en la acuicultura, especialmente en países asiáticos, en vista del crecimiento poblacional y una dieta alimentaria rica en recursos marinos, así como una importante demanda de alimento para animales. Por ello, se espera que el consumo de pescado continúe creciendo, impulsado por la creciente demanda de los mercados emergentes y las tendencias globales respecto a una alimentación más saludable.

Pesquera Exalmar (2016a) indicó que, debido a su alto contenido proteico y a su alta digestibilidad, la harina y el aceite de pescado son producidos a partir del procesamiento de la anchoveta, siendo la harina la principal fuente de alimento de la acuicultura y, en una menor proporción, de otras especies animales, como los cerdos. Adicionalmente, el aceite de pescado se ha visto favorecido en los últimos años por una nueva demanda para el CHD a través de su variante con Omega 3, comprobados sus beneficios en el sistema coronario y neurológico.

La mayor demanda de países asiáticos está acompañada por mayores índices de consumo per cápita de pescado en los países de Europa, y el gran potencial de consumo en países de África y Sudamérica. Asimismo, los patrones de consumo en países desarrollados por productos de mayor valor agregado crean un potencial de demanda para productos de CHD. De esta manera, las limitaciones de oferta en la captura de anchoveta y la creciente demanda de la acuicultura han llevado a un alza sostenida en los niveles de precios de la harina y del aceite desde hace varios años. Debido a la baja presencia de la acuicultura en el país, la producción se encuentra orientada al mercado externo; China es el principal destino de exportación del Perú para la harina pescado.

El Ministerio de Producción (PRODUCE) indicó que el desembarque de recursos hidrobiológicos, marítimos, y continentales por el periodo 2015 ascendió a 4,800 mil Tm, que representan un 35.8% mayor respecto al año 2014. Ello se debe a las mejores condiciones oceanográficas que permitieron la segunda temporada de pesca 2015. Esto es producto de las mejores condiciones ambientales, como una temperatura normal, la cual oscila entre 15 y 21 grados de temperatura, que benefició la captura de anchoveta. Esto también impactó al CHI, pues se presentó mayor desembarque de anchoveta; así, se consiguieron 3,616 mil Tm a comparación del 2014, cuando solo se obtuvo 2,257 mil Tm. Esto fue contrarrestado por el menor

desembarque de CHD, ya que se obtuvo 1,193 mil Tm (-7.13% respecto al 2014) (PRODUCE, 2015), como se muestra en la Tabla 4.

El procesamiento de recursos hidrobiológicos, marítimos, y continentales en el 2015 representó una producción total de 1,319 mil Tm respecto al año 2014 que representó un mayor incremento en 22.4% respecto al año 2014 como se aprecia en la Tabla 4. Así, fue el CHI el que más impulsó este crecimiento, tomando en cuenta que en el año 2014 no se autorizó la segunda temporada. Siendo su producción total en el 2015 ascendente a 940 mil Tm comparándolo con el 2014 donde solo se obtuvo 621 mil Tm, lo que corresponde a la producción de harina de pescado (89%) y de aceite crudo (11%), como efecto de la segunda temporada 2015. El procesamiento de harina de pescado se concentró principalmente en la zona centro, con mayor producción en Pisco (21.3%), Chimbote (15%), Callao (10.6%) Chancay (10.3%), Chicama (8.5%), y Tambo de Mora (8.4%). En el caso de los productos congelados, resaltan los extraídos en los puertos de Paita (49.9%), Sullana (8.5%), y Callao (7%) (PRODUCE, 2015).

Las exportaciones de recursos hidrobiológicos y marítimos en el 2015 registraron un volumen total de 1,259 miles Tm que representó 270 mil Tm menos respecto al año anterior (-18%) como se observa en la Tabla 4. Este resultado se explica por las menores ventas en CHI el cual se redujo en 22% en el 2015 con respecto al año anterior, la venta de CHD se redujo en 11% en el 2015 y otros el 46%. La exportación de los recursos hidrobiológicos, tanto para el CHD como para CHI en el 2014, fue destinada principalmente a seis países; en el caso de la harina de pescado, el mayor país de destino fue China, con una participación de 76%, como se señala en la Figura 4 y, en relación al aceite de pescado, el país de mayor destino fue Dinamarca con 54%, como se aprecia en la Figura 5.

Tabla 4

Desembarque, Procesamiento, y Exportación de Recursos Hidrobiológicos, Marítimos, y Continentales según Utilización (Miles TM)

Concepto	Tipo de utilización	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Variación (%) (15/14)
Desembarque	Consumo humano directo	1,104.1	1,952.4	1,269.9	1,165.0	1,250.4	1,285.4	1,193.7	-7
	Consumo humano indirecto	5,830.9	3,330.4	7,002.2	3,696.3	4,765.7	2,257.4	3,616.5	60
	Total	6,935.0	4,282.8	8,272.1	8,272.1	6,016.1	3,542.7	4,810.2	36
Procesamiento	Consumo humano directo	361.9	317.5	523.0	470.9	449.5	457.3	379.7	-17
	Consumo humano indirecto	1,636.0	961.5	1,973.4	1,050.0	1,289.4	621.4	940.2	51
	Total	1,997.9	1,279.0	2,496.4	1,520.9	1,738.9	1,078.7	1,319.8	22
Exportación	Consumo humano directo	351.8	281.1	434.7	498.4	464.5	492.28	438.29	-11
	Consumo humano indirecto	1,835.6	1,317.9	1,507.1	1,606.4	946.8	1,023.30	799.80	-22
	Otros	36.6	30.9	40.9	53.7	47.2	14.25	20.81	46
	Total	2,224.0	1,629.9	1,982.7	2,158.5	1,458.5	1,529.86	1,258.93	18

Nota. Adaptado de “Boletín Estadístico Pesquero,” por el Ministerio de la Producción (PRODUCE), 2015. Recuperado de <http://www.produce.gob.pe/images/stories/Repositorio/boletines/2015/12/pesca.pdf>

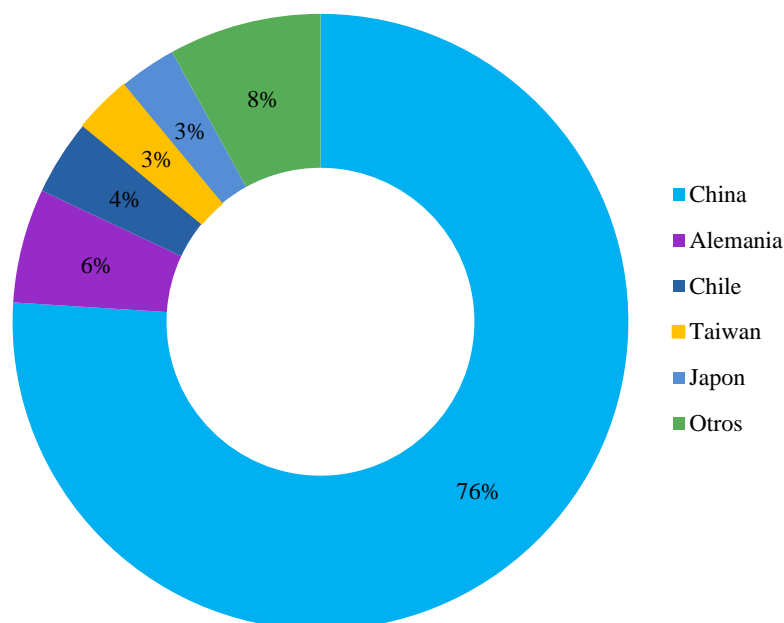


Figura 4. Exportación de harina de pescado según país de destino, 2015. Adaptado de “Memoria Anual 2015,” por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 17. Lima, Perú: Autor.

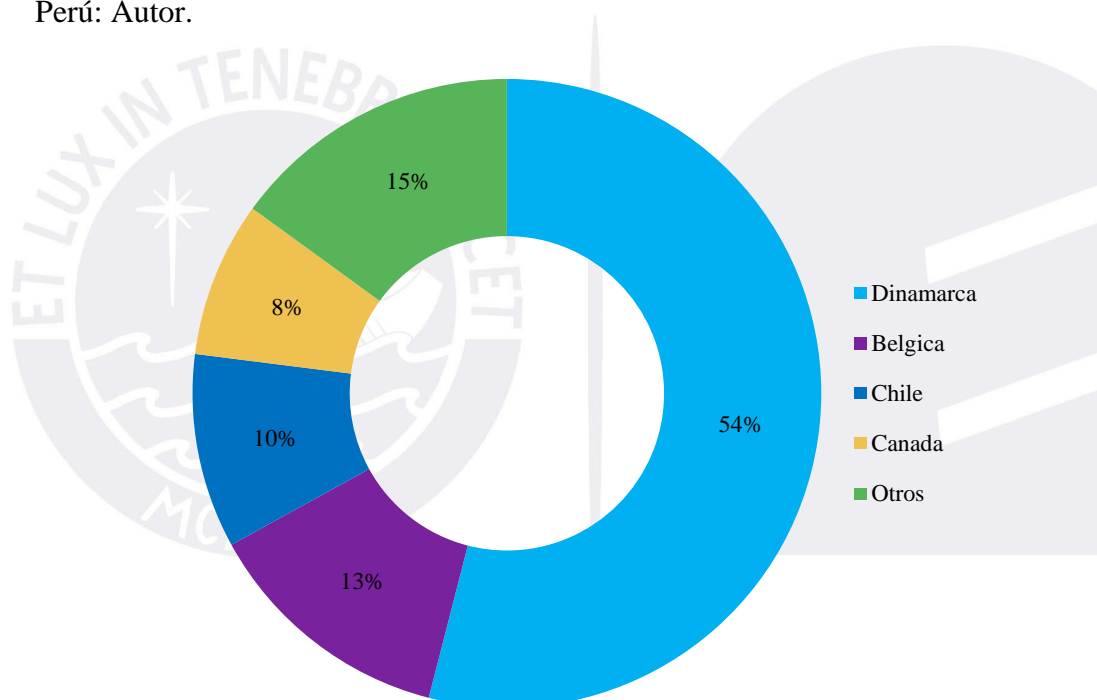


Figura 5. Exportación de aceite crudo de pescado según país de destino, 2014. Adaptado de “Memoria Anual 2015,” por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 17. Lima, Perú: Autor.

Si bien la producción de harina y aceite de pescado han perjudicado significativamente los precios, durante la campaña de la segunda temporada del año 2014, han alcanzado precios a su máximo nivel por el periodo de una década, y esto genera un mayor costo para los piscicultores de salmón y camarones. El precio de la

harina fue de US\$2,388/Tm a finales del año 2014, mientras que, a finales del año 2015, su precio fue de US\$1,704/Tm. El aumento de los precios ha originado que los acuicultores estén a la búsqueda de sustitutos más baratos, lo que origina que el porcentaje de la harina utilizada en la alimentación acuícola haya caído en los últimos años. Al revisar la fluctuación de los precios de la harina de pescado, éstos han tenido un comportamiento volátil, como se aprecia en la Figura 6, por el periodo año 2006 hasta junio 2016. A finales del 2006, llegó a US\$1,285 la tonelada; en el 2010, alcanzó casi US\$1,593 la tonelada; en el 2012, llegó a precio de US\$2,190 la tonelada; en el 2014 ascendió a US\$2,388 la tonelada luego, bajó en el año 2015 hasta US\$1,704 por tonelada; y, finalmente, a junio del 2016, llegó a US\$1,577 la tonelada (IndexMundi, 2016).

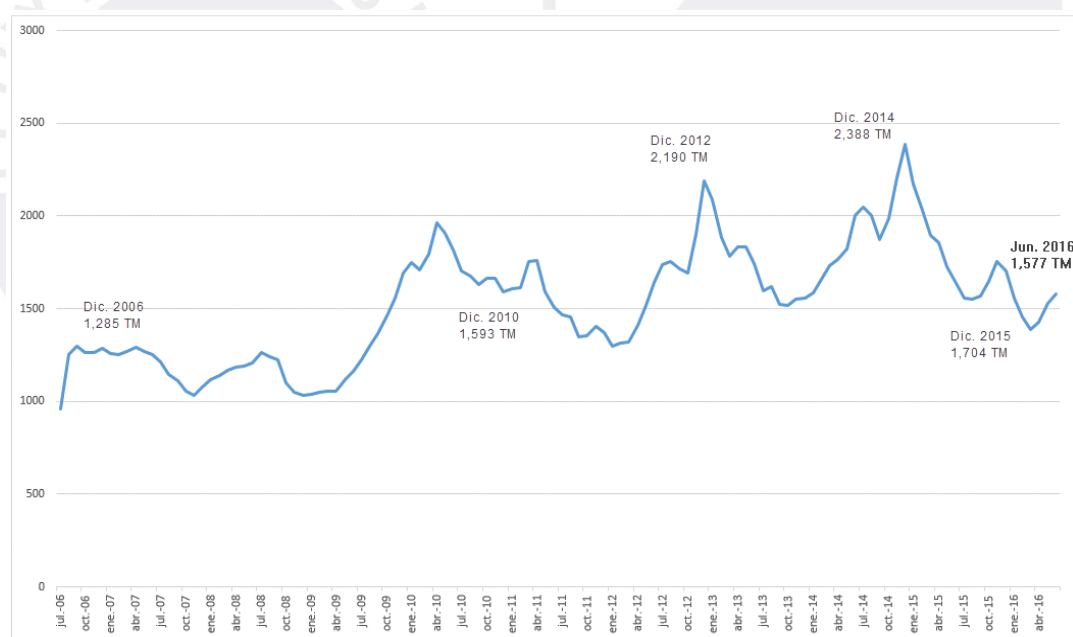


Figura 6. Harina de pescado precio mensual US\$/Tm. Tomado de “Harina de Pescado Precio Mensual: Dólares Americanos por Tonelada Métrica,” por IndexMundi, 2016. Recuperado de <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=harina-de-pescado&meses=120>

A continuación, se muestra la evolución de la producción de la harina de pescado desde el año 1997 hasta el 2015, en la que se observa que la producción

mundial se ha reducido casi un tercio así como el crecimiento de los productos sustitutos, según se aprecia en la Figura 7. Cabe resaltar, que estos productos sustitutos no tienen el nivel proteico que caracteriza a la anchoveta, el cual se detalla en el Capítulo II.

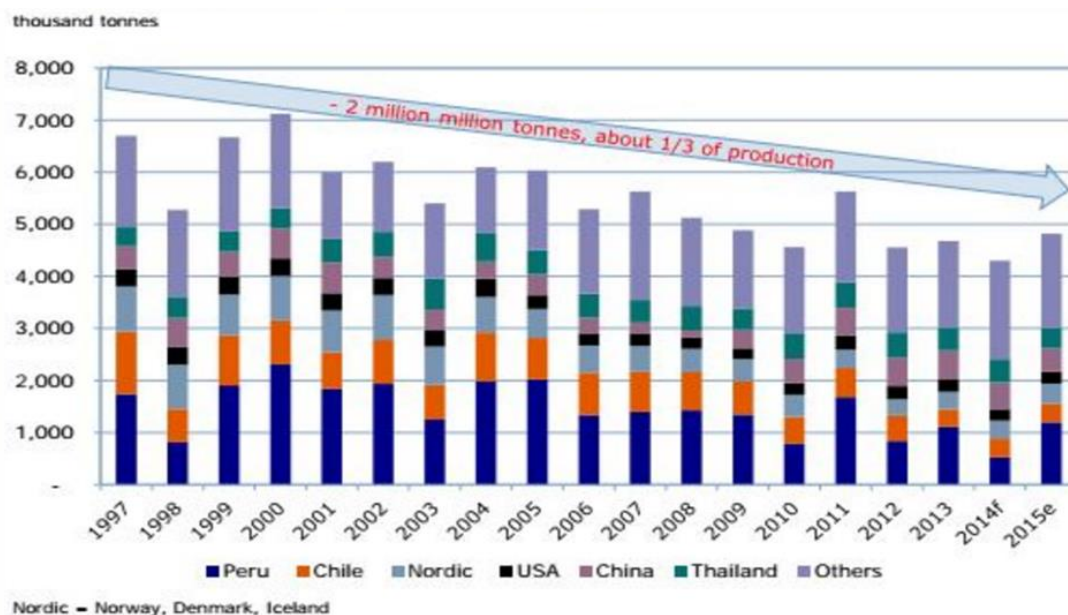


Figura 7. Disminución de la producción mundial de harina de pescado. Tomado de “Fishmeal Will Move from Being Commodity to ‘High-Price’, Strategic Marine Protein [La Harina de Pescado se Moverá de Ser Materia Prima a Proteína Marina Estratégica de Alto Precio],” por A. Villegas, 2015. *Undercurrent News*. Recuperado de <https://www.undercurrentnews.com/2015/06/09/fishmeal-will-move-from-being-commodity-to-high-price-strategic-marine-protein/>

Ambiente regulatorio. Pesquera Exalmar (2016a) indicó que PRODUCE es el ente rector del sector pesquero. Sus funciones están orientadas a administrar de forma racional los recursos, promocionar la producción pesquera y desarrollar la pesca en general. Asimismo, el Instituto del Mar del Perú (IMARPE) busca estudiar el ambiente y la biodiversidad marina, así como evaluar los recursos pesqueros y proporcionar información y asesoramiento para la toma de decisiones sobre la pesca, acuicultura y la protección del medio marino.

Al considerar el volumen y el tamaño de la infraestructura existente, se han declarado a la anchoveta y a la sardina como especies plenamente explotadas. Ello ha

implicado restringir el ingreso de nuevas embarcaciones pesqueras para que extraigan estas especies y se han otorgado autorizaciones solo para reemplazar flota ya existente. Los titulares de embarcaciones y establecimientos industriales pesqueros pueden transferir libremente estos activos, lo que implica necesariamente la transferencia de permisos y licencias otorgadas por el estado (las licencias y permisos son indesligables de los activos). Asimismo, se establecen dos períodos de veda al año para la anchoveta, los cuales varían de acuerdo con la disponibilidad del recurso y ciclo biológico de la anchoveta. Generalmente, las temporadas de pesca se establecen de mayo a julio, y de noviembre a enero.

La normativa del sector está contenida principalmente en la Ley General de Pesca (DL 25977) y en su Reglamento (DS 01- 94-PE); tienen por objetivo normar la actividad pesquera con el fin de promover su desarrollo sostenido como fuente de alimentación, empleo e ingresos, y asegurar un aprovechamiento responsable de los recursos hidrobiológicos. En el año 2008, se promulgó la Ley de Límites Máximos de Captura–Decreto Legislativo 1084 y su correspondiente Reglamento, lo que cambió el sistema de cuota global de captura a uno mixto, en el que se combinan el establecimiento de una cuota global de captura por cada temporada, y la asignación de límites máximos de captura por embarcación (LMCE) o cuotas individuales de pesca. Este sistema de cuotas se aplicó la primera temporada de pesca del año 2009 en adelante y permitió a cada embarcación autorizada extraer anchoveta, y hasta completar su cuota individual o un porcentaje de la captura total permisible (Exalmar, 2016).

Mediante este nuevo régimen, se busca proteger los recursos, debido a que, en los años anteriores al 2008, se presentó una carrera desmedida o “carrera olímpica”

entre los agentes participantes para acceder a la máxima proporción de la cuota global autorizada en el menor tiempo posible, lo que redujo significativamente los días de pesca. Este nuevo sistema significó un cambio no solo para las empresas, sino también para muchos tripulantes que, con la reducción de la flota pesquera, perdieron sus empleos con liquidaciones establecidas por el empleador. En el 2012, se emitieron el DS N°005-2012 y demás normas complementarias, mediante las cuales se establecieron zonas de reserva asignadas para la extracción de anchoveta para CHD; asimismo, se precisaron como embarcaciones artesanales las que cuentan con una capacidad de bodega de hasta 10 m³ y embarcaciones de menor escala a las de más de 10 m³ y hasta 32.5 m³ de capacidad de bodega. Se estableció que, entre las 0 y 5 millas, las embarcaciones artesanales estarían autorizadas a extraer anchoveta exclusivamente para el CHD; además, la zona entre las 5 y 10 millas estaría asignada a las embarcaciones de menor escala, las cuales deberían destinar preferentemente su pesca a CHD. Por otra parte, la pesca para la industria dedicada a la elaboración de harina y aceite de pescado sería realizada por embarcaciones mayores a los 32.5 m³ de capacidad de bodega, realizando sus faenas de pesca fuera de las 10 millas marinas (Exalmar, 2016).

En diciembre del 2013 se emitió el DS N°011-2013-PRODUCE, a través del cual se dispuso mantener las zonas de reserva asignadas para la extracción de anchoveta para CHD. Luego, en el 2015, mediante el DS N°001-2015- PRODUCE, se establece el régimen para la extracción del recurso anchoveta destinada al CHD en el sur. Dicha norma deroga el Decreto Supremo 001-2013-PRODUCE, con lo que se reduce la zona reservada destinada exclusivamente al CHD y se indica expresamente que la flota industrial realizará sus actividades fuera de la zona de reserva establecida desde la línea de la costa hasta la milla 5 (Exalmar, 2016).

1.2 Composición y Estructura Financiera del Sector

1.2.1 Periodo 2014-2013

El sector de la pesca ha pasado por diversas fluctuaciones, las cuales se debieron a factores ambientales o maniobras empresariales, como se aprecia en los Apéndices A y B. El fenómeno de El Niño ha afectado el nivel de biomasa, con lo que se obtuvo una menor cuota de anchoveta de 2.5 millones Tm en el 2015. En el caso del 2014 la cuota de pesca fue de 4.8 millones Tm que comprendió la segunda temporada del 2013 y la primera temporada del 2014, como se observa en la Tabla 5.

Tabla 5

Temporada de Pesca: Cuotas (Miles Tm)

Concepto	2014			2015		
	Primera temporada 2014	Segunda temporada 2013	Total	Primera temporada 2015	Segunda temporada 2014	Total
Cuota	2,530	2,304	4,834	2,580	-	2,580
Captura efectiva	1,679	2,274	3,953	2,508	-	2,508
Avance de cuota (%)	98.70	66.40	81.80	97.20	-	97.20

Nota. Tomado de "Memoria Anual 2015" por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 33. Lima, Perú: Autor.

Análisis de estados de resultados del sector pesca. Las seis principales empresas del sector pesquero representaron el 94% de los ingresos de actividades ordinarias en el año 2014 y en el año 2013 representaron el 81% del total del sector. Las compañías que vendieron mayor volumen de Tm fueron la compañía Tasa y Copeinca debido a las mayores licencias de pesca que obtuvieron con 14.2% y 16.9% respectivamente. En el año 2013, el mayor volumen de Tm vendidas lo tuvo Tasa y Austral, esta última debido a la línea CHD como se aprecia en la Tabla 6.

Tabla 6

Venta de Harina y Aceite de Pescado (Tm)

Empresa	2014	2013	Var. (%)	Total (%)
Tasa	269,704	232,689	16	26
Copeinca	219,214	137,598	59	21
Austral	173,813	290,795	-40	16
Diamante	120,206	116,922	3	11
Exalmar	111,203	91,531	21	11
Hayduk	102,264	126,132	-19	10
Total	996,404	995,667		
Total del sector	1'056,701	1'225,069		
% representativo	94	81		

Nota. Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

En el año 2014, las seis principales empresas presentaron un crecimiento en sus ingresos en 5% con respecto al 2013, como se aprecia en el Apéndice A. Las empresas que reflejaron este incremento fueron Exalmar y Copeinca; el incremento fue de 31% y 29%, respectivamente. Este aumento de ventas, en caso de Exalmar, se produjo por un incremento de 91,531 Tm a 111,203 Tm producto de un mayor stock inicial debido a la segunda temporada del 2013. En el caso de Copeinca, se debió a las mayores ventas de harina y aceite de pescado, con lo que se superó de 137,598 Tm a 219,214 Tm. Sin embargo, estos incrementos de ventas se vieron contrarrestados por la disminución en ventas de Austral en 22% y Hayduk en 11%. En el caso de Austral disminuyó de 290,795 Tm a 173,813 Tm y a una menor venta en el exterior de CHI. Hayduk disminuyó de 126,132 Tm a 102,264 Tm, como se aprecia a la

Figura 8.

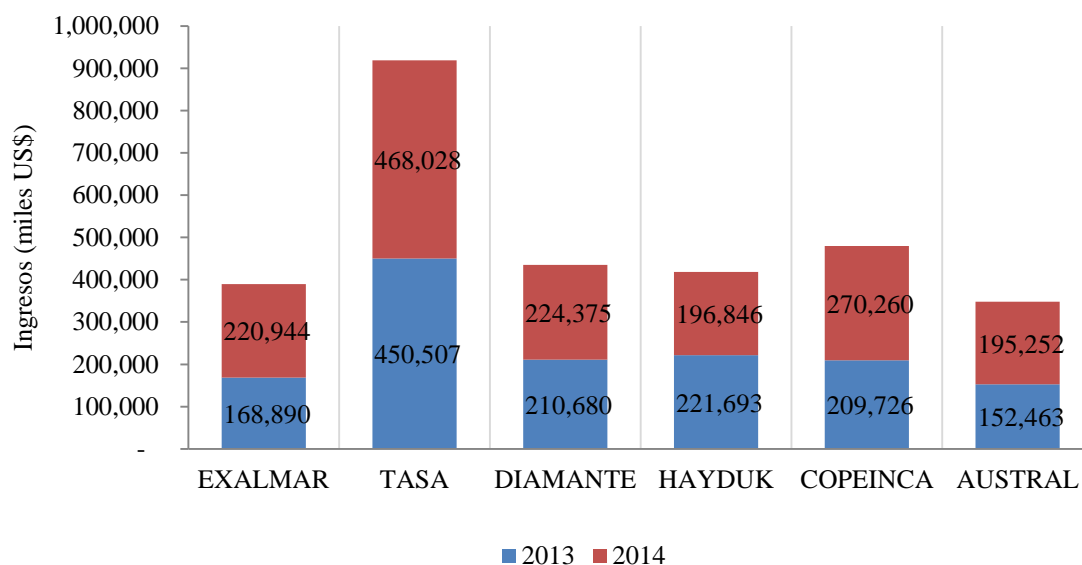


Figura 8. Ingresos de las seis principales empresas pesqueras. Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

En el sector pesca, el costo de ventas en el año 2014 representó un 78% de los ingresos de actividades ordinarias en comparación al año 2013 donde representó un 74% de las ventas, esto se dio como consecuencia de los periodos de veda, los cuales limitaron las capturas de especies, principalmente de la anchoveta, destinada a la producción de harina y aceite de pescado. En el año 2014, hubo 265 días de veda que incrementó los gastos de la misma; debido a que no hubo segunda temporada. Los gastos de veda fueron considerados como un costo no absorbido que se incluyó en el costo de ventas. En la Tabla 7, se aprecian los resultados financieros del sector pesca.

Tabla 7

Resultados Financieros del Sector Pesca en Proporción a los Ingresos de Actividades Ordinarias (%)

Empresa	Costo de ventas		Ganancia bruta	
	2013	2014	2014	2013
Exalmar	76	75	24	25
Austral	78	76	22	24
Tasa	70	83	30	17
Diamante	79	75	16	25
Hayduk	78	82	18	22
Copeinca	64	71	36	29
Sector	74	78	26	22

Nota. Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

Los gastos operativos del sector ascendieron a US\$254 millones y US\$208 millones en los años 2014 y 2013 respectivamente. Esto representó una disminución de US\$46 millones en los gastos operativos, las empresas Hayduk y Copeinca tuvieron mayor eficiencia en su gestión, como se muestra en la Figura 9. Los gastos financieros del sector disminuyeron en 24% con respecto al 2013, reduciéndose en US\$15 millones. Los gastos financieros disminuyeron por la reducción de Diamante en US\$17 millones, producto de la restructuración de sus pasivos. Cabe mencionar que, las empresas con mayor gasto financiero en el 2014 son Copeinca con US\$25 millones y Exalmar con US\$18 millones. Se alcanzó un incremento de gastos financieros en 5%, pasando de US\$17.5 millones a US\$18.3 millones, debido a los financiamientos obtenidos para cubrir los costos fijos generados por la suspensión de la segunda cuota del 2014.

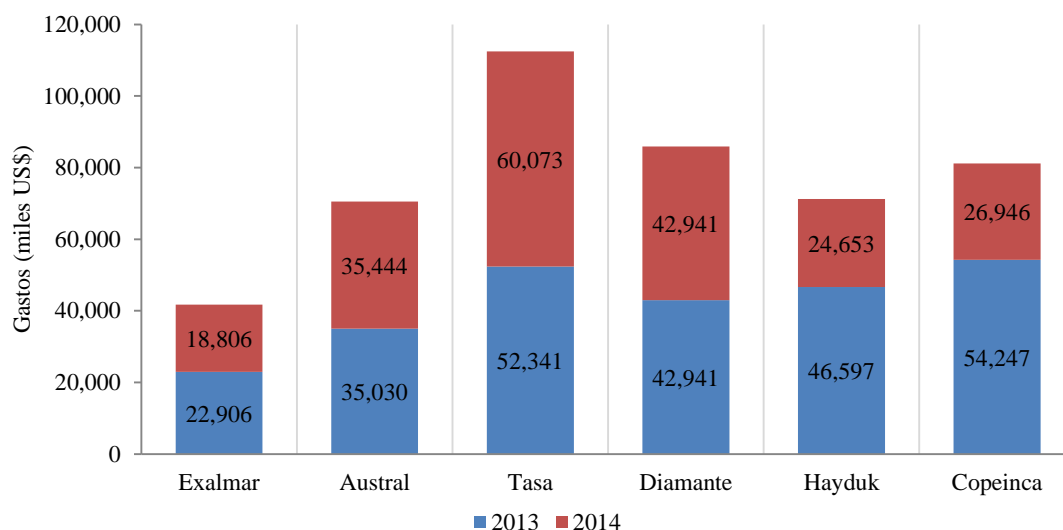


Figura 9. Gastos operativos del sector pesca.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

Análisis de los estados de situación financiera del sector pesca. Los activos del sector pesca del 2014 comparados con los del 2013 presentaron una reducción de 11% a partir de la disminución de sus activos corrientes en 34%. Las cuentas por cobrar comerciales e inventarios fueron los que más influyeron, con una reducción en 36% y 59%, respectivamente. Tasa redujo sus cuentas por cobrar comerciales en 36%; esta cuenta está conformada por operaciones de exportación.

Los pasivos del sector pesca han disminuido en 12% debido a la reducción de endeudamiento a través de entidades bancarias. Sus pasivos al corto plazo disminuyeron en 21%. Copeinca disminuyó sus obligaciones financieras a corto

plazo en 71%, los cuales se basaron en la disminución de warrant (préstamos garantizados con inventarios). Tasa disminuyó sus préstamos bancarios a corto plazo en 70% debido a la cancelación de préstamos a los bancos Scotiabank, Banco de Crédito e Interbank. La empresa Hayduk disminuyó sus préstamos bancarios en 59% y redujeron sus deudas con el Banco de Crédito del Perú (BCP), Banco Internacional del Perú, y Deutsche Bank. Con ello, el riesgo financiero que asumirán los accionistas por el no pago de las obligaciones disminuiría. Ver detalle por empresa en la Figura 10.

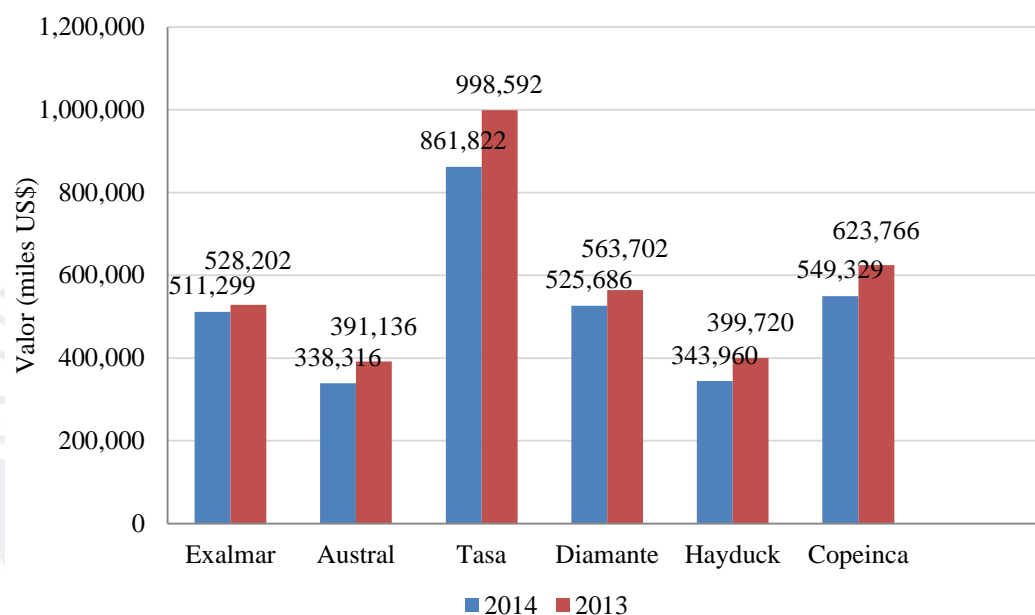


Figura 10. Total pasivo y patrimonio del sector pesca.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

1.2.2 Periodo 2015

Análisis de estados de resultados del sector pesca. En el año 2015, la compañía presentó un mayor nivel de ingresos con respecto a la empresa Austral. La reducción de sus ingresos ascendió en US\$64 millones para la compañía y US\$28 millones para Austral con respecto al año 2014, debido a que no hubo segunda temporada del 2014. Esta disminución de ventas de Austral y Exalmar se debió en parte a las menores exportaciones de harina de pescado y aceite de pescado a Asia, ver Figura 11.

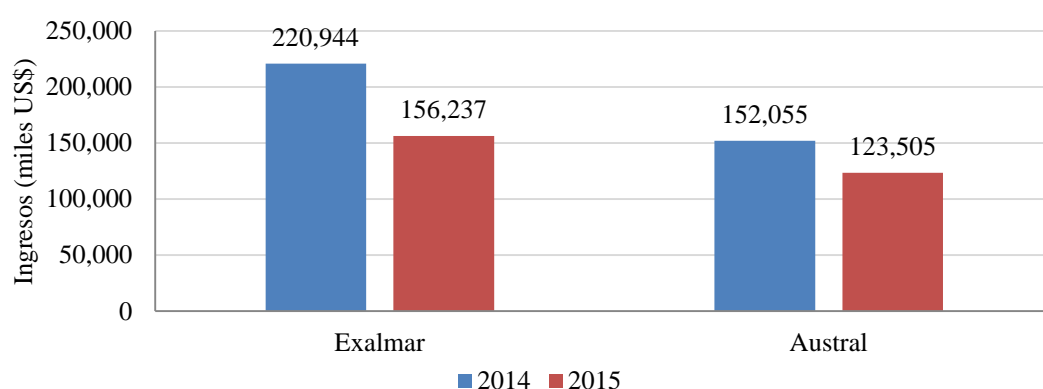


Figura 11. Ingresos ordinarios de la empresa Exalmar y Austral. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor.

En el año 2015, la compañía incrementó sus costos de ventas, como muestra la Tabla 8, debido a la suspensión de la segunda temporada de 2014 lo que originó mayores costos de producción por la baja utilización de capacidad instalada. En el caso de Austral, redujo su gasto de ventas a 76% en el 2014 a 68% en el 2015, producto del menor stock de inventario terminado y a los menores gastos de veda. Los gastos financieros de la compañía se incrementaron de US\$17.5 millones en el 2014 a US\$18.3 millones en el 2015, debido a los financiamientos tomados para cubrir los costos fijos del último trimestre del 2014. Por otro lado, Austral redujo sus gastos financieros de US\$2.89 millones en el 2014 a US\$2.87 millones en el 2015.

