



***VALORACIÓN PESQUERA JUREL TIPO SALMÓN S.A.
Mediante Método de Flujo de Caja Descontado***

***VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN
FINANZAS***

Alumno: Pablo Díaz Arriaza

Profesor: José Olivares Rojas

Santiago, Enero 2019

Tabla de Contenido

2. Resumen Ejecutivo.....	4
3.1. Método de flujos de caja descontado.....	5
3.2. Descripción de la industria, empresa, estados financieros históricos y reguladores	8
3.2.1 Descripción de la industria	8
3.2.2 Descripción de la empresa.....	12
3.2.3. Filiales y Coligadas.....	14
3.2.4 Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados por Función Consolidado históricos de Jurel Tipo Salmón S.A.....	15
3.2.5 Descripción de principales instituciones reguladoras del sector en Chile.....	18
3.3. Análisis operacional del negocio e industria.....	21
3.3.1 Análisis Evolución Capturas Jurel	22
3.3.2. Análisis de crecimiento real de las ventas de la empresa.....	22
3.3.3 Crecimiento volúmenes de ventas Pesquera Salmón tipo Jurel S.A., para los años 2014 a 2018.....	23
3.3.4 Crecimiento precios promedio de ventas Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., para los años 2014 a 2018.....	24
3.4. Análisis Resultado Operacional y No Operacional.....	25
3.4.1 Principales costos de operación de la empresa.....	25
3.4.2. Análisis cuentas no operacionales.....	26
3.5. Análisis de activos.....	28
3.6. Proyección de estado de resultados.....	29
3.6.1 Proyección de ingresos operacionales	29
3.6.2 Proyección costos de operación	31
3.6.3 Proyección del resultado no operacional.....	32
3.6.4 Calcular el pago de impuestos.....	32
3.6.5. Determinación de la ganancia o pérdida proyectada.....	33
3.7. Proyección de flujos de caja libre.....	33
3.7.1 Determinación depreciación.....	33
3.7.2. Estimación del valor de reposición e inversiones en Capex.....	34
3.7.3. Estimar la inversión en capital de trabajo.....	35

3.7.4. Determinación déficit o exceso capital de trabajo.....	35
3.7.5. Identificación de activos prescindibles.....	36
3.7.6. Deuda financiera al 30 de junio de 2018	36
3.8. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción	37
3.8.1. Determinación de la tasa de descuento WACC.....	37
3.8.2. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción.....	38
3.9. Conclusiones	40
4.- Anexos	41
4.1 Producción de harina de pescado por país	41
4.2. Exportación de harina de pescado por país.....	42
4.3. Producción de aceite de pescado por país	43
4.4 Exportaciones de aceite de pescado por país	44
4.5 Importaciones de harina de pescado por país.....	45
4.6. Importaciones de aceite de pescado por país	46

2. Resumen Ejecutivo

La valorización de una empresa es determinante para su adecuada administración y para satisfacer las necesidades de todos los usuarios de la información financiera.

A nivel de sus accionistas cobra aún más relevancia la valoración si se encuentra interesado en vender, incorporar nuevos accionistas o efectuar una reestructuración societaria.

En general, permite a los accionistas conocer el valor actual de sus inversiones y para nuevos inversionistas o instituciones financieras conocer si la empresa tiene las condiciones para otorgar dividendos o cumplir con sus compromisos financieros.

Los elementos fundamentales que se utilizarán para efectuar la valoración consideran flujos de caja esperados de los activos actuales, valor terminal de los activos, activos prescindibles, política de inversión, oportunidades de crecimiento y la tasa de capital a la cual se descontarán los flujos de caja proyectados para obtener su valor actual.

El objetivo de esta tesis es valorizar la sociedad anónima cerrada Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., al 30 de junio de 2018, bajo el método de flujo de caja descontado, por considerarse el método que proporciona resultados más exactos desde el punto de vista empírico.

El valor de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., al 30 de junio de 2018 bajo el método de flujo de caja descontado asciende a MUS\$102.356.

3.1. Método de flujos de caja descontado

El método de Flujos de Caja descontado (FCD) es un método utilizado para valorización de empresas ampliamente aceptado por la literatura el cual determina el valor de la empresa como el valor presente de los flujos proyectados de caja.

El método de FCD tiene su fundamento teórico en el artículo de los premios Nobel Modigliani y Miller en el año 1961, cuyo artículo tenía como propósito explicar el impacto de la política de dividendos en el valor de la empresa¹.

La metodología de FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisa para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad, el crecimiento del negocio que está siendo evaluado, su riesgo y el valor presente que se obtenga con la proyección que nos proporcionará un valor de la empresa estimado de acuerdo al grado de certeza de la información considerada como base para su determinación.

A continuación, presentamos la ecuación:

$$V = \sum_0^t \frac{E(FCF_t)}{(1+WACC)^t} + \sum_0^t \frac{EBIT_{n+1}(1-T)\left(1-\frac{g_n}{ROIC_n}\right)}{(1+WACC)^t} + AP \pm KT$$

Donde²:

V: Valor de la empresa.

E (FCLt): Esperanza de los flujos de caja libre en el tiempo t.

WACC: Tasa de costo capital promedio ponderado.

t: Tiempo medio en años.

n: Número de años.

EBIT: Beneficios/Ganancia antes de intereses e impuestos.

T: Tasa de impuesto corporativa

ROIC: Tasa de retorno sobre la inversión de capital inicial

ρ : Tasa de crecimiento del EBIT.

AP: Valor de los activos prescindibles.

KT: Déficit o exceso de capital de trabajo al cierre del primer año que se va a proyectar

La primera parte de la ecuación representa el valor de la empresa por los flujos de caja proyectados en un período determinado de tiempo que para nuestra valoración definiremos como 4 años y la segunda parte de la ecuación representa el valor terminal, que para nuestra valoración utilizaremos el método de la perpetuidad en consideración que nuevos incrementos de licencias transables de pesca dependerá de la

¹Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2015. Capítulo 9, pp.369-379

²Millas, Artemio. Creación de valor para el accionista, 2011.

disponibilidad de recursos, y de la probabilidad que la empresa obtenga esas licitaciones, con lo cual resulta la siguiente expresión simplificada:

$$V_T = \frac{E(FCF_{n+1})}{WACC_n}$$

Los flujos de caja obtenidos en la ecuación son equivalentes al obtenido en el valor de los activos, pero se deben ajustar de tal forma que no incorporen el ahorro tributario de los gastos financieros que ya se encuentra incorporado en la tasa de costo capital WACC.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor de la deuda financiera y deuda subordinada.

En resumen, tenemos que el patrimonio económico se obtiene de la siguiente forma:

- + Valor de los Activos
- + Activos Prescindibles
- +/- Exceso/Déficit en Capital de Trabajo
- Deuda Financiera
- Deuda Subordinada
- = Patrimonio Económico

Para valorar la empresa (en su parte operativa), se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse (se debería hacer por valor presente ajustado).

El modelo de Modigliani y Miller asume que la estructura de capital no cambia a través del tiempo, es decir, la deuda y el patrimonio son constantes o relativamente estables en el tiempo, para lo cual se define:

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{obj} \approx cte \text{ y } \left(\frac{B}{V}\right)_{obj} \approx cte$$

Para lo cual siempre se debe cumplir:

$$\left(\frac{P}{V}\right)_{obj} + \left(\frac{B}{V}\right)_{obj} = 1$$

En base a esto, Modigliani y Miller en 1963 definen en su proposición III el WACC como:

$$WACC = k_o = k_p \cdot \left(\frac{P}{V}\right) + k_b \cdot (1 - T) \cdot \left(\frac{B}{V}\right)$$

Es decir, se considera la tasa de costo patrimonial k_p y la tasa efectiva de la deuda k_b $(1-T)$

Otra forma de calcularlo es mediante la siguiente ecuación:

$$WACC = k_o = \rho \cdot \left(1 - T \cdot \left(\frac{B}{V}\right)\right)$$

Los elementos fundamentales para valorar una empresa por flujo de caja descontados son los siguientes:

- Flujos de caja esperados de los activos actuales: Proyección del estado de resultados, en general para los próximos 3 y 5 años.
- Valor terminal de los activos: Definición correcta del flujo de caja permanente, aquel que corresponde al siguiente flujo de caja después del último año en proyección.
- Activos prescindibles: Identificar si la empresa posee activos que no pertenecen a su negocio principal, pero que tienen valor de mercado por si solos.
- Política de inversión (oportunidades de crecimiento): Proyección de las inversiones en activo fijo, en reposición de los activos actuales y en capital de trabajo.

- Tasa de costo capital: Normalmente se utiliza WACC con base de CAPM, que considera el riesgo operacional del negocio (beta desapalancado), estructura de endeudamiento objetivo e información de mercado.

3.2. Descripción de la industria, empresa, estados financieros históricos y reguladores

3.2.1 Descripción de la industria

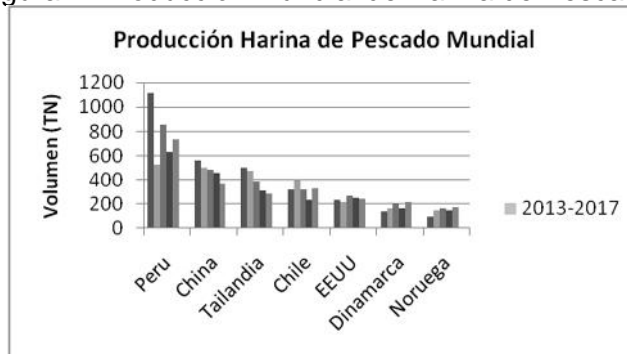
La pesca industrial es una actividad pesquera de tipo extractiva, realizada por armadores de embarcaciones de eslora superior a los 18 metros, que permiten la pesca de arrastre, palangre y cerco usando sistemas que incorporan mejor tecnología, pudiendo capturar gran cantidad de recursos pesqueros. Las operaciones de captura se pueden realizar en aguas jurisdiccionales, por fuera de las primeras 5 millas marítimas, desde la línea de costo o de aguas interiores del territorio marítimo chileno.

La legislación chilena define la pesca artesanal como la actividad pesquera extractiva realizada por personas naturales en forma personal, directa y habitual, que trabajan como pescadores artesanales inscritos en el Registro Pesquero Artesanal, con o sin el empleo de una embarcación artesanal. La actividad pesquera artesanal se ejerce a través de una o más de las siguientes categorías: armador artesanal, pescador artesanal propiamente tal, buzo, recolector de orilla, alguero, o buzo apnea. Dichas categorías de pescador artesanal no son excluyentes entre sí.

Se entiende por embarcación artesanal aquella con una eslora máxima no superior a 18 metros y 80 metros cúbicos de capacidad de bodega, operada por un armador artesanal, identificada e inscrita como tal en el Registro Pesquero Artesanal.

En las siguientes figuras se presenta el volumen de producción de los principales actores en la producción y exportación de harina de pescado³ (el detalle del resto de actores se presenta en tabla 4.1 y 4.2 en la sección anexos):

Figura 1. Producción Mundial de Harina de Pescado.

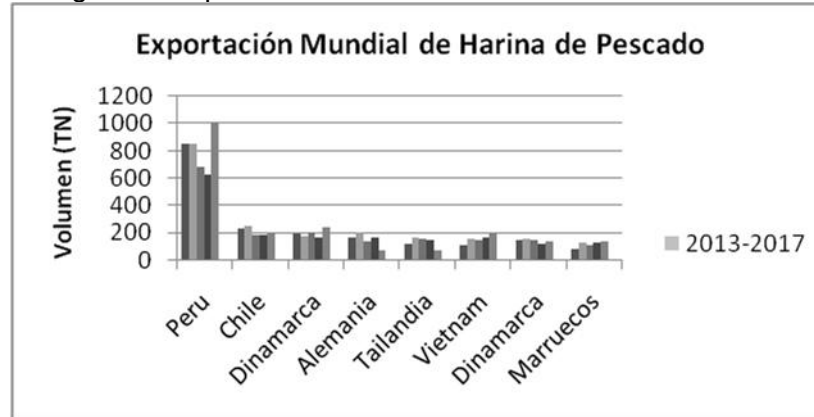


Fuente: www.iffonet.net. Elaboración propia.