Tabla 8

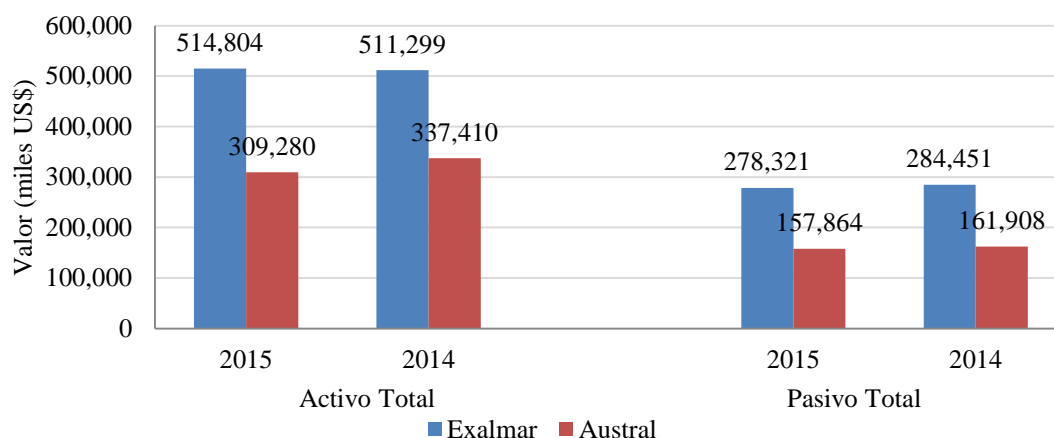
Costo de Ventas y Margen Bruto de Exalmar y Austral (%)

Empresa	Costo de ventas		Ganancia bruta	
	2015	2014	2015	2014
Exalmar	78	49	22	25
Austral	68	76	32	24

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor.

Análisis de estados de situación financiera del sector pesca. Los activos

totales de la compañía se incrementaron de US\$511 millones en el 2014 a US\$528 millones en el 2015, producto de mayores stocks de inventarios y mayores inversiones en maquinaria, planta, y equipo. Austral disminuyó sus activos de US\$337 millones en el 2014 a US\$309 millones en el 2015, debido a un mejor desempeño de sus cuentas por cobrar. Los pasivos de la compañía se redujeron de US\$284 millones en el 2014 a US\$278 millones en el 2015 y Austral presentó una reducción de sus pasivos total de US\$162 millones en el 2014 a US\$158 millones en el 2015 debido a una mejor reestructuración de sus obligaciones financieras (ver Figura 12).

**Figura 12.** Activo y pasivo total de la empresa Exalmar y Austral.

Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor.

1.3 Análisis Financiero y Comparables Sectoriales

1.3.1 Periodo 2014-2013

El análisis financiero de la compañía con el sector se ha realizado por los años 2013 y 2014 comparados con el sector, demuestran un mejor performance financiero. Entre las empresas consideradas para el promedio del sector, se destacan las siguientes: Tecnológica de Alimentos-TASA, Corporación Inca - Copeinca, Pesquera Austral, Pesquera Diamante, y Pesquera Hayduk. Entre los ratios financieros más importantes destacan:

Ratios de liquidez. Se han mantenido estables, tal como se observa en la Figura 13, las empresas que muestran un mejor ratio de liquidez son las empresas Exalmar, Tasa y Austral cuyo ratios oscilan entre 1 y 1.5 debido a una mejor disposición de caja e inventarios. Con respecto al año 2013 las empresas que muestran mejor ratio de liquidez son Exalmar y Copeinca las cuales muestran un ratio superior a 1.3, debido a las mayores existencias y cuentas por cobrar relacionadas respectivamente. El 80% de las cuentas por cobrar del sector están garantizadas con cartas de crédito y el 20% es objeto de las cobranzas bancarias (30% y 70%, respectivamente, en 2013). La calidad de la cartera es buena, ya que los nuevos clientes son evaluados exhaustivamente, y se les asigna una línea de crédito adecuada.

Ratios de endeudamiento. Están alineados con los del sector, tanto en la compañía y otras empresas del sector. Como se aprecia en la Figura 14, las compañías que muestran mayor grado de endeudamiento son las pesqueras Copeinca y Hayduk debido a las mayores deudas contraídas con los bonistas y préstamos sindicados respectivamente. Asimismo, en el sector las deudas se obtuvieron para capital de trabajo y para realizar algunas inversiones cuyos porcentajes de deuda están entre 40% al 60%. En el caso de la compañía y Copeinca, cuentan con ciertas restricciones de indicadores que deben cumplir resaltando que, en dichos años, estas empresas solicitaron el permiso o *waiver* para incumplir con estos ratios.

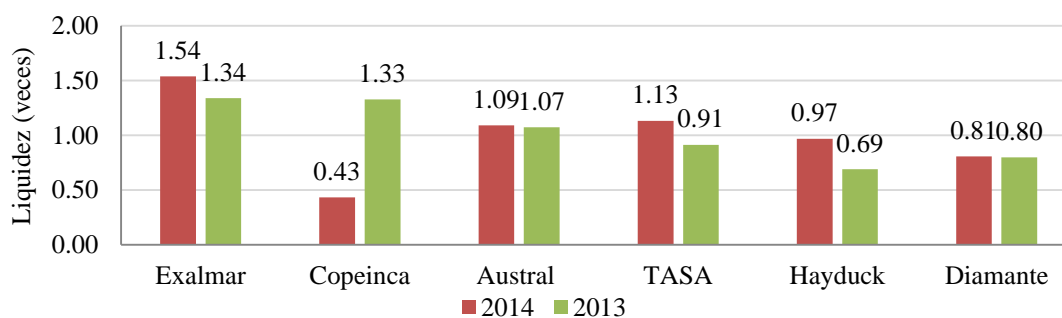


Figura 13. Ratio de liquidez.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

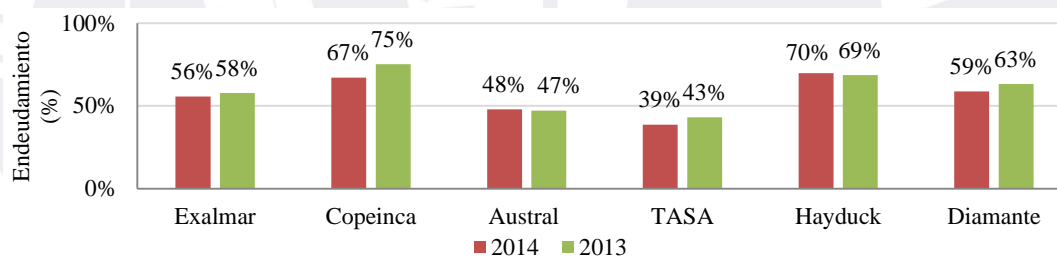


Figura 14. Ratio de endeudamiento.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

Capital de trabajo. Las compañías presentan un mejor ratio de capital de trabajo a excepción de las empresas Pesquera Diamante y Pesquera Hayduk, como se visualiza en la Figura 15, las cuales tienen pasivos corrientes mayores a su activo corriente debido a los préstamos adquiridos a través de *warrants* y pagarés bancarios para cumplir con sus pasivos corrientes.

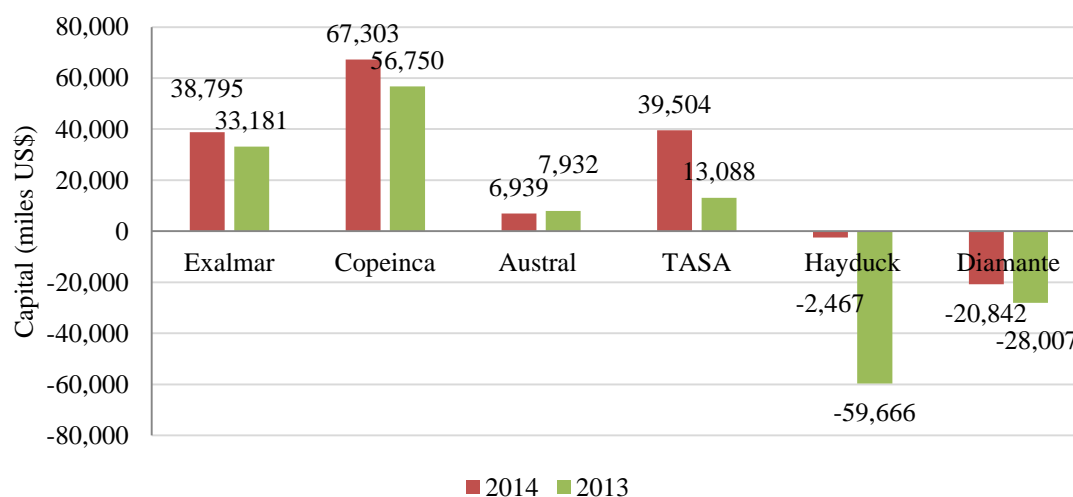


Figura 15. Capital de trabajo.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

Ratios ROE y ROA. También presentan resultados relativamente superiores al mercado, superado en el 2014 por Copeinca, según Figura 16. En el caso del ROE, confirma la rentabilidad de los fondos propios, mientras que ROA demostró la buena capacidad de sus activos para la generación de ingresos operaciones del *core business*.

La comparación de ambos ratios en el 2014 genera un resultado positivo del efecto de apalancamiento. Es decir, el ROE es mayor que ROA; esto precisa que la financiación de parte del activo con deuda ha posibilitado el crecimiento de la rentabilidad financiera.

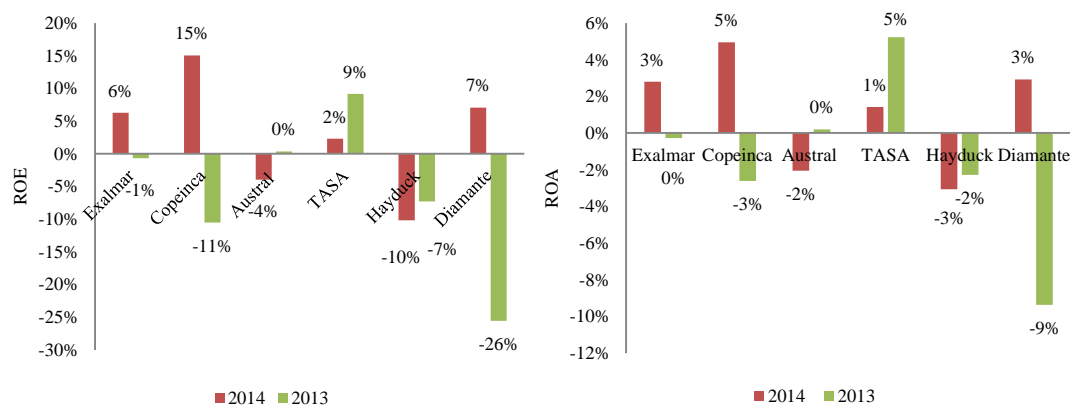


Figura 16. Rentabilidad del sector (ROE y ROA).

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

El ratio EBITDA (earning before income, tax, depreciation, and amortisation).

Mide la capacidad de generar caja o efectivo para cubrir las necesidades operativas de las empresas a corto plazo. Los *chief financial officer* (CFO) de las empresas evalúan periódicamente este ratio con el objetivo de realizar los pagos y obligaciones inclusive en aquellos años en los que se produce el fenómeno de El Niño. Las empresas que lideraron en este ratio fueron Copeinca y Diamante en el año 2014; y Tasa en 2013,

como se muestra en la Figura 17. Esto producto de mejores precios de venta y a una reducción de gastos operativos.

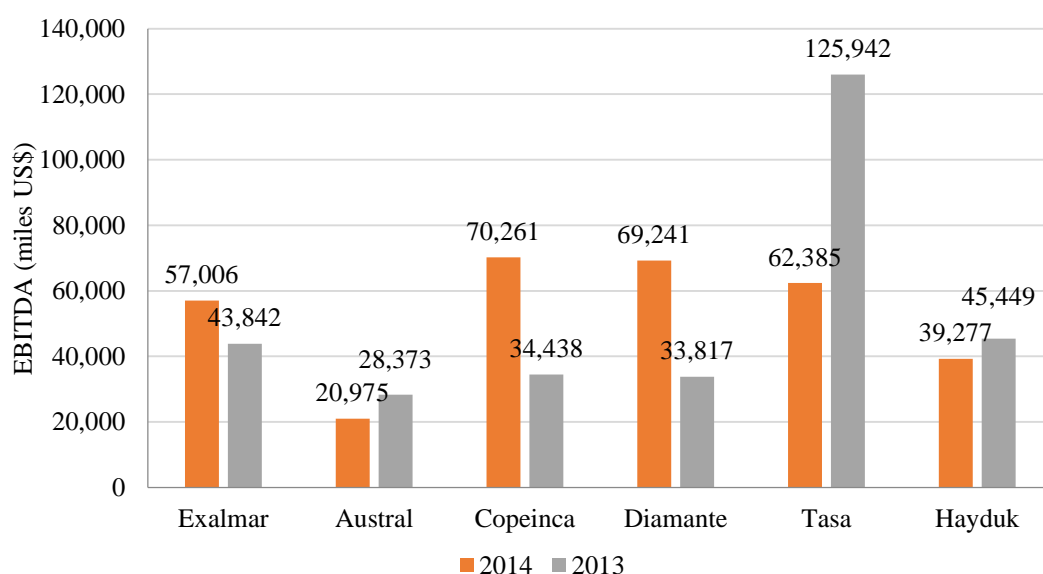


Figura 17. EBITDA.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

El análisis de los márgenes ha considerado las ganancias brutas, de operación y neta; y presentaron resultados variados. Principalmente, estos ratios fueron impactados por el efecto del fenómeno de El Niño, que impactó en la determinación de la cuota para cada año. La menor cuota de pesca asignada para cada empresa pesquera, la volatilidad del precio de venta de la harina y aceite de pescado, y la eficiencia de sus flotas de barcos y plantas. Cabe resaltar que, a pesar de que Exalmar

y Austral contaban con la unidad de negocio CHD, no obtuvieron los resultados financieros esperados. Respecto al año anterior, no se ven grandes fluctuaciones como se visualiza en la Tabla 9.

Tabla 9

Márgenes Ingresos/Ganancia Bruta, Ingresos/Ganancia de Operación, Ingresos/Ganancia Neta (%)

Empresa	Ingresos/ Ganancia bruta		Ingresos/ Ganancia de operación		Ingresos/ Ganancia neta	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Exalmar	25.5	24.2	16.9	13.9	6.5	-0.9
Copeinca	28.6	35.8	18.7	9.9	10.1	-7.7
Austral	24.2	22.5	0.9	3.9	-4.6	0.4
TASA	17.2	30.1	4.3	18.5	2.6	11.6
Hayduk	17.8	22.3	-1.4	1.3	2.6	11.6
Diamante	25.3	16.2	12.1	-4.2	2.6	11.6

Nota. Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

En relación al margen / EBITDA, según la Figura 18, el EBITDA en el sector oscila entre el 15% y 30%. Vale destacar que, en el 2014, Diamante obtuvo casi un 30%, mientras que Tasa y Austral bordearon el 15%. En el 2013, Tasa obtuvo el mayor EBITDA, alcanzó casi el 30% del margen. En el caso de la compañía, esta se caracteriza por ser estable en los años 2014 y 2013, con un 26%; el 2015 no superó el 20%, debido a que no hubo segunda temporada en el 2014. Este menor EBITDA sumado a los resultados negativos de la línea del CHD, repercutieron en una menor ganancia neta del 2015.

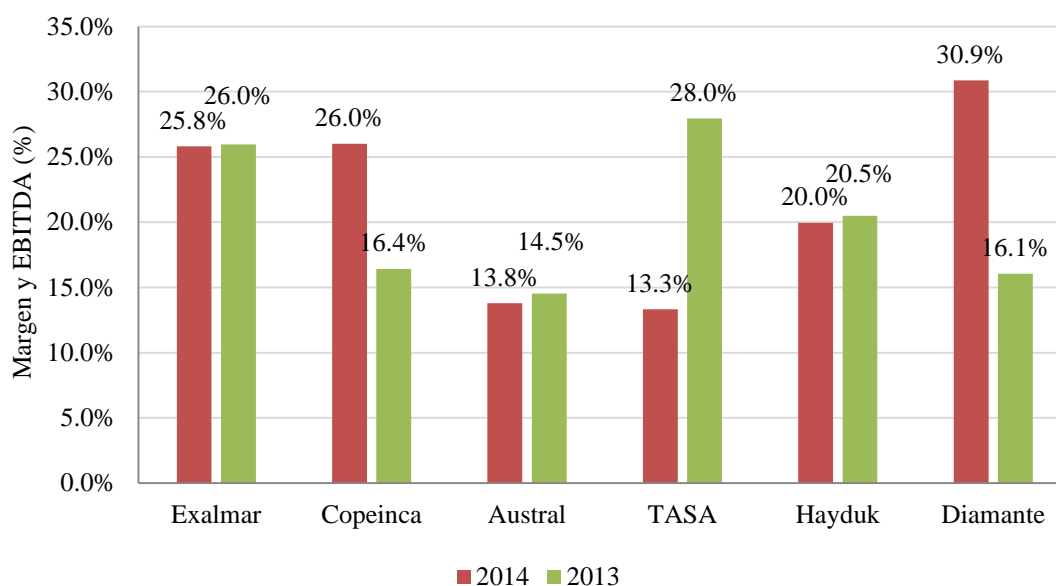


Figura 18. Ratio margen y EBITDA.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

Los indicadores financieros claves que los Chief Financial Officer (CFO) del sector pesca supervisan constantemente son los ratios de cobertura de deuda y la cobertura de intereses, como se detallan en el Apéndice U y V. En relación a la cobertura de deuda, la compañía y Copeinca se encuentran apalancadas cuyo EBITDA es de 6 y 7 respectivamente en el año 2013 y el en el año 2014 obtuvieron un mejor EBITDA de 4 y 2 veces, debido a las mayores ventas. Cabe resaltar que la compañía mantiene una deuda debido a la emisión de bonos ascendentes a US\$200 millones que provienen del año 2013, como se aprecia en la Figura 19.

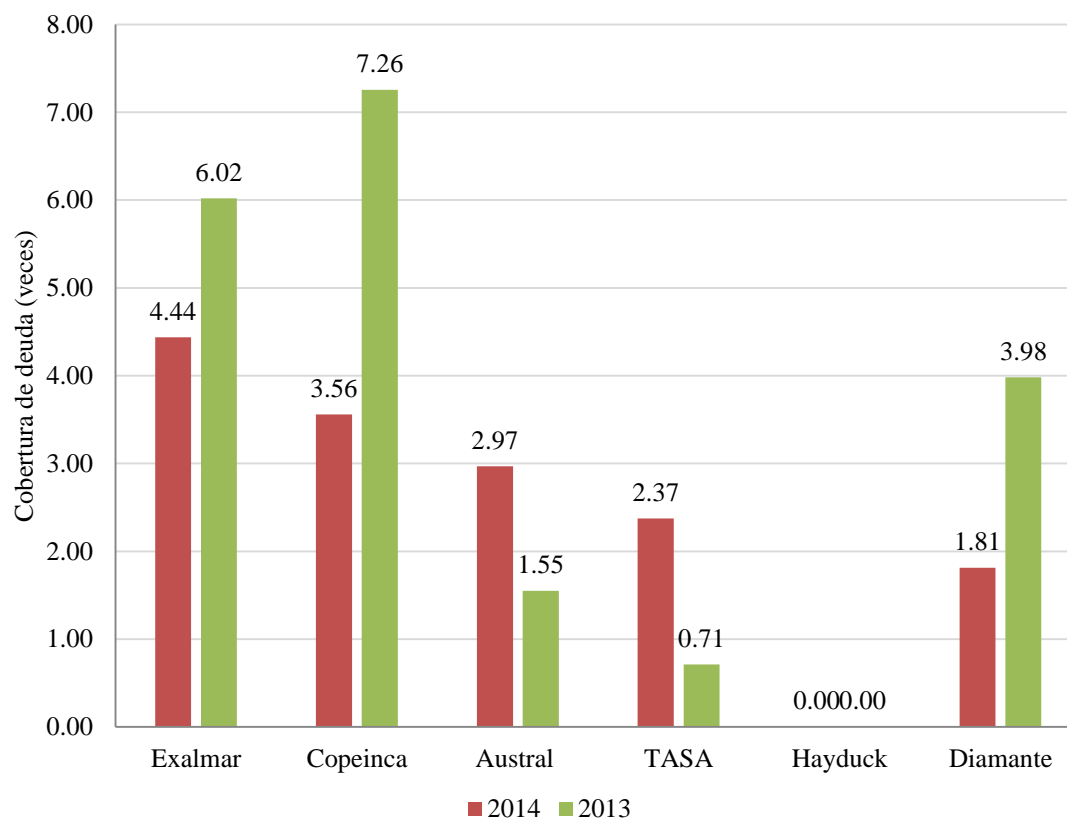


Figura 19. Ratio cobertura de deuda.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

La cobertura de interés resulta de dividir el EBITDA/ Gastos financieros, que indica las veces que puede endeudarse la compañía. En el año 2014 las empresas que presentan mayor ratio de cobertura son Tasa y Austral que exceden un ratio de cinco veces. En el año 2013 la compañía que obtuvo un ratio de cobertura que excede un ratio de 10 veces es la compañía Tasa tal como se aprecia en la Figura 20.

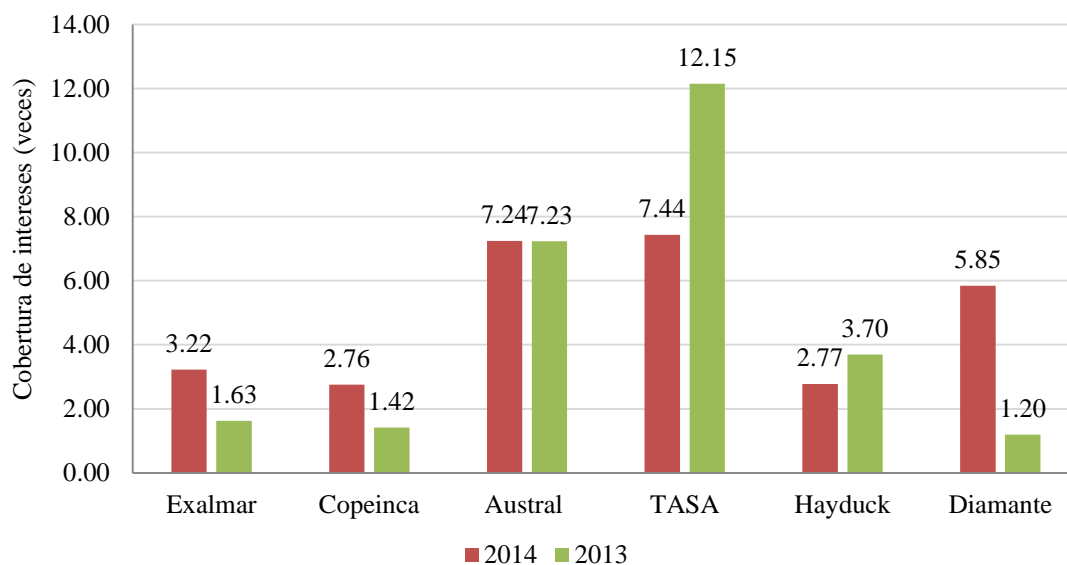


Figura 20. Ratio cobertura de intereses.

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Hayduk S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015c, Lima, Perú: Autor.

1.3.2 Periodo 2015

En el año 2015, el análisis financiero de la compañía se realizó con la empresa Austral, debido por la información disponible en la SMV. El ratio de liquidez de Austral presenta un mejor ratio que la compañía, debido por sus inventarios y su efectivo en caja ver Figura 21. Asimismo, Austral ha reestructurado sus obligaciones financieras llevándolas a largo plazo. En el año 2014, la compañía muestra un mejor ratio de liquidez respecto a Austral, debido a una mayor caja disponible y a las cuentas por cobrar.

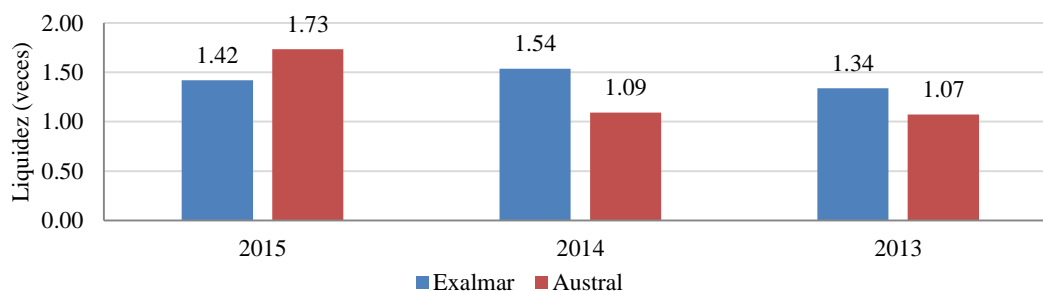


Figura 21. Liquidez general de la empresa Exalmar y Austral.

Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015b, Lima, Perú: Autor.

En el año 2015 el capital de trabajo, se muestra similares ratios en ambas compañías, como muestra la Figura 22, debido a los mayores inventarios y cuentas por cobrar. Con respecto al 2014, la compañía mostro un mejor ratio de capital de trabajo, debido a los mayores saldos de caja, cuentas por cobras e inventarios. En el caso de Austral, los activos corrientes se muestran superior al activo corriente.

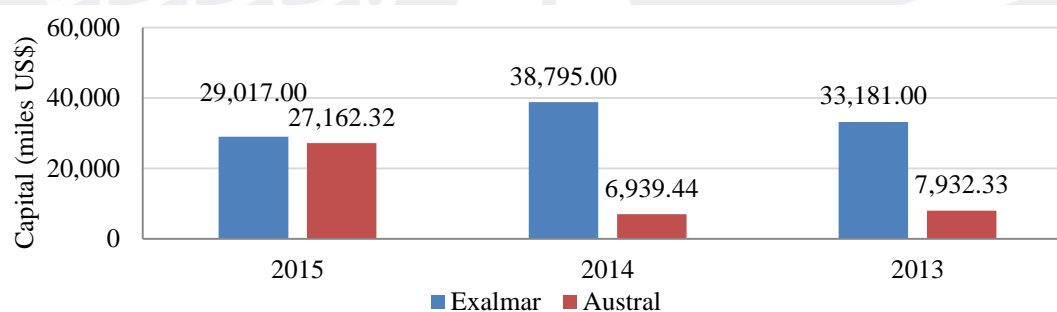


Figura 22. Capital de trabajo de la empresa Exalmar y Austral.

Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015b, Lima, Perú: Autor.

En relación a la cobertura de deuda, la compañía y Austral se encuentran apalancadas, cuyos ratios fueron de 6 y 3 respectivamente en el año 2015 (4 y 3 en el año 2014), debido a la disminución en los ingresos de actividades ordinarias, como muestra la Figura 23. La cobertura de interés de la compañía presentó menor ratio de cobertura que Austral en el año 2015, con un diferencial de nueve puntos. En el año 2014, la compañía obtuvo un ratio de cobertura menor en cuatro puntos en comparación con el de Austral que presentó un ratio de 7.2.

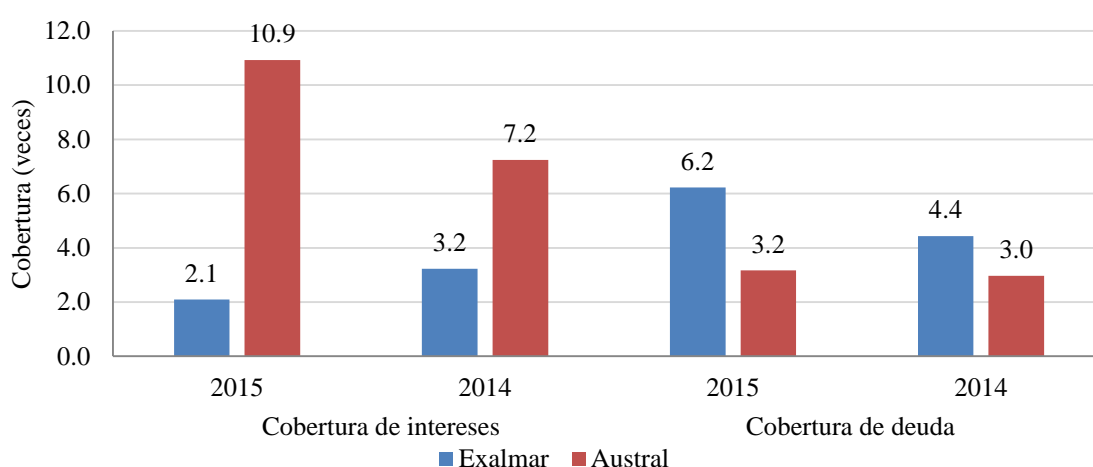


Figura 23. Ratio de cobertura de intereses y cobertura de deuda.

Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016b, Lima Perú: Autor; y de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015b, Lima, Perú: Autor.

1.4 Resumen del Capítulo

La economía mundial mantendrá un crecimiento moderado para los siguientes años, entre las variables que se deberán monitorear están: (a) la desaceleración de la economía China, (b) la volatilidad del precio del petróleo, (c) la variación de precios de los metales y materias primas, y (d) la tasa de referencia de los Estados Unidos con su impacto en la apreciación del dólar. La deflación de varias economías, los últimos

cambios en la Eurozona y la realidad del continente asiático merecen también ser revisados debido al impacto que generarían en el sector pesca, así como en las exportaciones de la Compañía. En relación al crecimiento en Latinoamérica, las expectativas de crecimiento se presentan bastante débiles afectando a los países que dependen de las exportaciones siendo el caso de Perú y de la compañía. En cuanto a las perspectivas de crecimiento de Perú se espera un 3.4% para el 2016 y 3.5% para el 2017, siendo el sector pesca el que menos contribuye debido a la ocurrencia del fenómeno El Niño afectando a la temporada de pesca.

En relación a los resultados financieros del sector pesca se identifican que los Ingresos de actividades ordinarias se incrementaron en 5% en 2014 comparado con el 2013 explicado por la venta de CHI de Exalmar y Copeinca (venta de los stocks finales de la segunda temporada 2013). Los costos de ventas del sector también se incrementaron en 10% principalmente por los costos de veda causando un deterioro de la ganancia bruta del 9%. En el estado de situación del sector pesca se observó una disminución de activos y pasivos, ambos de corto plazo debido al menor nivel de cuentas por cobrar, así como por la disminución de warrants.

El análisis financiero de la compañía en sus diferentes estados financieros analizados por el periodo 2009 al 2015 han demostrado que se efectuaron inversiones importantes de activos, incrementándose en un 87.6% y las cuales fueron financiadas a través de emisión de bonos; que presentó un ligero incremento del porcentaje del costo venta sobre ingresos de actividades ordinarias hacia el 2015 como también se observaron cambios en los niveles de los gastos operativos como de los gastos financieros producto de ajustes y nuevas obligaciones. En relación a costo unitario por tonelada del costo de ventas se observó un significativo cambio, de casi 100%, justificado por las compras de cuota las cuales resultan más costosas para la compañía.

Para la elaboración del presente documento se han considerado en forma importante los ratios que impactan en la creación de valor como: (a) el ROIC, (b) EVA, (c) EBITDA, (d) los ratios de solvencia de cobertura de deuda, (e) cobertura de intereses, y (f) el valor fundamental de la acción.



Capítulo II: Análisis de la Empresa

2.1 Descripción de la Empresa

2.1.1 Breve historia

Pesquera Exalmar (2016a) es una empresa peruana líder del sector pesquero enfocada en la extracción, transformación, y comercialización de recursos hidrobiológicos para CHD y CHI. Busca la sostenibilidad a largo plazo en base a la calidad de sus productos, los cuales están orientados a los mercados del exterior. Esta es la cuarta empresa del sector pesquero en términos de procesamiento de harina y aceite de pescado, fundada en el año 1992, en el que se construyó la primera planta procesadora de harina de pescado en el puerto de Casma (Ancash). Luego de participar en un proceso de privatización convocado por el Estado peruano, concretó la compra de la empresa Pesca Perú Huacho S.A. a través de la empresa Pesquera María del Carmen S.A., cuyo activo principal era la actual planta de Huacho. En noviembre de ese mismo año, se constituyó la compañía.

El 5 de enero de 1998, se llevó a cabo la fusión de las demás empresas del señor Víctor Matta Curotto (director): Pesquera Alfa S.A., Pesquera María del Carmen S.A., y Pesca Perú Huacho S.A. con Pesquera Exalmar S.A. Ese mismo año, se adquirió Pesquera Culebras S.A. y se construyó la planta de Chicama (La Libertad), la cual empezó a producir al año siguiente. Asimismo, realizó adquisiciones en flota, las cuales representaron -al cierre del año 2000- una capacidad total de bodega de 5,257 m³ (Pesquera Exalmar, 2016a).

En el año 2004, incursionó en el mercado de capitales a través del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo con cuatro emisiones por un total de US\$11.5 millones que fueron completamente pagados y retirados en el 2006. Los fondos de dichas emisiones fueron utilizados para el financiamiento de capital de trabajo. En el año 2006, adquirió una planta en Chimbote (Ancash) y cuatro

embarcaciones pesqueras de propiedad de Pesquera San Francisco S.A. y Pesquera Cabo Peñas S.A., las cuales habían sido alquiladas desde el 2004, las mismas que le permitieron incrementar su capacidad de procesamiento total a 374 Tm/h y su capacidad de bodega total a 8,155 m³; esto representó un significativo incremento en flota de 55.1%. El exitoso desempeño de la compañía y su proceso de consolidación dentro de la industria pesquera atrajo el interés del fondo de inversión privado Citigroup Venture Capital International, el cual adquirió el 22.71% del capital social mediante el aporte de US\$30.0 millones en 2007. Estos fondos fueron utilizados para la compra de embarcaciones y de plantas (Pesquera Exalmar, 2016a).

En 2008, efectuó la importante adquisición del 50% de las acciones de Cormar S.A. a través de la BVL. Los recursos para esta adquisición fueron obtenidos de un préstamo sindicado internacional por US\$80 millones liderado por West LB. Durante ese mismo año, el Gobierno peruano perfeccionó el marco regulatorio de la pesca de un régimen general para toda la industria a un sistema de cuotas individuales de pesca, el cual entró en vigencia a partir del año 2009. Bajo este nuevo marco, al titular de una licencia se le asignó un porcentaje máximo de captura por embarcación (PMCE) sobre la base de su capacidad de flota y de los volúmenes históricos de captura durante los cuatro años anteriores. Esto marcó para la compañía el inicio de la extracción de pesca para CHD a través de tres embarcaciones con una capacidad de bodega total de 1,266 m³, las cuales fueron especialmente acondicionadas con sistemas de frío (Pesquera Exalmar, 2016a).

En el año 2010, la compañía continuó con las adquisiciones. Así, la Planta de Procesamiento en Callao (Lima) fue adquirida e incrementó la cuota adicional mediante la compra de Pesquera Virgen de la Peñas S.R.L, Pesquera San Martín de Porras S.R.L, Pesquera Mar Adentro S.A.C., y Pesquera Ollanta S.A.C. Con ello, a

finales del 2010, la cuota de la compañía se incrementó a 5.72567% en la zona centro-norte y a 2.7905%, en la zona sur. A inicios de noviembre, la compañía realizó una Oferta Pública (IPO) de 57.5 millones de sus acciones en la BVL. El precio pagado ascendió a US\$90.7 millones, el cual se incorporó al patrimonio (Pesquera Exalmar, 2016a).

En los meses siguientes, la compañía consolidó mayores adquisiciones y se inició la primera temporada del 2011 con una cuota adicional centro-norte de 0.69% y una cuota sur de 1.55%. Así, se totalizaron nuevas cuotas de pesca para el centro-norte 6.45% y para la zona sur 4.34%. Por otro lado, continuó con el desarrollo del sector de CHD con la implementación de una línea de descarga en el Callao de especies como jurel y caballa. Se implementó el sistema de frío en tres embarcaciones (Pesquera Exalmar, 2016a).

En el 2011, negoció un préstamo sindicado por US\$140 millones estructurado por West LB, Santander, y HSBC, cuyo primer desembolso se realizó en noviembre 2011 por US\$80 millones. Además, se terminó la fusión de las empresas Cabasoni y Statefurri, correspondientes a compras de cuotas del año 2011. Así también, culminó la conversión de la planta de Huacho al sistema de Steam Dried. De esta manera, quedaron todas las plantas de la compañía bajo dicho sistema. Se inició la construcción de la planta de congelados en la costa norte, en la ciudad de Paita, con una capacidad de procesamiento inicial de 38 Tm por día, la misma que inicia operaciones en el año 2012, dedicada al procesamiento y congelamiento de especies como la pota y el perico, con una inversión total de US\$9.7 millones. Asimismo, consideró la ampliación de la planta a 108 Tm/día y la construcción de una planta de harina residual para los desperdicios de la planta de congelado (Pesquera Exalmar, 2016a).

En el mes de abril del año 2012, obtuvo el segundo desembolso por US\$60 millones, correspondientes al préstamo sindicado de US\$140 millones.

Adicionalmente, se inició la construcción de la segunda planta de congelados en la zona sur del país, en Tambo de Mora, Ica, con una capacidad de procesamiento de 575 Tm/día y una capacidad de congelamiento de 6,000 m³ con una inversión de US\$25 millones, en la cual se procesan especies congeladas de jurel y caballa destinadas a EE.UU., y a países del Asia y Europa. Cuenta también con una sala multipropósito para procesamiento de especies hidrobiológicas con valor agregado (Pesquera Exalmar, 2016a).

Desde el 2007 hasta el 2012, y con el cambio de la regulación pesquera, *Ley sobre Límites Máximos de Captura por Embarcación de Cuotas*, la Compañía ha efectuado una serie de compras de empresas pesqueras por un monto que ascendió a aproximadamente US\$167 millones y que originó un registro de un intangible por el diferencial del mayor valor pagado y el valor razonable de las compañías adquiridas, también conocido como *goodwill*, el cual, a la fecha, asciende a US\$88 millones. Todas las empresas adquiridas, finalmente, se fusionaron con la compañía, y el saldo del goodwill o plusvalía mercantil se muestra en el activo no corriente del Estado de Situación Financiera, según el detalle de la Tabla 10. Estas adquisiciones le han permitido a la compañía llegar a obtener mayores licencias, con lo que alcanza al 6.6% del total del mercado. Este mayor valor pagado, o también llamado plusvalía mercantil, no se amortiza debido a que es considerado como un intangible de vida indefinida, ya que se asume que generará flujos futuros y, según norma contable, se deben hacer pruebas de deterioro por cada unidad generadora de efectivo (UGE), lo que incluye los activos de dichas empresas adquiridas y cuando hay indicios de deterioro se reconoce a resultados del año (Pesquera Exalmar, 2016a).

Tabla 10

Compañías Adquiridas por Pesquera Exalmar S.A.A. (Millones US\$)

Compañía adquirida	Importe	Goodwill
Corporación del Mar S.A.	70.5	31.3
Pesquera Virgen Nepeñas SAC	2.3	-0.5
Pesquera San Martín de Porras SAC	8.7	1.4
Pesquera Mar Adentro SAC	5.1	2.2
Pesquera Ollanta SAC	10.0	3.4
Otras empresas fusionadas	70.2	49.2
Total	166.8	87.0

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

En el 2013, la compañía realizó la primera emisión de bonos en mercados internacionales por US\$200 millones con vencimiento en el 2020 y con una tasa de interés de 7.375%. Por otro lado, con los fondos de esta emisión, se canceló el préstamo sindicado por US\$140 millones. Así, el saldo cubrió inversiones de la compañía.

2.1.2 Estrategia de la empresa

Pesquera Exalmar estableció como visión, misión, y código de ética lo siguiente:

Visión. “Ser reconocida a nivel mundial como la más eficiente empresa proveedora de productos de origen hidrobiológico de alto valor proteico” (Pesquera Exalmar, 2016a, p. 24). La visión de la compañía se enfoca en la eficiencia de su procesamiento, así como la capacidad para poder brindar un producto de calidad.

Misión. Ofrecer a sus clientes productos elaborados con calidad y eco eficiencia, basados en una constante innovación y en la capacidad de trabajo de su equipo humano, asegurando su sostenibilidad en el tiempo, y generando confianza en sus accionistas y en sus grupos de interés (Pesquera Exalmar, 2016a).

La orientación de la compañía continúa siendo el ofrecimiento de productos de calidad basados en la mejora del procesamiento de sus productos. Es importante resaltar el mensaje de confianza al inversionista, además.

Código de ética y valores. Comprende los siguientes enunciados (Pesquera Exalmar, 2016a):

- **Comunicación:** Se practica un estilo transparente e integrador que facilita la retroalimentación en todos nuestros ámbitos de acción;
- **Excelencia:** Se promueve el trabajo en equipo y la actitud innovadora orientados a lograr resultados más allá de lo esperado, que contribuya con el desarrollo profesional;
- **Responsabilidad:** Se exige un compromiso con nuestras decisiones y con el resultado de ellas; y
- **Respeto:** Se valora el esfuerzo de nuestros colaboradores, los recursos de nuestro país y la necesidad de preservar el medio ambiente para el beneficio de las comunidades en las cuales nos desarrollamos, así como el de las futuras generaciones.

Estructura organizacional. Los miembros de la gerencia cuentan con una vasta trayectoria profesional y la estructura se visualiza en la Figura 24.

El directorio de la compañía se encuentra conformado por Víctor M. Matta Curotto (presidente de directorio), Víctor S. Matta Dall'orso, Martín Ramos Rizo Patrón, Cecilia Blume Cilloniz, Sergio Rodrigo Sarquis Said, Carlos Rojas Perla, y Andrés Muñoz Ramírez. Asimismo, los accionistas son Caleta de Oro Holding S.A., con el 60.6% del total de las acciones; Caleta de Oro Holding del Perú S.A.C., con 8.4%; Stafedouble S.L. Sociedad Unipersonal, con 5.1%; y un 25.9% conformado por otros socios (Pesquera Exalmar, 2016a).

A continuación, en la Tabla 11, se aprecia el Análisis FODA, que incluye las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas de la compañía.

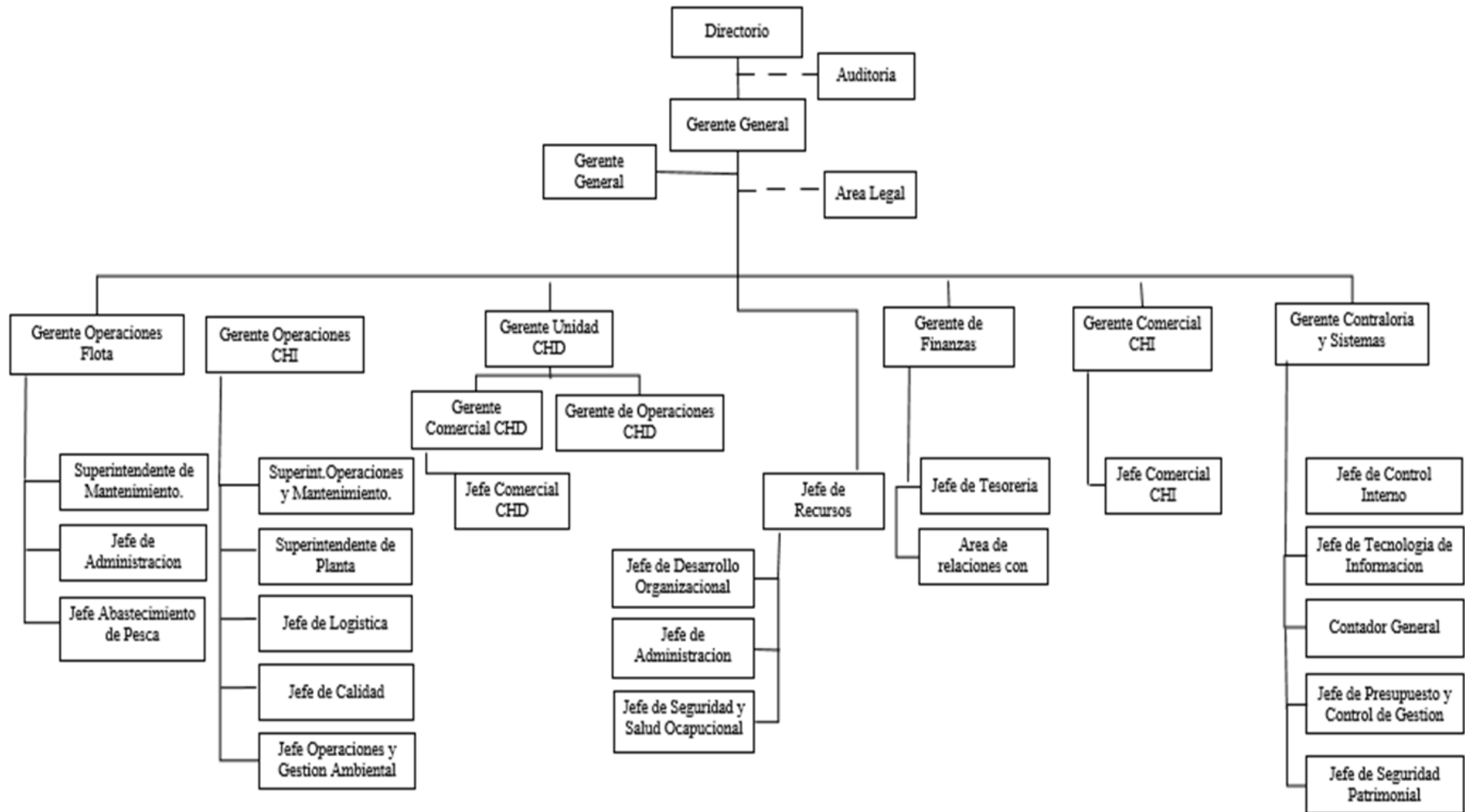


Figura 24. Estructura de la organización pesquera EXALMAR S.A.A.
 Tomado de “Memoria Anual 2015,” por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 105. Lima, Perú: Autor.

Tabla 11

FODA de Pesquera Exalmar S.A.A.

Fortalezas	Oportunidades
F1. Cuenta con 40 años de experiencia en el mercado y en el 2015 ocupó el tercer lugar de participación en procesamiento de harina y aceite de pescado	O1. Perú, primer exportador de harina de pescado, cuenta con condiciones geográficas favorables y una biomasa altamente reconocida por su calidad y diversidad (anchoveta), así como el aprovechamiento de nuevas áreas de pesca, como el triángulo ubicado en la frontera con Chile, según IMARPE.
F2. Cuenta con 22 naves.	O2. Diversificación del riesgo de la empresa que fortalece el CHD en los mercados internacionales (ferias), con productos de mayor calidad.
F3. Estrategia consolidada en compra de terceros.	O3. Incremento de la demanda mundial gracias a un crecimiento significativo de la acuicultura sumado a un crecimiento poblacional, una dieta alimentaria rica y una demanda importante en alimentos para animales.
F4. Cuenta con seis plantas productoras de harina y aceite de pescado; dos de ellas cuentan con reconocimiento ambiental por la OEFA.	O4. Alta barrera de entrada a nuevos jugadores, ya no se otorgan nuevas licencias de pesca a barcos ni plantas.
F5. Cuenta con dos plantas destinadas a la producción de congelados (CHD).	
F6. Reconocida como una de las empresas con más elevados estándares de Buen Gobierno Corporativo por BVL.	
F7. Mantiene acuerdos comerciales y alianzas con distribuidores internacionales como TESCO.	
Debilidades	Amenazas
D1. Costos fijos unitarios altos por capacidad instalada ociosa en 36% (del total de naves).	A1. Vulnerabilidad del sector ante las condiciones climatológicas (i.e., Fenómeno de El Niño, de La Niña).
D2. Alta concentración de ventas internacionales en reducido número de clientes, especialmente de China, 76%.	A2. Existencia de productos sustitutos más baratos y de menor calidad debido a constantes modificaciones de la biomasa y el incremento de precios.
D3. Deterioro del valor de mercado de la acción.	A3. Ingreso de naves vikingas y chinas que extraen anchoveta dentro de las 5 millas, lo cual pone en riesgo el crecimiento de los peces y la pesca artesanal.
D4. Cuenta con el 30% de sus embarcaciones con sistemas de refrigeración a bordo.	

2.1.3 Breve descripción de productos y servicios

La compañía tiene dos unidades de negocio CHI (i.e., harina de pescado, aceite de pescado), y CHD.

Consumo humano indirecto (CHI). La harina de pescado contiene entre 65% y 72% de proteínas de alta calidad; es rica en ácidos grasos esenciales, Omega 3, ácido eicosapentaenoico (EPA) y ácido docosahexaenoico (DHA). Constituye una fuente de alimento y energía utilizada como insumo para la alimentación en la crianza de animales de la industria ganadera, ovina, y porcina, y es la más relevante, por su crecimiento exponencial, en el sector de acuicultura y piscicultura. El proceso de fabricación de la harina y el aceite comienza con la captura de la anchoveta, continua con los procesos de almacenamiento, cocinado, prensado, y secado; y finalmente con la molienda y el envasado de la harina (ver Figura 25). La harina de pescado es envasada en sacos nuevos de polipropileno de 50 kg. Por otro lado, el aceite de pescado se obtiene por la separación de las grasas en fase líquida de los sólidos de pescado a temperaturas de 92°C y 95°C, a través de procesos de decantación, centrifugación y pulido. El aceite de pescado derivado de la anchoveta es valorado por sus propiedades de Omega-3, rico en EPA y DHA, el cual se utiliza principalmente como alimento para peces en la industria de la acuicultura.

En los últimos años, la demanda de aceite de pescado ha ido en aumento debido a un creciente interés en los beneficios para la salud de una dieta humana con ácidos grasos del Omega-3, EPA, y DHA. Diversos estudios sugieren que el EPA regula el funcionamiento cerebral, la presión sanguínea, el nivel de colesterol, así como las funciones inflamatorias y alérgicas; por otro lado, el DHA es sinónimo de desarrollo durante la gestación, la lactancia, la madurez, adultez, y particularmente en

la tercera edad. Todas las plantas cuentan con el sistema de secado a vapor indirecto (*steam dried*). Asimismo, dos de las plantas utilizan el gas natural como fuente energética (i.e., la planta del Callao y la de Tambo de Mora). La compañía está fuertemente comprometida con el medio ambiente; por eso tratan todos sus efluentes.

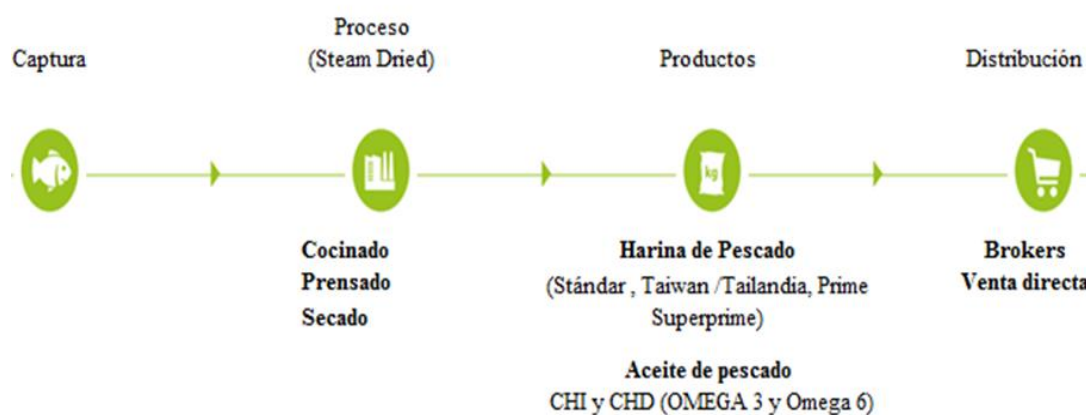


Figura 25. Proceso productivo de CHI. Adaptado de “Memoria Anual 2014,” por Pesquera Exalmar, 2015, .pp. 46-47. Lima, Perú: Autor.

Consumo humano directo (CHD). La unidad de negocio de CHD se encuentra en una fase de crecimiento. Ha generado importantes aportes a la industria; debido a ello, cuenta con dos plantas destinadas a la producción de congelados, ubicadas en Tambo de Mora (norte del Perú, con 575 Tm/día) y Paita (sur del Perú, con 108 Tm/día). Asimismo, de la flota total en operación, hay seis embarcaciones con sistema de refrigeración a bordo (*Refrigerated Sea Water [RSW]*) con una capacidad de bodega de 2,600 m³, totalmente equipadas con sistemas de frío, empleadas para la pesca de jurel y caballa principalmente. Las variedades de productos de CHD están dirigidas a los mercados en Europa, África, y China. Entre las especies marinas más resaltantes, se destacan el perico, merluza, caballa, jurel, pota, calamar, y concha de abanico (Pesquera Exalmar, 2016a).

El sistema de producción manual inicia con la descarga de materia prima. Luego, se realizan las operaciones primarias o acondicionamiento (i.e., fileteo,

eviscerado, corte de aleta, laminado, troquelado, y pre cocido) para ser envasado acorde a la presentación requerida por el cliente. En todo el proceso, se controla el tiempo y temperatura; posteriormente, el producto es congelado a -18°C en túneles de congelación rápida o congelador de placas, con el objetivo de preservar y conservar sus características. Este es empacado y etiquetado con información relevante para realizar la trazabilidad e inmediatamente ingresa a la cámara de almacenamiento frigorífico, cuyo propósito es conservar y mantener la calidad de nuestros productos a través de temperatura bajas de congelación, considerada la máxima de -18°C (Pesquera Exalmar, 2016a).

Por otro lado, el sistema de producción automatizada, que es específico para especies pelágicas (i.e., jurel y caballa principalmente), se inicia con el bombeo del pescado desde las bodegas de los barcos que cuentan con un sistema de refrigeración a bordo (RSW) para mantener la cadena de frío desde la extracción hasta el traslado de la materia prima a la planta. Posteriormente, esta continúa hacia el tanque pulmón y es guardada en las pozas de almacenamiento de pescado, las mismas que disponen de un sistema de refrigeración. Esto permite que los barcos zarpen lo más pronto posible a la zona de pesca y se optimice la captura del recurso disponible (Pesquera Exalmar, 2016a).

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

alcanza una temperatura de -18°C en el centro térmico. Los racks con el producto congelado son trasladados a un pallet, donde se coloca *stretch film* de manera automática e ingresa a la cámara de almacenamiento congelado. El propósito es conservar y mantener la calidad de los productos a través de temperatura bajas de congelación, considerada la máxima de -18°C . En el proceso de embarque refrigerado, personal de productos terminados y embarques, se verifica la higiene, limpieza, hermeticidad del contenedor, y el correcto funcionamiento del sistema de frío. El objetivo es brindar las condiciones necesarias para el traslado del producto terminado a su destino final, manteniendo las características de calidad e inocuidad alimentaria (ver Figura 26) (Pesquera Exalmar, 2016a).

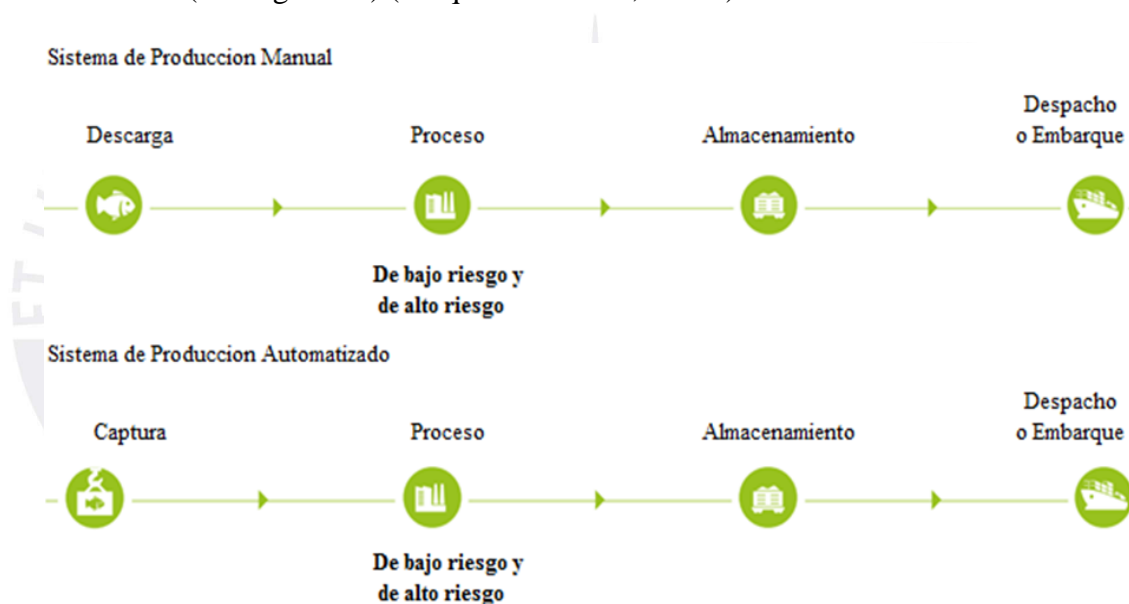


Figura 26. Sistema productivo CHD.

Adaptado de “Memoria Anual 2014,” por Pesquera Exalmar, 2015, .pp. 53-54. Lima, Perú: Autor.

La compañía cuenta con embarcaciones para sus dos líneas de negocio, CHI y CHD, esta flota opera con 21 embarcaciones (22 en el 2014) de un total de 59 existentes en el mercado, con una capacidad de bodega aproximada de $7,274 \text{ m}^3$, lo cual permite pescar eficientemente la cuota asignada de 6.55% (centro-norte) y 4.33% (sur). De la flota total en operación, existen seis embarcaciones (RSW) con una

capacidad de bodega efectiva de 2,600 m³ total y 1950 m³ de capacidad efectiva para entregar una materia prima de calidad, totalmente equipadas con sistemas de frío de última generación, empleadas también para la pesca de CHD (i.e., jurel y caballa) (Pesquera Exalmar, 2016a).

2.1.4 Breve descripción de los planes de la empresa

Pesquera Exalmar (2016a) trabajó en el 2011 en la conversión de sus plantas de CHI al sistema *steam dried*, y construyó plantas de congelados en Piura e Ica durante el 2012 y 2013 para CHD. Estos cambios condujeron a elevar la capacidad de procesamiento a 434 Tm/HR en CHI y a 683 Tm/día en CHD mientras que, en relación a la capacidad de bodega, alcanzó en CHI 7,730 m³ y en CHD 2,600 m³. La compañía mantiene seis embarcaciones con el sistema RSW y continuara con la conversión de las quince embarcaciones restantes en forma progresiva.

Existen oportunidades para diversificar el riesgo con el impulso de la unidad de negocio CHD para procesar mayores volúmenes y diferentes especies, toda vez que la capacidad instalada usada esté en el rango de 50% a 100% en sus dos plantas durante en el periodo enero a marzo, siendo un 20% en el resto del año. La compañía obtuvo las certificaciones British Retail Consortium (BRC) y Tesco Food Manufacturing Estándar (TFMS), las cuales certificaron la calidad de los productos y ratificaron a la compañía como proveedor de la cadena de Supermercados Tesco, sería el inicio de nuevas alianzas comerciales, y abrirían oportunidades para incursionar en nuevos mercados (Pesquera Exalmar, 2016a).

La compañía mantiene la capacidad de adaptarse rápidamente a las circunstancias y, a partir de ellas, de crear nuevas oportunidades de mejora. Bajo el contexto desfavorable financieramente, consideró importante recuperar el nivel de

EBITDA presentado en años anteriores, seguir buscando eficiencia en costos, realizar inversión en *capital expenditure* [gastos de capital] (CAPEX, por sus siglas en inglés) necesaria para la conversión de las embarcaciones al sistema RSW, mejorar el precio de la acción en el mercado y evaluar la política de dividendo en periodos de rentabilidad negativa (Pesquera Exalmar, 2016a). Esta información, así como el incremento de la cuota de pesca se incluirán en la propuesta del plan financiero desarrollado en el Capítulo III.

La compañía consideró imprescindible cuidar los recursos en época de crisis, por lo cual no dejó de apoyar a los armadores y en ningún momento hubo reducción del personal. Se destaca, así, el vínculo personal que la compañía establece y mantendrá con la gente con la que trabaja. La gerencia de la compañía manifestó su capacidad demostrada en manejar temporada sin cuota para el sector. La misma estrategia sería aplicada en el futuro para buscar mayores eficiencias operativas (Pesquera Exalmar, 2016a).

La compañía promueve el crecimiento basado en el desarrollo sostenible, comprometido con la conservación y protección del medio ambiente. Por ello, obtuvo el reconocimiento de la Gestión Medioambiental el ISO 14001-2004 para dos de sus plantas, las cuales alcanzan el 35% de la capacidad de producción de CHD.

Asimismo, se trabaja con equipos especializados para garantizar sus sistemas de calidad, seguridad, salud en el trabajo y medio ambiente. Esto permite obtener productos seguros, minimizar accidentes en plantas y evitar impactos medioambientales negativos (Pesquera Exalmar, 2016a). La compañía cuenta con certificaciones en calidad, seguridad y medioambiente, como se puede observar en las Tablas 12 y 13.

Tabla 12

Certificación de Seguridad, Calidad, y Medioambiental, CHI

Certificación	Plantas de Consumo Humano Directo (CHI)					Descripción
	Chicama	Chimbote	Huacho	Callao	Tambo de Mora	
Calidad						
GMP + B2	X	X	X	x	X	Garantiza la inocuidad alimentaria en la cadena de producción y proveedores a través de HACCP, SSOP, GMP e ISO 9901
IFFO RS	X	X	X	X	X	Estándar global para suministro responsable, considerando el abastecimiento, la producción y la trazabilidad
Seguridad						
OHSAS 18001.2007	X	En proceso	En proceso	X	X	Estándar global de gestión en seguridad y salud en el trabajo
BASC	X	X	X	X	X	Alianza empresarial para un comercio seguro con cooperación nacional e internacional dentro del proceso productivo y comercialización
Friends of the Sea (FOS)	X	X	X	X	X	Certificación para productos de pesquera y acuicultura sostenible
AC Omega 3/UE	X	X	X	X	X	Habilitación para producir y exportar Omega 3 para consumo humano al mercado europeo
Medioambiente						
ISO 1400:2004	X	X	X	X	X	Reconocimiento mundial al compromiso con la gestión medioambiental.

Nota. CHI = Consumo humano indirecto; GMP = Buenas prácticas de fabricación; HACCP = El análisis de peligros y puntos críticos de control; SSOP = Procedimientos sanitarios operacionales; ISO = Es una norma de sistemas de gestión de la calidad; IFFO RS = Es una certificación; OHSAS = Sistema de gestión de seguridad y salud ocupacional; BASC = Alianza empresarial para un comercio seguro; FOS = Certificación de productos de pesca y acuicultura sostenibles; AC Omega 3/UE = Son ácidos grasos esenciales poliinsaturados; ISO 1400: 2004 = Certificación de gestión ambiental. Adaptado de "Memoria Anual 2015," por Pesquera Exalmar, 2016a, pp. 112-113. Lima, Perú: Autor.

Tabla 13

Certificación de Seguridad, Calidad, y Medioambiental, CHD

Calidad	Plantas de Consumo Humano Directo (CHD)		Descripción
	Tambo de Mora	Paíta	
BASC Comercio Seguro	X	X	Alianza empresarial para un comercio seguro con cooperación nacional e internacional dentro del proceso productivo y comercialización.
British Retail Consortium (BRC)	X	X	Estándar mundial que garantiza la calidad y seguridad de los productos alimenticios.
Tesco Food Manufacturing Estándar (TMFS)	En proceso	X	Reconocimiento como proveedor autorizado de la cadena de Supermercados Tesco a nivel mundial.

Nota. Adaptado de “Memoria Anual 2015,” por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 113. Lima, Perú: Autor.

2.1.5 Objetivos estratégicos

El objetivo estratégico de la compañía está soportado en la experiencia del sector y crecimiento. Este crecimiento se da a través de adquisiciones de empresas, con financiamiento propio y de tercero. El presidente del directorio de la compañía, Matta, afirmó que se espera llegar a 7.5% de cuota pesquera, estimó que un 1% de cuota representa una inversión de US\$90 millones. Al 2015, cuenta con 6.61% de cuota en CHI, zona centro-norte (“Exalmar Comprará,” 2010). Pesquera Exalmar (2016a) enfatizó que, frente al escenario fatalista de un fenómeno de El Niño, se pudo adoptar estrategias financieras para devolver la tranquilidad de los *stakeholders*, priorizando el uso de liquidez en los gastos de inversión y reduciendo costos. La gerencia de la compañía continuará con estas políticas con el fin de mejorar los indicadores financieros y priorizar la creación de valor.

La compañía logró incrementar sus ingresos de actividades ordinarias en un 31%, como se aprecia en la Figura 27 y su EBITDA en 37% para el año 2014 respecto al 2013. Sin embargo, este fue menor para el 2015, por lo cual la gerencia trabajará

para recuperar y alcanzar el EBITDA de los periodos 2012-2015. Se detalló en la sección 2.1.7 del presente capítulo, se observó que existe una oportunidad de mejorar el nivel de EBITDA comparado con las empresas del sector. Por otro lado, la compañía requiere mejorar sus ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses, con el fin de calificar a endeudamiento con menor costo financiero. La propuesta de mejora se realizará en el Capítulo III.

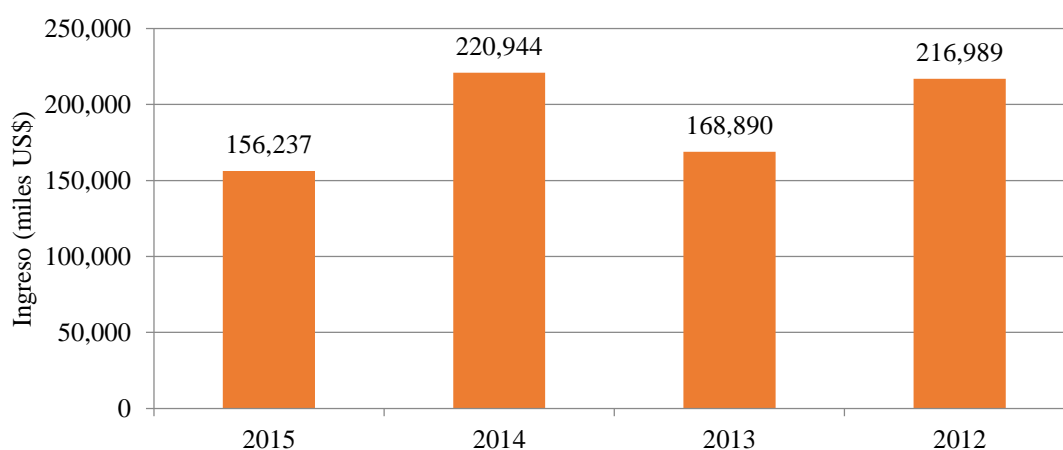


Figura 27. Ingresos de actividades ordinarias Exalmar.

Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor.

La compañía prevé desarrollar su portafolio de producto de CHD, luego de empezar el funcionamiento de su planta Tambo de Mora (Ica), la cual cuenta con gas natural en sus instalaciones y se caracteriza por mayores niveles de producción. Se sigue evaluando la conversión de sus otras plantas a gas natural, así como continuar la conversión de sus 15 embarcaciones restantes al sistema RSW para incrementar la producción de harina prime y super prime. Por otro lado, la compañía seguirá evaluando nuevas posibilidades para potencializar el CHD, por lo que continuará en la búsqueda de nuevas certificaciones y alianzas comerciales.

Las acciones de la compañía son cotizadas en la BVL. Al 31 de diciembre del 2015, la cantidad total de acciones en circulación fue de 295'536,144 a un valor nominal de S/.1.00 cada una. Como se puede notar en la Figura 28, el valor de la acción sufrió una fuerte caída en el periodo 2012-2013, la cual se asoció a la emisión de bonos como fuente de inversión de la línea de CHD; en adición, la compañía realizó en el año 2014 una compra de sus propias acciones, lo que disminuyó ligeramente el valor total de las acciones en circulación. Frente a la tendencia bajista de la cotización de las acciones, la gerencia de la compañía considera evaluar un plan para mejorar sustancialmente su valor de mercado.

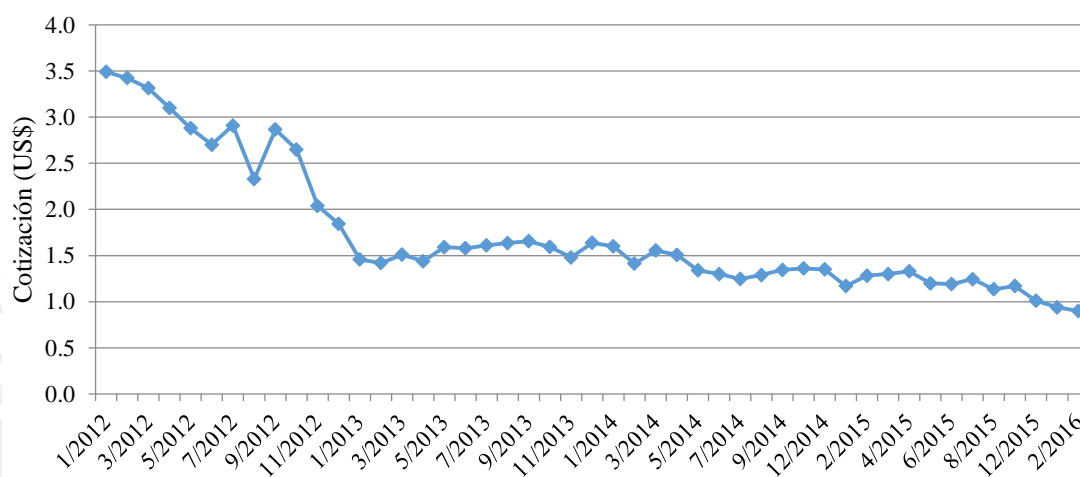


Figura 28. Cotización de acciones.

Adaptado de “Empresas con Valores Listados: Pesquera Exalmar S.A.A.,” por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), 2016. Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones50400_RVhBTE1DMQ.html

Un tema importante para los accionistas es la claridad de la política de dividendos. Esta fue aprobada durante la Junta General de Accionistas el 16 de junio del 2010; en cumplimiento con ella, la compañía anunciará y entregará en circunstancias normales dividendos en efectivo no menores a 30% de las ganancias netas obtenidas en el ejercicio precedente. El pago de los dividendos depende de la situación financiera del negocio, de los planes de desarrollo y expansión de la compañía. En los últimos años, esta política no se ha cumplido porque el ratio excede lo acordado. A continuación, se muestra la evolución de dividendos en la Tabla 14.

Tabla 14

Evolución de Pago de Dividendos (Miles US\$)

Pago de dividendos por año	Resultados acumulados	Ganancia año	% dividendos /		
			Dividendos	Ganancia del año (%)	Ganancia por acción (US\$)
2010	42,592	17,418	8,500	49	0.070
2011	58,072	23,120	28,823	125	0.071
2012	72,334	21,199	6,937	33	0.078
2013	60,658	-1,470	9,886	-673	-0.005
2014	63,746	14,295	10,000	70	0.048
2015	55,021	1,275	10,000	684	0.004

2.1.6 Análisis financiero histórico de la compañía

La compañía ha presentado consistentemente incremento en el activo total y ha acumulado un 87.6% entre el 2009 y el 2015, según las cifras de los Estados de Situación Financiera (ver Tabla 15). Los rubros que presentaron mayor variación corresponden al activo fijo que se muestra en el Activo No Corriente (ver Tabla 15), provenientes de las compras de empresas y fusiones, que se detalló en la Tabla 10; entre los activos incorporados se destacan los terrenos, edificios, embarcaciones, y equipos. De igual forma, estas inversiones generaron intangibles, los cuales se describen en la sección 2.1.1. En relación al pasivo, el rubro que se incrementó significativamente fue el de los préstamos bancarios, clasificados como Pasivo No Corriente, y deuda a largo plazo desde el periodo 2009 hasta el 2015 se incrementaron en 150% aproximadamente. Durante el 2011, obtuvieron el préstamo sindicado de US\$140 millones, cuyo desembolso se efectuó en dos periodos: 2011 US\$80 millones y, en 2012, el saldo. Este préstamo se sustituye en enero del 2013 por la emisión internacional de bonos ascendente a US\$200 millones, con vencimiento en el año 2020. En cuanto al Patrimonio, en noviembre del 2010, se incrementó el Capital Social en US\$97.8 millones para ser destinado a adquisiciones de cuota pesquera. Se emitieron 57'500,000 acciones en el mercado nacional como internacional a través de la Initial Public Offer (IPO) y, en el 2014, se presentó una reducción de capital

emitido por la amortización de acciones propias que la compañía mantenía en cartera, según acuerdo de la Junta General de Accionistas celebrada en octubre del 2014.