³ IFFO and IstaMielke GmbH, Oil World

En la figura 1. Se observa que los principales actores en la producción de harina de pescado mundial son Perú, China, Tailandia, Chile, EEUU, Dinamarca y Noruega. En el ranking Chile ocupa la cuarta posición al cierre del año 2017 con un alcance en la producción mundial de 6,9%, lidera el ranking Perú con una participación del 15,4%.

Figura 2. Exportación Mundial de Harina de Pescado.

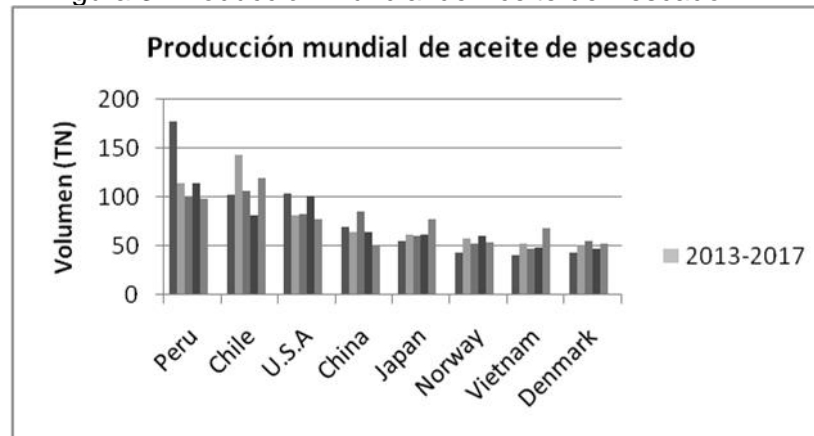


Fuente: www.iffonet.net. Elaboración propia.

En la figura 2. Se muestra el aumento que ha tenido la exportación de Harina de Pescado en Perú, llegando a 1.000 TN el año 2017, lo cual se explica por el fuerte aumento de la demanda de Harina de Pescado del Mercado Chino.

En las siguientes figuras se detalla la producción y exportación de los principales actores de la industria de aceite de pescado (la producción del resto de los actores se detalla en tablas 4.3 y 4.4):

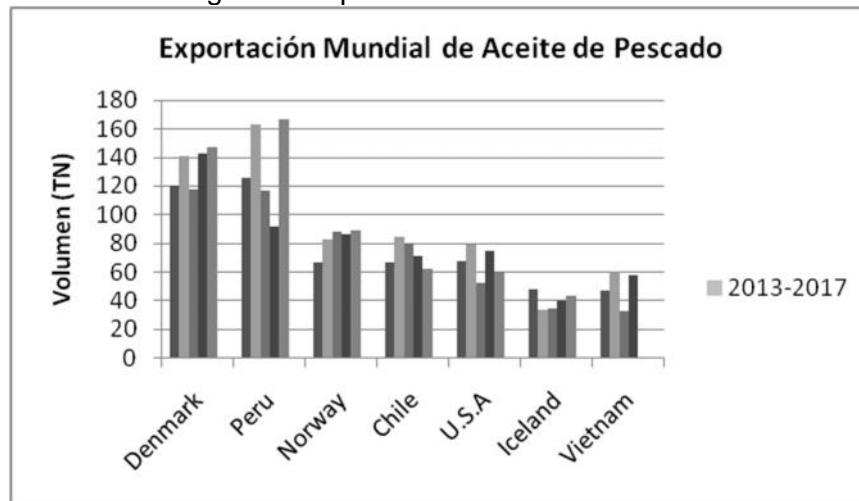
Figura 3. Producción Mundial de Aceite de Pescado.



Fuente: www.iffonet.net. Elaboración propia.

Los principales actores en la producción de aceite de pescado mundial son Perú, Chile, USA, China, Japón y Noruega, Vietnam y Dinamarca. Chile ocupa el segundo lugar al cierre del año 2017 con un alcance en la producción mundial de 12,03%.

Figura 4. Exportación Mundial de Aceite de Pescado.

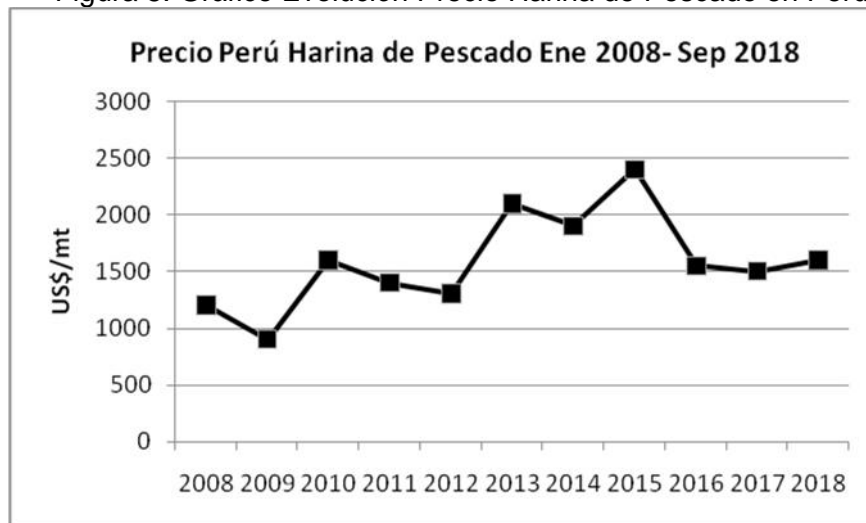


Fuente: www.ifo.net. Elaboración propia.

En la figura 4. Se observa el incremento en la exportación mundial de aceite de pescado que obtuvo Perú en el año 2017, ligado al incremento de la demanda de Noruega.

La evolución del precio de la harina se expone en la siguiente figura, en la cual se utiliza a Perú como el país referencia en materia de precios, por su calidad de líder de la industria:

Figura 5. Gráfico Evolución Precio Harina de Pescado en Perú.

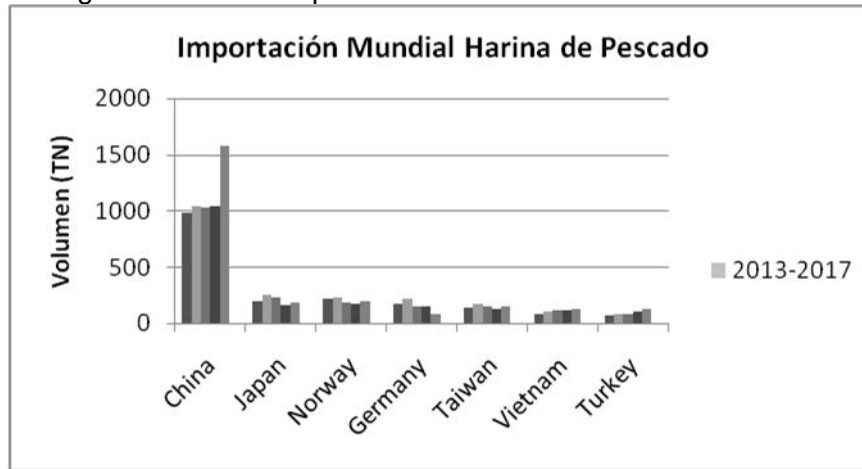


Fuente: www.ifo.net. Elaboración propia.

Se observa en la figura 5 la tendencia alcista del precio de la harina de Pescado, con un aumento acumulado de enero 2008 a septiembre 2018 del 33,3%.

En las siguientes figuras se presentan los principales importadores de harina y aceite de pescado (detalles en anexos 4.5 y 4.6):

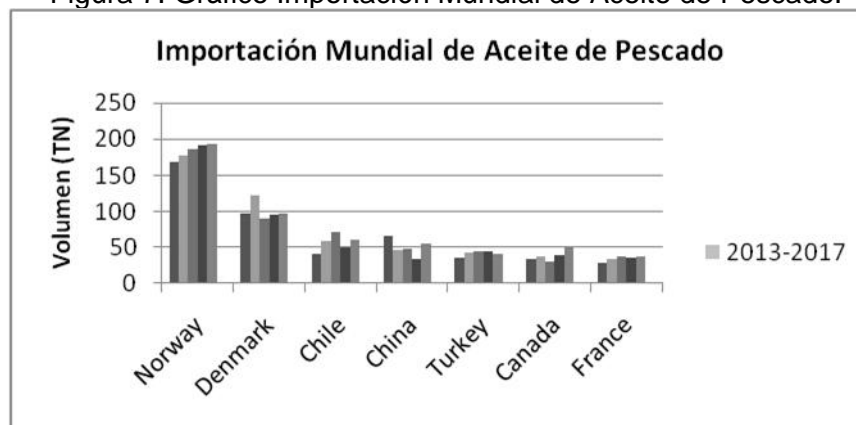
Figura 6. Gráfico Importación Mundial de Harina de Pescado.



Fuente: www.ifo.net. Elaboración propia.

En la figura 6 se puede observar el gran incremento de la importación de Harina de Pescado de China (63%), entre el año 2013 y 2017, debido principalmente a restricciones medio ambientales, lo cual ha originado que tengan que aumentar la importación de materia prima.

Figura 7. Gráfico Importación Mundial de Aceite de Pescado.



Fuente: www.ifo.net. Elaboración propia.

Se observa en la figura 7 el aumento sostenido de las importaciones de Noruega, siendo un actor relevante en el aceite de pescado, cuyo crecimiento acumulado del año 2013-2017 asciende al 15%.

3.2.2 Descripción de la empresa

Jurel tipo Salmón S.A. es una sociedad anónima cerrada chilena que es uno de los principales actores del país y pone a disposición de los consumidores una gama de productos con base en el mar, que por su calidad y aporte nutricional le han permitido transformarse en el alimento preferido de los chilenos por más de 60 años, aportando así a la alimentación saludable de quienes la prefieren.

Así, con sus líneas de negocios de Conservas y Congelados ha logrado crecer en el mercado de los alimentos, ocupando un lugar importante con sus tradicionales marcas como San José, Colorado y Wirenbo, las que son ampliamente reconocidas por los consumidores.

La elaboración de especies como el Jurel, Caballa, Sardina Común, Anchoveta, Merluza, Reineta y Jibia, entre otros, es posible gracias a sus plantas de procesos ubicadas en Coronel y Coquimbo. Asimismo, de su esfuerzo pesquero, para el que dispone una flota de 7 barcos propios y una serie de acuerdos con pescadores artesanales que abastecen a Jurel tipo Salmón S.A. de materia prima, principalmente utilizada en la línea de negocios asociada a la elaboración de harina y aceite de pescado.

Toda la producción es elaborada bajo exigentes estándares de calidad y seguridad, razón por la que está facultada para ingresar a distintos mercados internacionales. En esta línea cuenta con las certificaciones PAC (Programa de Aseguramiento de la Calidad) y HACCP (Análisis de peligros y puntos críticos de control).

Anualmente su producción es:

- Conservas 1.900.000 cajas
- Pescados Congelados 6.500 toneladas
- Jibia Congelada 7.000 toneladas
- Harina de pescado 25.000 toneladas
- Aceite de pescado 7.000 toneladas

Sus ventas anuales superan los US\$160 millones, su dotación supera los 1000 trabajadores, posee 3 centros productivos en Coquimbo, Coronel y Puerto Montt, sus ventas en Chile llegan a más de 120 clientes, tiene presencia en EEUU con una oficina comercial y sus exportaciones llegan a más de 30 países.

Visión

“Ser un actor relevante en el mercado global de la nutrición, entregando soluciones alimenticias de calidad, a partir de los recursos naturales”

Misión

“Nuestros procesos son eficientes y seguros, somos una empresa productora y comercializadora de alimentos derivados de recursos naturales, desarrollamos y comercializamos nuestros productos y marcas en mercados globales, incorporamos investigación y tecnología al desarrollo de productos de alta calidad, trabajamos como un solo equipo, promoviendo la innovación y el desarrollo de talentos, en un ambiente de motivación y compromiso, operamos en forma sustentable, con respecto a las personas y comunidades, proveyendo a nuestros accionistas la rentabilidad que ellos esperan por su capital”

Licencias Transables de Pesca

Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. es propietaria de Licencias Transables de Pesca (LTP) Clase A sobre los recursos de jurel, anchoveta, sardina española, sardina común, merluza de cola y merluza común para las unidades de pesquería entre las regiones III y X, y de Licencias Transables de Pesca (LTP) Clase B sobre los recursos de sardina común para las unidades de pesquería de las regiones V-X y anchoveta para las unidades de pesquería de las regiones III-IV, todas ellas en régimen de plena explotación.