Tabla 15

Estado de Situación Financiera 2009-2015 (Miles US\$)

Pesquera Exalmar S.A.A	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Variación (%)
								2015- 2009
Activo Total	521,373	511,299	528,202	470,041	458,149	317,615	277,946	87.60
Activo Corriente	97,907	110,966	130,974	93,079	104,747	79,272	65,795	48.80
Activo no Corriente	423,466	400,333	397,228	376,962	353,402	238,343	212,151	99.60
Pasivo y Patrimonio	521,373	511,299	528,202	470,041	458,149	317,615	277,946	87.60
Pasivo Total	278,467	284,451	305,329	235,812	233,754	109,831	169,318	64.50
Pasivo Corriente	68,890	72,171	97,793	86,262	129,453	44,390	86,108	-20.00
Pasivo no Corriente	209,577	212,280	207,536	149,550	104,301	65,441	83,210	151.90
Patrimonio Neto	242,906	226,848	222,873	234,229	224,395	207,784	108,628	123.60

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

El Estado de Resultados de la Compañía por los periodos 2009 al 2015

presenta, según el análisis vertical, consistencia en sus componentes hasta la línea de la Ganancia Bruta. Se observan variaciones en los porcentajes sobre ventas de los gastos operativos debido principalmente al incremento de otros gastos, los que incluyen sanciones fiscales e impuestos asumidos, deterioro de cuentas por cobrar relacionadas y provisiones por contingencias. De la misma forma, los gastos financieros se incrementaron significativamente en el año 2013 debido a la mayor deuda, producto de la emisión de los bonos internacionales, correspondientes a mayores gastos financieros ascendentes a US\$13.5 millones neto de la pérdida por instrumentos derivados por US\$4.2 millones. El detalle se aprecia en la Tabla 16.

Tabla 16

Estados de Resultados (% Ingresos de Actividades Ordinarias)

Pesquera Exalmar S.A.A.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ingresos de actividades ordinarias	100	100	100	100	100	100	100
Costo de ventas	-78	-75	-76	-73	-70	-76	-71
Ganancia Bruta	22	25	24	27	30	24	29
Ganancia de Operación	9	17	11	16	21	17	13
Resultado antes de impuestos	-4	8	-5	13	18	13	8
Ganancia (Pérdida) Neta del ejercicio	1	6	-1	10	12	10	5

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Por otro lado, a través del análisis horizontal, se aprecia un incremento de los costos y gastos por tonelada métrica con variaciones significativas. Como complemento del análisis horizontal, se aprecia una variación del 94% de incremento en el costo de ventas sustentado por la compra de cuota a terceros como se aprecia en la Tabla 17. En la Tabla 18, se observa la fluctuación del efectivo y equivalente de efectivo por los periodos 2009-2015. Las actividades de operación se han visto afectadas por la disminución de las cobranzas debido a los menores ingresos por venta de anchoveta dada la apertura tardía y el menor volumen de biomasa. En relación a los flujos de inversión, se han visto incrementados principalmente, por las inversiones en adquisiciones de otras empresas con cuota, como mejoras en los activos fijos. Por el lado de los flujos de financiamiento, las variaciones por incremento se deben al aporte de capital así como a la emisión de bonos, mientras que los pagos o desembolsos fueron importantes, entre ellos los pagos de dividendos y pago de deuda.

Tabla 17

Estados de Resultados (Tm)

Pesquera Exalmar S.A.A.	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Variación horizontal (%)
Toneladas métricas vendidas	97.37	130.91	102.51	148.49	136.93	128.90	139.63	
Ingresos de actividades ordinarias	1.60	1.69	1.65	1.46	1.40	1.42	0.91	76.6
Costo de ventas	-1.25	-1.26	-1.25	-1.07	-0.97	-1.08	-0.65	92.4
Ganancia bruta	0.36	0.43	0.40	0.39	0.43	0.34	0.26	37.1
Ganancia de operación	0.14	0.29	0.18	0.23	0.29	0.23	0.12	13.3
Resultado antes de impuesto	-0.07	0.14	-0.08	0.18	0.25	0.18	0.07	-193.2
Ganancia (perdida) neta del ejercicio	0.01	0.11	-0.01	0.14	0.17	0.14	0.05	-71.2

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Tabla 18

Estado de Flujo de Efectivo 2009-2015 (Miles US\$)

Exalmar S.A.A. Estados de Flujo de Efectivo	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Flujos de efectivo de actividades de operación	9,826	68,537	-37,178	36,039	16,288	43,622	10,095
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión	-11,154	-21,051	-37,651	-44,766	106,749	-38,509	-7,153
Flujos de efectivo procedente de actividades de financiación	-26,123	-25,080	66,793	19,949	64,287	14,858	5,557
Disminución/Aumento neto de efectivo	-27,451	22,406	-8,036	11,222	-26,174	19,971	8,499
Efectivo al inicio del ejercicio	29,215	6,920	14,956	3,734	29,908	9,937	1,438
Diferencia en cambio de efectivo	-71	-111					
Efectivo al finalizar el ejercicio	1,693	29,215	6,920	14,956	3,734	29,908	9,937

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Previamente, definiremos algunas variables e indicadores financieros que son estratégicos:

- Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPM o siglas en inglés de *Weighted Average Cost of Capital*, en adelante WACC): Ross, Westerfield, y Jaffe (2012) definieron que el costo de capital es el promedio ponderado de cada uno de los rubros de deuda y capital y el cual está expresado en porcentaje. Es importante señalar que el WACC no es una rentabilidad exigida y se entiende que es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros para la valoración de una empresa o de un proyecto. Para el análisis del presente trabajo, este ratio servirá como base para comparar el performance de la gestión de la empresa. La forma de cálculo está detallada en la Fórmula 1 (Koller, Goedhart, & Wessel, 2015).

$$\text{WACC} = D/(D+E) * K_d + E/(D+E) * K_e * (1-T) \quad (1)$$

Donde:

$D/(D+E)$: Porción del valor total que representa el capital accionario;

K_e : % de financiamiento con capital accionario;

$E/(D+E)$: Porción del valor total que representa el capital accionario;

K_d : % de financiamiento con capital accionario; y

$(1-T)$: Factor para ajustar por impuestos

- Retorno de la inversión del capital invertido (en adelante ROIC): Copeland, Koller, y Murrin (2004) explicaron que el ROIC es el beneficio de explotación, después de impuestos, divididos por la inversión en capital circulante, en inmuebles, instalaciones y equipos., se expresa en porcentaje. Otra definición del ROIC es la rentabilidad que obtienen los inversionistas por cada dólar invertido en la compañía u otorgado para financiar proyectos de inversión.

- Valor Económico Agregado (EVA): Copeland et al. (2004) refirieron que el beneficio económico se puede expresar como la diferencia entre el ROIC y WACC, multiplicada por la cantidad de capital invertido. Asimismo, enfatizaron que ante un incremento de ROIC se debe considerar como objetivo el maximizar el beneficio económico a largo plazo. Se puede definir que como el beneficio o rentabilidad que esperan los accionistas por arriesgar su capital. Este indicador nos ayudará a determinar si la empresa crea o destruye valor.

En la Tabla 20, mostramos los principales indicadores de la compañía desde el 2009 al 2015, y observamos que el WACC (o tasa de descuento que la Compañía ha usado para la determinación de su *Enterprise Value*) se ha mantenido sin mayores cambios debido a la estructura deuda/capital. Así, el WACC llegó a ser, en promedio, 7.50%, como consecuencia del financiamiento obtenido tanto de deuda como de capital, ambos para la adquisición de empresas e incremento de la cuota de pesca. En el caso del ROIC, se ha notado que a niveles históricos la compañía ha generado valor al accionista entre los años 2009 al 2012. Sin embargo, en el 2013 y el 2015, el ROIC fue de 5.85% y 4.21%, respectivamente; no se generó mayor valor debido a que, durante dichos años, el impacto del fenómeno de El Niño provocó que la cuota se redujera significativamente. Inclusive, en el 2015, PRODUCE no autorizó la segunda temporada de pesca. Esto se sumó a los resultados negativos del CHD.

Por otro lado, en el caso del EVA, que corresponde al beneficio residual de la diferencia del ROIC menos el WACC y multiplicado por el Activo Operativo, notamos que, desde el 2009 hasta el 2012, la compañía ha generado valor residual o EVA a los accionistas en un promedio de US\$6 millones. En el año 2013 hasta el 2015 se obtuvo un EVA negativo debido a que no hubo segunda temporada de pesca por el efecto climatológico. Con el cambio de regulación de las cuotas, las empresas pesqueras se focalizaron en realizar mayores inversiones. Por ello la compañía

invirtió en la modernización de sus plantas y embarcaciones, así como en mayores licencias de cuotas con el fin de obtener mayores ingresos de actividades ordinarias, sin embargo, esto no se pudo alcanzar hasta el 2015, por el menor nivel de biomasa, lo que originó el resultado negativo del EVA (ver Tabla 19).

Tabla 19

Indicadores WACC/ROIC/EVA

Indicadores financieros	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Promedio
WACC (%)	8.37	7.82	7.85	7.11	7.28	7.72	6.34	7.69
ROIC (%)	4.21	5.85	4.82	8.28	11.20	10.00	8.82	7.39
EVA (miles US\$)	-19,943	-9,536	-13,696	4,130	10,876	5,624	5,652	

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

El flujo de caja libre es generado por las operaciones propiamente, es calculado descontando los impuestos y que además de ello no considera deudas financieras. Estos flujos son considerados como el saldo que se mantendrá después de las inversiones en activos fijos y las variaciones en el capital de trabajo. A fin de reflejar la situación de la compañía en relación a la historia de sus flujos realizamos un flujo de caja libre histórico por los últimos siete años, es así que la compañía ha mantenido niveles de flujos sobre los US\$50 millones en los años más lucrativos, sin embargo también ha obtenido niveles bastante bajos como los podemos apreciar para el caso del año 2013 con -US\$43 millones, es decir, Exalmar no muestra tendencias claras de crecimiento en el tiempo a través de su generación de flujos, por el contrario existe mucha volatilidad, esto básicamente atribuible al tipo de negocio. Cabe mencionar que los EBIT sobre las ventas tiene un promedio histórico de 17%, que podemos encontrarlo en detalle en el Apéndice H.

Stickney, Weil, Schipper, Francis, y Avolio (2012) citaron la definición de Pratt sobre el ratio precio-ganancias (*price earnings ratio*, PER) como el cociente entre el precio de mercado de la acción en la bolsa de valores y la utilidad neta por acción. Algunas veces la relación precio/utilidad toma como referencia la utilidad neta por acción histórica y, en otros casos, la utilidad esperada o el promedio de las utilidades obtenidas en los últimos periodos. Es un cálculo rápido y objetivo, sin embargo, tiene algunas limitaciones como: asumir que el mercado de valores es eficiente, el valor actual del negocio depende de las utilidades históricas, la comparabilidad entre empresas se dificulta por las diferentes estructuras de endeudamiento.

En la Tabla 20 se aprecia que el ratio PER ha sido muy volátil durante el periodo 2011-2015 presentando resultados entre -115.66 y 68.63. Estos resultados indican cuánto está dispuesto a pagar el mercado por cada unidad monetaria de utilidad neta de la empresa. Se realizará el seguimiento de este ratio en los capítulos siguientes, posterior a la valorización de la empresa así como luego de implementar el plan financiero propuesto.

Tabla 20

Ratio PER Histórico

Ratio	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Valor contable por acción (US\$)	0.82	0.76	0.75	0.79	0.75	0.70	0.45
Valor mercado por acción (US\$)	0.30	0.45	0.57	0.59	1.44	0.00	0.00
Ganancia por acción (US\$)	0.004	0.048	-0.005	0.071	0.078	0.059	0.026
Ratio Precio/Valor contable por acción	0.36	0.59	0.76	0.75	1.92	0.00	0.00
PER	68.63	9.39	-115.66	8.24	18.44	0.00	0.00

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

2.2 Análisis de la Estructura de Capital

Ross et al. (2012) conceptualizaron la estructura de capital de trabajo indicando que representan las proporciones del financiamiento de la compañía entre deuda circulante y deuda a largo plazo, y capital contable. Al referirnos a la estructura de capital, se debe considerar cómo la compañía financia sus activos a través de capital, deuda, o la combinación o mix de ambos; a esto se lo denomina *estructura de capital*.

El objetivo fundamental de la generación de valor a nuestra organización (*Firm Value*) es considerar que, cuanto menor sea el costo de capital, mayor será el valor de la compañía. Sin embargo, es importante considerar, en contraposición, que un menor costo de capital no necesariamente está vinculado con el incremento del precio de la acción, sino que, al contrario, una menor tasa de descuento (costo de capital) deteriora el valor de la acción. Este es un tema que genera polémica o discusión entre esas dos variables, ya que son muy importantes para el accionista (Ross et al., 2012).

Según Fruhan (1992), al examinar la interrelación entre el objetivo de maximizar el valor del accionista y el objetivo de lograr una estructura óptima de capital, se observa que los números más resaltantes consideran escenarios del incremento de la deuda con el incremento y que la ganancia después de impuestos *profit after tax* (PBT, por sus siglas en inglés) se va reduciendo conforme la compañía incrementa su deuda. Esto se debe al incremento de los intereses. Todo lo contrario, sucede con el impuesto a la renta, que se va reduciendo por el incremento del gasto por intereses. En el caso del precio por las acciones (EPS), este se incrementa con el financiamiento adicional de deuda.

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

La compañía realiza el monitoreo de la estructura deuda/capital, el cual se efectúa sobre la base del ratio de apalancamiento y considera la deuda neta dividida entre el capital total. Durante los últimos años, este ratio no ha sufrido mayor variación. Según la Tabla 21, la compañía ha tenido un crecimiento de su deuda entre el 2009 hasta el 2012. En el 2009 inició con US\$122 millones y alcanzó un ratio de apalancamiento de 51% de deuda. En el 2010, se redujo significativamente, hasta llegar a US\$60 millones o su equivalente a 13%, a causa de que, en dicho año, la Compañía realizó una Oferta Pública de Acciones (OPA) con la que obtuvo un incremento patrimonial por aportes que alcanzaron más de US\$90 millones. El monto obtenido de dicha OPA fue destinado para inversiones en gastos de capital y amortización de deuda bancaria.

A partir del 2011 y en el 2012, la deuda fue subiendo de US\$133 millones y US\$184 millones respectivamente, como consecuencia de los préstamos sindicados obtenidos con un Fondo de Inversiones de New York. El préstamo fue destinado a la compra de empresas pesqueras locales por el cambio de la regulación sobre la Ley de Cuotas. Posteriormente, desde el 2013 y en adelante, se mantiene la deuda por la emisión de bonos *bullet* emitidos en dicho año para canjear la deuda con el préstamo sindicado y, además, la implementación de la planta de congelados en Tambo de Mora para la línea de CHD, entre otras inversiones (Deloitte, 2013).

Tabla 21

Ratio de Apalancamiento (Miles US\$)

Descripción	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Obligaciones financieras	237,565	252,943	262,286	184,808	133,298	60,889	122,192
Menos: caja y bancos	-1,693	-29,215	-6,920	-14,956	-3,734	-29,908	-9,937
Deuda neta (A)	235,872	223,728	255,366	169,852	129,564	30,981	112,255
Total patrimonio	242,906	226,848	222,553	234,229	221,738	206,674	107,035
Total capital (B)	478,778	450,576	477,919	404,081	351,302	237,655	219,290
Ratio apalancamiento (A) / (B) (%)	49	50	53	42	37	13	51

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

2.2.1 Estructura de capital óptima y análisis de riesgos

A fin de determinar la Estructura Óptima de capital (EOC) de la compañía y tomando en cuenta el WACC, que es de 8.37%, se efectuó un cálculo teórico para ubicar la estructura de capital de la compañía. El resultado indicó que la estructura de deuda y capital real es de 49% y 51% respectivamente, tal como se muestra en la Tabla 22 y se observa el cuadro completo en el Apéndice K. Según los resultados de la Tabla 22 y de acuerdo con la teoría de la estructura óptima, se determina que la franja verde es la estructura actual de la compañía y se encuentra apalancada, alcanza el 49% de deuda. La valorización es de a US\$282 millones, siendo el precio recompra de 0.96 por acción. Con este resultado, se observa un deterioro en la creación del valor de Exalmar basados en la proporción de deuda y patrimonio, y un costo de capital de 11.81%.

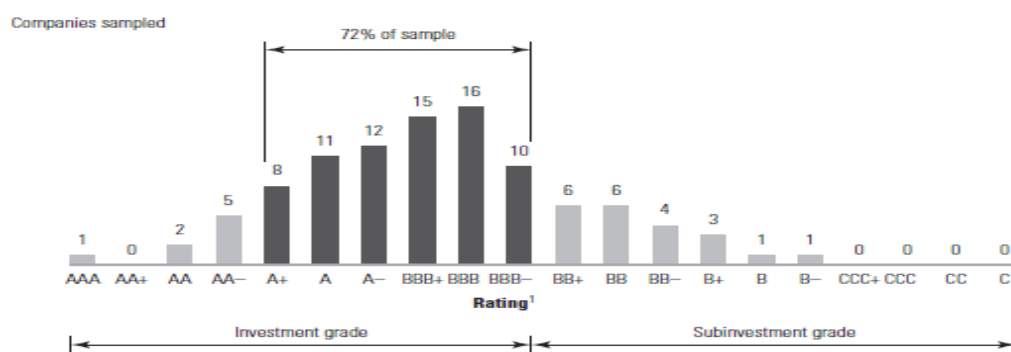
Tabla 22

Estructura de Capital Óptima (Miles US\$)

D/E+D (%)	Kd (%)	Ke (%)	WACC (%)	Valor	Deuda	Intereses	Ratio de cobertura Intereses (veces)	Precio de recompras (US\$)
0	0.00	10.04	10.04	235,706	0	0.0	0.00	0.80
5	3.23	10.14	9.75	242,846	12,142	392.6	83.73	0.82
10	3.38	10.24	9.46	250,147	25,015	846.4	38.84	0.85
15	3.48	10.36	9.18	257,748	38,662	1,346.8	24.41	0.87
20	3.52	10.49	8.90	265,870	53,174	1,873.6	17.55	0.90
25	3.53	10.65	8.62	274,599	68,650	2,425.8	13.55	0.93
30	3.63	10.82	8.36	283,237	84,971	3,087.5	10.65	0.96
35	3.78	11.02	8.11	291,722	102,103	3,863.1	8.51	0.99
40	4.28	11.25	7.98	296,527	118,611	5,080.8	6.47	1.00
45	4.77	11.52	7.88	300,240	135,108	6,449.5	5.10	1.02
49	6.73	11.81	8.37	282,858	139,857	9,417.0	3.49	0.96
50	8.03	11.85	8.82	268,446	134,223	10,782.9	3.05	0.91
56	9.03	12.34	9.07	260,866	146,085	13,196.7	2.49	0.88
65	10.03	13.40	9.39	252,186	163,921	16,447.1	2.00	0.85
70	10.53	14.26	9.59	246,885	172,820	18,204.1	1.81	0.84
75	11.03	15.47	9.83	240,917	180,688	19,936.3	1.65	0.82
80	11.53	17.28	10.10	234,392	187,514	21,627.0	1.52	0.79
85	12.53	20.29	10.71	220,927	187,788	23,536.5	1.40	0.75
90	14.53	26.32	12.05	196,441	176,797	25,694.9	1.28	0.66

Así también, en la misma Tabla 22, se han efectuado escenarios para determinar el equilibrio de la estructura óptima de capital y deuda. En este sentido, se llega a la conclusión de que la estructura óptima debería ser el escenario (franja amarilla) cuyo pasivo y capital mantendrían una posición de 45% y 55%, respectivamente. Este resultado indica que la compañía estaría sobre apalancada en casi cuatro puntos arriba; sin embargo, consideramos que aún podría asumir algo más de riesgo endeudándose algo adicional debido a que es un mercado muy volátil y que requiere siempre una mayor inversión en activos fijos (plantas y embarcaciones) como para la generación de valor. En el Capítulo III, se efectúa un plan financiero que incluye un incremento de mayores ingresos por ventas y la búsqueda de eficiencias en los procesos de producción que podrán mejorar el indicador EBITDA y con lo cual se alcanzaría un ratio de cobertura de intereses mayor a cinco veces. Así, se mejoraría la posición del rating crediticio, con lo cual se re categorizaría a grado de inversión.

Según se observa en la Figura 29, los bonos con categoría B están dentro de la categoría de *junk bond* o también llamado como *sub-investment grade*. Considerando el objetivo de generar mayor valor para la compañía y de alcanzar la calificación de grado de inversión, se podría obtener un financiamiento mucho más barato y evaluar la posibilidad de canjear deuda del bono por deuda bancaria con el fin de lograr eficiencia operativa tanto de las embarcaciones y plantas. Este objetivo debe estar acompañado de un monitoreo tanto del ratio de cobertura de deuda (deuda/EBITDA) así como del ratio de cobertura de intereses (EBITDA/interés).



¹ Standard & Poor's credit ratings for all U.S. and European companies with a market capitalization over \$1 billion.
Source: Datastream, Bloomberg, McKinsey Corporate Performance Center analysis.

Figura 29. Rating crediticio.

Tomado de "Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies (5th ed.) [Valoración, Medición y Gestión del Valor de las Empresas]," por T. Koller, M. Goedhart, y D. Wessel, 2015, p. 495. Hoboken, NJ: JohnWiley & Sons.

Análisis de riesgos operativos-financieros-crediticios. PwC (2016a) analizó en conjunto con la gerencia de la compañía, las diferentes exposiciones al riesgo, como se detallan a continuación.

El riesgo de mercado comprende el análisis de los siguientes puntos:

- Riesgo de tipo de cambio: La compañía minimiza este riesgo manteniendo saldos deudores en nuevos soles, como se muestra en la Tabla 23. Es importante señalar que sus ventas se efectúan en dólares estadounidenses. No cuenta con una política específica respecto a los contratos de moneda extranjera a futuro para cubrir la exposición de la moneda extranjera.

Tabla 23

Posición de Activos y Pasivos de Exalmar (Miles S/.)

	2015	2014
Activo		
Efectivo y equivalente al efectivo	1,702	4,268
Cuentas por cobrar a comerciales	513	164
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	5,945	6,677
Otras cuentas por cobrar	40,604	41,270
Total	48,764	52,379
Pasivo		
Obligaciones financieras	2,322	6,889
Cuentas por pagar comerciales	37,952	19,954
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	70	71
Otras cuentas por pagar	22,774	17,065
Total	63,118	43,979
Pasivo(activo), neto	-14,354	8,400

Nota. Tomado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014”, por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a. Lima, Perú: Autor.

- **Riesgos de precios:** La compañía está expuesta a las fluctuaciones de los precios de la harina y aceite de pescado, los cuales están estrechamente relacionados con las variaciones en el volumen de la biomasa de anchoveta que derivan de la asignación de cuotas anuales de captura por parte de PRODUCE. El precio de la harina es fijado en el mercado internacional y la compañía monitorea sus precios. El monitoreo y evaluación de esta variable se efectúan a través de su gerencia comercial. La compañía mitiga el riesgo de mercado realizando ventas futuras con precios hasta el 30 % de la producción futura.
- **Riesgo de tasa de interés sobre el valor razonable y los flujos de efectivo:** La compañía evalúa su exposición a la tasa de interés de manera dinámica, simulando posibles escenarios con refinanciamiento, renovación de las posiciones existentes, y las alternativas de financiamiento en relación a las obligaciones que incluyen los bonos y representan las principales generadoras de intereses.
- **Riesgo de crédito:** La compañía solo acepta a instituciones bancarias cuyas calificaciones de riesgo independientes sean como mínimo A; en relación a las cuentas por cobrar, la venta la efectúa al contado y sobre la base de cartas de crédito de exportación. Así mismo, todo excedente de liquidez lo coloca en instituciones de prestigio.

- **Riesgo de liquidez:** La compañía, a través de su área de Finanzas, realiza las proyecciones de flujos de efectivo de forma periódica para determinar los requerimientos de liquidez para el mantenimiento de las operaciones. Cuenta con líneas de crédito suficientes para capital de trabajo, es decir, con una línea comprometida de US\$20 millones, así como con todas las facilidades crediticias en bancos por US\$190 millones, aproximadamente. La gerencia administra el riesgo asociado con los flujos de efectivo y sus respectivos intereses, cuyos vencimientos son a corto y largo plazo, manteniendo buenas relaciones con los bancos, así como solventando su capital de trabajo con los flujos de efectivo proveniente de sus actividades de operación.
- **Riesgo climatológico:** Los volúmenes de la compañía y, por lo tanto, sus flujos de caja dependen críticamente del nivel de la captura de la anchoveta, que varía dependiendo de la asignación que realice el PRODUCE. Los niveles de captura de anchoveta varían dependiendo de las condiciones climáticas cambiantes, en particular, del efecto de El Niño. Si bien la estrategia del gobierno de reducir la cuota tiene éxito para preservar la biomasa, esto genera impactos negativos en los números de la compañía. En la Figura 30, se muestra la relación de riesgos que afectan a la compañía, entre los cuales el riesgo climático, riesgo crediticio y riesgo de solvencia son los más significativos.

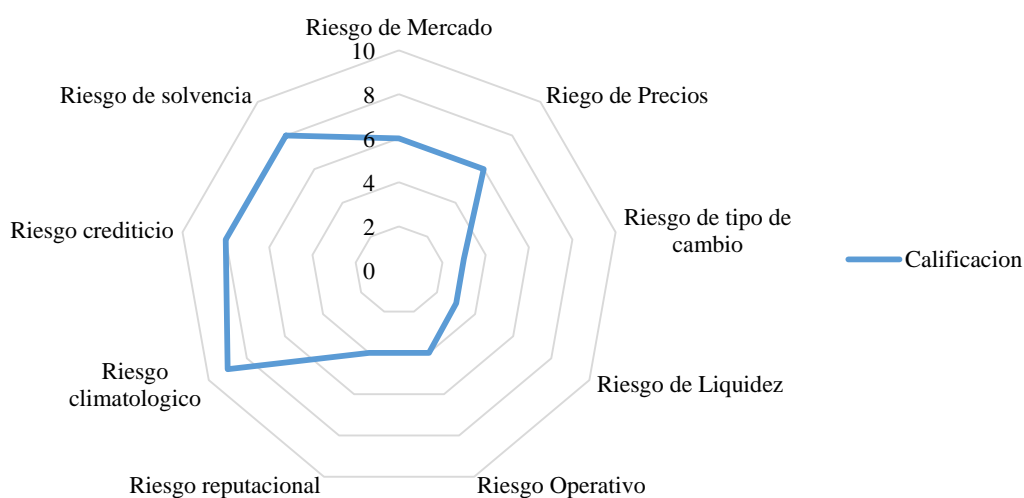


Figura 30. Mapa de riesgo.

2.2.2 Análisis de posible emisión de acciones o recompra de acciones

Dentro del proceso de crecimiento y estrategia, en el año 2010, la compañía ingresó al mercado de valores peruano mediante una Oferta Pública Primaria de 57.5 millones de acciones, la cual se realizó en el mercado local como internacional. La empresa internacional Citigroup Venture Capital Internacional Growth Fund I participó en los procesos de oferta pública primaria.

La emisión de acciones ascendió a US\$122 millones; ellas se colocaron entre inversores peruanos, chilenos, norteamericanos, y europeos. Con esta emisión de acciones, la compañía incorporó en su patrimonio US\$97.8 millones como capital adicional; en el año 2012, la misma contaba con 296'996,557 acciones comunes. En la Tabla 24, se detalla la composición accionaria. Así, la compañía se convirtió en la primera empresa peruana en realizar una oferta pública de acciones significativas en la BVL. Esta emisión fue destinada al crecimiento del negocio comprando compañías similares en la industria pesquera, con lo que implementó su industria de harina y aceite de pescado, para mejorar los procesos de planta y secado (i.e., reconversión de plantas) y el negocio de CHD.

Tabla 24

Acciones Comunes y Porcentaje de Participación

Accionistas	Acciones	Participación (%)	Origen
Caleta de Oro Holding S.A	180,048.423	60.90	Panamá
Caleta de Oro Holding del Perú S.A.C	25,000.000	8.50	Perú
Stafedouble S.L. Sociedad Unipersonal	15,000.001	5.10	España
Otros inversionistas	76,948.133	25.50	Diversos
Total	296,996.557	100.00	

Nota. Tomado de "Memoria Anual 2015," por Pesquera Exalmar, 2016a, p. 29. Lima, Perú: Autor.

De acuerdo al resultado de la EOC, la actual estructura de capital es de 51%; cuyo costo de capital (K_e) es de 11.81%, con dicha estructura representó un ratio de cobertura de intereses de tres. Según la estructura óptima de capital (ver Apéndice K), resulta que la compañía podría aún emitir acciones hasta alcanzar un 51% de patrimonio para generar valor y obtener un mayor valor del *enterprise value* y alcanzar un menor WACC del 8.37%. Esto representaría un incremento del *enterprise value* de US\$282 millones que generaría que el precio de recompra de acciones hasta llegar a US\$0.96 / acción. Con la propuesta de EOC se podría solicitar aportes de US\$53 millones de aporte de capital de su accionista mayoritario, para hacer las mejoras en plantas y barcos, lo cual se explica en el Capítulo III, sin embargo, se optará por obtener deuda con terceros que resulta más barato que el costo de capital.

2.2.3 Análisis de posible emisión de deuda y categorización de riesgo de la misma

En el 2008, la compañía obtuvo un crédito sindicado por US\$80 millones a seis años a una tasa efectiva anual de la deuda de 5%; con ello, adquirió el 50% de participación de Cormar y de una planta en el Callao. En el año 2011, volvió a adquirir deuda a través de un crédito sindicado por US\$140 millones, con el cual prepagó el crédito sindicado vigente y realizó la compra de compañías pesqueras, inversiones en las plantas (reconversión de plantas pasando de *Flame Dried* a *Steam Dried*), flota y en el negocio de CHD.

En el año 2013, la deuda sindicada del 2011 por US\$140 millones fue sustituida por la emisión de bonos corporativos por US\$200 millones a siete años con una tasa nominal anual fija de 7.37% en el mercado americano, vía el vehículo 144-A. Esta fue la primera emisión internacional de bonos. El pago de intereses es semestral y su vencimiento es en enero del 2020.

Durante la vigencia del contrato de colocación, se acordaron ciertas restricciones *covenants de incurrencia*, la cual limita el sobreendeudamiento y

acciones descalificadas, pagos restringidos, restricción de dividendos y otros pagos que pudieran afectar a las subsidiaras restringidas, limitación sobre transacción con afiliadas, en ventas de activos, actividades de negocios, y la consolidación, fusión, y venta de activos. Uno de los covenants requiere que la relación de los fondos obtenidos a través de terceros y los resultados operativos sean mayores a 3.5, por ello no se podrá obtener más deuda.

En el año 2014 y 2015, se obtuvo una relación de 4.5 y 7.1, respectivamente; sin embargo, por ser considerado como un bono de *high yield*, no hay restricción por el incumplimiento con esta métrica. En el último trimestre del año 2015, la compañía redujo su calificación crediticia de B+ a B, según la calificadora de riesgo Standard & Poor's, y de B2 a B3, según Moody's. Debido a que sus ratios de endeudamiento se han visto deteriorados, se ha incrementado el ratio deuda/EBITDA. Esto es producto del menor EBITDA, obtenido por los menores ingresos generados por la reducción de la biomasa a causa del fenómeno de El Niño. La estructura de capital actual presenta un ratio deuda y capital de 49% y 51%, y la tasa de interés es de 6.7%.

Según la teoría de estructura óptima, sugiere que la compañía reduzca su deuda con terceros y más bien debería recibir mayores aportes de accionistas; sin embargo, seguirá asumiendo mayor riesgo endeudándose con terceros alrededor de US\$53 millones de manera temporal debido al respaldo con sus activos, como se indicará en el Capítulo III. Así, se crearía valor a través del incremento del ROIC realizando inversiones en plantas y barcos, y la mayor compra de licencias para que aumenten los ingresos. Si bien con el *downgrade* del bono, el riesgo crediticio ha aumentado; sin embargo, la gerencia considera que esta situación es temporal y, en los siguientes años, mejorará la situación respecto al patrimonio de la compañía.

2.3 Análisis de Capital de Trabajo

2.3.1 Óptimos de capital de trabajo

Según Ross et al. (2012) indicaron que las finanzas de corto plazo se relacionan con los activos y pasivos de corta duración (menor a un año) que se originan de las actividades operativas de corto plazo y el ciclo operativo de la empresa. Desde el punto de vista contable, se relaciona con el capital de trabajo neto.

Es necesario que las empresas establezcan un determinado nivel de capital de trabajo con el fin de tener un adecuado funcionamiento; la idea es buscar que sus necesidades de corto plazo sean cubiertas con sus activos. El nivel óptimo de capital de trabajo se alcanza cuando la compañía es capaz de manejar un efectivo que le permita la realización normal de sus actividades. Un manejo adecuado de la empresa requiere un uso óptimo del capital de trabajo que tengamos en disposición, pues el correcto manejo de la liquidez de la empresa brinda las herramientas necesarias para que marche sin problemas financieros en el corto plazo. El requerimiento de capital de trabajo depende mucho del tipo de empresa. En el sector pesquero, el factor de la naturaleza es primordial; por ello, el manejo del capital de trabajo es muy importante, sobre todo en épocas de veda, cuando la empresa debe manejar sus pasivos con los activos corrientes que disponga o solicitar, de ser necesario, financiamiento. Para llevar a cabo este análisis, es fundamental recoger los números de mayor relevancia de la compañía, como activos y pasivos corrientes, pero, además, es importante conocer los ciclos operativos y ciclos del efectivo. En el análisis realizado, se han recogido el promedio de días de cobro, de pago y el de rotación de inventarios.

La compañía ha mantenido niveles considerables de capital de trabajo en el tiempo, es así que podemos notar que sus activos corrientes están por sobre encima de sus pasivos de corto plazo, es así que se deduce que sus pasivos de corto plazo se

encuentran plenamente cubiertos por sus activos corriente sin riesgos de incumplimiento (ver Tabla 25).

Tabla 25

Capital de Trabajo Histórico (Miles US\$)

Concepto	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Total Activos Corrientes	81,459	94,422	130,974	93,079	105,291	79,457	65,234
(-) Pasivos Corrientes no sujetos a intereses financieros	31,637	20,616	32,549	34,802	78,465	25,356	24,282
Capital de Trabajo	49,822	73,806	98,425	58,277	26,826	54,101	40,952

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Realizamos, entonces, el análisis de capital de trabajo en función de la información recogida; estimamos realizar ventas por US\$177 millones para el 2016. Los datos recogidos en función de la información histórica se muestran en la Tabla 26.

Tabla 26

Saldos de Balance de las Partidas Corrientes Históricas

Partida corriente	Saldo (días)
PPC	18
PPI	97
PPP	65
Días año base	360
Costo de ventas (%)	76.7

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Posteriormente, estimamos nuestros saldos de balance de las partidas corrientes en función de los periodos indicados en la Tabla 26. Del análisis realizado, se observa que la gestión de los ciclos operativos de la compañía se ha acercado al nivel óptimo; sin embargo, tal como se muestra en la Tabla 27, observamos que existen préstamos bancarios de corto plazo que mantiene la compañía, que son cubiertos parcialmente con los actuales saldos de capital de trabajo por lo que es necesario que la compañía evalúe refinanciar su deuda o solicitar un financiamiento de corto plazo por US\$21 millones, en adición, es posible disminuir los valores de caja para mitigar parte de la deuda.

Tabla 27

Saldos de Balance de las Partidas Corrientes (Miles US\$)

Partida contable	Capital de trabajo necesario	Saldos actuales	(-) Superávit (+) Déficit
Cuentas por cobrar	8,910	29,167	-20,257
Inventarios	35,382	50,599	-15,217
Cuentas por pagar	23,726	31,637	-7,911
Requerimientos de capital de trabajo	20,566	48,129	-27,563
Efectivo	0.00%	13,062	11,369
Capital de Trabajo	33,628	49,822	-16,194
Préstamos bancarios de corto Plazo		37,253	37,253
Total, requerimientos línea de crédito		21,059	21,059

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a. Lima, Perú: Autor.

2.3.2 Planteamiento de la línea de crédito eficiente. Propuesta de financiamiento de corto plazo

PwC (2016a) confirmó que cuenta con líneas de crédito suficientes para cubrir sus necesidades de financiamiento de corto plazo; aun así, efectuando un análisis proyectado del capital de trabajo, notamos que la compañía puede eventualmente subvencionar sus necesidades de caja. Es importante mencionar que la compañía mantiene una línea de capital de trabajo comprometida por US\$20 millones, además

de contar facilidades crediticias para capital de trabajo hasta por aproximadamente US\$190 millones. De acuerdo al manejo histórico de la compañía, los excesos de caja son invertidos en depósitos a plazo. Las proyecciones de Capital de Trabajo que se efectuaron mostraron los resultados en la Tabla 28.

Tabla 28

Análisis Proyectado de Capital de Trabajo (Miles US\$)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y equivalentes al efectivo	13,861	14,424	15,010	15,620	16,254	16,915	17,602
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	9,455	9,839	10,239	10,655	11,088	11,538	12,007
Inventarios	37,548	39,073	40,660	42,312	44,030	45,819	47,680
(-) Pasivos corrientes no sujetos a intereses financieros	25,178	26,201	27,265	28,373	29,525	30,724	31,972
Capital de trabajo	35,686	37,136	38,644	40,214	41,847	43,547	45,316
Cambio (variación) en el capital de trabajo	-14,136	1,450	1,508	1,570	1,633	1,700	1,769

2.4 Análisis de Valor

2.4.1 Valorización de la empresa

Copeland et al. (2004) indicaron que la valorización es un proceso mediante el cual, a través de conocimientos técnicos del negocio, se le asigna un valor a una empresa. Principalmente, se realiza una valorización con el objetivo de determinar un precio para vender una empresa; sin embargo, existen otras situaciones, como, por ejemplo, al requerir un crédito. Es importante resaltar el conocimiento técnico y la experiencia necesaria al realizar una valorización. Existen diversos métodos para efectuar una valorización; hemos considerado el método de flujos descontados como el adecuado para aplicar a la compañía. Cada supuesto ha sido sustentado con fuentes especializadas del sector. El nivel de ingresos de actividades ordinarias de la compañía está en función del PBI del sector pesca, se analizó la correlación entre las

ventas de Exalmar en toneladas métricas y el PBI del sector pesca. Asimismo, se han considerado los aportes de las reuniones con los especialistas, los cuales han sido de suma importancia en el desarrollo de esta tesis. Se los puede encontrar en detalle en los Apéndices, S, T, U, y V.

Correlación entre las variables ventas en Tm, PBI pesca, PBI manufactura, biomasa, y precio de harina. Se realizó el análisis de correlación a través del programa Eviews de la variable ventas en toneladas métricas en relación a biomasa, precio de harina de pescado, PBI manufactura, y PBI pesca, como se muestra en la Tabla 29. De los resultados, se obtuvo que tanto el PBI pesca como la biomasa son variables correlacionada y significativas; se observó que la correlación de las ventas y PBI pesca obtuvo una correlación de 0.67, un coeficiente de 0.099. Es decir, existe una relación directa entre el PBI y las ventas de la compañía; si el PBI se incrementa en 1%, las ventas se incrementan en 0.099%. Pero es una variable significativa porque se obtiene un t-Statistic de 2.055 y un R2 ajustado de 0.349. Para el análisis de las ventas y biomasa, se obtiene una correlación de 0.255 y un coeficiente 6.473; en otras palabras, existe una relación directa entre ventas de la compañía y la biomasa. Si la biomasa se incrementa en 1%, las ventas se incrementan en 6.473%. Presenta un T Statistic de 0.59 y un R2 ajustado de 0.19.

Sobre el análisis de correlación de ventas y precio de harina de pescado, y PBI manufactura, se obtuvo que estas no son variables significativas; para el análisis de ventas y precio de harina de pescado, se encontró una correlación -0.37, un coeficiente de -100.171. Se obtiene una relación indirectamente proporcional entre el precio de la harina y las ventas. Esta no es una variable significativa porque se obtiene un t-Satisfice negativo -0.89 y un R2 ajustado de -0.036. En el caso de la variable ventas y la variable PBI manufactura se obtiene una correlación 0.051, un

coeficiente de -0.001 . Se obtiene una relación indirectamente proporcional entre las ventas y PBI manufactura. Es una variable que presenta un T –Satisfice negativo -0.113 y un R2 ajustado de -0.197 .

Tabla 29

Análisis de Correlación

Concepto	Ventas				
	Coficiente	t-Statistic	R-squared	Adjusted R-squared	Correlación
PBI Pesca	0.099	2.055	0.458	0.349	0.677
Biomasa	6.473	0.590	0.065	-0.122	0.255
Precio harina	-100.771	-0.890	0.137	-0.036	-0.370
PBI manufactura	-0.001	-0.113	0.003	-0.197	0.051

Determinación de costo de ventas, gastos administrativos, y ventas. Para determinar los costos de ventas se ha revisado el comportamiento histórico de la relación porcentual entre el costo de ventas y los ingresos, es así que se ha tomado un promedio histórico de los últimos siete años, el valor obtenido fue de 74.07%. Para los cálculos de los gastos administrativos y gastos de venta, se han considerado como 4% y 6% de las ventas respectivamente en base al promedio obtenido del análisis vertical realizado a la compañía. En relación al CAPEX, la compañía tiene proyectado invertir US\$7 millones para los próximos siete años para mejoras en infraestructura.

Determinación del WACC. Se ha calculado el WACC de la compañía tomando en consideración los siguientes supuestos:

- **Kd:** costo de deuda se ha utilizado una ponderación de las tasas de interés de los bonos, pagarés bancarios, y arrendamientos financieros. El valor es de 6.73%.
- **Ke:** Costo del accionista, se ha considerado la tasa libre de riesgo, es decir, la tasa de rendimiento de los bonos americanos a 10 años. El valor obtenido del Ke es 11.81%.

- La prima de riesgo de mercado como el diferencial entre la rentabilidad del índice S&P500 y rentabilidad de los bonos del Tesoro Americano. El riesgo país fue tomado de los indicadores de riesgo para países emergentes.
- Para la obtención del Beta, se ha tomado como referencia la beta de una empresa chilena del sector pesquero, al considerarla como de mayor similitud al mercado peruano, se asume una beta del sector dentro de la región. El procedimiento fue des apalancar la beta de la empresa chilena de acuerdo a su estructura de capital y posteriormente apalancar la beta des apalancada de acuerdo a la estructura de capital de Exalmar. Finalmente, la tasa WACC obtenida para la proyección es 8.37%, como se visualiza en la Tabla 30.

En base a los supuestos anteriormente mencionados y utilizando la fórmula de valor presente sobre los flujos anuales proyectados por el periodo 2016 al 2022, se obtuvo un valor de la empresa, neto de deuda, ascendente a US\$244 millones mientras que el valor obtenido del flujo de caja del accionista es US\$216 millones. El detalle del Flujo de Caja se visualiza en el Apéndice L.

Tabla 30

WACC Pesquera Exalmar S.A.A.

Estructura de capital	Deuda (WD)	49.44%
	Patrimonio (WS)	50.56%
Cálculo costo del patrimonio (Ks)	Km	7.25%
	KLr	4.71%
	Beta	1.69
	Riesgo país	2.82%
	CAPM = KLR + (KM - KLR) *	8.99%
	Beta	
	Ks =	11.81%
Calculo WACC	Wd	49.44%
	Kd	6.73%
	(1-t) = (1-0.30)	0.72
	Ws	50.56%
	Ks	11.81%
	WACC =	8.37%

En base a la información presentada en la Tabla 20 del Capítulo II y con los resultados de la valorización efectuada por el periodo a siete años se actualizaron los ratios ROIC, EVA, y EBITDA, como se observan en la Tabla 31 y Figuras 31 y 32. En el caso del ROIC se visualiza un ligero crecimiento en el tiempo llegando inclusive hasta un 8% en el año 2022, bajo el escenario planteado se genera valor para el accionista, pero en un nivel bastante conservador debido a que los efectos de la naturaleza tienen un importante impacto en este tipo de negocio. Por otro lado, el EVA muestra niveles de crecimiento en el tiempo llegando a maximizar su valor en el año 2022 con el importe de US\$1,071 millones. El EVA mantiene una tendencia de crecimiento bastante prudente, inclusive, para mucho de los periodos proyectados tenemos un EVA negativo básicamente producto de inversiones realizadas en el tiempo que no necesariamente están generando valor al negocio. La diferencia del ROIC proyectado y el WACC de 8.37% es negativo, lo que indica que la generación de flujos es menor al requerido por los inversionistas. El EBITDA ha mantenido un valor promedio de US\$55 millones en el tiempo, encontramos este valor en línea con el mercado.

Tabla 31

Indicadores Proyectados

Indicadores financieros	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROIC (%)	5.07	5.50	6.06	6.59	7.28	7.95	8.69
EVA (miles US\$)	-14,513.98	-12,098.61	-9,322.31	-6,854.34	-4,014.79	-1,489.61	1,071.71
EBITDA (miles US\$)	51,077.00	52,336.00	53,593	54,747	55,872	57,348	58,883
EBITDA / Intereses	3.41	3.49	3.58	3.66	3.73	4.17	4.50
Deuda / EBITDA	4.65	4.54	4.43	4.34	4.25	4.14	4.03

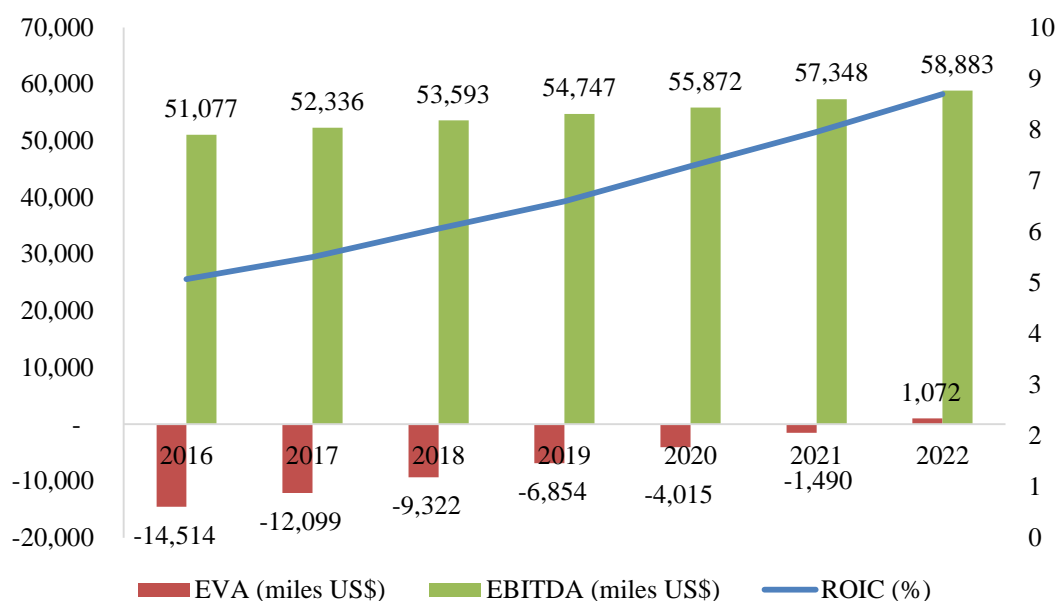


Figura 31. Indicadores proyectados: ROIC/EVA/EBITDA.

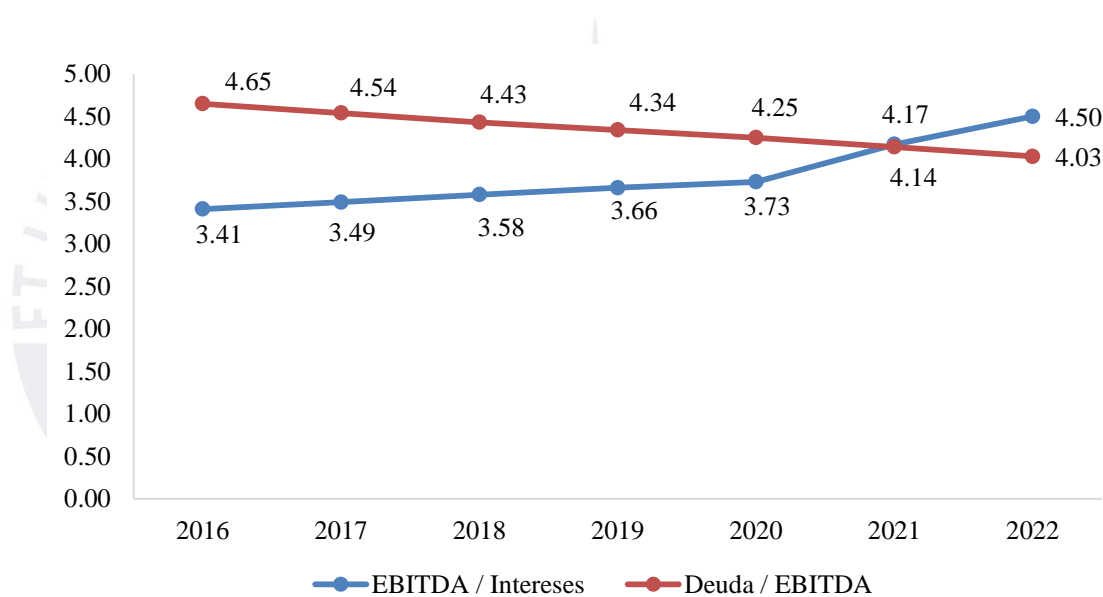


Figura 32. Indicadores proyectados: Ratios de cobertura.

Los ratios ROE y ROA obtenidos en la valorización de la compañía por el periodo 2016-2022 mejoraron en comparación con los resultados históricos del periodo 2009-2015 como se muestran en la Tabla 32. El ROE demuestra que el beneficio obtenido por la compañía por cada dólar de los accionistas se incrementó debido a la proyección de ingresos de actividades ordinarias sobre la base de crecimiento del PBI de pesca, por otro lado, el ROA demostró una mayor eficiencia

de sus activos para generar ingresos de actividades ordinarias de forma independiente de las fuentes de endeudamiento.

La evaluación de las cifras históricas 2009-2015 evidenció que el ROE era mayor que el ROA, estos ratios descendieron los últimos tres años debido al impacto del fenómeno de El Niño así como a la importante inversión en activos efectuada. La diferencia positiva nos confirma que, la financiación de parte del activo con deuda contribuyó al mayor crecimiento de la rentabilidad financiera. Asimismo, en el periodo 2016-2022 se mantiene la tendencia de un ROE mayor que el ROA. En el Capítulo III se analizarán los resultados de estos ratios con la implementación del plan financiero.

Tabla 32

Ratios de Rentabilidad 2009-2022 (%)

	Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ratio histórico	ROE	11.86	11.10	10.79	9.30	-0.64	6.36	0.54
	ROA	4.60	5.89	5.98	4.57	-0.29	2.75	0.25
	Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ratio proyectado	ROE	3.83	4.27	4.48	4.67	8.46	8.15	7.87
	ROA	1.77	1.97	2.11	2.24	4.92	6.13	6.31

En la Tabla 33 se aprecia que el ratio PER presenta resultados positivos y decrecientes durante el periodo 2016-2022. Estos resultados se explican por el valor de mercado por acción, aquel obtenido según la valoración de la compañía y el cual se estima mantener como mínimo durante el periodo de siete años. Asimismo, la ganancia por acción muestra una mejora notable comparada con el resultado de 0.004 en el 2015, la cual se incrementó principalmente por el mayor nivel de ingresos por actividades ordinarias. Cabe señalar que, el número de acciones ha sido considerado sin variación desde el 2015. Para este cálculo se consideró el supuesto que el valor de

mercado se mantiene constante sin embargo el ratio PER tendría exactitud si se efectuara la actualización de la valorización para cada año.

Tabla 33

Proyección del Ratio PER, Valorización II

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Valor Contable por acción (US\$)	0.77	0.80	0.83	0.87	0.95	1.03	1.39
Valor Mercado por acción (US\$)	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
Ganancia por acción (US\$)	0.03	0.03	0.04	0.04	0.08	0.08	0.10
Ratio Precio/Valor contable por acción	1.08	1.04	0.99	0.95	0.87	0.80	0.60
PER	27.16	24.8	22.65	20.77	10.72	10.25	7.90

Valorización complementaria. Con el objetivo de complementar la metodología utilizada para efectuar la valorización del presente capítulo, se realizó una valorización complementaria tomando como principales inductores de valor para la determinación de los ingresos: la Biomasa, el ratio de captura efectiva, el porcentaje de cuota propia y terceros, el factor de conversión de pescado a harina. La valorización complementaria se visualiza en el Apéndice L. El resto de supuestos fueron conservados de la misma manera. Con este recalcu, el resultado del valor actual de los flujos proyectados netos de deuda se muestran similares al valor obtenido en la valorización del presente capítulo, dentro de un rango de +/- 5%. Es importante considerar que estos inductores de valor nos sirven como base para los cálculos realizados en la valorización del plan financiero mostrados en el Capítulo III.

2.4.2 Análisis de riesgo

Dado que el PBI del sector pesca es la variable más sensible del flujo, hemos realizado la valorización con diversos escenarios que pueden ser observados posteriormente (ver Tabla 34), podemos notar que los resultados obtenidos no tienen diferencias mayores a los US\$100 millones, por el contrario, su comportamiento es bastante lineal, existe una relación directa entre el PBI y el valor de la empresa. Así

mismo, hemos realizado escenarios complementarios con las variables *beta* y WACC. Para el caso del beta, existe una relación inversa en comparación con el valor de la empresa, al igual que el WACC. Podemos notar que el valor de la empresa se hace cero cuando el WACC es igual a 16.11%, esto quiere decir que esta tasa es la máxima que puede exigir un inversionista.

Tabla 34

Análisis de Escenarios (PBI, Beta, y WACC) (Miles US\$)

Escenario PBI		Escenario Beta		Escenario WACC	
PBI (%)	Valor de la empresa	Beta	Valor de la empresa	WACC (%)	Valor de la empresa
4	218,544	1.50	260,090	6.00	447,627
5	231,420	1.60	251,892	8.37	244,753
6	244,753	1.69	244,753	10.00	161,238
7	258,556	1.80	236,244	13.00	62,877
8	272,842	1.90	228,771	16.11	0

Del análisis de sensibilidad realizado, la muestra de 501 posibles resultados recoge una media sobre los US\$210 millones con una desviación estándar de US\$260 millones, como se muestra en la Tabla 35. Asimismo, se observa que el valor mínimo obtenido es de -US\$217 millones y el máximo de US\$1,639 millones, es así que se enfatiza que el negocio pesquero es de alta volatilidad y de gran riesgo.

Adicionalmente, tal como se observa en la Figura 33, los resultados obtenidos se encuentran en su mayoría dentro del rango de US\$50 y US\$300 millones, donde se concentran la mayor cantidad de resultados. Así mismo, cabe resaltar, que el resultado obtenido de US\$245 millones se encuentra dentro de los posibles escenarios previstos, con lo que podemos indicar que la valorización realizada tiene un cierto grado de confiabilidad.

Tabla 35

Estadística Descriptiva del Análisis de Sensibilidad (Miles US\$)

Variable	Valor
Media	209,681
Desviación estándar	259,758
Mínimo	-217,806
Máximo	1'639,127
Cuenta (unidades)	501

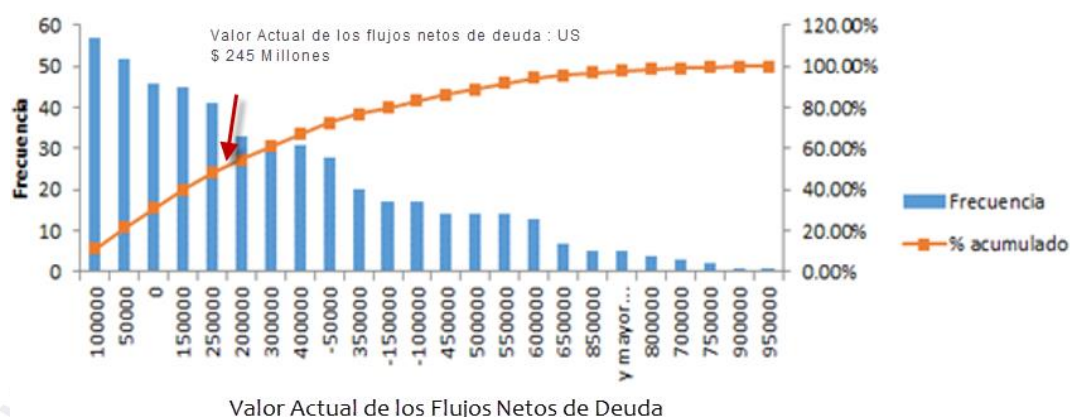


Figura 33. Histograma.

2.5 Resumen del Capítulo

La compañía tiene 24 años desde su creación, ha pasado por diversas fusiones y adquisiciones las cuales le han permitido obtener mayores licencias y participar el sector pesca con un 6.6%. A través de los años ha modernizado plantas y embarcaciones con el objetivo de producir harina y aceite de pescado de alta calidad, para lo cual ha emitido acciones y bonos como financiamiento. Las operaciones del sector pesca se vieron reguladas con el nuevo sistema de Cuotas de pesca que inició su vigencia en el año 2009. Las operaciones de la compañía abarcan las líneas CHI y CHD, siendo esta última en la cual la gerencia deposita altas expectativas de crecimiento.

La compañía mantiene sus planes de crecimiento, modernización de activos, eficiencia en sus procesos, generación de oportunidades en la línea CHD con el

compromiso de la conservación y protección del medioambiente, así como de los estándares de calidad. En adición, la compañía efectúa en forma periódica la gestión de riesgos de mercado, operativos, y financieros. Todos estos planes así como la gestión de riesgos se centralizan en un objetivo principal que es el de creación de valor para el accionista, para lo cual se presentará una propuesta de plan de acción en el siguiente capítulo.

El análisis de la estructura de capital actual presentó oportunidades de mejora hasta llegar al nivel óptimo, con el cual se puede obtener financiamiento más barato y con mejor calificación crediticia, por lo cual, se hace indispensable el gerenciamiento de los ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses. En cuanto al capital de trabajo, la compañía se acerca mucho al nivel óptimo, cabe señalar que cuenta con una línea amplia aprobada de crédito para cubrir las necesidades a corto plazo. En relación a la valoración de la empresa, se consideraron los inductores significativos para el sector pesca, un periodo de análisis de siete años, una perpetuidad sin crecimiento así como el análisis de sensibilidad con los resultados probables. Esta valoración presentó nuevos resultados de los ratios ROIC, EVA, y EBITDA, así como de los ratios de solvencia y el valor fundamental de la acción, los cuales fueron favorables y que mejorarán con la implementación del plan financiero detallado en el siguiente capítulo.

Capítulo III: Plan Financiero

3.1 Objetivos y Metas del Plan

A través del desarrollo del presente documento se han identificado oportunidades de mejora que la compañía podrá evaluar e implementar con el objetivo principal de crear valor. Los ratios más valorados e importantes que se considerarán para tomar las decisiones estratégicas y que conlleven a un crecimiento sostenido son: (a) el ROIC y (b) el EVA. Asimismo, otros objetivos vinculados a la generación de valor como son: (a) el EBITDA, (b) ratios de solvencia, y (c) precio de cotización de la acción, se desarrollarán en este capítulo. El presente plan financiero incluye las oportunidades de mejora analizadas a partir de los resultados históricos, el entorno actual del sector, y asimismo se enfatiza que estén alineados a los objetivos estratégicos de la compañía a un mediano y largo plazo.

Un objetivo complementario a la creación de valor es la maximización del valor intrínseco de la empresa. La idea principal es generar expectativas razonables que se puedan cumplir; caso contrario, podría traer como consecuencia la caída del precio de la acción y con el riesgo que pueda ser comprada a través de una oferta pública o mediante una compra hostil. Es así que en la Tabla 36 se resumen los objetivos y metas del plan con su respectivo detalle.

3.1.1 Otras propuestas evaluadas

Algunas propuestas que se evaluaron y que la compañía podría implementar a futuro son las siguientes: (a) *share buy back* [recompra de acciones] (SBB, por sus siglas en inglés) y (b) el cambio de método de depreciación.

Share buy back. Koller et al. (2015) indicaron que los inversores interpretan positivamente realizar SBB por algunas razones tales como:

Tabla 36

Objetivos y Estrategias de Pesquera Exalmar

Estrategia	Meta	Objetivo principal			Objetivos vinculados		
		ROIC	EVA	EBITDA	Cobertura deuda	Cobertura Intereses	
Incremento de ingresos	Incrementar cuota de pesca propia	+0.5% cuota	X	X	X	X	X
	Comprar cuota de pesca a terceros	2%	X	X	X	X	X
Eficiencia operativa	Reducir costo de ventas	-5%	X	X	X	X	X
	Mejorar plantas y embarcaciones	tres plantas	X	X	X	X	X
		seis embarcaciones					
Mejora del valor fundamental de la acción	Mejorar valor unitario de acción		X	X			
	Listar en Bolsa de Valores de Noruega	Mayor a US\$1.20	X	X			
	Invertir en market maker		X	X			
Fidelización de ejecutivos	Implementar stock option compensation		X	X	X		
Gestión de financiamiento	Obtener el grado de inversión:					X	X
	Mejorar cobertura de deuda	Menor a 3.5					
	Mejorar cobertura de intereses	Mayor a 5				X	X

- El SBB indica que los gerentes muestran confianza sobre los flujos de cajas futuros, los cuales son lo suficientemente sólidos para apoyar futuras inversiones y cumplimientos de deuda;
- La compañía no gastará su exceso de caja en inversiones que pueden destruir valor; y
- Recomprar las acciones indica a los inversionistas que las acciones se encuentran subvaluadas; esto se refuerza si la Gerencia recompra dichas acciones.

Las investigaciones mostraron que, el día del anuncio de los programas de recompra de pequeños volúmenes, es decir, cuando menos del 10% de las acciones en circulación son adquiridas en operaciones abiertas del mercado, el precio de las acciones en el mercado sube 2% o 3% en promedio. Estas señales, sin embargo, por sí solas no generan valor, sino que reflejan mayores expectativas en el mercado de su rendimiento futuro y, más aún si la empresa no cumple con estas altas expectativas, el precio de la acción cae nuevamente.

En una recompra, un tema importante es que no se pueden hacer tantos ajustes en la compañía, puesto que el mercado percibiría una señal negativa sobre el desempeño de esta. Una operación SBB solo genera altas expectativas en el mercado sobre el desempeño futuro y que no necesariamente crea valor para el accionista. En el caso de realizar la SBB, se debe considerar que, si bien las recompras de acciones reducen el número de acciones en circulación, favorece el incremento del ratio por el pago de dividendos por acción o EPS. No obstante, las empresas usualmente realizan estas transacciones cuando tienen un excedente de caja y cuando tienen el riesgo de perder el control de la compañía, más aún cuando se mantiene con un valor intrínseco negativo.

Al respecto, se concluyó que no sería prudente efectuar este tipo de operación toda vez que la compañía no cuenta con excedente de flujo de caja ni existe el riesgo de que esta pierda el control de la misma ni que podría generar valor para los accionistas. Asimismo, resultaría contradictorio la recompra de acciones puesto que se está implementando la política de emisión de acciones a través del *stock option compensation* a los empleados clave como parte de su remuneración integral y, a través del cumplimiento de que los contratos pasen a formar parte del accionariado.

Depreciación acumulada. PwC (2013) precisó que el método de depreciación que se adopte, debe reflejar el modelo en el cual los beneficios futuros de un activo puedan esperar ser consumidos por la compañía y que el método que se seleccione pueda ser revisado por lo menos cada cierre de año. Los métodos de depreciación que se pueden utilizar son: (a) línea recta, (b) decreciente, (c) unidades producidas, (d) suma de dígitos, y (e) de anualidades.

En la revisión de la información histórica de la compañía y del sector para el periodo 2009-2015, se observó que el método de depreciación es *línea recta*. El promedio del importe anual ascendió aproximadamente a US\$17,800 millones representando entre un 8% y 13% de los ingresos anuales. Se analizaron las tendencias históricas y se considera que existe una oportunidad de mejora financiera si se cambiara al método de depreciación por *unidades producidas*, toda vez que, en los años que se presenta el Fenómeno de El Niño, el activo fijo relacionado con la extracción y producción de la harina y aceite de pescado no se utiliza en la misma intensidad que en los años sin este fenómeno. Según la Tabla 37, se visualiza la depreciación histórica y el porcentaje que representó respecto a los ingresos de la compañía considerando que, en algunos años como 2013 y 2015 hubo un impacto fuerte del Fenómeno de El Niño. A manera de ilustración, se han generado algunos escenarios en los cuales se puede visualizar el resultado estimado y comparativo si cambiáramos el método de depreciación, de línea recta a unidades producidas, como se muestra en la Tabla 38. Sin embargo, este cambio de método de depreciación requiere mayor nivel de detalle de la información, puesto que refleja la realidad del agotamiento de un activo fijo, por lo cual se incluirá solo como recomendación en el Capítulo IV.

Tabla 37

Depreciación Histórica para el Periodo 2009-2015

Año	Depreciación (Miles US\$)	% Ingresos
2009	16,938	13
2010	17,398	10
2011	15,829	8
2012	16,936	8
2013	18,001	11
2014	19,429	9
2015	20,097	13

Nota. Adaptado de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2015 y 31 de Diciembre de 2014,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2016a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2013 y 31 de Diciembre de 2012,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2014, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2012 y 2011,” por Deloitte, 2013, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2010 y 2009,” por Deloitte, 2011, Lima, Perú: Autor.

Tabla 38

Comparación de Resultados Dependiendo del Método de Depreciación (Miles US\$)

Año	Depreciación línea recta	Depreciación unidades producidas	Eficiencia
2016	19,479	10,570	8,909
2017	19,479	19,356	123
2018	19,479	19,356	123
2019	19,479	10,570	8,909
2020	19,479	19,356	123
2021	19,479	19,356	123
2022	19,479	10,570	8,909
Acumulado			27,218

Si bien para propósitos de la valorización no se considera la depreciación, para los costos de producción si se considera esta. Las reducciones que se obtendrían, mejorarían los ratios ROE, EPS, entre otros ratios financieros.

3.2 Propuestas

3.2.1 Propuestas de reestructuración

Divestiture [Desinversión]. Koller et al. (2015) precisaron que las desinversiones, fusiones, y adquisiciones tienden a ocurrir en eventos o temporadas. Asimismo, mencionaron que algunas empresas exitosas pueden realizar desinversiones cuando la gestión podría ser mejor bajo otro propietario, incluso si ya se está llevando a cabo un buen manejo de la unidad de negocio. Este tipo de decisión puede impactar a través de cambios en las ganancias por acción, dependiendo del uso del dinero proveniente de dicha desinversión. Entre las alternativas del uso de la caja se destacan: (a) mantener caja, (b) repagar deuda, o (c) recomprar acciones. Se puede mostrar en la ecuación de creación de valor de una desinversión, es igual al precio recibido menos los valores no percibidos, menos el costo de separación. Los valores no percibidos son aquellos valores de la actividad cedida más las sinergias con el resto de la compañía. El costo de separación incluye los costos que la empresa matriz incurre en la separación de los otros negocios más los costos hundidos de algún activo o actividades que se convierten en redundantes. Asimismo, existen otras formas de reestructuración que se realizan como transacciones privadas tales como, las ventas comerciales, que consiste en vender un aparte o todo el negocio a un inversionista financiero. Otra transacción privada es el *joint venture*, que consiste en la combinación de parte o todo de una unidad de negocio con otro participante de la industria, otras compañías en la cadena de valor, u otros capitalistas privados.

Asimismo, Weston, Mitchell, y Mulherin (2004) indicaron que existen diversas opciones de reorganizar financieramente una empresa. Considerando que el objetivo de cualquier técnica es otorgarle mayor valor a la compañía, se mencionan a continuación las técnicas de mayor relevancia y que se negocian en el mercado público:

- *Equity carve-out*: Mediante esta técnica se ofrece una división o subsidiaria, que crea una empresa nueva o se adhiere a una existente; los accionistas son los mismos más los que se adicionen. El control varía de acuerdo con los porcentajes; no es tomado precisamente por los antiguos accionistas, por lo cual la empresa podría eventualmente tener una gerencia nueva que goce de plena autonomía.
- *Spin off*: Es una de las más populares formas de reestructuración. En este caso, se separa una línea de negocio o división, y se crea una nueva empresa. Los accionistas son los mismos, las acciones se distribuyen mediante un esquema que ellos determinen, la gerencia de esta empresa es nueva y su administración es llevada de forma independiente de la empresa original. Esta separación ayuda a maximizar la flexibilidad estratégica de la subsidiaria y evita conflicto de interés entre el *parent company* y la unidad de negocio. Generalmente ayuda a mejorar el desempeño operativo de las unidades de negocio.
- *Split off*: Consiste en la separación de una línea de negocio o división creándose una empresa nueva, donde las acciones de esta nueva empresa han sido canjeadas a los accionistas por acciones de la antigua empresa; es decir, hubo un intercambio de acciones. La gerencia de esta empresa creada es nueva y su administración es llevada de forma independiente de la empresa original.
- *Split up*: Consiste en la separación de la compañía en diversas partes. Por lo general, se dividen en líneas de negocio, la empresa original es dada de baja, y los accionistas se dividen entre las nuevas empresas en función de las valorizaciones de cada división.

Las estrategias anteriormente mencionadas fueron consideradas como parte de las evaluaciones realizadas en el presente documento; sin embargo, dadas las

condiciones actuales de la empresa, se considera inviable realizar alguna de las técnicas mencionadas y más bien la idea es mantener como una unidad de negocio CHD. No obstante, si se observa que en un periodo de mediano a largo plazo la utilización de la planta sigue con la misma tendencia baja, se podría realizar un equity carve out creando una nueva compañía con otros socios o realizar un spin-off otorgando a una nueva gerencia concedora del negocio para la generación de valor de los accionistas, separando las líneas de CHD sin perder el control de la misma.

Restructuración por desinversión o divestiture. Como parte de los planes propuestos, se encontraba la desinversión de la línea CHD. La compañía realizó fuertes inversiones en esta línea; sin embargo, a partir de los análisis históricos realizados, se mostró que 2014 fue un año con mejores rendimientos, sin embargo, en 2015 tuvo pérdidas de aproximadamente US\$9 millones debido a las cuotas limitadas de jurel y caballa; lo que hizo que la compañía volcara su búsqueda en productos alternativos que le genere rentabilidad como la pota, las conchas de abanico, entre otros moluscos que no tienen restricción en su extracción; sin embargo, algunas razones por lo que no se efectuará la desinversión son las que se mencionan a continuación.

Según las opiniones de expertos, el mundo está experimentando escasez de alimentos. Es así que la línea de CHD con estas características puede cubrir estas necesidades y ayudar a los resultados de la compañía a reducir su riesgo, al diversificar con este negocio. Asimismo, si bien esta línea de CHD tiene pérdidas, esto genera un escudo fiscal futuro a la compañía que permite utilizar los créditos tributarios por los resultados obtenidos del CHI. En adición, considerar una desinversión de esta línea resultaría una opción complicada debido al impacto que

podría traer a la devolución del impuesto general a las ventas (IGV) recibidos en el pasado en su etapa preoperativa, que significaría una importante salida de caja.

El negocio de CHD tiene un futuro auspicioso debido a la diversidad de especies que pueden encontrarse en el mar peruano y sobre todo ante una creciente necesidad de alimentos a futuro. Se efectuó el análisis de escenarios por la desinversión mediante una valorización de esta línea de negocio; sin embargo, los resultados demostraron que no es factible la desinversión CHD con un valor actual de sus flujos de US\$7.8 millones. Como se detalla en el Apéndice O, se apuesta por una recuperación a largo plazo. Las asunciones de la valorización de CHD se encuentran incluidas en la sección 2.4.