Las LTP corresponden a un coeficiente de participación con siete decimales que se aplica a la fracción industrial de las cuotas globales anuales de captura de cada unidad de pesquería.

Propiedades e Instalaciones

La compañía realiza actividades de pesca industrial en la zona centro-sur del país entre las regiones III y X, con una flota operativa de barcos propios de calado mayor con avanzada tecnología, sistemas de frío a bordo y, algunos de ellos multipropósito (arte de cerco y media-agua) Otras seis naves se encuentran aparcadas en su filial Boat S.A., para su operación futura en caso de mejora de las condiciones de pesca o incremento de sus cuotas pesqueras asignadas.

Sus plantas productivas se detallan a continuación:

- Harina y Aceite, Coronel Norte.
- Harina y Aceite, Coronel Sur.
- Harina y Aceite, Coquimbo.
- Conservas, Coronel.
- Conservas, Coquimbo.
- Congelados Puerto Montt.
- Congelados, Coronel.
- Congelados, Coquimbo.

3.2.3. Filiales y Coligadas

Las filiales y coligadas de Jurel tipo Salmon S.A. son las siguientes:

Filiales y Coligadas	Directo	Indirecto	Consolida	Patrimonio USD	Resultado USD
Pesquera Jurel tipo Salmon LLC	100%		SI	50	0
Muelle Ltda.	68%		SI	615	25
Omega 3	39,87%		NO	29.858	-12.089
BioSpA		21,96%	NO	-61	-136
Omega 3 LLC		39,87%	NO	-472	-281
Cultivos S.A.	99,99%		SI	71	0
Boat S.A.	29,80%		NO	4.413	28

La discriminación de las empresas que consolida Jurel Tipo Salmon S.A. tiene relevancia porque solo aquellas empresas que se consolidan, de acuerdo, a las normas IFRS presentan su resultado como suma línea a línea en el resultado operacional de la matriz o controladora. Aquellas que no se consolidan presentan su resultado en la sociedad matriz o controladora en el resultado no operacional, en el rubro Participación en Asociadas.

Del cuadro anterior se observa que Jurel Tipo Salmón S.A. mantiene un control sobre 3 sociedades, las cuales en su conjunto suman un patrimonio de MUS\$736, cantidad que representa un 0,2% del patrimonio individual de Jurel Tipo Salmón S.A, por lo tanto, no son significativos para efectos de la proyección de resultados de Jurel Tipo Salmón S.A., cuyo negocio predominante se origina en el estado financiero individual de la sociedad y corresponde al rubro pesquero.

Respecto a las coligadas, la inversión más significativa la presenta en Omega 3, la cual a su vez consolida a BIO SpA y Omega 3 LLC, por lo tanto, la inversión y resultado que Jurel tipo Salmón reconoce en su estado financiero es el resultado consolidado de Omega 3, bajo el rubro no operacional de inversiones en asociadas que también incluye a la coligada Boat S.A.

3.2.4 Estados de Situación Financiera y Estado de Resultados por Función Consolidado históricos de Jurel Tipo Salmón S.A.

	MUS\$ 2018 I	MUS\$ 2017	MUS\$ 2016	MUS\$ 2015	MUS\$ 2014	Análisis Vertical				
Estados Financieros Jurel Tipo Salmón S.A.	2018 I	2017	2016	2015	2014	2018 I	2017	2016	2015	2014
Estado de Situación Financiera										
Activos										
Activos corrientes										
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	8.665	6.267	761	8.579	30.418	2%	2%	0%	2%	5%
Otros activos financieros, corrientes	0	0	5.305	0	0	0%	0%	1%	0%	0%
Otros activos no financieros, corrientes	13.190	3.381	2.817	3.688	3.279	4%	1%	1%	1%	1%
Deudores comerciales y otras ctas por cobrar	38.430	33.770	30.248	32.763	45.593	10%	10%	7%	8%	7%
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	3	22	21	12.097	11	0%	0%	0%	3%	0%
Inventarios	89.192	53.111	46.929	48.407	63.289	24%	17%	12%	12%	10%
Activos biológicos, corrientes	2.075	3.553	3.248	2.511	3.972	1%	1%	1%	1%	1%
Activos por impuestos, corrientes	887	1.060	555	340	393	0%	0%	0%	0%	0%
Total Activos Corrientes	152.442	101.164	89.884	108.385	146.955	41%	31%	22%	26%	23%
Activos disponibles para la venta	5.346	5.476	3.279	4.018	4.045	1%	2%	1%	1%	1%
Activos corrientes totales	157.788	106.640	93.163	112.403	151.000	43%	33%	23%	27%	24%
Activos no corrientes										
Otros activos financieros, no corrientes	118	118	118	118	118	0%	0%	0%	0%	0%
Otros activos no financieros, no corrientes	502	23	386	171	28.280	0%	0%	0%	0%	5%
Derechos por cobrar, no corrientes	6.520	8.815	7.216	9.174	14.322	2%	3%	2%	2%	2%
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	6.845	6.679	23.885	6.140	5.932	2%	2%	6%	1%	1%
Inversiones bajo método de participación	11.254	13.228	3.662	6.684	1.083	3%	4%	1%	2%	0%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	32.209	32.463	33.056	31.477	41.454	9%	10%	8%	8%	7%
Propiedades, Planta y Equipo	140.568	139.033	228.425	236.730	354.732	38%	43%	56%	57%	57%
Propiedad de inversión	336	336	4.887	4.887	4.887	0%	0%	1%	1%	1%
Activos por impuestos diferidos	11.635	14.310	11.375	9.156	25.582	3%	4%	3%	2%	4%
Total de activos no corrientes	209.987	215.005	313.010	304.537	476.390	57%	67%	77%	73%	76%
Total de activos	367.775	321.645	406.173	416.940	627.390	100%	100%	100%	100%	100%

Los principales activos de Jurel Tipo Salmón corresponden a Propiedades, Plantas y Equipos, Inventario y Deudores Comerciales, los cuales, en su conjunto al 30 de junio de 2018 representan un 73% del total de activos de la sociedad.

Estados Financieros Jurel Tipo Salmón S.A.	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	Análisis Vertical				
	2018 I	2017	2016	2015	2014	2018 I	2017	2016	2015	2014
Patrimonio y pasivos										
Pasivos										
Pasivos corrientes										
Otros pasivos financieros, corrientes	64.671	40.501	35.445	16.815	74.796	18%	13%	9%	4%	12%
Ctas por pagar comerciales y otras por pagar	36.436	15.247	12.542	15.119	16.387	10%	5%	3%	4%	3%
Cuentas por pagar a relacionadas	1.186	1.108	254	200	5.352	0%	0%	0%	0%	1%
Otras provisiones, corrientes	768	517	0	0	2	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivos por Impuestos, corrientes	340	310	39	8	6	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos no financieros, corrientes	1.843	1.869	1.528	1.255	2.842	1%	1%	0%	0%	0%
Pasivos Corrientes	105.244	59.552	49.808	33.397	99.385	29%	19%	12%	8%	16%
Pasivos corrientes totales	105.244	59.552	49.808	33.397	99.385	29%	19%	12%	8%	16%
Pasivos no corrientes										
Otros pasivos financieros, no corrientes	33.750	33.750	15.000	30.000	107.000	9%	10%	4%	7%	17%
Otras cuentas por pagar, no corrientes	31	33	26	16	0	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivo por impuestos diferidos	19.163	18.802	42.971	44.226	54.165	5%	6%	11%	11%	9%
Provisiones por beneficios a los empleados	950	1.006	800	754	693	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos no financieros, no corrientes	0	0	0	0	28.249	0%	0%	0%	0%	5%
Total de pasivos no corrientes	53.894	53.591	58.797	74.996	190.107	15%	17%	14%	18%	30%
Total pasivos	159.138	113.143	108.605	108.393	289.492	43%	35%	27%	26%	46%
Patrimonio										
Capital emitido	335.760	335.760	335.760	335.760	335.760	91%	104%	83%	81%	54%
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(234.036)	(234.126)	(147.330)	(136.183)	(121.711)	(64%)	(73%)	(36%)	(33%)	(19%)
Otras reservas	106.724	106.671	108.952	108.798	108.540	29%	33%	27%	26%	17%
Patrimonio atribuible a los propietarios	208.448	208.305	297.382	308.375	322.589	57%	65%	73%	74%	51%
Participaciones no controladoras	189	197	186	172	15.309	0%	0%	0%	0%	2%
Patrimonio total	208.637	208.502	297.568	308.547	337.898	57%	65%	73%	74%	54%
Total de patrimonio y pasivos	367.775	321.645	406.173	416.940	627.390	100%	100%	100%	100%	100%

El principal pasivo de Jurel tipo Salón S.A. corresponde a la deuda financiera, la cual al 30 de junio de 2018 representa un 62% del total de pasivos de la sociedad y un 27% del total de pasivos y patrimonio de la sociedad.

Estado de Resultados Por Función	ACUMULADO					Análisis Vertical				
	2018 I	2017	2016	2015	2014	2018 I	2017	2016	2015	2014
Ingresos de actividades ordinarias	97.024	156.853	155.649	147.938	223.606	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de ventas	(63.194)	(119.474)	(109.280)	(108.749)	(156.336)	-65%	-76%	-70%	-74%	-70%
Ganancia bruta	33.830	37.379	46.369	39.189	67.270	35%	24%	30%	26%	30%
Otros ingresos, por función	-	-	631	-	-	0%	0%	0%	0%	0%
Costos de distribución	(13.439)	(24.287)	(22.027)	(20.226)	(24.133)	-14%	-15%	-14%	-14%	-11%
Gasto de administración	(8.852)	(17.794)	(15.809)	(15.304)	(18.387)	-9%	-11%	-10%	-10%	-8%
Otros gastos, por función	(5.827)	(100.242)	(17.822)	(17.092)	(23.810)	-6%	-64%	-11%	-12%	-11%
Otras ganancias (pérdidas)	2.287	(3.756)	(3.180)	310	(751)	2%	-2%	-2%	0%	0%
Ingresos financieros	201	347	336	623	1.158	0%	0%	0%	0%	1%
Costos financieros	(1.752)	(2.414)	(1.366)	(1.215)	(4.168)	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%
Resultado asociadas	(2.028)	(4.599)	(2.985)	(2.740)	2	-2%	-3%	-2%	-2%	0%
Diferencias de cambio	(1.301)	1.494	1.247	(2.115)	(3.924)	-1%	1%	1%	-1%	-2%
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	3.119	(113.872)	(14.606)	(18.570)	(6.743)	3%	-73%	-9%	-13%	-3%
Gasto por impuestos a las ganancias	(3.037)	27.087	3.473	4.088	5.928	-3%	17%	2%	3%	3%
Ganancia (pérdida), propietarios	90	(86.796)	(11.147)	(14.472)	3.405	0%	-55%	-7%	-10%	2%
Ganancia (pérdida), no controladoras	(8)	11	14	(10)	(4.220)	0%	0%	0%	0%	-2%
Ganancia (pérdida)	82	(86.785)	(11.133)	(14.482)	(815)	0%	-55%	-7%	-10%	0%

Los resultados de los últimos cuatro períodos anuales son negativos y se explican principalmente por el fenómeno climatológico El Niño el cual genera un calentamiento en la temperatura del océano, impactando directamente la biomasa con la cual disminuye la disponibilidad de recursos y como consecuencia de ello disminuyen los ingresos. Éste fenómeno finalizó al cierre del ejercicio 2017, con lo cual, se comienza a generar una recuperación en las capturas, la cual coincide con nuevas cuotas pesqueras obtenidas por la sociedad, iniciándose el año 2018 la primera utilidad por MUSD\$82 para el primer semestre.

La relación de costos y gastos respecto a ingresos en general no presenta grandes variaciones entre períodos, excepto en el año 2017 en el cual la sociedad reconoció un deterioro del valor de sus activos, con lo cual, el rubro otros gastos por función representó un 64% de los ingresos. El deterioro del valor de los activos se realizó por exceso de capacidad instalada respecto a sus unidades generadoras de flujo, como consecuencia del fenómeno climatológico El Niño.