A partir de la evaluación realizada y siempre con el objetivo de diversificar el riesgo, se propone mantener la línea de negocio CHD, cuyo valor en libros asciende a US\$40 millones. A largo plazo la compañía debe monitorear el rendimiento del negocio de CHD y en un escenario continuo de escasez de cuota, de las especies jurel y caballa, esta línea estaría destruyendo valor. Al respecto, se reforzaría la decisión de desinversión y el flujo recibido se destinaría a: (a) el pago de deuda a largo plazo, (b) la reducción de los gastos financieros, (c) la mejora de la posición de estructura óptima de capital, y (d) la mejora del ratio de cobertura de intereses. Además, esta desinversión podría ayudar a reducir los gastos de mantenimiento y mano de obra de las plantas de la línea de CHD.

3.2.2 Propuestas de implementación

Incremento de ingresos. Las metas consideradas para este fin se detallan a continuación.

Mayor cuota de pesca propia. La compañía tiene contemplado entre sus objetivos estratégicos el contar con un 7.5% de cuota de pesca en el mercado. Se

buscará a través de la propuesta del plan financiero comprar 0.5% de cuota mediante la adquisición de alguna embarcación a una pequeña empresa del sector; la inversión estimada en esta propuesta es de US\$35 millones (el costo de una licencia de pesca asciende aproximadamente a US\$70 millones). Con esto se busca obtener una mayor cuota en el mercado así como mayor rentabilidad, lo que se traduce en un incremento aproximado en los ingresos de actividades ordinarias de US\$9 millones. La forma de financiamiento para realizar la compra de cuota de pesca se explicará en la sección de Gestión de Financiamiento.

Compra de cuota de pesca a terceros. La compañía ha estado realizando compra de cuota a terceros con un promedio de 5%. Con el fin de continuar con la estrategia de incrementar los ingresos, se ha considerado adquirir un 2% adicional a terceros, que aproximadamente representaría US\$33 millones. Asimismo, su correspondiente costo de venta ascendería a US\$24 millones, el cual se encuentra incluido en el flujo de caja, como se muestra en el Apéndice P.

Eficiencia operativa. En esta sección se detallará un plan en eficiencia de costos, así como la mejora en plantas y embarcaciones.

Eficiencia en costos. En línea con la búsqueda de eficiencia, se efectuó un análisis de costos y gastos operativos en comparación con el mercado; se identificaron oportunidades de mejora principalmente en el costo de producción por tonelada métrica promedio que ascendió a US\$1,090/Tm comparado con US\$1,250/Tm de la compañía, por lo cual se generó la oportunidad de reducción del 14%/Tm como se aprecia en las Figuras 34 y 35. Esta estrategia de reducción solo considerará un 5% ponderado sobre algunas partidas de costos de ventas en una primera fase, dejando abierta la posibilidad de seguir evaluando a futuro. El ahorro representaría US\$2.8 millones anuales.

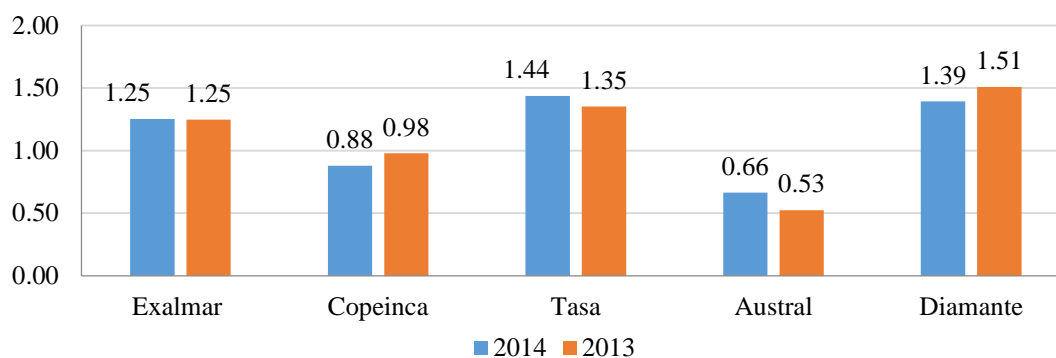


Figura 34. Costo de ventas / Tm 2014-2013 (US\$).

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor.

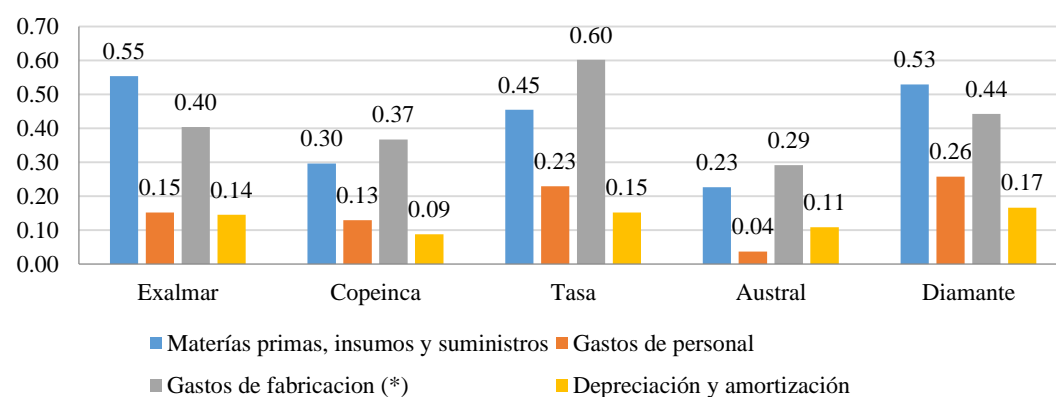


Figura 35. Costo de ventas por Tm y compañía 2014 (US\$).

Adaptado de “Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015a, Lima, Perú: Autor; de “Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los Auditores Independientes de los Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 2013,” por Deloitte, 2015, Lima, Perú: Autor; de “Austral Group S.A.A.: Estados Financieros Separados: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015, Lima, Perú: Autor; de “Pesquera Diamante S.A.: Estados Financieros Separados al 31 de Diciembre de 2014 y de 2013 Junto con el Dictamen de los Auditores Independientes,” por Ernst & Young (EY), 2015b, Lima, Perú: Autor; y de “Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados Financieros: Años Terminados el 31 de Diciembre de 2014 y 31 de Diciembre de 2013,” por PricewaterhouseCoopers (PwC), 2015a, Lima, Perú: Autor.

Mejora en plantas y embarcaciones a través de financiamiento bancario. Se requiere realizar una solicitud de crédito a una entidad financiera local de US\$18 millones con el fin de realizar inversiones en CAPEX, el cual generará un incremento en sus ingresos de actividades ordinarias. Esta inversión se realizará en el segundo año de proyección con el objetivo de modernizar seis barcos, focalizado en la implementación del sistema de enfriado en sus bodegas. Asimismo, el CAPEX dará mejor calidad del producto al mantenerlo en mejores condiciones durante su traslado del lugar de pesca hacia las plantas de procesamiento; un ahorro en tiempo y combustible puesto que las faenas de los barcos serán de formas más prolongadas.

La compañía efectuará también mejoras en la infraestructura de las plantas de Callao y Huacho, que permitirán pasar de un procesamiento de 50 Tm/h a 80 Tm/h y de 84 Tm/h a 100 Tm/h respectivamente con el fin de atender el incremento de cuota. Esta modificación mejorará el ratio de conversión, el cual se reducirá de 4.4 Tm a 4.2 Tm. Es importante mencionar que, al tener un mejor producto, los procesos productivos de la conversión de materia prima en harina mejorarán y se conseguirá un alto rendimiento. La eficiencia en el ratio de conversión aportará un incremento en los ingresos de actividad ordinaria aproximado de US\$9 millones en promedio anual.

El ratio de conversión objetivo fue tomado del benchmarking efectuado mediante conversación con los expertos en el negocio de pesca (R. Briceño, comunicación personal, 8 de junio de 2016; ver Apéndice U). En adición, con el fin de optimizar las inversiones realizadas, se reducirán los CAPEX anuales a US\$5 millones para cubrir las diversas mejoras asociadas a las maquinarias y equipos.

Mejora del valor fundamental de la acción.

Migración a la Bolsa de Oslo Noruega e inversión en Market Maker. La compañía se encuentra listada en la BVL, y el volumen negociado en bolsa peruana se ha reducido drásticamente. Así, casi pierde la categoría de mercado emergente por el nivel de negociación y liquidez que se llevan a cabo en cada bolsa. Con el fin de

buscar un mercado más activo y líder en el sector pesca, se busca migrar a la Bolsa de Oslo Noruega.

La Bolsa de Noruega es uno de los mercados más activos en el mundo para el sector pesquero, cuyas actividades principales son: el petróleo, gas, la pesca, y la construcción. Noruega es el modelo pesquero a seguir en el mundo y, por su ubicación geográfica, es líder en el sector pesquero y en acuicultura. Aquí se encuentran listadas las empresas pesqueras más importantes. En la Tabla 39 se describe el proceso para la emisión en la Bolsa de Oslo.

Algunos costos estimados para realizar esta migración a la Bolsa de Oslo son los que se detallan en la Tabla 40. Se evidencia la importancia de contar con el servicio de contabilidad, servicio de auditoría, asesores legales, renta de oficina, entre otros, todos son requisitos para la migración. En adición y como etapa inicial, se contratarán los servicios de un *market maker* o creador de mercado, que ayudará a tener mayores movimientos a las acciones en montos menores, con lo que se efectuarían compras (*bid*) y ventas (*ask*) a precios más estables, y se ofrecerían lotes más pequeños, entre otros beneficios.

Tabla 39

Proceso de Emisión en la Bolsa de Valores de Oslo

Proceso	Descripción
Informe preliminar	Presentación de toda la información de la empresa. Si cumple con todos los requerimientos, debe presentarlo antes de cinco días hábiles de la reunión de la junta preliminar.
Junta preliminar	Reunión con los miembros de Oslo Børs 15 días antes de su fecha límite, en la cual se trata temas como actividad del negocio, situación financiera, etc.
Situaciones especiales	Proporcionar información sobre las emisiones planificadas o venta de acciones actuales.
Solicitud de listado	Debe presentarse 20 días antes de la junta preliminar. Dicha solicitud será examinada por los miembros de Oslo Børs.
Recomendación de la junta	Se efectuará sugerencias a los directores de Oslo Børs. La junta se reúne por lo general una vez al mes.
Prospecto de cotización	La empresa tendrá 45 días para ser listada. Asimismo, debe publicar su prospecto de cotización antes del primer día de estar ya listada.

Nota. Tomado de “Emisión de Acciones de Empresas Peruanas en el Mercado Financiero Internacional: Factores de Éxito, Beneficios y Riesgos,” por A. Mendiola, C. Aguirre, J. Bendezú, A. Berrospi, D. Córdova, y P. Núñez del Prado, 2014, p. 30. Lima, Perú: Universidad ESAN.

Tabla 40

Costos Relacionados con la Migración a la Bolsa de Oslo (Miles US\$)

Migración a la Bolsa de Noruega Oslo	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Contabilidad	40	40	40	40	40	40	40
Auditoría	12	12	12	12	12	12	12
Gastos legales	12	12	12	12	12	12	12
Lanzamiento	10						
Alquiler de oficina	5	5	5	5	5	5	5
Creador de mercado	20	20	20	20	20	20	20
Total	99	89	89	89	89	89	89

Fidelización de ejecutivos. A través de:

Stock option compensation. Copeland et al. (2004) consideraron que la gestión de motivación al personal es importante para la generación de valor. Señalaron que existen dos imperativos: (a) lograr que los directivos piensen como propietarios, y (b) que la compañía atraiga y retenga el talento ofreciendo incentivos atractivos. En ese sentido, las empresas de alto nivel tienden a combinar tres tipos de motivación: (a) incentivos financieros (se incluyen opciones de acciones), (b) oportunidades de crecimiento-responsabilidad, y (c) los valores e ideas de la compañía.

La utilización de este instrumento financiero ha aumentado significativamente en el mercado y ha originado el crecimiento de la rentabilidad de los accionistas en la medición del rendimiento y la eficacia en la dirección de la compañía. La estrategia es retener a los mejores talentos de la compañía ofreciendo incentivos atractivos a largo plazo, lo cual es medido a través de métricas de desempeño (*market condition*) que permitan la creación de valor.

Koller et al. (2015) precisó que diversas compañías ofrecen a sus empleados opciones para adquirir acciones de las mismas, también conocidos como *stock option*

compensation (SOC, por sus siglas en inglés); sin embargo no tienen la obligación de adquirirlas.

En la propuesta desarrollada, se ha elaborado el programa del otorgamiento de SOC para los empleados clave de la compañía, el cual incluye otorgar 650,000 opciones de acciones; el plazo para ejercer la opción será de cuatro años (*vesting period*). Este periodo considera que cada año se ejercerán el 25% de las acciones y, al cuarto año, se llegaría al 100% de las opciones otorgadas. Dentro del programa, se le exigirá a los trabajadores el cumplimiento de ciertos indicadores claves de gestión (llamado también *market condition*) antes de ejercer las opciones otorgadas.

Asimismo, se ha considerado un precio de la acción al inicio del programa de US\$1.2 por acción o *strike price*. Estas opciones deben ser actualizadas anualmente a través del método de valoración, *black scholes*, y serán registradas en la compañía como un gasto de personal durante los cuatro años que dure el programa. El monto será anualmente de US\$195,000 hasta alcanzar el importe de US\$780,000. A continuación se detalla en la Tabla 41 el cálculo propuesto.

Tabla 41

Cálculo de Stock Option Compensation para Empleados Clave (US\$)

Tenedores de opciones	Número de opciones otorgadas	Número de opciones por año	Strike price de la acción	1 Año (25%)	2 Año (25%)	3 Año (25%)	4 Año (25%)	Total
Gerente de Operaciones	50,000	12,500	1.2	15,000	15,000	15,000	15,000	60,000
Gerente de Finanzas	125,000	31,250	1.2	37,500	37,500	37,500	37,500	150,000
Gerente de Logística	25,000	6,250	1.2	7,500	7,500	7,500	7,500	30,000
Presidente	275,000	68,750	1.2	82,500	82,500	82,500	82,500	330,000
Gerente de RRHH	25,000	6,250	1.2	7,500	7,500	7,500	7,500	30,000
Gerente general adjunto	125,000	31,250	1.2	37,500	37,500	37,500	37,500	150,000
Gerente Legal	25,000	6,250	1.2	7,500	7,500	7,500	7,500	30,000
	650,000		Valorización anual	195,000	195,000	195,000	195,000	780,000
			Número de acciones por año	162,500	162,500	162,500	162,500	650,000

Gestión del financiamiento. El financiamiento a realizar comprende la gestión de un préstamo bancario por US\$133 millones a una tasa anual del 6% en un plazo de 10 años; esta tasa de interés se compone de la tasa limabor mas el spread según la calificación crediticia obtenida en la valoración efectuada en el Capítulo II. Se debe resaltar que a través de este préstamo, se financiará parte de la recompra de bonos (US\$80 millones), además de las propuestas establecidas anteriormente (US\$53 millones). Esta estrategia permitiría tener mayor nivel de maniobra financiera a mediano plazo; asimismo, el valor de los intereses a pagar se reduciría y las cuotas podrían pagarse a través de la generación de caja de la propia compañía, como se muestra en la Tabla 42.

Adicionalmente, para 2020 la compañía deberá gestionar la emisión de nuevos bonos por US\$150 millones a una tasa de 4.77%, manteniendo la estructura óptima de capital. De esa forma se permitiría categorizar a la compañía con el grado de inversión, lo cual a su vez significaría un mejor manejo financiero de los activos además de generar mayor confianza en los inversionistas.

Parte del financiamiento, US\$53 millones corresponden a US\$18 millones en CAPEX y US\$35 millones en 0.5% en licencia de pesca. En un entorno de bajas tasas de interés, la proporción de nuevos financiamientos a través de bonos se ha reducido y los préstamos bancarios se han fortalecido, debido a la alta liquidez del sistema financiero (tanto local e internacional) y a la situación económica mundial. En este sentido, tener un mix de deuda sería saludable y generaría un ahorro en los gastos financieros. Por ello, se considera un préstamo bancario de US\$53 millones u otra alternativa podría ser la solicitud vía el aporte de accionistas. El saldo de US\$80 millones, equivalente al 75% del valor de mercado de los bonos, sería destinado al canje de deuda del 50% del bono corporativo por un préstamo bancario; esto debido a

la flexibilidad en los repago, y la renegociación de condiciones. En la Tabla 42 se observa el cronograma del nuevo préstamo bancario a largo plazo.

Tabla 42

Financiamiento Bancario (Miles US\$)

Año	Saldo	Interés	Amortización	Total cuota pagada por año
2016		3,197	4,133	7,330
2017	128,867	7,253	10,338	17,592
2018	118,529	6,633	10,959	17,592
2019	107,570	5,976	11,616	17,592
2020	95,954	5,279	12,313	17,592
2021	83,640	4,540	13,052	17,592
2022	70,588	3,757	13,835	17,592
2023	56,753	2,927	14,665	17,592
2024	42,088	2,047	15,545	17,592
2025	26,543	1,114	16,478	17,592
2026	10,065	197	10,065	10,262

Nota. Principal = 133,000; Plazo (años) = 10; Tasa (TEA) = 6.00%; y Modalidad = Sistema Francés.

YTM: Yield to maturity <> rendimiento al vencimiento. En relación a los bonos corporativos emitidos en 2013 con vencimiento 2020, se debe enfatizar que los valores razonables a diciembre de 2015 ascendieron a US\$122.200 millones (valor en libros US\$203.070 millones) y a diciembre de 2014 ascendieron a US\$161.900 millones (valor en libros US\$202.775 millones). Los valores razonables fueron determinados por Pricewaterhouse aplicando la tasa de 19.11% en 2015 y 12.23% en 2014. Así también como parte del desarrollo de este documento, se efectuó el cálculo de la tasa de rendimiento al vencimiento del bono considerando precios nominales publicados por la compañía en la recompra de bonos entre julio y agosto de 2016. Los resultados determinaron que las tasas de rendimiento actualmente se encuentran en el rango de 14% y 16%, como se visualiza en la Tabla 43, razón por la cual se incorporó en el plan financiero la recompra de los bonos con una prima que cubra entre el 7% y 11% con el fin de hacerla atractiva.

Tabla 43

Simulación de los Precios de Mercado del Bono y su Rendimiento al Vencimiento

Precio nominal (US\$)	Precio relativo (%)	TIR (YTM) (%)
1,000	100	7.38
810	81	14.49
765	77	16.48

3.2.3 Flujo de caja libre con implementación de plan financiero

Para la determinación de los ingresos, durante los dos primeros años, se consideró como base del cálculo a la biomasa; asimismo, se determinaron los porcentajes de captación con flota propia y de terceros, que fueron aplicados al total de la biomasa determinada. Posteriormente, se aplicaron los factores de conversión de pescado a harina, obteniendo así las toneladas métricas de anchoveta que finalmente fueron multiplicadas con el precio promedio histórico de harina de pescado. Para los años posteriores, los ingresos fueron proyectados de acuerdo con las proyecciones de PBI de pesca.

Consideraciones adicionales en la valorización del presente capítulo.

Biomasa. El porcentaje de captura efectiva de biomasa es de 96.51%, esto quiere decir, que del total de biomasa del mercado, la compañía captura el porcentaje indicado. En relación a la efectividad de la compañía para capturar las especies marinas, se ha determinado un factor de captura que establece el porcentaje de captura real que la compañía ha realizado. Este factor fue obtenido por un promedio del ratio de captura de las seis últimas temporadas de pesca de anchoveta y es considerado para efectos de la valorización. La cuota de la compañía con flota propia será del 7.11%; por otro lado, la cuota relacionada con captura o compra realizada a embarcaciones de terceros será de 5.17%.

Factores de conversión de harina. Para determinar el nivel de toneladas de harina de pescado se tomó el valor de 4.4 como factor de conversión que será aplicado sobre el total de toneladas métricas captadas de anchoveta. Este factor se obtuvo del análisis comparativo de los últimos tres años, asimismo, a partir del segundo año se incorpora la mejora del factor de conversión, el cual será de 4.2 debido a la modernización de embarcaciones y plantas señaladas anteriormente.

Pronóstico de precio. Para el pronóstico de los precios, se realizó la *Metodología Box Jenkins* (Court & Williams, 2011). A partir de una data histórica de 61 observaciones, se determinó que el modelo que minimiza el valor de criterios de información es el ARMA (3.1), el cual muestra que todos los coeficientes son estadísticamente significativos al 5%. Aplicando el proceso *Forecast*, se obtuvieron los precios promedios para 2016-2022, como se aprecia en la Tabla 44. Los precios de la harina y aceite de pescado fueron obtenidos de IndexMundi (2016) y la revista especializada *Hammersmith Marketing* (2016) respectivamente. Para la determinación de los precios de aceite de pescado, se consideraron US\$200 más que el precio de la harina (M. Ruiz, comunicación personal, 17 de febrero de 2016; ver Apéndice T).

Tabla 44

Precios Proyectados

Año	Precio proyectado (US\$/Tm)
2016	1,652
2017	1,702
2018	1,748
2019	1,798
2020	1,850
2021	1,908
2022	1,957
Promedio	1,801

En relación a la estimación de los costos de ventas, gastos de administración, y gastos de ventas, se han mantenido los porcentajes considerados en la valorización realizada en el Capítulo II. Así también, se incorporaron las eficiencias en costos descritas y cuantificadas anteriormente. Se debe señalar que, para el costo de ventas solo se consideró una reducción del 5% ponderado sobre las partidas de costo de ventas diferentes a compra de materia prima y depreciación; con lo cual se obtuvo un 1% neto de reducción al costo de ventas en el flujo proyectado.

Resultados obtenidos de la valorización. Con el fin de plasmar numéricamente las propuestas indicadas, se ha realizado una valorización de la compañía mediante el método de flujos descontados, que puede ser visto a detalle en el Apéndice N. El valor presente de la empresa obtenido neto de deuda, producto de este análisis, es US\$379 millones, que equivale a US\$112 millones más en relación con la valorización realizada en el Capítulo II, mientras que el valor obtenido del flujo de caja del accionista es US\$316 millones, que equivale a US\$100 millones más en relación con la valorización realizada en el Capítulo I. Por ello, se considera beneficioso para la compañía considerar las propuestas realizadas.

Tal como se muestra en la Tabla 45 y Figuras 36 y 37, se puede apreciar el importante aporte generado mediante las propuestas planteadas. Se observa que la mayoría de los indicadores financieros muestran un crecimiento a partir del tercer año. Esto proviene básicamente de las inversiones y mejoras realizadas en el segundo año. Es importante destacar que se considera que la línea de CHD aportará en la generación de valor de la compañía a mediano plazo. Para el caso del ROIC, se obtiene un promedio de 8% en el tiempo, superior al histórico mostrado anteriormente, al igual que para el caso del EVA, en el cual se notan mejoras considerables. Consecuentemente, los ratios de cobertura de deuda e intereses muestran mejores niveles, el primero se encuentra por debajo de 3.5, con lo que quedan cubiertos a los *covenants* de los bonos; tan solo el primer año no se cumple

con el objetivo, básicamente, por considerarlo con un año con Fenómeno de El Niño, además de las pérdidas en CHD. Para el segundo año, los valores oscilan alrededor de 4.5, con lo cual se alcanzará el grado de inversión; por ello la capacidad de la compañía de cumplir con los pagos de intereses queda cubierta.

Tabla 45

Indicadores Proyectados Anualizados

Indicador financiero	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROIC (%)	5.31	6.50	7.06	7.58	8.25	8.84	9.51
EVA (miles US\$)	-13,670	-9,216	-6,225	-3,646	-549	2,069	4,789
EBITDA (miles US\$)	53,472	66,696	68,444	70,107	71,763	73,790	75,901
EBITDA / Intereses	2.98	4.56	4.89	5.25	5.72	6.31	6.95
Deuda / EBITDA	4.30	3.29	3.05	2.81	3.27	3.00	2.74

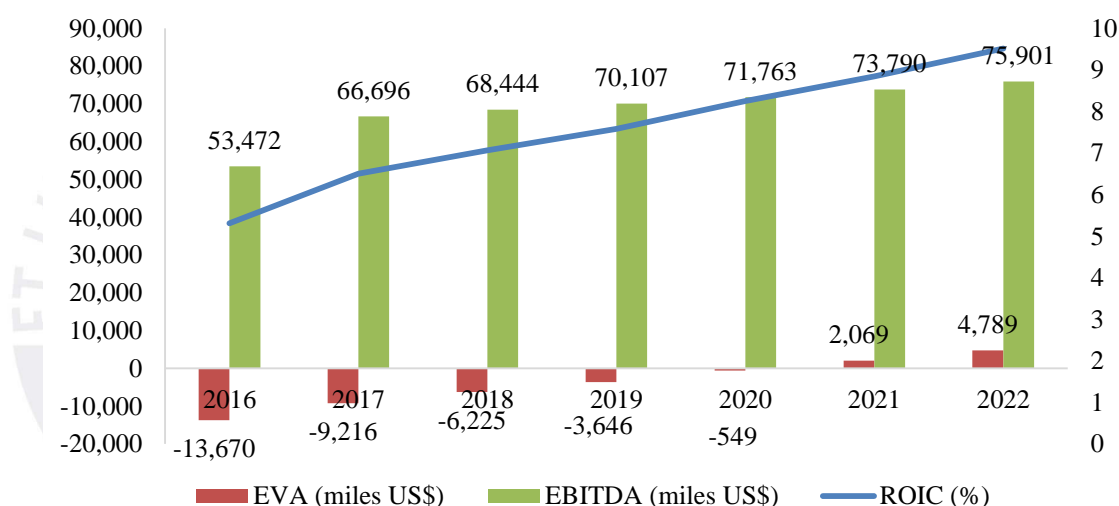


Figura 36. Ratios proyectados: ROIC/EVA/EBITDA.

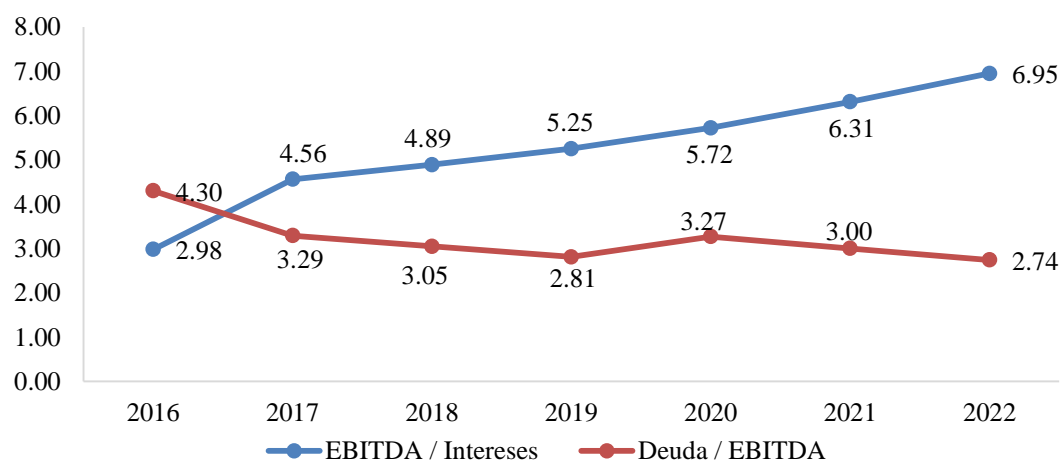


Figura 37. Ratios proyectados: Ratios de cobertura.

En la Tabla 46 se aprecia que la diferencia entre los ratios ROE y ROA resultó positiva, aproximadamente 4% en promedio para el periodo de los siete años. Se confirma que el financiamiento del activo con parte de deuda ha sido conveniente para generar mayor rentabilidad para los accionistas. La compañía ha mejorado en el manejo eficiente de sus activos. Por otro lado, el nivel de deuda propuesto está alineado con la estructura de capital óptima cuya evaluación se efectuó en el Capítulo II.

Tabla 46

Proyección de Ratios de Rentabilidad (%)

Ratio	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	4.33	8.24	8.51	8.73	8.92	9.07	9.15
ROA	2.00	3.82	4.09	4.38	4.48	4.58	4.84

En la Tabla 47 se aprecian los resultados positivos y decrecientes del ratio PER durante el periodo 2016-2022. Estos resultados son mayores a lo señalado en el Capítulo II debido al mejor valor de mercado por acción obtenido luego de la implementación del plan financiero, así como a la mayor ganancia por acción. El incremento de los ingresos por actividades ordinarias así como la eficiencia operativa contribuyeron a mayor ganancia neta en el plan financiero.

Tabla 47

Proyección del Ratio PER, Valorización III

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Valor Contable por acción (US\$)	0.86	0.89	0.94	0.99	1.04	1.11	1.46
Valor Mercado por acción (US\$)	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28
Ganancia por acción (US\$)	0.04	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	0.13
Ratio Precio/Valor contable por acción	1.50	1.44	1.37	1.30	1.23	1.16	0.88
PER	35.31	17.86	16.51	15.30	14.18	13.16	9.90

Otros métodos de valorización comparables. Existen diversos métodos de valorización de empresas; en forma complementaria se efectuó el cálculo de la

valorización mediante el método de las transacciones comparables. Se consideró la última compra de la empresa pesquera Copeinca por China Fishing Group (CFG) efectuada en 2013, la cual ascendió a US\$800 millones; por otro lado, la otra variable considerada fue la ganancia neta que ascendió a US\$47 millones. La división de ambas variables resultó en un factor de 0.06; este se aplicó al flujo de caja proyectado de la compañía, con lo cual se obtuvo una valorización estimada de US\$1,400 millones considerando las ganancias netas proyectadas.

Debido a la particularidad de la industria, también se evaluó otra valorización que se podía descomponer en dos variables como son: (a) la cuota que poseía Copeinca de 10.7%; y (b) el precio de compra por cada punto porcentual, el cual ascendía aproximadamente entre US\$70 y US\$80 millones; el resultado final totalizó en un rango de US\$749-US\$856 millones. Esta cifra es cercana a lo que pagó CFG en dicha compra. De forma similar, se efectuó el cálculo para la compañía y se consideró la cuota vigente de 6.6% que multiplicada por los US\$80,000, resultó los US\$528 millones como valorización actual. Este importe de valorización se mejoró al final de 2022 con la implementación del plan financiero, el cual consideró una cuota de 7.1% que dio como resultado final US\$568 millones, 8% menor a la valorización de la empresa que incluye el plan financiero propuesto.

3.2.4 Análisis de riesgos

Se considera que la compañía tiene alta exposición a fenómenos meteorológicos, por lo que con el fin de plasmar dicha premisa en la valorización, se consideró a la biomasa como una fuerte variable a modificar (ver Tabla 48). Otras variables que pueden tener repercusión directa son los precios internacionales de la harina de pescado, además de los costos de venta, los gastos de ventas y distribución, así como los de administración. Como se mencionó anteriormente, siendo la biomasa

el mayor riesgo al cual está expuesto la compañía, se generaron escenarios con diversos niveles de biomasa notando variaciones en el importe del valor actual de sus flujos, deduciendo así la importancia de este factor climatológico en los valores finales.

Tabla 48

Sensibilidad de Biomasa

Biomasa (Tm)	Valor de empresa neto de deuda (Miles US\$)
2'000,000	157,591
3'000,000	282,623
4'000,000	407,655
5'000,000	532,687
6'000,000	657,719

Como parte del análisis, se consideró una desviación estándar aplicada a la biomasa; este dato fue obtenido en función de los últimos cinco años. Para el caso del precio de la harina de pescado, se tomó la desviación estándar de los precios recogidos de 11 meses dentro de un periodo de no ocurrencia del fenómeno de El Niño. La misma consideración se tuvo para el precio de la harina; y la desviación estándar fue tomada de una base de datos de 11 meses.

Tabla 49

Análisis de Escenarios (PBI, Beta, WACC, y Eficiencia en Costos) (Miles US\$)

PBI (%)	Valor de la empresa	Beta	Valor de la empresa	WACC (%)	Valor de la empresa	Eficiencia en costos (%)	Valor de empresa (neto de deuda)
4	350,014	1.5	400,293	6.00	654,161	1.47	379,578
6	364,584	1.6	389,220	8.37	379,578	2.00	388,145
10	443,984	1.69	379,578	10.00	266,973	3.00	404,054
14	515,944	1.8	368,090	13.00	134,989	4.00	419,657
18	596,116	1.9	358,002	16.11	51,258	5.00	434,962

Como se muestra en la Tabla 49, se han realizado escenarios complementarios con las variables PBI, Beta, y WACC. Para el PBI, se nota que a medida que se incrementa, el valor de la empresa mejora; se debe resaltar que las proyecciones del PBI pesca son de fluctuación alta; las proyecciones realizadas por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF, 2015) oscilan entre -6% y 18%; lo que ofrece mayores indicios que se está frente a una industria de alta volatilidad. Para el caso del beta, existe una relación inversa en comparación con el valor de la empresa, al igual que el WACC. En relación al porcentaje de eficiencia en costos, evidentemente a mayor valor, mayor será el valor actual de los flujos proyectados; esto denota la importancia de buscar reducir costos en la determinación del flujo.

A partir del análisis de sensibilidad realizado, la muestra de 501 posibles resultados recoge una media sobre los US\$330 millones con una desviación estándar de US\$299 millones, como se muestra en la Tabla 50. Asimismo, se observa que el valor mínimo obtenido es de -US\$244 millones y el máximo de US\$1,586 millones. Adicionalmente, tal como se observa en la Figura 38, los resultados obtenidos se encuentran en su mayoría dentro del rango de US\$50-US\$450 millones, donde se concentran la mayor cantidad de resultados. Asimismo, el resultado obtenido de US\$380 millones se encuentra dentro de los posibles escenarios.

Tabla 50

Estadística Descriptiva del Análisis de Sensibilidad (Miles US\$)

Variable	Valor
Media	330,439
Desviación estándar	298,884
Mínimo	-244,044
Máximo	1'586,103
Cuenta	501

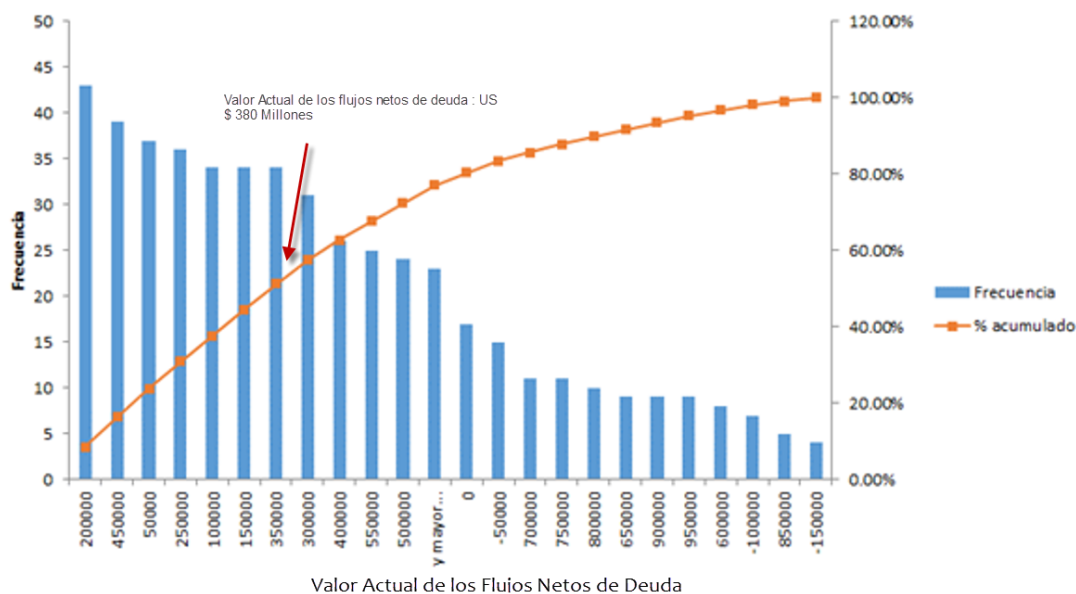


Figura 38. Histograma.

3.3 Resumen

El objetivo del plan financiero para Pesquera Exalmar S.A.A. es la creación de valor; para lo cual se consideró como objetivo principal mejorar los ratios ROIC y EVA, así como los objetivos vinculados: EBITDA, ratios de solvencia, y la determinación del nuevo valor fundamental de la acción. Para la consecución de los objetivos, se diseñaron las estrategias necesarias, a las cuales se acompañaron las metas cuantificables. Las estrategias desarrolladas fueron: (a) incremento de ingresos, (b) eficiencia operativa, (c) mejora del valor fundamental de la acción, (d) fidelización de ejecutivos, y (e) gestión del financiamiento.

Se planteó mejorar los ingresos a través del incremento de cuota de pesca propia en 0.5% así como incrementar la compra de cuota de pesca a terceros en 2%, las cuales contribuyeron con un ingreso adicional de US\$42 millones a partir del segundo año del flujo proyectado. En relación a la eficiencia operativa, la inversión en CAPEX (i.e., mejoramiento de seis barcos y la infraestructura de dos plantas) mejoró el ratio de conversión de procesamiento de harina de pescado de 4.4 a 4.2 y así también la reducción de costos de ventas en 1% a partir del benchmarking con el sector pesquero; ambos aplicados a partir del segundo año, contribuyeron con US\$11

millones de reducción en la línea de costo de ventas. El incremento en ingresos así como la eficiencia en costos impactaron en la mejora del valor fundamental de la acción y se consideró en forma complementaria que la compañía liste en la Bolsa de Oslo Noruega para que gane exposición y mantenga activa participación a través del market maker.

La fidelización de ejecutivos consideró un programa de stock option compensation para mantener motivado al personal clave, el cual incluyó otorgar 650,000 opciones para la adquisición de acciones, con un plazo de cuatro años para ejercerlas y un strike price fijado de US\$1.2 teniendo como requisito el cumplimiento de indicadores financieros clave. Finalmente, en relación a la gestión del financiamiento, se planteó la recompra de bonos al 50% y se canjeó con deuda bancaria con el fin de obtener el grado de inversión y contar con un ratio de cobertura de deuda menor a 3.5, y un ratio de cobertura de interés mayor a 5, los cuales fueron alcanzados.

El análisis de riesgos consideró escenarios de sensibilidad de las variables: biomasa, precio internacional de la harina de pescado, gastos de ventas así como diversos escenarios para el PBI, Beta, y WACC, determinando así el comportamiento de cada variable dentro del flujo.

De acuerdo con las propuestas planteadas, se obtuvo un incremento gradual del ROIC, EVA, y EBITDA en los siete años de valorización. Asimismo, se mejoraron los ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses. El precio fundamental de la acción alcanzó el precio de US\$1.28. La implementación del plan financiero dio como resultado un valor actual del flujo de US\$617 millones, cuyo neto de deuda ascendió a US\$379 millones.

Capítulo IV: Conclusiones y Recomendaciones

4.1 Conclusiones Finales

Durante la última década, la compañía ha tenido un crecimiento orgánico e inorgánico, los cuales estuvieron alineados con su plan estratégico. En el crecimiento inorgánico, la compañía efectuó inversiones en compras de compañías pesqueras por aproximadamente US\$180 millones (ver Tabla 10), con lo cual incrementó su participación de cuota pesquera a 6.6% en el sector. En el crecimiento orgánico, la compañía efectuó inversiones en plantas y embarcaciones así como implementó la planta Tambo de Mora para la línea de negocios CHD en 2013. Las plantas y embarcaciones no son utilizadas a su máxima capacidad instalada debido a la menor cuota de pesca, lo cual trajo como consecuencia la ocurrencia del fenómeno de El Niño.

El análisis financiero de la compañía determinó que el ROIC se deterioró desde 2013 debido al impacto del fenómeno de El Niño y a los resultados desfavorables de la línea de CHD. De igual forma, el EVA presentó resultados negativos a partir de 2013, como consecuencia del menor nivel de ingresos de actividades ordinarias. En cuanto a la estructura deuda/capital, se observó que la compañía mantiene el ratio 49%/51%, por encima de la estructura óptima debido a la emisión de bonos corporativos por US\$200 millones en 2013 y con vencimiento en 2020. Así también, se identificó una deficiencia en los ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses, como consecuencia de la disminución del EBITDA; los resultados obtenidos no cumplían con los covenants, su nivel estaba distante de los ratios de otras empresas con financiamiento en el sector y generó que las empresas calificadoras de riesgo disminuyeran su rating crediticio a B- (*subinvestment grade*). Finalmente se observó el deterioro del precio de cotización, el cual llegó a US\$0.30.

Las compañías crean valor por las inversiones en activos fijos para la generación de flujos de caja futuros a una tasa de retorno mayor al costo de capital, y con esta inversión pueden crecer sus ingresos y mejorar su rentabilidad. La combinación del crecimiento de ingresos y el ROIC crea valor. A continuación se detallan las conclusiones luego de la implementación del plan financiero desarrollado en el Capítulo III:

1. El incremento de los ingresos está directamente relacionado con la generación de valor para el accionista; el objetivo principal fue incrementar el ROIC y el EVA. En este sentido, la generación de valor para la compañía ocurrió por la mejora de sus ingresos de actividades ordinarias a través de la compra de 0.5% de cuota de pesca así como por la compra de 2% de cuota de pesca a terceros.
2. La eficiencia en costos operacionales impacta directamente a la mejora del ROIC y el EVA. Asimismo, esta eficiencia operativa se realizó a través de la reducción del costo de producción a través de la mejora de sus procesos de las plantas (reconversión), y parte de algunas embarcaciones (incorporación de bodegas refrigeradas). El benchmarking se efectuó considerando el promedio del sector.
3. La mejora del valor fundamental de la acción, con el plan financiero implementado logró alcanzar una cotización de US\$1.28/acción en el último año de la valorización, en el año 2022. Se complementó con la migración a la Bolsa de Oslo, donde listan las mayores empresas pesqueras del mundo con mayores movimientos bursátiles en este sector. Así también, se incorporó la contratación de un market maker o creador de mercado con el fin de generar el movimiento bursátil de las acciones.
4. La fidelización de ejecutivos es una estrategia alineada a la creación de valor. En este sentido, con el fin de tener una gerencia a alto compromiso y fidelización para crear valor a mediano y largo plazo, se implementó el otorgamiento de mayores beneficios a través del programa de stock option compensation.

5. La gestión del financiamiento, a través de las actividades implementadas en el plan financiero alcanzó la estructura óptima de capital. Los bonos corporativos estaban valuados en el mercado alrededor del 75% de su valor nominal en 2015, y se realizó un plan de recompra de los bonos corporativos hasta alcanzar el 50% (US\$100 millones), debido a que los rendimientos al vencimiento (yield to maturity) alcanzaron entre 14% y 16%. La recompra se efectuó con la obtención de un nuevo préstamo bancario por US\$80 millones a tasas menores que la del rendimientos del bono. Asimismo, se logró mejorar el rating crediticio a grado de inversión, se obtuvo un ratio de cobertura de deuda menor a 3, y un ratio de cobertura de interés mayor a 4.5.

La implementación del plan financiero propuesto en el Capítulo III a siete años confirma el cumplimiento del objetivo de crear valor a la compañía, como se muestra en la Tabla 51. Se mejoró el ROIC en 1.5% en comparación a 2015 y en 1.1% respecto al Capítulo II. El EVA mejoró a mediano y largo plazo, y se convirtió en una cifra positiva con respecto al flujo histórico de 2015. El EBITDA se incrementó US\$33 millones, equivalente casi al 100% con respecto a 2015. En relación a los indicadores de solvencia, la cobertura de intereses subió casi tres veces con respecto a 2015, y la cobertura de deuda se redujo en similar proporción. En cuanto al valor de la acción se logró triplicar.

Tabla 51

Ratios Comparativos

Indicadores financieros	2015	Valorización Capítulo II	Valorización Capítulo III	Objetivo
ROIC (%)	4	9	10	>9
EVA (miles US\$)	-19,943	1,072	4,789	>4,500
EBITDA (miles US\$)	38,168	58,883	75,901	>75,000
EBITDA / Intereses	2.07	4.50	6.95	>5
Deuda / EBITDA	6.22	4.03	2.74	<3.5
Valor de acción (US\$)	0.30	0.83	1.28	>1.2

4.2 Recomendaciones Finales

1. El incremento de cuota de pesca, así como la compra a terceros contribuyeron a obtener mayores ingresos a la compañía. En forma adicional, se recomienda la investigación y desarrollo de nuevos productos para las líneas de CHI y CHD a través de un área de *Research & Development* para lograr la sostenibilidad a largo plazo. En el caso del CHD, se pueden diversificar los ingresos considerando los productos frescos; se enfatizaría en la extracción de productos que generen mayor valor agregado, como es el caso de la pota y otros moluscos.
2. La eficiencia en costos operacionales deberá ser supervisada; es recomendable que se continúe con la modernización de embarcaciones y plantas, se obtengan altos estándares de rendimiento para su materia prima, y se obtengan productos de mayor calidad. Un objetivo que debe contemplar la compañía es la reconversión a gas natural de todas sus plantas, lo cual generaría un ahorro del 40% sobre el costo de producción. Por otro lado, si continuara la baja utilización de la planta, se podría evaluar la ejecución de un equity carve out, creación de una nueva compañía con otros socios, o realizar un spin-off, otorgamiento a una nueva gerencia con el *expertise* en el negocio para la generación de valor para los accionistas. En forma adicional, se recomienda el cambio de la política contable de depreciación acumulada al método de unidades producidas, la cual es aceptada tributariamente, y permite reconocer el gasto en función del uso de las plantas y barcos, los cuales no son usados en forma constante a lo largo de todo el año, y no recoge la realidad de la actividad pesquera, que presenta periodos de veda.
3. El valor fundamental de la acción deberá ser supervisado para que no se deteriore en el tiempo y se recomienda la revisión de la política de dividendos, la cual podrá evaluar que incluya en el caso que no se obtengan ganancias netas al cierre del

año, realizar la reinversión de utilidades con el objetivo de fortalecer el patrimonio. Otra opción sería que en el caso que el EBITDA no alcance para cubrir el capital de trabajo (US\$30 millones), podría restringirse la distribución de dividendos.

4. La fidelización de ejecutivos corresponde a una acción clave para motivar al personal ejecutivo en la consecución de los objetivos del plan estratégico de la compañía así como en la generación de valor. Se recomienda que la evaluación de desempeño incluya los indicadores financieros ROIC, EVA, EBITDA, cobertura de deuda, cobertura de intereses, y valor de la acción para su cumplimiento.
5. La gestión del financiamiento implementado conllevó a alcanzar el nivel de inversión, así como mejorar los ratios de cobertura de deuda y cobertura de intereses. Se recomienda monitorear los resultados obtenidos y mantenerlos, así como que la compañía mantenga su estructura deuda/capital por debajo de la estructura óptima de capital 45%/55%. Se recomienda adicionalmente reevaluar una nueva emisión de bonos corporativos a futuro dado el nuevo rating crediticio alcanzado.

Referencias

- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2016, junio). *Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018 (Reporte de inflación)*. Lima, Perú: Autor.
- Banco Central Europeo [BCE]. (2016). *Boletín económico (Nº2)*. Recuperado de <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1602.pdf>
- Bolsa de Valores de Lima [BVL]. (2016). *Empresas con valores listados: Pesquera Exalmar S.A.A.* Recuperado de http://www.bvl.com.pe/inf_cotizaciones50400_RVhBTE1DMQ.html
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2004). *Valoración, medición y gestión de valor*. Barcelona, España: Planeta De Agostini Profesional y Formación S.L.
- Court, E., & Williams, R. (2011). *Estadística y econometría financiera*. Buenos Aires, Argentina : CENGAGE Learning.
- Deloitte. (2011). *Pesquera Exalmar S.A.: Dictamen de los auditores independientes de los estados financieros: Años terminados el 31 de diciembre de 2010 y 2009*. Lima, Perú: Autor.
- Deloitte. (2013). *Pesquera Exalmar S.A.A.: Dictamen de los auditores independientes de los estados financieros: Años terminados el 31 de diciembre de 2012 y 2011*. Lima, Perú: Autor.
- Deloitte. (2015). *Corporación Pesquera Inca S.A.C.: Dictamen de los auditores independientes de los estados financieros separados: Años terminados el 31 de diciembre de 2014 y 2013*. Lima, Perú: Autor.
- Ernst & Young [EY]. (2015a). *Tecnológica de Alimentos S.A.: Estados financieros al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Autor.

- Ernst & Young [EY]. (2015b). *Pesquera Diamante S.A.: Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Autor.
- Ernst & Young [EY]. (2015c). *Pesquera Hayduk S.A.: Estados financieros separados al 31 de diciembre de 2014 y de 2013 junto con el dictamen de los auditores independientes*. Lima, Perú: Autor.
- Exalmar comprará una planta en el sur. (2010, 17 de diciembre). *Informar Perú*. Recuperado de <http://infomarperu.blogspot.pe/2010/12/exalmar-comprara-una-planta-en-el-sur.html>
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2016a, 19 de julio). Incertidumbre tras el referéndum en el Reino Unido. En *Perspectivas de la Economía Mundial al Día*. Recuperado de <https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716s.pdf>
- Fondo Monetario Internacional [FMI]. (2016b, abril). *Las Américas: Administrando transiciones y riesgos (Perspectivas económicas)*. Washington, DC: Autor.
- Fruhan, W. E. (1992). Note on the theory of optimal capital structure TN [Nota sobre la teoría de la estructura de capital óptima TN]. *Harvard Business School Teaching Note*, 1992(292-047). Recuperado de <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=7016>
- Hammersmith Marketing. (2016, 9 de setiembre). Reporte semanal [Mensaje de blog]. Recuperado de <http://hammersmithltd.blogspot.pe/>
- IndexMundi. (2016). *Harina de pescado precio mensual: Dólares americanos por tonelada métrica*. Recuperado de <http://www.indexmundi.com/es/precios-de-mercado/?mercancia=harina-de-pescado&meses=120>

- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2016a, julio). *Producción nacional: Mayo 2016 (Informe técnico N°07)*. Recuperado de http://m.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n07_produccion_may2016.pdf
- Instituto Nacional de Estadística e Informática [INEI]. (2016b, febrero). *Producción nacional: Enero-diciembre 2015 (Informe técnico N°02)*. Recuperado de https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/boletines/informe-tecnico-n02_produccion_dic2015.pdf
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessel, D. (2015). *Valuation, measuring and managing the value of companies* (6th ed.) [Valoración, medición y gestión del valor de las empresas]. Hoboken, NJ: JohnWiley & Sons.
- Mendiola, A., Aguirre, C., Bendezú, G., Berrospi, A., Córdova, D., & Núñez del Prado, P. (2014). *Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos*. Lima, Perú: Universidad ESAN.
- Ministerio de Economía y Finanzas [MEF]. (2015). *Marco macroeconómico multianual 2016-2018*. Lima, Perú: Autor.
- Ministerio de la Producción [PRODUCE]. (2015, diciembre). *Boletín estadístico pesquero*. Recuperado de <http://www.produce.gob.pe/images/stories/Repositorio/boletines/2015/12/pesca.pdf>
- Pesquera Exalmar. (2015). *Memoria anual 2014*. Lima, Perú: Autor.
- Pesquera Exalmar. (2016a). *Memoria anual 2015*. Lima, Perú: Autor.
- Pesquera Exalmar. (2016b). *Estrategias de crecimiento empresarial mediante opciones de financiamiento en el mercado de capitales*. Lima, Perú: Autor.

- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2013). *Manual of accounting* [Manual de contabilidad] (IFRS 2014; Vol. II). Londres, Inglaterra: Bloomsbury Professional.
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2014). *Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados financieros separados: Años terminados el 31 de diciembre de 2013 y 31 de diciembre de 2012*. Lima, Perú: Autor.
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2015a). *Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados financieros: Años terminados el 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013*. Lima, Perú: Autor.
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2015b). *Austral Group S.A.A.: Estados financieros separados: Años terminados el 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013*. Lima, Perú: Autor.
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2016a). *Pesquera Exalmar S.A.A.: Estados financieros separados: Años terminados el 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014*. Lima, Perú: Autor.
- PricewaterhouseCoopers [PwC]. (2016b). *Austral Group S.A.A.: Estados financieros separados: Años terminados el 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014*. Lima, Perú: Autor.
- Ross, S. A., Westerfield., R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas corporativas* (9a ed.). México D.F., México: McGraw Hill.
- Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., Francis, J., & Avolio, B. (2012). *Contabilidad financiera: Una introducción a conceptos, métodos y usos*. Buenos Aires, Argentina: CENGAGE Learning.
- Villegas, A. (2015, 9 de junio). Fishmeal will move from being commodity to 'high-price', strategic marine protein [La harina de pescado se moverá de ser materia prima a proteína marina estratégica de alto precio]. *Undercurrent News*.

Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance* (4th ed.) [Las tomas de control , la reestructuración , y el gobierno corporativo]. Upper Saddle River, NJ: Pearson.



Apéndice A: Estado de Resultados del Sector Pesca al 31 de Diciembre de 2013 y 2014 (Miles US\$)

Año 2013	Exalmar	Austral	Tasa	Diamante	Hayduk	Copeinca	Sector
Ingresos de Actividades ordinarias	168,890	195,252	450,507	210,680	221,693	209,726	1,456,748
Costo de Ventas	-127,968	-152,627	-314,818	-176,516	-172,241	-134,729	-1,078,899
Ganancia (Pérdida) Bruta	40,922	42,625	135,689	34,164	49,452	74,997	377,849
Gastos Operativos	-22,906	-35,030	-52,341	-42,941	-46,597	-54,247	-254,062
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	18,016	7,595	83,348	-8,777	2,855	20,750	123,787
Gastos Financieros	-26,969	-3,921	-10,369	-28,145	-12,292	-24,240	-105,936
Ingresos Financieros	203	4,801	825	584	120	8,672	15,205
Diferencia de Cambio (neta)	944	-5,924	791	-620	744	-24,804	-28,869
Participación			-3,155	-2,962			-6,117
Resultado antes de impuesto	-7,806	2,552	71,440	-39,920	-8,573	-19,622	-1,929
Gasto por impuesto a las ganancias	6,336	-1,805	-22,363	-12,915	-540	3,373	-27,914
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	-1,470	747	49,077	-52,835	-9,113	-16,249	-29,843
Año 2014	Exalmar	Austral	Tasa	Diamante	Hayduk	Copeinca	Sector
Ingresos de Actividades ordinarias	220,944	152,463	468,028	224,375	196,846	270,260	1,532,916
Costo de Ventas	-164,675	-115,631	-387,602	-167,683	-161,801	-192,892	-1,190,284
Ganancia (Pérdida) Bruta	56,269	36,832	80,426	56,692	35,035	77,368	342,632
Gastos Operativos	-18,806	-35,444	-60,073	-42,941	-24,653	-26,946	-208,552
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	37,463	1,388	20,353	13,751	-16,906	50,422	134,080
Gastos Financieros	-17,695	-2,907	-8,389	-11,843	5,327	-25,453	-80,454
Ingresos Financieros	217	255	1,060	191	-10,365	11,074	12,869
Diferencia de Cambio (neta)	-1,864	-5,702	-1,179	67	2,855	-	-9,924
Participación			-2,484	1,808	-12,292		-676
Resultado antes de impuesto	18,121	-6,966	9,361	17,432	120	35,558	55,895
Gasto por impuesto a las ganancias	-3,826	-2,101	428	-2,080	7,040	-8,357	-8,896
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	14,295	-9067	9,789	15,352	-10,571	27,201	46,999

Apéndice B: Estado de Situación Financiera del Sector Pesca al 31 de Diciembre de 2013 y 2014 (Miles US\$)

	Exalmar		Austral		Tasa		Diamante		Hayduk		Copeinca		Sector	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Activo Total	511,299	528,202	338,316	391,136	861,822	998,592	525,686	563,702	343,960	399,720	549,329	623,766	3,130,412	3,505,118
Activo Corriente	110,966	130,974	82,464	116,593	129,854	238,358	87,608	111,601	78,457	132,514	140,572	229,917	629,921	959,957
Efectivo	29,215	6,920	10,812	7,245	18,616	11,298	15,380	4,299	17,157	5,843	3,290	1,046	94,470	36,651
Cuentas por Cobrar	13,426	17,159	33,865	50,901	33,362	52,126	31,136	38,708	26,182	51,005	1,035	6,539	139,006	216,438
Otras cuentas por	44,656	51,601	4,426	2,625	-	-	-	-	-	-	118,691	135,07	167,773	189,298
Existencias	23,669	55,294	32,373	54,672	55,651	152,645	34,624	47,182	18,951	58,871	17,556	75,366	182,824	444,030
Otros activos	0	0	989	1,150	22,225	22,289	6,468	21,412	16,167	16,795	0	11,894	45,849	73,540
Activo no Corriente	400,333	397,228	255,851	274,543	731,968	760,234	438,078	452,101	265,503	267,206	408,757	393,849	2,500,490	2,545,161
Inversiones	0	1,045	785	13,986	21,633	28,596	14,054	10,161	4,475	6,108	47,154	48,350	88,101	108,246
Activos Fijos	204,900	206,670	166,835	167,748	456,855	482,835	283,775	298,223	190,672	191,379	256,698	241,577	1,559,735	1,588,432
Plusvalía Mercantil	88,719	88,719	532	131	3,427	3,427	13,426	13,426	-	-	34,473	34,414	140,577	140,117
intangibles netos	106,714	100,794	87,699	92,678	244,902	240,735	121,148	121,156	68,969	68,242	69,397	69,508	698,829	693,113
Otros	-	-	-	-	5,151	4,641	5,675	9,135	1,387	1,477	1,035	0	13,248	15,253
Pasivo y Patrimonio	511,299	528,202	338,316	391,136	861,822	998,592	525,686	563,702	343,960	399,720	550,378	623,766	3,131,461	3,505,118
Pasivo Total	284,451	305,329	162,342	184,444	333,171	429,824	308,717	356,752	239,892	274,100	368,450	469,070	1,697,023	2,019,519
Pasivo Corriente	72,171	97,793	75,506	108,663	114,826	261,370	108,450	139,608	80,924	192,180	323,212	173,167	775,089	972,781
Obligaciones	51,555	65,244	49,509	73,306	24,476	48,813	22,026	34,785	832	5,951	249,943	-	398,341	478,042
Prestamos	-	0	-	0	45,000	148,388	68,743	53,605	56,326	137,963	37,843	129,855	207,912	469,811
Provisiones por contingencia	-	-	5,628	5,517	14,695	18,493	-	24,037	1,208	1,756	22,059	24,306	43,590	74,109
Cuentas por pagar	20,616	32,549	20,370	29,841	30,655	45,676	17,681	27,181	22,558	46,510	13,367	19,006	125,247	200,763
Pasivo no Corriente	212,280	207,536	86,836	75,781	218,345	168,454	200,267	217,144	158,968	81,920	45,238	295,903	921,934	1,046,738
Obligaciones financieras	201,388	198,630	62,445	43,951	148,132	89,427	125,460	134,651	122,066	40,371	13,213	13,753	672,704	520,783
Impuesto a la renta	6,838	3,602	20,655	24,854	70,126	78,790	62,770	70,671	23,868	30,908	24,186	249,906	208,443	458,731
Otras cuentas por p	4,054	5,304	3,736	6,975	87	237	12,037	11,822	13,034	10,641	7,839	32,244	40,787	67,223
Patrimonio Neto	226,848	222,873	175,973	206,691	528,651	568,768	216,969	206,950	104,068	125,620	181,928	154,696	1,434,437	1,485,598
Capital Social	89,772	88,565	130,538	139,275	289,098	289,098	107,121	107,121	80,678	80,678	157,002	157,002	854,209	861,739
Prima por acciones	69,721	69,721	23,446	24,941	-	-	-	-	-	-	-	-	93,167	94,662
Otros	3,609	3,609	851	908	38,449	38,449	-	-	-4,005	-843	2,116	1,067	40,177	43,190
Reserva legal	-	62,448	-	0	35,365	34,386	3,032	3,032	4,220	4,220	4,410	4,410	47,027	-843
Resultado no realizado	-	-	-	0	-226	-468	-2,418	-733	-	-	-	-	-2,644	108,496
Resultados acumulados	63,746	-1,470	21,137	41,567	165,965	207,303	109,234	97,530	23,175	41,565	18,400	-7,783	401,657	-1,201

Apéndice C: Estado de Situación Financiera Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)

Cuenta	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Activos							
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1,693	29,215	6,920	14,956	3,734	29,908	9,937
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	29167	41538	68760	52008	53181	33680	17970
Inventarios	50,599	23,669	55,294	26,115	48,376	13,945	36,279
Gastos pagados por anticipado						1,924	1,048
Total Activos Corrientes	81,459	94,422	130,974	93,079	105,291	79,457	65,234
Otros Activos Financieros			1,045	784	66,920	784	904
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	16,448	16,544					
Otras Cuentas por Cobrar	16,448	16,544					
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	222,667	204,900	206,670	189,727	161,080	119,720	116,360
Activos intangibles distintos de la plusvalía	112,080	106,714	100,794	97,732	71,952	64,556	46,437
Plusvalía	88,719	88,719	88,719	88,719	51,708	51,708	46,737
Total Activos No Corrientes	439,914	416,877	397,228	376,962	351,660	236,768	210,438
TOTAL DE ACTIVOS	521,373	511,299	528,202	470,041	456,951	316,225	275,672
Pasivos y Patrimonio							
Otros Pasivos Financieros	37,253	51,555	65,244	52,134	52,898	19,643	61,832
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	31,637	20,616	32,549	27,382	63,630	19962	23061
Provisión por Beneficios a los Empleados				7,125	6,828		
Pasivos por Impuestos a las Ganancias				295	8,007	5,394	1,221
Total Pasivos Corrientes	68,890	72,171	97,793	86,936	131,363	44,999	86,114
Otros Pasivos Financieros	200,312	201,388	198,630	132,674	80,400	41,246	60,360
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2,168	4,054	5,304	5,304			
Otras provisiones					2,942	910	910
Pasivos por impuestos diferidos	7,097	6,838	3,602	11,572	20,508	22,396	21,253
Total Pasivos No Corrientes	209,577	212,280	207,536	148,876	103,850	64,552	82,523
Total Pasivos	278,467	284,451	305,329	235,812	235,213	109,551	168,637
Capital Emitido	89,772	89,772	90,336	90,336	90,336	90,336	69,752
Primas de Emisión	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721	70,137	
Acciones Propias en Cartera			(1,771)	(1,771)			
Otras Reservas de Capital	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	360
Resultados Acumulados	55,021	63,746	60,978	72,334	58,072	42,592	36,923
Otras Reservas de Patrimonio	24,783						
Total Patrimonio	242,906	226,848	222,873	234,229	221,738	206,674	107,035
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	521,373	511,299	528,202	470,041	456,951	316,225	275,672

Apéndice D: Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera Exalmar S.A.A. 2009-2015

Cuenta	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Activos	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	0%	6%	1%	3%	1%	9%	4%
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	6%	8%	13%	11%	12%	11%	7%
Inventarios	10%	5%	10%	6%	11%	4%	13%
Gastos pagados por anticipado	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Total Activos Corrientes	16%	18%	25%	20%	23%	25%	24%
Otros Activos Financieros	0%	0%	0%	0%	15%	0%	0%
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras Cuentas por Cobrar	3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	43%	40%	39%	40%	35%	38%	42%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	21%	21%	19%	21%	16%	20%	17%
Plusvalía	17%	17%	17%	19%	11%	16%	17%
Total Activos No Corrientes	84%	82%	75%	80%	77%	75%	76%
TOTAL DE ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pasivos y Patrimonio	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Otros Pasivos Financieros	7%	10%	12%	11%	12%	6%	22%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	6%	4%	6%	6%	14%	6%	8%
Provisión por Beneficios a los Empleados	0%	0%	0%	2%	1%	0%	0%
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	0%	0%	0%	0%	2%	2%	0%
Total Pasivos Corrientes	13%	14%	19%	18%	29%	14%	31%
Otros Pasivos Financieros	38%	39%	38%	28%	18%	13%	22%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Otras provisiones	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
Pasivos por impuestos diferidos	1%	1%	1%	2%	4%	7%	8%
Total Pasivos No Corrientes	40%	42%	39%	32%	23%	20%	30%
Total Pasivos	53%	56%	58%	50%	51%	35%	61%
Capital Emitido	17%	18%	17%	19%	20%	29%	25%
Primas de Emisión	13%	14%	13%	15%	15%	22%	0%
Acciones Propias en Cartera	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras Reservas de Capital	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Resultados Acumulados	11%	12%	12%	15%	13%	13%	13%
Otras Reservas de Patrimonio	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Patrimonio	47%	44%	42%	50%	49%	65%	39%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Apéndice E: Estado de Resultados Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)

Cuenta	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ingresos de actividades ordinarias	156,237	220,944	168,890	216,989	191,243	182,992	126,834
Costo de Ventas	(121,649)	(164,675)	(127,968)	(158,361)	(132,981)	(139,671)	(90,667)
Ganancia (Pérdida) Bruta	34,588	56,269	40,922	58,628	58,262	43,321	36,167
Gastos de Ventas y Distribución	(9,638)	(11,608)	(9,537)	(11,621)	(7,039)	(5,740)	(6,128)
Gastos de Administración	(7,096)	(7,300)	(7,853)	(8,603)	(6,665)	(4,521)	(3,859)
Otros Ingresos Operativos	13,104	8,344	4,294	4,313	1,673	1,903	1,065
Otros Gastos Operativos	(17,456)	(8,242)	(9,810)	(7,961)	(5,860)	(4,742)	(10,153)
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	13,502	37,463	18,016	34,756	40,371	30,221	17,092
Ingresos Financieros	79	217	203	773	661	778	367
Gastos Financieros	(18,463)	(17,695)	(26,969)	(10,137)	(6,398)	(7,523)	(7,234)
Diferencias de Cambio neto	(1,764)	(1,864)	944	1,950	62		
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	(6,646)	18,121	(7,806)	27,342	34,696	23,476	10,225
Gasto por Impuesto a las Ganancias	7,921	(3,826)	6,336	(6,143)	(11,576)	(6,058)	(3,879)
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	1,275	14,295	(1,470)	21,199	23,120	17,418	6,346
Básica por acción ordinaria en operaciones continuadas	0.004	0.048	(0.005)	0.071	0.078		
Ganancias (pérdida) básica por acción ordinaria	0.004	0.048	(0.005)	0.071	0.078		

Apéndice F: Análisis Vertical Pesquera Exalmar S.A.A.

Cuenta	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Ventas	-78%	-75%	-76%	-73%	-70%	-76%	-71%
Ganancia (Pérdida) Bruta	22%	25%	24%	27%	30%	24%	29%
Gastos de Ventas y Distribución	-6%	-5%	-6%	-5%	-4%	-3%	-5%
Gastos de Administración	-5%	-3%	-5%	-4%	-3%	-2%	-3%
Otros Ingresos Operativos	8%	4%	3%	2%	1%	1%	1%
Otros Gastos Operativos	-11%	-4%	-6%	-4%	-3%	-3%	-8%
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	9%	17%	11%	16%	21%	17%	13%
Ingresos Financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Gastos Financieros	-12%	-8%	-16%	-5%	-3%	-4%	-6%
Diferencias de Cambio neto	-1%	-1%	1%	1%	0%	0%	0%
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	-4%	8%	-5%	13%	18%	13%	8%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	5%	-2%	4%	-3%	-6%	-3%	-3%
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	1%	6%	-1%	10%	12%	10%	5%
Básica por acción ordinaria en operaciones continuadas	0.004	0.048	(0.005)	0.071	0.078		
Ganancias (pérdida) básica por acción ordinaria	0.004	0.048	(0.005)	0.071	0.078		

Apéndice G: Estado de Flujo Efectivo Exalmar S.A.A. 2009-2015 (Miles US\$)

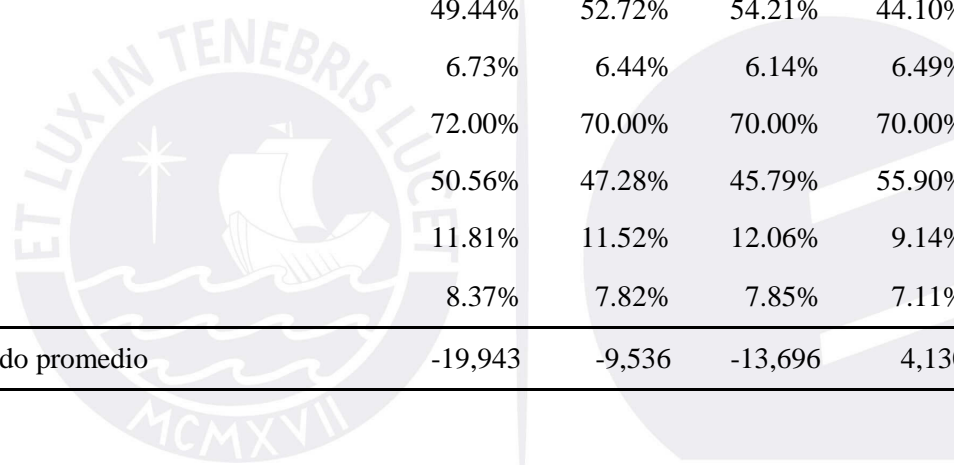
CUENTA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Clases de cobros en efectivo por actividades de operación							
Venta de Bienes y Prestación de Servicios	167,439	224,678	156,311	226,933	184,432	179,922	130,812
Otros cobros de efectivo relativos a la actividad de operación	7,522	5,600	3,838	2,417	1,673	3,845	3,067
Clases de pagos en efectivo por actividades de operación							
Proveedores de Bienes y Servicios	(114,841)	(113,863)	(135,753)	(133,434)	(126,275)	(105,373)	(86,832)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(26,961)	(25,685)	(26,361)	(21,344)	(22,424)	(23,696)	(20,818)
Otros Pagos de Efectivo Relativos a la Actividad de Operación	(19,875)	(18,433)	(31,853)	(12,148)	(9,278)		
Flujos de efectivo y equivalente al efectivo procedente de (utilizados en) operaciones	13,284	72,297	(33,818)	62,424	28,128		
Impuestos a las ganancias (pagados) reembolsados	(3,458)	(3,760)	(3,360)	(26,385)	(11,840)	(11,076)	(16,134)
Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Operación	9,826	68,537	(37,178)	36,039	16,288	43,622	10,095
Clases de cobros en efectivo por actividades de inversión							
Reembolsos recibidos de préstamos a entidades relacionadas						3,318	
Venta de Propiedades, Planta y Equipo			456	1,896			415
Dividendos Recibidos						1,997	1,827
Clases de pagos en efectivo por actividades de inversión							
Compra de Propiedades, Planta y Equipo	(7,399)	(19,739)	(37,181)	(40,722)	(29,520)	(9,000)	(7,462)
Compra de Activos Intangibles	(580)	(1,312)	(2,016)	(1,128)		(27,607)	
Otros cobros (pagos) de efectivo relativos a la actividad de inversión	(3,175)	(1,267)	1,351	(4,812)	(3,697)	(1,902)	
Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Inversión	(11,154)	(21,051)	(37,651)	(44,766)	(106,749)	(38,509)	(7,153)
Clases de cobros en efectivo por actividades de financiación:							
Obtención de Préstamos	148,245	198,166	364,702	301,994	301,975	247,236	148,497
Obtención de Préstamos de Largo Plazo						1,340	1,945
Emisión de Acciones y Otros Instrumentos de Patrimonio						90,721	
Clases de pagos en efectivo por actividades de financiación							
Amortización o pago de Préstamos	(164,368)	(213,246)	(288,023)	(252,220)	(229,566)	(298,571)	(127,479)
Pasivos por Arrendamiento Financiero						(17,368)	(17,406)
Dividendos pagados	(10,000)	(10,000)	(9,886)	(28,054)	(7,706)	(8,500)	
Flujos de Efectivo y Equivalente al Efectivo Procedente de (Utilizados en) Actividades de Financiación	(26,123)	(25,080)	66,793	19,949	64,287	14,858	5,557
Aumento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes de las Variaciones en las Tasas de Cambio	(27,451)	22,406	(8,036)	11,222	(26,174)	19,971	8,499
Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio sobre el Efectivo y Equivalentes al Efectivo	(71)	(111)					
Aumento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente al Efectivo	(27,522)	22,295	(8,036)	11,222	(26,174)	19,971	8,499
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Inicio del Ejercicio	29,215	6,920	14,956	3,734	29,908	9,937	1,438
Efectivo y Equivalente al Efectivo al Finalizar el Ejercicio	1,693	29,215	6,920	14,956	3,734	29,908	9,937

Apéndice H: Flujo de Caja Libre Histórico Pesquera Exalmar 2009-2015 (Miles US\$)

Concepto	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ingresos de Actividades Ordinarias	156,237	220,944	168,890	216,989	191,243	182,992	126,834
Costo de Ventas	-121,649	-164,675	-127,968	-158,361	-132,981	-139,671	-90,667
Ganancia (Pérdida) Bruta	34,588	56,269	40,922	58,628	58,262	43,321	36,167
Gastos de Ventas y Distribución	-9,638	-11,608	-9,537	-11,621	-7,039	-5,740	-6,128
Gastos de Administración	-7,096	-7,300	-7,853	-8,603	-6,665	-4,521	-3,859
Ganancia Operativa (EBIT)	17,854	37,361	23,532	38,404	44,558	33,060	26,180
Gastos por impuestos a las ganancias sin escudo tributario	2,382	-9,135	-1,755	-9,184	-13,495	-8,315	-6,049
Ganancia Operativa Neta (NOPAT)	20,236	28,227	21,777	29,220	31,063	24,745	20,131
Depreciación y amortización	20,314	19,645	20,310	16,936	15,829	17,419	16,949
Cambio en el capital de trabajo	23,984	24,619	-40,148	-31,451	27,275	-13,149	-40,952
Inversiones	-11,154	-21,051	-37,651	-44,766	-106,749	-38,509	-7,153
Aumento neto en otros activos de otros pasivos neto	-1,627	1,986	-7,970	-6,574	144	1,143	22,163
FLUJO DE CAJA LIBRE	51,753	53,426	-43,682	-36,635	-32,438	-8,351	11,138
EBIT SOBRE LAS VENTAS NETAS	11.43%	16.91%	13.93%	17.70%	23.30%	18.07%	20.64%

Apéndice I: Indicadores Históricos ROIC, WACC, y EVA de Pesquera Exalmar 2009-2015 (Miles US\$)

Años	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
NOPAT	20,236	28,227	21,777	29,220	31,063	24,745	20,130
Capital Invertido promedio	480,131	482,747	451,641	352,848	277,448	247,551	228,323
ROIC =NOPAT/Capital Invertido Promedio	4.21%	7.97%	8.31%	9.93%	12.58%	11.82%	10.72%
Wd	49.44%	52.72%	54.21%	44.10%	37.54%	22.76%	53.31%
Kd	6.73%	6.44%	6.14%	6.49%	5.30%	5.34%	5.20%
(1-t)	72.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
Ws	50.56%	47.28%	45.79%	55.90%	62.46%	77.24%	46.69%
KS	11.81%	11.52%	12.06%	9.14%	9.42%	8.90%	9.43%
WACC	8.37%	7.82%	7.85%	7.11%	7.28%	7.72%	6.34%
EVA= (ROIC-WACC)*Capital invertido promedio	-19,943	-9,536	-13,696	4,130	10,877	5,624	5,653



Apéndice J: Proyección de Precio

Una serie de tiempo presenta fluctuaciones, por lo que es necesario estacionalizar la serie. Para ello, la función de auto correlación nos da una medida de correlación que hay entre las 61 observaciones. Utilizando la metodología Box Jenkins, se solicita que la serie sea estacionaria, se pide que la media y la varianza sean constantes, y que la covarianza dependa del intervalo de separación de la serie.