3.2.5 Descripción de principales instituciones reguladoras del sector en Chile

Descripción de principales funciones de Instituciones reguladoras en Chile que afectan al sector pesquero:

a) Subsecretaría de Pesca

A través del subsecretario de pesca quien es el colaborador inmediato del Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción en la acción que sobre el sector pesquero le compete. Sus principales facultades son las siguientes⁴:

- Proponer al Ministro la política pesquera nacional y sus formas de aplicación.
- Formular los planes de manejo y administración de las pesquerías.
- Proponer al Ministro las normas de protección, de control y de aprovechamiento racional de los recursos hidrobiológicos disponibles y de su medio.
- Elaborar y difundir información sobre el sector pesquero.

b) Sernapesca

A través del Director Nacional, sus principales facultades son las siguientes⁵:

- Adoptar medidas, controles y dictar las resoluciones necesarias para la aplicación, cumplimiento y fiscalización de las leyes, reglamentos y en general cualquier norma sobre pesca, acuicultura y demás formas de explotación de los recursos hidro-biológicos. Asimismo, deberá dictar resoluciones para controlar la inocuidad de los productos pesqueros y de acuicultura de exportación e importación conforme a su competencia.
- Controlar el consumo de las cuotas pesqueras asignadas.
- Administrar los registros Nacional Pesquero Industrial, de Naves, Artesanal y los demás que exijan las leyes o reglamentos y dictar las resoluciones pertinentes.

c) Aduana

Sus principales funciones son las siguientes⁶:

- Facilitación y agilización de las operaciones de importación y exportación, a través de la simplificación de trámites y procesos.
- Resguardar los intereses del Estado, fiscalizando dichas operaciones de manera oportuna y exacta.
- Recaudar los derechos e impuestos vinculados a las operaciones de comercio exterior.
- Generar estadísticas del intercambio comercial de Chile.

⁴<http://www.subpesca.cl/transparencia/facultades.html>

⁵<http://www.sernapesca.cl/transparencia/facultades.html>

⁶<https://www.aduana.cl/rol-del-servicio/aduana/2007-02-26/093542.html>

d) Servicio nacional de salud

Sus principales funciones son las siguientes⁷:

- Autorizar y controlar sanitariamente.
- Entregar resoluciones sanitarias.

e) Comisión para el mercado financiero

Sus principales funciones son las siguientes⁸:

- Función supervisora: Corresponde al control y vigilancia del cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y administrativas.
- Función normativa: Corresponde a la capacidad de la CMF, de efectuar una función reguladora, mediante la dictación de normas o instrucciones propias para el mercado y las entidades que lo integran. Es decir, establecer el marco regulador para el mercado.
- Función sancionadora: Corresponde a la facultad de la CMF para aplicar sanciones frente al incumplimiento o violación del marco regulador como consecuencia de una investigación.
- Función de desarrollo y promoción de los mercados: Corresponde a la capacidad de promover diversas iniciativas para el desarrollo del mercado, mediante la elaboración y colaboración para la creación de nuevos productos e instrumentos, mediante la difusión de los mismos.

f) Servicio de Impuestos Internos

Sus principales funciones son las siguientes⁹:

- Aplicar y fiscalizar todos los impuestos internos actualmente establecidos o que se establecieren, fiscales o de otro carácter, en que tenga interés el fisco y cuyo control no esté especialmente encomendado por la ley a una autoridad diferente.
- Más específicamente, al Servicio le corresponde interpretar administrativamente las disposiciones tributarias, fijar normas, impartir instrucciones y dictar órdenes para la aplicación y fiscalización de los impuestos. Además, debe supervisar el cumplimiento de las leyes tributarias encomendadas al Servicio, así como conocer y fallar como tribunal de primera instancia los reclamos tributarios que presenten los contribuyentes.

⁷<https://www.minsal.cl/funciones-objetivos/>

⁸<http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-article-12392.html>

⁹http://www.sii.cl/aprenda_sobre_impuestos/estudios/resumen.html

g) Dirección del trabajo

Sus principales funciones son las siguientes¹⁰:

- **Fiscalización.** Es un conjunto de actividades orientadas directamente a la elevación y mejoramiento constante de los niveles de cumplimiento de la legislación laboral, previsional y de salud y seguridad en el trabajo cuya supervigilancia es responsabilidad de la Dirección del Trabajo.
- **Sistemas de prevención y solución alternativa de conflictos y diálogo social.** Son servicios que la Institución pone a disposición de los actores laborales para facilitar la solución de conflictos, sean éstos de carácter individual o colectivo y para fomentar el diálogo social y la participación ciudadana.
- **Atención de Usuarios.** Es el servicio especializado de asistencia laboral, previsional, de seguridad y de salud en el trabajo, que se presta a la ciudadanía laboral ya sea por la vía presencial, virtual o telefónica.
- **Dictámenes.** Es el pronunciamiento jurídico que realiza la Dirección del Trabajo en torno al sentido y alcance de la legislación laboral con el fin de orientar a los usuarios del Servicio en la correcta interpretación de la norma laboral.

Resumen de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A.

	Observaciones
Razón Social	Pesquera Jurel tipo Salmón S.A.
Rut	Confidencial.
Nemotécnico	No aplica, es una sociedad anónima cerrada.
Industria	Pesquera.
Regulación	Gobernación Marítima, Subsecretaría de Pesca, Sernapesca, Aduana, Servicio Nacional de Salud, Comisión para el Mercado Financiero, SII, Dirección del trabajo.
Tipo de Operación	Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., es una sociedad anónima cerrada cuyo objeto principal es la extracción, congelación, conservación y, en general, elaboración y comercialización de alimentos para el consumo humano, animal o de aplicación industrial, cuya materia prima sea extraída del océano, los lagos o de sus costas o de sus ríos. Produce harina y aceite de pescado, congelados de merluza, reineta, choritos y jibia, además de conservas de pescado y mejillón chileno, con sus tradicionales marcas "San José", "Colorado" y "Wirembo" entre otras.
Filiales	Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. controla a la sociedad Muelle Ltda. con un 68%, Cultivos S.A con un 99,99%, y Jurel tipo Salmón LLC con un 100%.

¹⁰<http://www.dt.gob.cl/portal/1626/w3-propertyvalue-81298.html>.

	<p>Mantiene como asociadas a Omega 3 S.A., con un 39,87% y Boat S.A. con un 29,8%.</p> <p>Omega 3 S.A. es una sociedad anónima cerrada, cuyo objetivo es producir y comercializar concentrados de Omega 3 a partir de aceite de pescado. Es la única empresa en el mundo verticalmente integrada hacia las capturas de pescado, lo que le permite seleccionar las mejores materias primas y ofrecer trazabilidad completa en la cadena de producción. Su capital suscrito y pagado al 31 de diciembre de 2017 es de MUS\$88.790 y con un patrimonio de MUS\$29.860</p> <p>BioSpA, es una sociedad afiliada de Omega 3 S.A., que se encuentra actualmente realizando estudios y análisis para detectar los beneficios de los concentrados de omega 3 en la salud celular. Actualmente la sociedad no presenta ingresos y tiene un patrimonio de MUS\$61.-</p> <p>Omega 3 LLC, fue constituida el 10 de mayo de 2011 en el estado de Delaware, Estados Unidos. Su único accionista es Omega 3 S.A. y su objeto principal es la comercialización de los productos que fabrica su matriz Omega 3 S.A. Su capital autorizado es de MUS\$250 y presenta un patrimonio negativo de MUS\$ 472.</p> <p>Muelle Ltda., es una afiliada de Jurel tipo Salmón S.A, cuyo objeto es la prestación de servicios de descargas, transporte y distribución de pesca, además de arriendo de inmuebles, compra y venta de pesca artesanal, insumos, materiales y repuestos propios para las sociedades que la constituyeron. Su patrimonio contable al 31 de diciembre 2017 alcanza los MUS\$615.-</p> <p>Boat S.A., es una sociedad anónima cerrada asociada de Jurel Tipo Salmón S.A. Cuyo principal objeto es el arriendo de sitios o espacios equipados y acondicionados para el estacionamiento en tierra de naves. Su patrimonio contable alcanza los MUS\$4.410.-.</p>
12 Mayores Accionistas	Confidencial.

3.3. Análisis operacional del negocio e industria

En consideración de la información obtenida en los estados financieros, memoria e información del sector para los años 2014 a junio 2018 se analizará la evolución de las principales variables que tienen incidencia en el resultado operacional del negocio e industria, los cuales, servirán de base para realizar nuestras proyecciones.

3.3.1 Análisis Evolución Capturas Jurel

Especie	2013	2014	2015	2016	2017	Crecimiento o 5 años
Cuota total País (Tons.)	249.796	290.000	297.000	297.000	317.300	27%
Cuota industrial III-X regiones (Tons)	208.115	217.645	222.508	222.417	237.630	14%
Cuota Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. (Tons)	53.912	52.851	51.292	51.263	54.769	2%
Captura Total País (Tons)	223.394	267.631	264.631	319.817	344.744	54%
Captura Industrial III-X Regiones (Tons.)	193.803	236.622	216.073	259.976	277.366	43%
Captura Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. (Tons.)	53.912	52.785	50.224	57.152	55.197	2%
% Captura Pesquera Jurel tipo Salmón S.A.	23,38	23,25	23,24	21,93	19,9	

Se observa una evolución favorable de las cuotas y capturas, variable que es determinante para proyectar el crecimiento de la empresa, en consideración que la cuota asignada es la limitante para su extracción y corresponde a la materia prima utilizada para la producción.

3.3.2. Análisis de crecimiento real de las ventas de la empresa

A continuación, calculamos las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa de acuerdo a las notas de resultado por segmentos obtenido en sus estados financieros para los años 2014 a junio 2018 de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. y agregamos la importancia relativa de sus segmentos respecto al total de ingresos del período 2018.

Solo para efectos referenciales, los ingresos obtenidos a junio 2018 se anualizarán:

Crecimiento por Línea de Negocio	2014	2015	2016	2017	2018(*)	Ingreso Segment o/Total Ingresos
Harina	57.989	41.507	45.214	38.764	52.428	27%
Crecimiento	57%	-28%	9%	-14%	35%	
Aceite	20.942	9.295	8.914	8.715	10.788	6%
Crecimiento	123%	-56%	-4%	-2%	24%	
Conservas	78.033	69.853	70.493	76.701	87.592	45%
Crecimiento	-14%	-10%	1%	9%	14%	
Congelado	31.928	18.242	21.141	26.920	37.074	19%
Crecimiento	-19%	-43%	16%	27%	38%	
Abarrotes	8.571	8.972	8.810	4.865	3.424	2%
Crecimiento	28%	5%	-2%	-45%	-30%	

Otros	236	69	1.077	888	2.742	1%
Crecimiento	-8%	-71%	1461%	-18%	209%	
Total Ingresos	197.699	147.938	155.649	156.853	194.048	100%
Crecimiento Total	8%	-25%	5%	1%	24%	

(*) Para medir el crecimiento del ejercicio 2018, consideramos como supuesto que los ingresos para el segundo semestre se mantienen constante.

En el año 2015 se observa una fuerte caída en el crecimiento, lo cual está explicado por el fenómeno “El Niño”, el cual genera un calentamiento en la temperatura del océano, impactando directamente la biomasa, particularmente en ese año se produjo un desplazamiento de la temporada de pesca artesanal, disminuyendo el volumen de capturas y de pesca artesanal procesada, además aumentan los costos, ya que el retraso en la temporada de pesca requiere más “esfuerzo” para alcanzar los niveles de cuotas asignados, por tanto el fenómeno climatológico genera un doble impacto en la pesca.

En el ejercicio 2018 se incrementan los ingresos por concepto de licitación de nuevas cuotas de jurel.

3.3.3 Crecimiento volúmenes de ventas Pesquera Salmón tipo Jurel S.A., para los años 2014 a 2018

A continuación, evolución de volumen de ventas para los ejercicios 2014 a 2018¹¹:

Crecimiento Volumen de Ventas Segmento	2014	2015	2016	2017	2018*	Promedio**
Harina Tons.	33.894	24.249	27.815	26.513	30.000	28.494
Crecimiento Harina	53%	-28%	15%	-5%	13%	10%
Aceite Tons.	12.499	5.380	5.233	7.227	6.800	7.428
Crecimiento Aceite	165%	-57%	-3%	38%	-6%	27%
Conservas cajas	2.052.044	1.951.670	2.163.604	2.353.848	2.600.000	2.224.233
Crecimiento Conservas	-5%	-5%	11%	9%	10%	4%
Congelado Tons.	20.872	13.526	16.611	17.213	24.200	18.484
Crecimiento Congelado	-23%	-35%	23%	4%	41%	2%
Abarrotes Tons.	7.553	8.328	6.246	3.962	2.789	5.776
Crecimiento Abarrotes	73%	10%	-25%	-37%	-30%	-2%

* Período de junio 2018 anualizado para efectos comparativos

** Promedio 2014 a 2018

¹¹ Volumen de venta obtenido en análisis razonado del controlador de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., disponible en la página web de Comisión para el Mercado Financiero.

Se observa que el incremento en licencias transables de pesca adjudicadas por la sociedad y la disminución del fenómeno climatológico El Niño se traspasa a mayor volumen de venta en el ejercicio 2018 en el cual el segmento de Harina crece respecto al ejercicio 2017 en 13%, el segmento conservas aumenta respecto al ejercicio 2017 en 10% y el segmento congelados aumenta respecto al ejercicio 2017 en 41%. Es preciso señalar que los tres segmentos señalados representan el 91% de los ingresos consolidados de la sociedad.

Es preciso señalar que para nuestras proyecciones se considerará la variable volumen como escenario base.

3.3.4 Crecimiento precios promedio de ventas Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., para los años 2014 a 2018

Segmentos	2014	2015	2016	2017	2018*	Promedio* *
Harina Tons.	1.711	1.712	1.626	1.462	1.748	1.652
Crecimiento Segmento Harina	3%	0%	-5%	-10%	20%	
Aceite Tons.	1.675	1.728	1.703	1.206	1.586	1.580
Crecimiento Segmento Aceite	-16%	3%	-1%	-29%	32%	
Conservas cajas	38,03	35,79	32,58	32,59	34	35
Crecimiento Segmento Conservas	-9%	-6%	-9%	0%	3%	
Congelado Tons.	1.529,7	1.348,7	1.272,7	1.563,9	1.532,0	1.449
Crecimiento Segmento Congelado	6%	-12%	-6%	23%	-2%	
Abarrotes Tons.	1.134,8	1.077,3	1.410,5	1.227,9	1.228	1.216
Crecimiento Segmento Abarrotes	-26%	-5%	31%	-13%	0%	

* Período promedio ponderado de junio 2018

** Precios promedio correspondientes a los años 2014 a 2018

Los aumentos más significativos en precios en el año 2018 respecto al año anterior se observan en los segmentos harina 20% y aceite 32%, cuyo aumento en los precios se explica principalmente por la mayor demanda de China que es el principal importador y que presenta actualmente restricciones medioambientales para producir, por lo tanto, se encuentra obligado a recurrir al mercado externo para su abastecimiento de material prima.

Para nuestras proyecciones consideramos el precio promedio ponderado al 30 de junio 2018 constante.

3.4. Análisis Resultado Operacional y No Operacional

A continuación, determinamos el resultado operacional de la empresa para los años terminados en diciembre 2014 a junio 2018, según la clasificación de su estado de resultados por función bajo normas IFRS, con una apertura de la depreciación y amortización para luego obtener el Ebitda según información obtenida en notas explicativas de sus estados financieros.

Estado de Resultados Por Función	2018 I	2017	2016	2015	2014
Ingresos Ordinarios	97.024	156.853	155.649	147.938	223.606
Costo de Ventas	(59.165)	(108.450)	(97.991)	(96.136)	(139.813)
Depreciación en Costo de Venta	(4.029)	(11.024)	(11.289)	(12.613)	(16.523)
Margen Bruto	33.830	37.379	46.369	39.189	67.270
Otros Costos y gastos de operación	(19.855)	(29.062)	(25.268)	(21.555)	(29.425)
Depreciación Gasto de Administración	(2.436)	(13.019)	(12.568)	(13.975)	(13.095)
Resultado Operacional	11.539	(4.702)	8.533	3.659	24.750
Margen Operacional %	11,9%	-3,0%	5,5%	2,5%	11,1%
Resultado No operacional	(8.420)	(109.170)	(23.139)	(22.229)	(31.493)
(Gasto) Ingreso Impuesto a las Ganancias	(3.037)	27.087	3.473	4.088	5.928
Resultado Total	82	(86.785)	(11.133)	(14.482)	(815)
Margen %	0,1%	-55,3%	-7,2%	-9,8%	-0,4%
Ganancia atribuible a los propietarios	90	(86.796)	(11.147)	(14.472)	3.405
Ganancia (pérdida) no controladoras	(8)	11	14	(10)	(4.220)
Ganancia (Pérdida)	82	(86.785)	(11.133)	(14.482)	(815)
EBITDA	18.004	99.057*	32.930	30.247	54.368

* Para la determinación del EBITDA del ejercicio 2017, adicional a la depreciación del ejercicio se aisló el deterioro aplicado al rubro propiedades, plantas y equipos que se encuentra contenido en el resultado no operacional por USD 79.716.

3.4.1 Principales costos de operación de la empresa

La apertura de los costos de operación según estado de resultados por función y análisis vertical respecto a sus ingresos fue obtenido a partir del análisis de las notas complementarias de su estado financiero y análisis razonado de su controlador:

Costos Operacionales	M\$USD					Análisis Vertical Ingresos				
	2018 I	2017	2016	2015	2014	2018 I	2017	2016	2015	2014
Costo de ventas	(63.194)	(119.474)	(109.280)	(108.749)	(156.336)	-65%	-76%	70%	74%	70%
Costos de distribución	(13.439)	(24.287)	(22.027)	(20.226)	(24.133)	-14%	-15%	14%	14%	11%
Gasto de administración	(8.852)	(17.794)	(15.809)	(15.304)	(18.387)	-9%	-11%	10%	10%	-8%
Total Costos de Operación	(85.485)	(161.555)	(147.116)	(144.279)	(198.856)	-88%	103%	95%	98%	89%

A continuación, explicación conceptual de los costos y gastos operacionales

- Los costos de venta corresponden principalmente a consumo de materia prima propia realizada a través de la pesca industrial, consumo de materia prima de terceros proporcionada por pescadores artesanales, consumo combustible utilizado por sus barcos para trasladarse en los sectores que la empresa tiene asignados en sus cuotas transables de pesca, otros costos variables de producción que corresponden principalmente a remuneraciones del personal operativo, bonos de pesca, fletes, servicios de certificación de pesca, ensacado, cumplimiento de contratos con pescadores artesanales y otros costos fijos de Producción que corresponden principalmente a remuneraciones y amortización de autorizaciones de pesca.
- Sus costos de distribución corresponden a gastos de venta, principalmente papel, distribución de productos, fletes, comisiones de exportación, consolidado, Gateout, actividades promocionales, certificados de Sernapesca y gastos de almacenamiento.
- Sus gastos de administración corresponden principalmente a remuneraciones.

3.4.2. Análisis cuentas no operacionales

Es determinante identificar si los resultados no operacionales de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. son recurrentes, pues si lo son, formarán parte de nuestras proyecciones.

A partir de la información obtenida en el estado de resultados por función para los años terminados en diciembre 2014 a Junio 2018, en la siguiente tabla presentamos el resultado no operacional de la empresa:

Resultado no operacional	M\$USD					Análisis Vertical Ingresos				
	2018 I	2017	2016	2015	2014	2018 I	2017	2016	2015	2014
Otros ingresos, por función	-	-	631	-	-	0%	0%	0%	0%	0%
Otros gastos, por función	(5.827)	(100.242)	(17.822)	(17.092)	(23.810)	-6%	-64%	-11%	-12%	-11%
Otras ganancias (pérdidas)	2.287	(3.756)	(3.180)	310	(751)	2%	-2%	-2%	0%	0%
Ingresos financieros	201	347	336	623	1.158	0%	0%	0%	0%	1%
Costos financieros	(1.752)	(2.414)	(1.366)	(1.215)	(4.168)	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%
Participación Asociadas	(2.028)	(4.599)	(2.985)	(2.740)	2	-2%	-3%	-2%	-2%	0%
Diferencias de cambio	(1.301)	1.494	1.247	(2.115)	(3.924)	-1%	1%	1%	-1%	-2%
Resultado no operacional	(8.420)	(109.170)	(23.139)	(22.229)	(31.493)	-9%	-70%	-15%	-15%	-14%

Del análisis vertical se puede observar que hasta el ejercicio 2016 el resultado no operacional representaba en promedio un 15% de los ingresos de la sociedad, luego de la aplicación del deterioro del rubro Propiedades, Plantas y Equipos en el ejercicio 2017 representó un 70% de los ingresos, lo cual se explica por el reconocimiento de una vez de toda la capacidad no operativa que mantenía la sociedad(evento no recurrente) y lo

cual explica que a partir de ese momento el resultado no operacional representa un 9% de los ingresos de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A.

A continuación, explicación conceptual de los rubros del resultado no operacional:

- **Otros Gastos por Función:** La sociedad presenta en este rubro dos grandes conceptos, el primero corresponde a gastos de naves y plantas no operativas que son aquellos que la sociedad definió prescindir hasta el período en el cual mejore el ciclo de la pesca, por lo tanto, tienen la capacidad de volver a operarlos y en segundo lugar y solo para el año 2017 el concepto de Deterioro de los Activos el cual corresponde a castigos al rubro de activo fijo por un total de MUSD 79.716. Para estos conceptos podemos señalar que los gastos de naves y plantas no operativas es recurrente, mientras que el gasto por deterioro presente en el ejercicio 2017 es no recurrente, por lo tanto, se aislará para la proyección.
- **Participaciones de asociadas:** La sociedad presenta en este rubro la proporción que le corresponde sobre los resultados de Omega 3 S.A. y Boat S.A., estas inversiones tienen el carácter de permanente, por lo tanto, presenta características de recurrentes.
- **Ingresos/Costos Financieros:** Corresponde principalmente a intereses de préstamos de corto y largo plazo, por lo tanto, es recurrente.
- **Diferencia de cambio:** La sociedad presenta sus estados financieros en moneda funcional dólar, por lo tanto, presenta en este rubro las diferencias de cambio devengadas y realizadas de aquellas transacciones cuya moneda de origen es distinta a la funcional, tales como, el peso chileno, euro y libras esterlinas. Por la naturaleza de las operaciones, este rubro es recurrente.
- **Otras Ganancias/Pérdidas:** Este rubro recoge todos aquellos eventos no operacionales no clasificados en los rubros anteriores, tales como, castigos de clientes incobrables, IVA no recuperable, siniestros, provisiones de juicios, indemnizaciones pagadas/cobradas. Todos estos eventos son recurrentes en una empresa en marcha de la magnitud de la sociedad analizada.

3.5. Análisis de activos

En función de la lectura del Estado de Situación Financiera presentado bajo IFRS y las notas explicativas de sus rubros al 30 de junio de 2018 es posible clasificar los activos de la sociedad como operacional y no operacional.

Estados Financieros Consolidados	MUS\$	Clasificación Activos
	30-06-2018	
Estado de Situación Financiera		
Activos		
Activos corrientes		
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	8.665	Operacional
Otros activos no financieros, corrientes	13.190	Operacional
Deudores comerciales y otras CxC	38.430	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	3	Operacional
Inventarios	89.192	Operacional
Activos biológicos, corrientes	2.075	Operacional
Activos por impuestos, corrientes	887	Operacional
Activos corrientes disponibles para la venta	5.346	No operacional
Activos corrientes totales	157.788	
Activos no corrientes		
Otros activos financieros, no corrientes	118	No operacional
Otros activos no financieros, no corrientes	502	Operacional
Derechos por cobrar, no corrientes	6.520	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	6.845	Operacional
Inversiones contabilizadas	11.254	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	32.209	Operacional
Propiedades, Planta y Equipo	140.568	Operacional
Propiedad de inversión	336	No operacional
Activos por impuestos diferidos	11.635	Operacional
Total de activos no corrientes	209.987	
Total de activos	367.775	

A continuación, se explica conceptualmente cada uno de los activos no operacionales que posee la empresa al 30 de junio de 2018:

- **Activos disponibles para la venta:** Corresponde a Activos de Planta y Naves no operativos, los cuales, administración definió como prescindibles y mantiene la intención de venderlos en menos de 1 año, cuyo valor libro representa el valor recuperable estimado.