Para poder determinar si la serie es no estacionaria, se realizará la prueba de Raíz unitaria Dickey Fuller (ADF). Se realizaron las tres pruebas Constant linear Trend, Constant y None, en las que se puede apreciar que la serie es estacionaria; es decir, hay raíz unitaria de significancia que toma un 5% de nivel de significancia.

Como muestra la Tabla J1:

Tabla J1

Prueba de Raíz Unitaria Dickey Fuller

Null Hypothesis: HP has a unit root			
Exogenous:		Constant, Linear Trend	
Argumented Dickey Fuller test statistic:		t-Statistic	Prob
		-2.817	0.1975
Test Critical Values	5% level	-3.492	
Exogenous:		Constant	
Argumented Dickey Fuller test statistic:		t-Statistic	Prob
		-2.644	0.09
Test Critical Values	5% level	-2.915	
Exogenous:		None	
Argumented Dickey Fuller test statistic:		t-Statistic	Prob
		-0.49	0.499
Test Critical Values	5% level	-1.947	

Para que la serie sea estacionaria, se realizará la primera diferencia, y se aplicará la prueba de Raíz unitaria Dickey Fuller, en la cual se aprecia que no hay raíz unitaria. Se puede trabajar con esta serie para realizar las proyecciones como se visualiza en la Tabla I2 Una manera de reducir la volatilidad es trabajar con

logaritmo, ya que las series presentan alta volatilidad y una manera de reducirla es mediante logaritmos.

Tabla J2

Prueba de Raíz Unitaria Dickey Fuller, con Primera Diferencia

Null Hypothesis: DHP has a unit root			
Exogenous:	Constant, Linear Trend		
		t-Statistic	Prob
Argumented Dickey Fuller test statistic:		-6.241	0
Test Critical Values	5% level	-3.489	
Exogenous:	Constant		
		t-Statistic	Prob
Argumented Dickey Fuller test statistic:		-6.294	0
Test Critical Values	5% level	-2.913	
Exogenous:	None		
		t-Statistic	Prob
Argumented Dickey Fuller test statistic:		-6.355	0
Test Critical Values	5% level	-1.947	

Se ha desarrollado el modelo ARMA y seleccionado el modelo que minimice los menores criterios de información, para lo cual se aplicó el criterio de información de Akaike (AIC). Para ello, se tomaron cuatro rezagos como máximo. El modelo seleccionado fue AR (3) MA (1). Se aplicó el proceso de Forecast que permitió pronosticar la serie.

Apéndice K: Estructura Óptima de Capital

D/E+D	Kd	Kd neto	E/E+D	Beta Apalancado	Ke	WACC	Flujo perpetuo	VALOR (Miles US\$)	Patrimonio (Miles US\$)	Deuda (Miles US\$)	Intereses (Miles US\$)	Ratio de Cobertura (Factor en veces)	Precio de Recompras (US\$)	Acciones en Circulación
0%	0.00%	0.00%	100%	0.99	10.04%	10.04%	23,671	235,706	235,706	0	0	0.00	0.798	295,536
5%	3.23%	2.33%	95%	1.03	10.14%	9.75%	23,671	242,846	230,704	12,142	393	83.73	0.822	280,759
10%	3.38%	2.44%	90%	1.07	10.24%	9.46%	23,671	250,147	225,132	25,015	846	38.84	0.846	265,982
15%	3.48%	2.51%	85%	1.12	10.36%	9.18%	23,671	257,748	219,086	38,662	1,347	24.41	0.872	251,206
20%	3.52%	2.54%	80%	1.17	10.49%	8.90%	23,671	265,870	212,696	53,174	1,874	17.55	0.900	236,429
25%	3.53%	2.54%	75%	1.23	10.65%	8.62%	23,671	274,599	205,950	68,650	2,425	13.55	0.929	221,652
30%	3.63%	2.62%	70%	1.30	10.82%	8.36%	23,671	283,237	198,266	84,971	3,088	10.65	0.958	206,875
35%	3.78%	2.72%	65%	1.38	11.02%	8.11%	23,671	291,722	189,620	102,103	3,863	8.51	0.987	192,098
40%	4.28%	3.08%	60%	1.47	11.25%	7.98%	23,671	296,527	177,916	118,611	5,081	6.47	1.003	177,322
45%	4.77%	3.44%	55%	1.58	11.52%	7.88%	23,671	300,240	165,132	135,108	6,449	5.10	1.016	162,545
49%	6.73%	4.85%	51%	1.69	11.81%	8.37%	23,671	282,858	143,001	139,857	9,417	3.49	0.957	149,411
50%	8.03%	5.78%	50%	1.71	11.85%	8.82%	23,671	268,446	134,223	134,223	10,783	3.05	0.908	147,768
56%	9.03%	6.50%	44%	1.90	12.34%	9.07%	23,671	260,866	114,781	146,085	13,197	2.49	0.883	130,036
65%	10.03%	7.22%	35%	2.32	13.40%	9.39%	23,671	252,186	88,265	163,921	16,447	2.00	0.853	103,438
70%	10.53%	7.58%	30%	2.66	14.26%	9.59%	23,671	246,885	74,066	172,820	18,204	1.81	0.835	88,661
75%	11.03%	7.94%	25%	3.13	15.47%	9.83%	23,671	240,917	60,229	180,688	19,936	1.65	0.815	73,884
80%	11.53%	8.30%	20%	3.85	17.28%	10.10%	23,671	234,392	46,878	187,514	21,627	1.52	0.793	59,107
85%	12.53%	9.02%	15%	5.04	20.29%	10.71%	23,671	220,927	33,139	187,788	23,537	1.40	0.748	44,330
90%	14.53%	10.46%	10%	7.42	26.32%	12.05%	23,671	196,441	19,644	176,797	25,695	1.28	0.665	29,554

Apéndice L: Valorización Capítulo II (Miles US\$)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuo
Ingresos de Actividades Ordinarias	177,791	185,012	192,528	200,348	208,486	216,955	225,768	225,768
Total de Ingresos Actividades Ordinarias	177,791	185,012	192,528	200,348	208,486	216,955	225,768	225,768
Costo de Ventas	-131,690	-137,039	-142,606	-148,398	-154,426	-160,699	-167,227	-167,227
Total Costos Operacionales	-131,690	-137,039	-142,606	-148,398	-154,426	-160,699	-167,227	-167,227
Ganancia Bruta	46,101	47,973	49,922	51,950	54,060	56,256	58,541	58,541
Gastos de Ventas y Distribución	-8,654	-9,006	-9,372	-9,752	-10,149	-10,561	-10,990	-10,990
Gastos de Administración	-6,466	-6,729	-7,002	-7,287	-7,583	-7,891	-8,211	-8,211
Ganancia Operativa (EBIT)	30,980	32,239	33,548	34,911	36,329	37,805	39,340	39,340
Gasto por impuestos a las ganancias (1)	-8,674	-9,027	-9,058	-9,426	-9,446	-9,829	-10,228	-10,228
Ganancia Operativa Neta (NOPAT)	22,306	23,212	24,490	25,485	26,883	27,975	29,112	29,112
Depreciación y amortización	20,097	20,097	20,045	19,836	19,543	19,543	19,543	19,543
Cambio (variación) en el capital de trabajo	-16,194	1,366	1,421	1,479	1,539	1,602	1,667	1,667
Inversiones	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000
Aumento neto en otros activos de otros pasivos netos	0	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	19,209	37,675	38,957	39,800	40,966	42,120	43,322	43,322
Valor actual flujo perpetuo	294,945							
Valor actual de los Flujos	187,373							
Valor de las operaciones	482,318							
Deuda	-237,565							
Valor de la empresa hoy	244,753							

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE CAJA LIBRE	19,209	37,675	38,957	39,800	40,966	42,120	43,322
Intereses	-14,976	-14,976	-14,976	-14,976	-14,976	-13,752	-13,087
Escudo Fiscal de Intereses	2,696	2,696	2,696	2,696	2,696	2,475	2,356
Deuda Pago						-237,565	
Dividendos	-2,704	-2,976	-3,258	-3,553	-6,883	-7,202	-7,533
FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA	4,224	22,419	23,418	23,967	21,802	-213,923	25,057
Deuda	-237,565						
Tasa requerida por el Accionista	11.81%						
Valor del Patrimonio	216,083						



<i>Valorización Complementaria</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuo
Ingresos de Actividades Ordinarias	188,671	196,335	204,310	212,609	221,245	230,232	239,585	239,585
Total de Ingresos Actividades Ordinarias	188,671	196,335	204,310	212,609	221,245	230,232	239,585	239,585
Costo de Ventas	(-139,749)	(-145,426)	(-151,333)	(-157,480)	(-163,877)	(-170,534)	(-177,461)	(-177,461)
Total Costos Operacionales	(-139,749)	(-145,426)	(-151,333)	(-157,480)	(-163,877)	(-170,534)	(-177,461)	(-177,461)
Ganancia Bruta	48,922	50,909	52,977	55,129	57,368	59,699	62,124	62,124
Gastos de Ventas y Distribución	(-9,184)	(-9,557)	(-9,945)	(-10,349)	(-10,770)	(-11,207)	(-11,662)	(-11,662)
Gastos de Administración	(-6,862)	(-7,141)	(-7,431)	(-7,732)	(-8,047)	(-8,373)	(-8,714)	(-8,714)
Ganancia Operativa (EBIT)	32,876	34,212	35,601	37,047	38,552	40,118	41,748	41,748
Gasto por impuestos a las ganancias (1)	(-9,205)	(-9,579)	(-9,612)	(-10,003)	(-10,024)	(-10,431)	(-10,854)	(-10,854)
Ganancia Operativa Neta (NOPAT)	23,671	24,632	25,989	27,045	28,529	29,688	30,893	30,893
Depreciación y amortización	20,097	20,097	20,045	19,836	19,543	19,543	19,543	19,543
Cambio (variación) en el capital de trabajo	(-14,136)	1,450	1,508	1,570	1,633	1,700	1,769	1,769
Inversiones	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)	(-7,000)
Aumento neto en otros activos de otros pasivos netos	188,671	196,335	204,310	212,609	221,245	230,232	239,585	239,585
FLUJO DE CAJA LIBRE	188,671	196,335	204,310	212,609	221,245	230,232	239,585	239,585
Valor actual flujo perpetuo	307,769							
Valor actual de los Flujos	197,610							
Valor de las operaciones	505,379							
Deuda	(-237,565)							
Valor de la empresa hoy	267,814							

Apéndice M: Estado de Situación Financiera: Valorización Capítulo II (Miles US\$)

CUENTA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activos							
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	13,062	13,592	14,145	14,719	15,317	15,939	16,587
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	8,910	9,272	9,648	10,040	10,448	10,873	11,314
Inventarios	35,382	36,820	38,315	39,871	41,491	43,176	44,930
Total Activos Corrientes	57,354	59,684	62,108	64,631	67,256	69,988	72,831
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	17,116	17,811	18,535	19,288	20,071	20,887	21,735
Otros Activos no financieros	34,359	62,705	91,873	121,744	1,275	3,628	46,245
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	188,440	168,343	148,298	128,462	108,919	89,376	69,833
Activos intangibles distintos de la plusvalía	112,080	112,080	112,080	112,080	112,080	112,080	112,080
Plusvalía	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719
Total Activos No Corrientes	440,714	449,658	459,505	470,293	331,064	314,690	338,612
TOTAL DE ACTIVOS	498,068	509,342	521,613	534,924	398,320	384,678	411,443
Pasivos y Patrimonio							
Otros Pasivos Financieros	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	23,726	24,690	25,693	26,736	27,822	28,953	30,129
Total Pasivos Corrientes	60,979	61,943	62,946	63,989	65,075	66,206	67,382
Otros Pasivos Financieros	200,312	200,312	200,312	200,312	0	0	0
Otras Cuentas por Pagar					39,238		
Otras provisiones	2,256	2,348	2,443	2,542	41,884	2,753	2,865
Pasivos por impuestos diferidos	7,385	7,685	7,997	8,322	8,660	9,012	9,378
Total Pasivos No Corrientes	209,953	210,345	210,753	211,177	50,544	11,765	12,243
Total Pasivos	270,932	272,288	273,698	275,166	115,619	77,971	79,625
Capital Emitido	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772
Primas de Emisión	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721
Otras Reservas de Capital	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609
Resultados Acumulados	64,033	73,952	84,813	96,656	119,599	143,605	168,717
Total Patrimonio	227,135	237,054	247,915	259,758	282,701	306,707	331,819
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	498,068	509,342	521,613	534,924	398,320	384,678	411,443

Apéndice N: Estado de Resultados Valorización Capítulo II (Miles US\$)

CUENTA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	177,791	185,012	192,528	200,348	208,486	216,955	225,768
Costo de Ventas	-131,690	-137,039	-142,606	-148,398	-154,426	-160,699	-167,227
Ganancia (Pérdida) Bruta	46,101	47,973	49,922	51,950	54,060	56,256	58,541
Gastos de Ventas y Distribución	-8,654	-9,006	-9,372	-9,752	-10,149	-10,561	-10,990
Gastos de Administración	-6,466	-6,729	-7,002	-7,287	-7,583	-7,891	-8,211
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	30,980	32,239	33,548	34,911	36,329	37,805	39,340
Gastos Financieros	-18,463	-18,463	-18,463	-18,463	-4,463	-4,463	-4,463
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	12,517	13,776	15,085	16,448	31,866	33,342	34,877
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-3,505	-3,857	-4,224	-4,605	-8,922	-9,336	-9,766
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	9,012	9,918	10,861	11,842	22,943	24,006	25,112
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	9,012	9,918	10,861	11,842	22,943	24,006	25,112



Apéndice O: Valorización CHD (Miles US\$)

Concepto	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	PERPETUO
Ingresos de Actividades Ordinarias	18,942	23,678	24,696	25,758	26,866	28,021	29,226	30,483
Costo de Ventas	-17,854	-21,642	-22,457	-23,306	-24,193	-25,117	-26,081	-27,086
Ganancia (Pérdida) Bruta	1,088	2,036	2,239	2,452	2,673	2,904	3,145	3,397
Gastos de Ventas y Distribución	-922	-1,153	-1,202	-1,254	-1,308	-1,364	-1,423	-1,484
Gastos de Administración	-852	-1,065	-1,111	-1,159	-1,209	-1,261	-1,315	-1,372
Ganancia Operativa (EBIT)	-686	-182	-74	39	156	279	407	541
Gastos por impuestos a las ganancias sin escudo tributario	206	55	22	-12	-47	-84	-122	-162
Ganancia Operativa Neta (NOPAT)	-480	-128	-52	27	110	196	285	379
Depreciación y amortización	914	914	914	914	914	914	914	914
Cambio en el capital de trabajo	2,518	-568	-122	-127	-133	-139	-145	-133
Inversiones	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Aumento neto en otros activos de otros pasivos neto	-	-	-	-	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	2,451	-282	240	314	391	471	555	660
Valor actual flujo perpetuo	4,490							
Valor empresa	3,306							
Valor actual del Flujo	7,796							

Apéndice P: Valorización Capítulo III (Miles US\$)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Perpetuo
Ingresos de Actividades Ordinarias	188,667	239,483	249,211	259,334	269,868	280,830	292,237	292,237
Total de Ingresos Actividades Ordinarias	188,667	239,483	249,211	259,334	269,868	280,830	292,237	292,237
Costo de Ventas	-139,746	-174,817	-181,918	-189,307	-196,997	-204,999	-213,326	-213,326
Total Costos Operacionales	-139,746	-174,817	-181,918	-189,307	-196,997	-204,999	-213,326	-213,326
Ganancia Bruta	48,921	64,666	67,293	70,027	72,871	75,831	78,911	78,911
Gastos de Ventas y Distribución	-9,184	-11,657	-12,131	-12,624	-13,136	-13,670	-14,225	-14,225
Gastos de Administración	-6,862	-8,710	-9,064	-9,432	-9,815	-10,214	-10,628	-10,628
Ganancia Operativa (EBIT)	32,875	44,299	46,099	47,971	49,920	51,947	54,058	54,058
Gasto por impuestos a las ganancias (1)	-9,177	-12,324	-12,370	-12,875	-12,905	-13,483	-14,032	-14,032
Ganancia Operativa Neta (NOPAT)	23,698	31,975	33,729	35,096	37,015	38,464	40,026	40,026
Depreciación y amortización	20,597	22,397	22,345	22,136	21,843	21,843	21,843	21,843
Cambio (variación) en el capital de trabajo	-14,137	9,384	1,831	1,905	1,982	2,063	2,147	2,147
Inversiones	-5,000	-58,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
Aumento neto en otros activos de otros pasivos netos	0	0	0	0	0	0	0	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	25,159	5,756	52,905	54,137	55,840	57,370	59,016	59,016
Valor actual flujo perpetuo	401,794							
Valor actual de los Flujos	215,350							
Valor de las operaciones	617,143							
Deuda	-237,565							
Valor de la empresa hoy	379,578							

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FLUJO DE CAJA LIBRE	25,159	5,756	52,905	54,137	55,840	57,370	59,016
Intereses	-17,947	-14,628	-14,008	-13,351	-12,546	-11,700	-10,917
Escudo Fiscal de Intereses	3,230	2,633	2,521	2,403	2,258	2,106	1,965
Deuda Pago	-4,133	-10,338	-10,959	-11,616	-12,313	-250,617	-13,835
Dividendos	-2,704	-2,976	-3,258	-3,553	-6,883	-7,202	-7,533
FLUJO DE CAJA DEL ACCIONISTA	3,605	-19,553	27,201	28,021	26,356	-210,042	28,695
Deuda	-237,565						
Tasa requerida por el Accionista	11.81%						
Valor del Patrimonio	316,257						



Apéndice Q: Estado de Situación Financiera: Valorización Capítulo III (Miles US\$)

CUENTA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Activos							
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	13,861	17,594	18,309	19,053	19,827	20,632	21,470
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	9,455	12,002	12,489	12,996	13,524	14,074	14,645
Inventarios	37,547	46,970	48,877	50,863	52,929	55,079	57,316
Total Activos Corrientes	60,863	76,565	79,675	82,912	86,280	89,784	93,431
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	17,116	17,811	18,535	19,288	20,071	20,887	21,735
Otras cuentas por cobrar	83,710	49,494	66,892	85,161	154,335	174,748	196,367
Propiedades, Planta y Equipo (neto)	192,940	193,543	176,198	159,062	142,219	125,376	108,533
Activos intangibles distintos de la plusvalía	112,080	147,080	147,080	147,080	147,080	147,080	147,080
Plusvalía	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719	88,719
Total Activos No Corrientes	494,565	496,648	497,424	499,310	552,424	556,809	562,434
TOTAL DE ACTIVOS	555,428	563,213	567,099	572,222	628,704	636,594	645,865
Pasivos y Patrimonio							
Otros Pasivos Financieros	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253	37,253
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	25,178	31,496	32,775	34,107	35,492	36,934	38,434
Total Pasivos Corrientes	62,431	68,749	70,028	71,360	72,745	74,187	75,687
Otros Pasivos Financieros	229,702	219,413	208,508	196,948	234,694	221,705	207,937
Otras Cuentas por Pagar	2,256	2,348	2,443	2,542	2,646	2,753	2,865
Pasivos por impuestos diferidos	7,385	7,685	7,997	8,322	8,660	9,012	9,378
Total Pasivos No Corrientes	239,343	229,446	218,948	207,812	246,000	233,470	220,180
Total Pasivos	301,774	298,195	288,977	279,172	318,745	307,657	295,867
Capital Emitido	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772	89,772
Primas de Emisión	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721	69,721
Otras Reservas de Capital	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609	3,609
Resultados Acumulados	65,770	77,133	90,238	105,165	122,073	141,052	162,113
Otras reservas de patrimonio	24,783	24,783	24,783	24,783	24,783	24,783	24,783
Total Patrimonio	253,655	265,018	278,123	293,050	309,958	328,937	349,998
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	555,428	563,213	567,099	572,222	628,704	636,594	645,865

Apéndice R: Estado de Resultados Valorización Capítulo III (Miles US\$)

CUENTA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos de actividades ordinarias	188,667	239,483	249,211	259,334	269,868	280,830	292,237
Costo de Ventas	-139,746	-174,817	-181,918	-189,307	-196,997	-204,999	-213,326
Ganancia (Pérdida) Bruta	48,921	64,666	67,293	70,027	72,871	75,831	78,911
Gastos de Ventas y Distribución	-9,184	-11,657	-12,131	-12,624	-13,136	-13,670	-14,225
Gastos de Administración	-6,862	-8,710	-9,064	-9,432	-9,815	-10,214	-10,628
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación	32,875	44,299	46,099	47,971	49,920	51,947	54,058
Gastos Financieros	-17,947	-14,628	-14,008	-13,351	-12,546	-11,700	-10,917
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	14,929	29,671	32,091	34,621	37,373	40,247	43,141
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-4,180	-8,308	-8,985	-9,694	-10,465	-11,269	-12,079
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuas	10,749	21,363	23,105	24,927	26,909	28,978	31,061
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	10,749	21,363	23,105	24,927	26,909	28,978	31,061



Apéndice S: Resumen de Comunicación Personal con Director de Profish S.A.,**Max Coopers, 17/02/2016**

Temas tratados:

- Sobre las Calidades y características de Harina y Aceite de Pescado. Se consideran cinco calidades de harina de pescado entre las que destacan: Super Prime, Prime y Estándar, mientras que las características que busca un comprador son dos: la primera es el nivel de frescura que abarca el nitrógeno volátil total - TVN y la histamina, y la segunda es la proteína, variables que son consideradas para la determinación del precio. El método de secado es indispensable para la calidad del producto, por lo cual es imprescindible contar con la tecnología de Steam Dried o secado al vapor para el procesamiento.
- Amenazas en el Sector de Pesca. Ante la no apertura de temporadas de pesca en forma regular en el Perú, existen productos sustitutos de la harina de pescado de menor calidad que se están fabricando en Marruecos, México y Estados Unidos. Considera que las temporadas de pesca deberían abarcar cinco millones de toneladas de captura y con un factor de conversión para la harina de pescado del 4.25.
- Preventa de Harina de Pescado. En la industria pesquera, es usual realizar preventa de las TM estimadas a capturar a un precio pactado; en promedio, puede representar el 30% de los ingresos. Debido a que existe un nivel de riesgo, en la decisión de preventa interviene mucho la experiencia y juicio profesional de las partes: compradores, brocker y vendedores.
- Expectativas del CHD. Considera que es la nueva tendencia y una oportunidad para el mercado local. Si bien la Pesquera Exalmar S.A.A. ha obtenido

certificaciones internacionales para exportar a mercados de Europa existe mucho potencial en la comercialización de la pota y perico.



**Apéndice T: Resumen de Comunicación Personal con Ex Contador General de
Copeinca, Martín Ruiz, 17/02/2016, 15/04/2016**

Temas tratados:

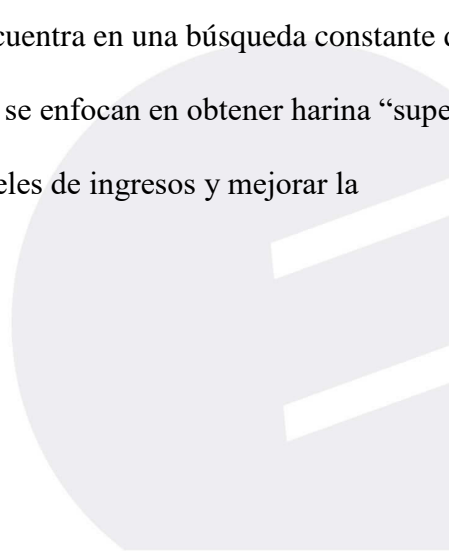
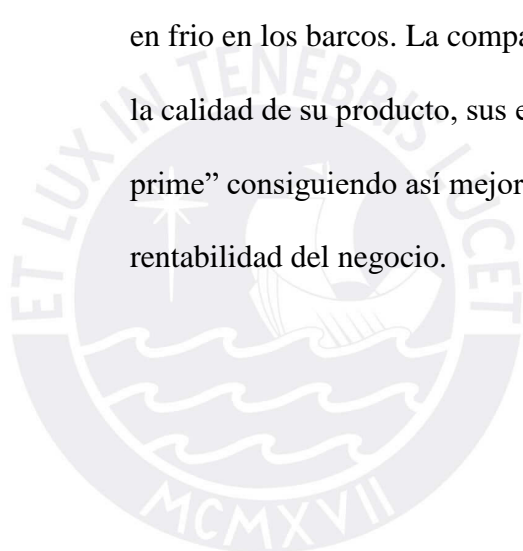
- Costeo de Proceso Productivo en promedio representa el 65% de los ingresos y está conformado por costos de extracción (petróleo 30%, tripulación 20%, mantenimiento 30%) y de producción (energía 30%, mano de obra 20%) que en conjunto alcanzarían US\$ 400 por tonelada. Sin embargo, cuando la compañía recurre en forma adicional a comprar a terceros el costo puede triplicarse.
- Precios de Harina y Aceite de pescado. Las fuentes recomendables para proyecciones deben ser IFO y Hammersmith. Generalmente los precios de la harina tienen un diferencial de US\$ 200 a favor del aceite.
- Flujo proyectado de caja. Se considera que el volumen puede incrementarse en 10% en relación a los periodos anteriores que fueron afectados por el Fenómeno del Niño, en relación al precio la tendencia es creciente cuando hay poca oferta, los costos mantendrían la tendencia histórica, los gastos de gastos de venta y administrativos generalmente están en los niveles de 5% y 6% respectivamente de los ingresos, se puede considerar la ocurrencia del Fenómeno del Niño cada 2 años así también el Flujo mejoraría si la empresa realiza compra de cuota, la cual podría ascender US\$ 50 millones dada la coyuntura actual.
- *Reopening* de Bonos. Es una opción factible de ejecutar para obtener recursos y cubrir nuevas inversiones, en el caso de la empresa Copeinca resultó muy útil para las inversiones de modernización de planta y embarcaciones. El costo de un *reopening* podría representar un 50% del costo de una nueva emisión.

**Apéndice U: Resumen de Comunicación Personal con la Gerencia Financiera de
Exalmar S.A.A., CFO Raul Briceño, 08/06/2016**

Temas tratados:

- Situación general de la Industria Pesquera. Se mencionó la alta volatilidad del sector en los últimos años debido principalmente al factor climatológico. El impacto generado por el fenómeno del niño, además de la asignación de cuotas, ha reducido sustancialmente la actividad pesquera.
- Indicadores financieros más relevantes. La compañía considera al EBITDA como el principal indicador financiero. Por otro lado, se indicó que los bonos fueron emitidos y cotizados por la compañía como “*high yields*”, es así que enfoca sus estrategias en tener la calificación de “grado de inversión” en búsqueda de reducir la rigidez de los *covenants* ante eventuales nuevas emisiones, se puntuó que, si bien hubo un “downgrade” a la calificación de la compañía, parte de esta calificación corresponde a la situación de los países clasificados como mercado emergente. Los bonos tienen *covenants* de incurrencia, que de acuerdo a lo comentado, son de cumplimiento regular. Se mencionó que no se efectuaron pagos de dividendos para el año 2015 con el fin de mantener un buen criterio de gobierno corporativo respaldando así las deudas con los tenedores de bonos.
- Estrategia de la empresa. Como parte de las estrategias mencionadas en la entrevista, se indicó que la compañía procesa materia prima por casi un 43% proveniente de compra a terceros, sus proyecciones se mantienen en este nivel con el fin de continuar manteniendo una destacable presencia en el mercado, así mismo, la compañía no tiene planes de grandes compras de cuota de pesca. La línea de CHD se mantiene a futuro como parte de las proyecciones de la

compañía, es importante destacar que la compañía no tiene planes de desligarse de esta división al considerarla aun en etapa de desarrollo , uno de los factores a considerar son los créditos tributarios obtenidos en la etapa pre operativa además de las importantes inversiones realizadas, por otro lado, en relación a la optimización de costos, la compañía está en la búsqueda de eficiencia tecnológica como por ejemplo la transformación de las plantas a gas además del mejoramiento de la capacidad de procesamiento de pescado de sus plantas de Callao y Huacho, en adición, con estos proyectos se busca mejorar el ratio de conversión de harina de 4.4 a 4.1. Otro de los proyectos que la compañía considera es la de realizar inversiones en los sistemas de almacenaje en frio en los barcos. La compañía se encuentra en una búsqueda constante de la calidad de su producto, sus estrategias se enfocan en obtener harina “super prime” consiguiendo así mejorar sus niveles de ingresos y mejorar la rentabilidad del negocio.



**Apéndice V: Resumen de Comunicación Personal con la Gerencia Financiera de
Pesquera Austral S.A., CFO Andrew Dark, 27/06/2016**

Temas tratados:

- Situación general de la Industria Pesquera. La industria pesquera ha tenido un crecimiento importante en la década anterior sin embargo con la entrada en vigencia de la Ley de Pesca sobre captura a través de Límites de Cuotas, la rentabilidad de la industria pesquera se ha deteriorado. En adición, el efecto del Fenómeno del Niño ha hecho que la biomasa se reduzca y tenga mayor volatilidad el mercado. En contraparte, el efecto positivo a esta situación se presentó en relación a los precios de la harina y aceite de pescado que, al tener menor cuota los precios se incrementan de forma rápida alcanzando entre 20% y 40%.
 - Indicadores financieros más relevantes. Los indicadores financieros que se manejan en la industria son:
 - EBITDA, mide el resultado real de la caja obtenida en el año y considera hay tres escenarios, el primero con un año con Fenómeno del Niño originando una cuota de 2.5 millones de toneladas, el EBITDA sería de US\$30 millones y la empresa no debe distribuir dividendos. En el caso de la cuota del sector sea entre 4 y 5.5 millones de toneladas, el EBITDA resultaría US\$50 millones y US\$70 millones respectivamente, y se evaluaría el pago de dividendos descontando previamente US\$40 millones como reserva para enfrentar un Fenómeno del Niño.
 - Ratio de Cobertura de Deuda o “*Financial debt/EBITDA*), siendo el ratio máximo de 3.25, el cual controlan no exceder, actualmente

cuentan con un préstamo con un banco extranjero y el ratio resulta menor a 2. Es importante indicar que, Austral tiene clasificación de “grado de inversión” y está sujeta a crédito. El grupo es muy cauto y como política no se endeudan más allá del 35% de su patrimonio, lo cual vienen cumpliendo.

- Ratio de Cobertura de Intereses, es aquel que le permite monitorear cuántas veces más podría endeudarse tomando en cuenta el EBITDA, actualmente este ratio es mayor a 5 veces y es una de las razones para la calificación obtenida.
- Estrategia de la empresa. Principalmente es darle un protagonismo internacional ya que pertenece a un grupo noruego y mantener una estructura Deuda /Capital hasta el 35% del patrimonio.
- Rol del CHD. Al igual que el CHI, los productos como el jurel y la caballa se redujeron de manera dramática. Hasta el 2013 tuvieron su planta de conservas y congelados, hicieron la venta de todos los equipos relacionados a la conserva debido a los altos costos fijos que representaban y se han focalizado en congelados dándole más protagonismo a la pota (*seafood*), ya que este producto lo encuentran en todo el territorio nacional y no hay cuota de pesca. Actualmente están pasando por una reducción de producto, pero estiman que podría revertirse en los próximos meses. El objetivo es el uso de la planta de Coishco para productos congelados con el fin de producir por lo menos al 50%, esperando que les genere ingresos en los próximos años por unos US\$80 millones, cuyo margen bruto sería del 12 millones y ganancia neta de US\$8 millones aproximadamente.

- Compra de terceros en el CHI. No realizan mayores compras a terceros ya que se focalizan en la rentabilidad extrayendo pesca con sus propias embarcaciones, la relación del costo de 1 tonelada de compra a terceros cuesta alrededor de 3 veces con relación a la propia.
- Otros temas relevantes. Considera estar atentos a los cambios que podría darse en la industria dado que la Ley de Cuotas de Pesca fue creada por un plazo de 10 años, venciendo en el 2018. Otro tema importante está relacionado con la búsqueda de mayor valor agregado a la venta del CHI, ya que las grandes industrias vienen desarrollando nuevas formas de ventas que generen mayor rentabilidad y sostenibilidad de la industria en el tiempo. En el caso del negocio del Omega 3, considera que no es propicio en el Perú instalar un negocio de Omega 3, ya que en el mundo hay sobreoferta en esta línea y se puede confirmar con los resultados obtenidos por TASA, los cuales no fueron los esperados. La empresa cuenta con esta unidad de negocio y la inversión alcanzó alrededor de US\$70 a US\$80 millones.