- Otros activos financieros, no corrientes: En este rubro se presentan inversiones en acciones, las cuales tienen características de permanentes y se valorizan a costo histórico.
- Propiedades de Inversión: En este rubro se presentan activos que la sociedad mantiene para producir rentas, plusvalía o ambas, y no para su uso o venta

3.6. Proyección de estado de resultados

3.6.1 Proyección de ingresos operacionales

En base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria pesquera, los supuestos utilizados para nuestras proyecciones son los siguientes:

- En el año 2017 comienza el debilitamiento del fenómeno climatológico “El Niño” el cual generó un alto impacto en la disponibilidad de recursos. Estos tipos de fenómenos ocurren cada 30 años, por lo tanto, este factor no será considerado en nuestra proyección.
- El mejoramiento de expectativas en el sector pesquero fue confirmado al cierre del Ejercicio 2017 por el Comité Científico de la Organización de Pesca del Pacífico Sur (ORP) sobre el estado de Biomasa, la cual ha presentado una mejoría sostenida en tiempo, aumentando en un 27% a nivel nacional y en un 14,1% en las zonas en la cual opera Pesquera Jurel tipo Salmón S.A.

La evolución de la disponibilidad del recurso posibilitó el incremento de la cuota autorizada sobre este recurso por 20 años a partir del año 2018.

El aumento de la cuota de Jurel generó una licitación de 50 mil toneladas, de las cuales, nuestra sociedad analizada se adjudicó un 36%, lo cual significó un aumento en su cuota del 18,5% como se detalla en el siguiente cuadro:

Aumento Tons. Cuota Jurel 2018	18.000
Aumento Tons. Cuota Jurel tipo Salmón S.A.	12.780
Crecimiento Proyectado Jurel	23%
Cuota total Pesquera Jurel tipo Salmon S.A. al 31.12.2017	69.019
Crecimiento Proyectado Material Prima	18,5%

- En consideración del aumento en la cuota de materia prima en un 18,5%, proyectamos este crecimiento para el año 1 en volumen de venta para las líneas de negocios que utilizan esta materia prima, esto es, harina, aceite, conservas y congelados a partir de escenario base que considera el promedio de volumen de ventas de los últimos 4 años, con lo cual, obtenemos un crecimiento total para el

año 1 del 30%. Para el segmento abarrotes que no tiene relación con la pesca y el segmento otros definimos no proyectar crecimiento.

- Para los años 2019 al 2023 proyectamos crecimientos en función de los siguientes criterios:
 - a) Harina y Aceite: 2% en función del incremento de capturas promedio de los últimos 5 años.
 - b) Conservas y Congelados: Ambos segmentos comparten el segmento de unidad de negocio retail, la cual aumentó en promedio en los últimos 3 años en 10% para el segmento conservas y 22% para el segmento congelados. Como criterio conservador definimos mantener un 10% de crecimiento anual para ambos segmentos.

A partir, de estas consideraciones el crecimiento total para para los períodos 2019 al 2023 es de un 7%.

- El traspaso del aumento de cuotas pesqueras a producción se encuentra sustentada por la capacidad instalada de la sociedad y el traspaso a venta, se encuentra sustentado por el aumento de importaciones de su principal destino de venta. China es el principal destino de las harinas de pescado peruanas y chilenas, demanda que se ha visto positivamente afectada por mayores exigencias sanitarias y la menor producción interna de este país. Esta situación ha generado aumento en volúmenes de venta y precio, factores que elevaron la participación de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. en este mercado desde un 4% a un 17% desde el año 2016 al 2017 y a un 27% al cierre de junio de 2018. Por su parte las importaciones totales de China de harina de pescado al cierre del año 2017 aumentaron un 52% respecto al año anterior y las de aceite de pescado un 62%
- En relación a precios, como criterio conservador se mantuvo el precio promedio ponderado de los últimos 4 años.

A continuación, definimos proyecciones de volumen de ventas por segmentos:

Línea de Negocio	2018 II	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Harina	18.766	33.766	34.441	35.130	35.832	36.549	36.549
Aceite	5.402	8.802	8.978	9.158	9.341	9.528	9.528
Conservas	1.335.716	2.635.716	2.899.288	3.189.217	3.508.138	3.858.952	3.858.952
Congelados	9.804	21.904	24.094	26.504	29.154	32.070	32.070
Abarrotes	2.789	5.776	5.776	5.776	5.776	5.776	5.776
Total Volumen	1.372.476	2.705.963	2.972.577	3.265.783	3.588.241	3.942.874	3.942.874

2018 II: Corresponde a la proyección de volumen de ventas del segundo semestre.

2018E: Corresponde a la suma del volumen de ventas real al 30 de junio de 2018 y nuestra proyección para el segundo semestre.

Para los precios, definimos proyectar el promedio ponderado al 30 de junio de 2018 constante para todos los períodos.

Línea de Negocio	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Harina	1.748	1.748	1.748	1.748	1.748	1.748
Aceite	1.586	1.586	1.586	1.586	1.586	1.586
Conservas	34	34	34	34	34	34
Congelados	1.532	1.532	1.532	1.532	1.532	1.532
Abarrotes	1.228	1.228	1.228	1.228	1.228	1.228

Considerando el crecimiento por volumen, los precios por líneas de negocio y manteniendo el segmento "Otros" constante respecto al último ejercicio anual. Los ingresos se proyectan de la siguiente forma en miles de dólares:

Segmentos	2018 II	2018E*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Harina	32.795	59.009	60.189	61.393	62.621	63.873	63.873
Aceite	8.570	13.964	14.243	14.528	14.819	15.115	15.115
Conservas	44.999	88.795	97.675	107.442	118.186	130.005	130.005
Congelados	15.020	33.557	36.912	40.603	44.664	49.130	49.130
Abarrotes	5.380	7.092	7.092	7.092	7.092	7.092	7.092
Otros	1.371	2.742	2.742	2.742	2.742	2.742	2.742
Total Ingresos	108.134	205.158	218.853	233.800	250.123	267.957	267.957
Crecimiento%		30%	7%	7%	7%	7%	0%

2018 II: Corresponde a la proyección de ingresos por ventas del segundo semestre.

2018 E*: Corresponde a la suma de ingresos por de ventas real al 30 de junio de 2018 y nuestra proyección para el segundo semestre.

3.6.2 Proyección costos de operación

Los supuestos utilizados para la proyección de costos de operación son los siguientes:

- Una mayor disponibilidad de recursos genera una mejora en los márgenes operacionales asociado al menor esfuerzo pesquero (traslado de naves) para obtener las cuotas autorizadas. En consideración de ello, revisamos que el margen bruto promedio fue de un 28%, sin embargo, para el ejercicio finalizado en junio 2018 la sociedad presentó un margen del 35% lo cual coincide con el incremento de su cuota de jurel con lo cual disminuyó su costo de producción bajando los costos promedios ponderados de su inventario. En función de ello proyectamos un margen fijo para los períodos proyectados del 35%.
- Los costos de distribución y gastos de administración y ventas se determinaron en función del promedio de los últimos 4 años respecto a la proporción de los ingresos, en consideración que son costos y gastos que se encuentran relacionados directamente con la venta y se presentan en el cuadro como otros costos y gastos de operación.

Resultado Operacional	2018 II	2018E*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos Ordinarios	108.134	205.158	218.853	233.800	250.123	267.957	267.957
Costo de Ventas	(66.401)	(125.566)	(134.486)	(144.222)	(154.853)	(166.469)	(166.469)
Depreciación en Costo de Venta	(4.029)	(8.058)	(8.058)	(8.058)	(8.058)	(8.058)	(8.058)
Margen Bruto	37.704	71.534	76.309	81.521	87.212	93.430	93.430
Margen Bruto %	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Otros Costos y gastos de operación	(22.650)	(42.505)	(45.668)	(49.120)	(52.889)	(57.007)	(57.007)
Depreciación Gasto de Administración	(2.436)	(4.872)	(4.872)	(4.872)	(4.872)	(4.872)	(4.872)
Resultado Operacional	12.618	24.157	25.769	27.529	29.451	31.551	31.551
Margen Operacional %	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

2018 II: Corresponde a la proyección del resultado operacional del segundo semestre.

2018 E*: Corresponde a la suma del resultado operacional real al 30 de junio de 2018 y nuestra proyección para el segundo semestre.

3.6.3 Proyección del resultado no operacional

Se proyectan resultados no operacionales recurrentes en función del promedio de los últimos 4 años, excepto para rubro otros gastos función, para el cual, previamente realizamos un arreglo al promedio descontado el deterioro realizado por la sociedad al 31.12.2017 (evento no recurrente) y para el rubro participación en asociadas cuyo criterio considera mejoras en resultados en asociada Omega 3 S.A., sociedad que se encuentra en proceso de maduración de sus actividades.

La proyección del resultado no operacional es la siguiente:

Resultado No operacional	2018 II	2018E*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Otros gastos, por función	(5.827)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)
Otras ganancias (pérdidas)	(4.131)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)
Ingresos financieros	415	616	616	616	616	616	616
Costos financieros	(1.752)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)
Participación en Asociadas	(1.476)	(3.504)	(1.752)	(876)	(438)	(219)	(219)
Diferencias de cambio	477	(825)	(825)	(825)	(825)	(825)	(825)
Resultado No operacional	(12.295)	(20.715)	(18.963)	(18.087)	(17.649)	(17.430)	(17.430)

2018 II: Corresponde a la proyección del resultado no operacional del segundo semestre.

2018E: Corresponde a la suma del resultado no operacional real al 30 de junio de 2018 y nuestra proyección para el segundo semestre.

3.6.4 Calcular el pago de impuestos

Proyectamos como tasa de impuesto de largo plazo, la tasa actual del 27%.

3.6.5. Determinación de la ganancia o pérdida proyectada

En la siguiente tabla se presenta el estado de resultado proyectado:

Estado de Resultados Por Función	ACUMULADO						
	2018 II	2018E*	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E*
Ingresos Ordinarios	108.134	205.158	218.853	233.800	250.123	267.957	267.957
Costo de ventas	(70.430)	(133.624)	(142.544)	(152.280)	(162.911)	(174.527)	(174.527)
Ganancia bruta	37.704	71.534	76.309	81.521	87.212	93.430	93.430
Costos de distribución	(13.756)	(27.195)	(29.010)	(30.991)	(33.155)	(35.519)	(35.519)
Gasto de administración	(11.331)	(20.183)	(21.530)	(23.000)	(24.606)	(26.361)	(26.361)
Resultado Operacional	12.618	24.157	25.769	27.529	29.451	31.551	31.551
Otros gastos, por función	(5.827)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)	(11.654)
Otras ganancias (pérdidas)	(4.131)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)	(1.844)
Ingresos financieros	415	616	616	616	616	616	616
Costos financieros	(1.752)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)	(3.504)
Participación en asociadas	(1.476)	(3.504)	(1.752)	(876)	(438)	(219)	(219)
Diferencias de cambio	477	(825)	(825)	(825)	(825)	(825)	(825)
Resultado No Operacional	(12.295)	(20.715)	(18.963)	(18.087)	(17.649)	(17.430)	(17.430)
Ganancia (pérdida), antes de imptos	323	3.442	6.806	9.442	11.802	14.121	14.121
Gasto por impuestos a las ganancias	(87)	(929)	(1.838)	(2.549)	(3.187)	(3.813)	(3.813)
Ganancia (pérdida)	236	2.513	4.969	6.893	8.616	10.308	10.308

2023E (*) Primer flujo de régimen permanente

2018E (*) Considera la sumatoria del resultado real al 30.06.2018 y el flujo proyectado del segundo semestre.

3.7. Proyección de flujos de caja libre

A continuación, se detallan los supuestos de valoración:

3.7.1 Determinación depreciación

La sociedad al 31 de diciembre de 2017 presentó una depreciación y amortización por un total de MUSD 24.201, como información adicional tenemos que en el mismo estado financiero reportaron a la fecha de cierre un deterioro al rubro de Propiedades, Plantas y Equipos por un total de MUSD 79.716.- asociados a sus plantas de Coquimbo, Coronel y Puerto Montt.

Por el efecto del deterioro realizado al cierre del ejercicio 2017 en el cual la sociedad ajustó sus activos a las unidades generadoras de flujo representativas y proyectadas del negocio al cierre de ese período y en consideración que la depreciación es lineal, nuestra proyección considera una depreciación de MUSD 12.930 que es representativa a dos veces la depreciación informada por la sociedad en sus estados financieros al 30

de junio de 2018(período que solo considera la depreciación de activos operativos vigentes).

3.7.2. Estimación del valor de reposición e inversiones en Capex

La inversión como porcentaje de la depreciación histórica es la siguiente:

Determinación Inversión en reposición	30-06-2018	2017	2016	2015	2014
Compras de A.F.	973	13.588	13.961	10.356	11.718
Depreciación	6.465	24.043	23.857	26.588	29.618
Inversión como % depreciación	15,05%	57%	59%	39%	40%
Inversión como % depreciación Junio 2018	15,05%				

La información de compras de activo fijo se obtuvo del estado de flujos de efectivo de la sociedad al cual se le descontó el IVA para relacionarla con la depreciación que se determina en términos netos.

Para nuestra estimación de inversión en reposición consideraremos la relación compras de activo fijo respecto a la depreciación determinada para el primer semestre 2018, descartando los movimientos de años anteriores en consideración del deterioro realizado por la empresa al cierre del ejercicio 2017.

La sociedad es madura e intensiva en activo fijo, por lo tanto, estimamos que no realizarán inversiones en otros activos

En consideración de lo anterior, la proyección de inversión en reposición y activo fijo queda de la siguiente forma:

	2018 II	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Depreciación y Amortización	6.465	12.930	12.930	12.930	12.930	12.930
Inversión en Reposición (% depreciación y amortización)	15%	15%	15%	15%	15%	100%
Inversión en Reposición	(973)	(1.946)	(1.946)	(1.946)	(1.946)	(12.930)
Inversión en Activo Fijo	0	0	0	0	0	0

La depreciación, dado que no es un desembolso de caja, debe ajustarse y la inversión en reposición se determinó en función de la relación compras de activo fijo y depreciación de los últimos cuatro períodos anuales. No se proyectaron inversiones en nuevos activos.

La inversión en reposición para el primer período de la perpetuidad se consideró como el 100% de la depreciación.

3.7.3. Estimar la inversión en capital de trabajo

La estimación de inversión en capital de trabajo se proyecta en función del nivel de capital de trabajo y se cuantificará respecto a la variación de ingresos proyectados.

Cálculo de CTON MUS\$	jun-18	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	52.510	42.893	41.823	54.555	42.113
Activos Biológicos	2.075	3.553	2.511	2.511	4.376
Inventarios	89.192	53.111	48.407	48.407	63.289
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	40.573	19.051	14.363	16.582	24.589
CTON	103.204	80.506	78.378	88.891	85.189
VENTAS	97.024	156.853	155.649	147.938	223.606
RCTON	106%	51%	50%	60%	38%
PROMEDIO RCTON (Solo períodos anuales)	50%				

Utilizaremos como RCTON el promedio de los últimos cuatro períodos anuales, esto es, un 50%.

A partir de la determinación de RCTON y los ingresos esperados para el año 2018, se determina el CTON al cierre del año 2018. (MUS\$)

	2017	2018I	2018II	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ingresos actividades ordinarias	156.853	97.024	108.134	205.158	218.853	233.800	250.123	267.957	267.957
Promedio RCTON		50%							
CTON Estimado al Cierre 2018			102.579						

3.7.4. Determinación déficit o exceso capital de trabajo

A partir de los estados financieros históricos de la sociedad se puede observar que existe exceso de capital de trabajo:

Luego determinamos el exceso de capital de trabajo al 30 de junio de 2018, que es nuestra fecha de valoración según CTON al 30 de junio 2018 descontando la inversión en CTON estimada al 31 de diciembre 2019:

Cálculo de CTON MUS\$	30-06-2018
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	52.510
Activos Biológicos	2.075
Inventarios	89.192
Cuentas comerciales y otras cuentas corrientes por pagar	40.573
CTON al 30.06.2018	103.204
CTON ESTIMADO AL CIERRE 2018	102.579
EXCESO/DEFICIT CAPITAL DE TRABAJO	625

3.7.5. Identificación de activos prescindibles

Los activos prescindibles al 30 de junio de 2018 son los siguientes:

	MUS\$	Clasificación Activos
Estado de Situación Financiera	30-06-2018	
Activos		
Activos corrientes		
Activos Disponibles para la Venta	5.346	No operacional
Activos no corrientes		
Otros activos financieros, no corrientes	118	No operacional
Otros activos no financieros, no corrientes	502	No operacional
Propiedad de inversión	336	No operacional
Total de activos no corrientes	956	
Total de activos	6.302	

3.7.6. Deuda financiera al 30 de junio de 2018

La deuda financiera al 30 de Junio de 2018 de la sociedad es la siguiente:

RUBROS DEUDA FINANCIERA	30.06.2018
Otros Pasivos Financieros (corriente)	64.671
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	33.750
DEUDA FINANCIERA	98.421

3.8. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

3.8.1. Determinación de la tasa de descuento WACC

Se utilizará la estructura de capital objetivo de la industria food wholesalers, dato publicado por Damodaran, el cual es un criterio generalmente aceptado en el mercado. El fundamento para utilizar la información de la industria, se explica por las unidades de negocio de Jurel Tipo Salmón, cuyas principales actividades corresponden a venta de conservas/congelados de pescado(etail) y harina/aceite de pescado(pesquero)

Estructura Capital Objetivo

B/V = 27,25%

P/V = 72,75%

B/P = 37,46%

Beta Industria Desapalancado¹²: 1,39

Estimación WACC en USD		Observación
B/V	27,3%	Fuente: Damodaran Industria Food Wholesalers
P/V	72,8%	Fuente: Damodaran Industria Food Wholesalers
B/P	37,5%	Fuente: Damodaran Industria Food Wholesalers
Beta Industria desapalancado	1,39	Fuente: Damodaran Industria Food Wholesalers
Tasa Libre de Riesgo	2,98%	Tasa de bonos del tesoro de EEUU a 30 años
Premio por Riesgo de Mercado	6,26%	Según información de mercado vigente
Tasa de Impuesto	27%	Impuesto a la renta actual
Costo de la Deuda	3,3%	Tasa de préstamos de largo plazo de la empresa, según su EEFF
Beta de la deuda	0,0511	Determinado por CAPM
Beta Patrimonial con deuda	1,7561	Determinado por Rubinstein
Premio por Liquidez de Mercado	3%	Según información de mercado vigente
Costo Patrimonial	16,97%	Determinado por CAPM
Costo Capital	13,00%	Determinado por WACC

¹² Dato obtenido a través del sitio Web de Damodaran:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

3.8.2. Valoración económica de la empresa y de su precio de acción

Flujo de caja y Valor Terminal	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Ganancia (pérdida)	236	4.969	6.893	8.616	10.308	10.308
Depreciación y Amortización	6.465	12.930	12.930	12.930	12.930	12.930
Otras ganancias (pérdidas) después de impuestos	673	1.346	1.346	1.346	1.346	1.346
Ingresos financieros después de impuestos	(225)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)
Costos financieros después de impuestos	1.279	2.558	2.558	2.558	2.558	2.558
Diferencias de cambio	412	825	825	825	825	825
FLUJO DE CAJA BRUTO	8.840	22.178	24.102	25.825	27.518	27.518
Inversión en Reposición	(973)	(1.946)	(1.946)	(1.946)	(1.946)	(12.930)
Inversión en Activo Fijo	0	0	0	0	0	0
Inversión en Capital de Trabajo Neto	(6.218)	(7.469)	(8.156)	(8.911)	(9.740)	0
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.649	12.763	14.000	14.968	15.831	14.588
Valor Terminal					112.173	
FCL + VT	1.649	12.763	14.000	14.968	128.005	
Tasa	13,00%					
Valor Presente Activos al 30 de Junio 2018	95.429					

Valoración	En MUS
Valor de los Activos Operacionales	95.429
Activos Prescindibles	6.302
Exceso (déficit) de Capital de Trabajo	625
Valor Total de la Empresa	102.356
Deuda Financiera (de Balance Junio 2018)	98.421
Patrimonio Económico	3.935
Total acciones	1.028.596.450
Valor de la acción determinada Pesos	2,49
Valor de la acción determinada USD	0,00383

Pesquera Jurel tipo Salmón es una sociedad anónima cerrada, por lo tanto, no tenemos información bursátil de su precio de acción para comparar nuestra determinación, sin embargo, una aproximación nos entrega la propia valoración económica que realizó internamente la empresa, dato que se puede deducir de su estado financiero al 31 de diciembre de 2017 el cual se encuentra auditado y en el cual revelaron el registro de un deterioro de su rubro propiedad, plantas y equipos de acuerdo a NIC 36.

El modelo que utilizó la sociedad al calcular el deterioro informado en su estado financiero, considero el importe recuperable de las propiedades, plantas y equipo para lo cual empleó el modelo de los flujos de efectivos futuros bajo el enfoque tradicional, dicho modelo indican en su estado financiero se encuentra basado en hipótesis razonables y fundamentadas representando de esta manera las mejores estimaciones de la administración sobre el conjunto de condiciones económicas que se reflejarán durante la vida útil restante de los activos y unidades generadoras de efecto evaluadas, dicha valoración al 31 de diciembre de 2017 ascendió MUSD 139.033, que fue el valor al cual se ajustó el rubro Propiedades, Plantas y Equipos, cantidad que es un 36% superior a nuestra determinación realizada al 30 de junio de 2018 para el valor de la empresa de MUSD 102.356

Una segunda aproximación para evaluar la razonabilidad de nuestra determinación la obtuvimos a partir de comunicaciones de prensa en la cual se indica que uno de los accionistas de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., vendió al cierre del año 2018 su 20% de participación en la sociedad al grupo controlador en MUSD20.000.- de lo cual se desprende que la empresa fue valorizada internamente al 31 de diciembre de 2018 en MUSD100.000.- suma que es un 2% inferior a nuestra valoración determinada al 30 de junio de 2018.

Es preciso señalar que las desviaciones entre la determinación interna de la empresa y nuestra determinación, solo se utiliza como dato referencial, en consideración que no es posible concluir respecto al motivo de su desviación porque no tenemos el detalle de cuantificación, el único dato cierto es que las valorizaciones corresponden a distintos períodos de tiempo.

3.9. Conclusiones

El escenario para la industria pesquera ha sido complejo en los últimos años, periodos afectados principalmente por el fenómeno climatológico El niño y por restricciones basadas en cuotas máximas de extracción de recursos que limitan su capacidad de producción y generan una subutilización de sus activos productivos.

Al cierre del año 2017 se generaron noticias positivas para el sector en lo relacionado a disponibilidad sustentable de recursos y en lo particular para el estado de la biomasa del recurso jurel, de acuerdo al monitoreo realizado por el Comité Científico de la Organización Regional del Pacífico Sur (ORP).

La disponibilidad sustentable del recurso permitió a Pesquera Jurel tipo Salmón S.A. adjudicarse la licitación por 20 años de 12.780 toneladas del recurso jurel, especie que es su principal materia prima, lo cual sumado a la mayor demanda de China que es el principal país al cual la sociedad exporta sus productos y considerando que los desembarques de pescadores artesanales que lo abastecen de materia prima se mantuvieron en niveles normales producto del debilitamiento del fenómeno climatológico El Niño, es posible proyectar un escenario de crecimiento.

El objetivo en esta tesis fue valorizar la sociedad anónima cerrada Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., al 30 de junio de 2018, bajo el método de flujo de caja descontado, por considerarse el método que proporciona resultados más exactos desde el punto de vista empírico.

El valor de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., al 30 de junio de 2018 bajo el método de flujos de caja descontados asciende a MUS\$102.356.

Un segundo dato para efectos comparativos lo obtuvimos a partir de comunicaciones de prensa en la cual se indica que uno de los accionistas de Pesquera Jurel tipo Salmón S.A., vendió al cierre del año 2018 su 20% de participación en la sociedad al grupo controlador en MUS\$20.000.- de lo cual se desprende que la empresa fue valorizada internamente al 31 de diciembre de 2018 en MUS\$100.000.- suma que es un 2% mayor a nuestra valoración determinada al 30 de junio de 2018 mediante flujos de caja descontados. Es preciso señalar que las desviaciones entre la determinación interna de la empresa y nuestra determinación, solo se utilizan como dato referencial.

4.- Anexos

4.1 Producción de harina de pescado por país¹³:

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
Peru	1,115.3	524.6	858.2	632.7	734.9	16.1%	782.7
China,PR	560.0	500.0	480.0	460.0	375.0	-18.5%	500.0
Thailand	497.0	478.0	386.3	313.9	287.7	-8.4%	418.8
Chile	320.1	397.7	322.1	234.4	331.0	41.2%	318.6
Vietnam	275.0	310.0	285.0	288.0	295.0	2.4%	289.5
U.S.A	235.2	217.1	263.7	251.9	242.5	-3.7%	242.0
Japan	183.1	186.6	184.1	177.2	181.5	2.4%	182.8
Denmark	139.7	165.6	206.6	166.0	212.4	27.9%	169.5
Norway	96.8	144.6	167.1	142.7	169.6	18.9%	137.8
Ecuador	128.9	103.1	125.0	135.0	176.5	30.7%	123.0
Morocco	90.0	140.5	116.7	142.0	146.0	2.8%	122.3
Iceland	121.7	92.1	153.4	91.3	117.6	28.8%	114.6
India	76.0	120.0	103.2	152.9	165.7	8.4%	113.0
Mexico	127.0	100.0	63.5	73.0	92.0	26.0%	90.9
Russia	85.5	75.2	87.7	95.2	98.0	2.9%	85.9
Pakistan	63.5	63.8	60.0	62.0	69.7	12.4%	62.3
S.Africa,Rep	31.4	70.0	65.8	78.2	64.6	-17.4%	61.3
Mauritania	34.8	67.6	47.9	88.1	107.0	21.5%	59.6
Malaysia	54.0	55.0	63.0	65.0	70.0	7.7%	59.3
Brazil	48.1	48.7	50.3	55.0	58.0	5.5%	50.5
Spain	34.0	42.0	50.0	55.3	40.4	-26.9%	45.3
Faeroe Islds	33.2	40.8	49.3	44.2	74.1	67.6%	41.9
Iran	36.3	34.3	35.3	36.1	36.6	1.4%	35.5
Canada	33.0	31.6	33.6	33.5	33.5	0.0%	32.9
New Zealand	30.1	32.3	32.4	32.4	34.0	4.9%	31.8
Sub - total	4,449.6	4,041.3	4,290.2	3,906.0	4,213.2	7.9%	4,171.8
Other	495.5	483.8	479.7	561.7	557.3	-0.8%	505.2
Total	4,945.2	4,525.1	4,769.8	4,467.7	4,770.4	6.8%	4,677.0

¹³IFFO and ISTA Mielke GmbH, OIL WORLD, Hamburg, Internet: www.oilworld.de

4.2. Exportación de harina de pescado por país

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
Peru	849.6	850.8	682.3	631.0	1,002.0	58.8%	753.4
Chile	236.9	255.1	192.0	189.9	207.0	9.0%	218.5
Denmark*	197.5	177.0	203.7	168.6	244.7	45.2%	186.7
Germany*	168.3	203.0	144.9	167.8	78.6	-53.1%	171.0
Thailand	126.0	172.1	155.9	153.9	78.8	-48.8%	152.0
Vietnam	111.0	157.0	149.6	165.9	199.0	20.0%	145.9
U.S.A	149.3	160.3	148.6	124.1	142.2	14.5%	145.6
Morocco	84.0	134.4	110.9	134.6	139.1	3.4%	116.0
Iceland	121.9	80.6	144.8	69.9	123.1	76.2%	104.3
Ecuador	99.9	69.0	70.4	111.3	96.2	-13.5%	87.6
Mexico	106.7	73.8	39.6	39.8	84.6	112.5%	65.0
Mauritania	29.3	65.7	47.2	87.5	105.1	20.1%	57.4
Russia	47.4	50.3	62.6	65.7	61.7	-6.0%	56.5
S.Africa,Rep	18.5	52.0	57.4	76.0	60.1	-20.9%	51.0
Norway*	21.7	35.3	64.6	45.6	43.4	-5.0%	41.8
India	25.0	52.7	48.6	31.7	88.3	178.3%	39.5
Spain	32.7	34.8	33.3	30.6	28.1	-8.1%	32.8
Malaysia	22.2	29.9	34.5	43.3	24.9	-42.5%	32.5
Korea,South	30.8	32.7	34.1	21.5	26.9	24.8%	29.8
Panama	26.7	36.0	21.9	24.7	33.9	37.2%	27.3
Myanmar	24.3	25.3	26.3	33.0	34.0	3.0%	27.2
New Zealand	15.5	21.2	20.2	26.5	21.6	-18.6%	20.9
Faeroe Islds	16.5	17.0	23.2	23.4	59.0	152.4%	20.0
France	12.7	15.5	25.9	24.7	26.0	5.3%	19.7
Argentina	18.7	16.2	21.0	22.7	23.2	2.1%	19.7
Sub - total 25	2,593.0	2,817.8	2,563.5	2,513.6	3,031.5	20.6%	2,622.0
Other	170.6	182.5	193.7	221.2	228.0	3.0%	199.2
Total	2,763.6	3,000.2	2,757.2	2,734.8	3,259.4	19.2%	2,814.0

4.3. Producción de aceite de pescado por país

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
Peru	178.2	115.0	99.6	113.9	98.7	-13.3%	121.1
Chile	103.3	144.5	107.2	81.0	120.2	48.3%	111.2
U.S.A	104.4	80.8	83.0	100.8	76.6	-24.0%	89.1
China,PR	70.0	65.0	85.0	65.0	50.0	-23.1%	67.0
Japan	54.9	62.5	60.6	62.3	78.0	25.1%	63.7
Norway	42.9	58.2	51.6	61.3	53.6	-12.5%	53.5
Vietnam	40.6	53.0	48.4	48.9	68.0	39.1%	51.8
Denmark	43.5	51.2	55.4	48.4	53.1	9.6%	50.3
Morocco	20.7	42.0	55.0	38.5	39.5	2.6%	39.1
Iceland	46.8	32.6	48.9	28.1	37.7	34.2%	38.8
India	21.8	37.0	20.0	27.4	49.6	81.2%	31.2
Mexico	20.3	15.0	25.7	27.0	33.0	22.2%	24.2
Ecuador	19.3	12.2	16.0	15.7	26.0	65.6%	17.8
Mauritania	8.0	16.9	14.2	15.5	30.0	93.5%	16.9
Thailand	22.5	23.0	10.7	11.7	9.5	-19.1%	15.5
Germany	12.0	16.5	12.8	16.0	14.0	-12.5%	14.3
U.K	14.6	14.8	11.1	12.2	11.7	-3.7%	12.9
Spain	11.0	12.0	12.0	12.5	10.6	-15.5%	11.6
Panama	12.5	8.8	7.0	10.9	12.0	10.1%	10.2
Faeroe Islds	15.9	6.5	7.9	7.4	10.4	40.4%	9.6
Georgia	9.5	9.0	8.0	11.4	6.7	-41.2%	8.9
Canada	6.2	6.0	6.1	6.1	6.1	0.0%	6.1
France	5.7	5.8	6.0	6.2	6.4	3.2%	6.0
S.Africa,Rep	1.4	6.0	7.0	6.4	7.0	9.3%	5.6
Angola	1.0	1.0	5.0	8.2	12.0	45.6%	5.4
Sub - total 25	887.1	895.2	864.3	842.9	920.4	9.2%	882.0
Other	61.3	68.8	74.1	81.1	77.6	-4.3%	72.6
Total	948.5	964.0	938.4	924.0	998.0	8.0%	954.6

4.4 Exportaciones de aceite de pescado por país

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
Denmark	120.5	140.7	118.2	142.9	146.7	2.7%	133.8
Peru	125.9	162.9	117.0	92.1	167.4	81.8%	133.0
Norway	66.7	83.3	87.8	86.4	88.5	2.4%	82.5
Chile	67.1	85.3	79.6	70.7	62.5	-11.6%	73.0
U.S.A	67.7	79.0	53.5	74.6	61.4	-17.8%	67.2
Iceland	48.0	33.8	35.0	40.2	43.6	8.5%	40.1
Vietnam	47.2	61.2	32.7	58.0	0.0	-100.0%	39.8
Morocco	16.2	39.3	52.2	34.8	34.3	-1.5%	35.3
China,PR	19.7	28.8	48.4	44.3	29.6	-33.2%	34.2
France	17.5	20.1	24.8	22.5	23.6	5.0%	21.7
India	19.6	26.0	25.4	7.9	27.9	254.7%	21.4
Mauritania	4.3	14.0	20.8	13.4	29.0	116.4%	16.3
Ecuador	17.6	11.0	12.9	14.6	13.7	-6.6%	14.0
Netherlands	11.8	12.8	11.6	10.0	14.3	43.5%	12.1
Germany	11.2	11.0	8.7	9.5	14.0	46.9%	10.9
Turkey	5.0	12.2	6.4	9.9	0.0	-100.0%	6.7
Spain	5.5	4.8	6.8	7.7	8.4	100.0%	6.6
Ireland	7.1	3.7	3.7	4.9	6.9	41.8%	5.3
Belgium-Lux	5.3	2.0	3.8	5.9	8.4	42.4%	5.1
Georgia	3.3	4.1	4.1	9.0	4.3	-52.7%	4.9
S.Africa,Rep	1.0	3.8	3.9	6.3	6.1	-2.4%	4.2
Latvia	2.7	4.0	4.0	4.5	4.5	0.0%	3.9
U.K	4.8	3.2	5.7	3.6	0.0	-100.0%	3.5
Australia	2.7	2.5	7.1	0.3	2.4	595.9%	3.0
Oman	1.9	2.9	3.9	2.3	2.2	-4.3%	2.6
Sub - total 25	700.4	852.4	778.0	776.2	799.4	3.0%	781.3
Other	54.5	44.7	29.8	39.4	64.4	63.4%	46.6
Total	754.9	897.1	807.8	815.6	863.8	5.9%	827.8

4.5 Importaciones de harina de pescado por país

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
China,PR	980.6	1,041.6	1,030.5	1,042.4	1,581.5	51.7%	1,135.3
Japan	199.6	253.9	230.5	157.5	180.0	14.3%	204.3
Norway	214.3	225.9	182.0	175.9	193.4	9.9%	198.3
Germany	167.5	215.9	143.0	149.0	81.4	-45.4%	151.4
Taiwan	138.2	165.6	143.2	126.8	144.5	14.0%	143.7
Vietnam	81.4	105.0	112.9	119.7	126.5	5.7%	109.1
Turkey	73.4	81.1	79.3	108.0	124.0	14.8%	93.2
Denmark	107.5	89.9	87.9	82.7	47.3	-42.8%	83.1
Indonesia	99.7	79.2	64.0	65.4	81.1	24.1%	77.9
Greece	65.6	72.0	63.4	71.4	69.5	-2.7%	68.4
U.K	65.8	62.3	57.9	71.3	77.4	8.6%	67.0
Canada	43.8	59.0	63.8	69.7	54.0	-22.5%	58.1
U.S.A	47.7	53.6	49.5	51.9	62.6	20.5%	53.1
Chile	65.1	72.1	47.5	23.2	32.1	38.2%	48.0
Korea,South	35.1	53.5	49.6	50.9	50.9	0.1%	48.0
Italy	44.0	45.5	43.5	40.5	47.6	17.6%	44.2
Spain	37.3	45.8	37.2	39.0	45.0	15.3%	40.9
Thailand	8.0	21.4	31.1	72.4	62.6	-13.5%	39.1
Australia	25.6	37.5	31.7	36.4	28.9	-20.7%	32.0
France	27.1	30.4	27.2	28.4	29.4	3.5%	28.5
Russia	45.3	28.8	18.7	11.4	15.8	38.2%	24.0
Bangladesh	5.5	10.1	30.8	30.8	35.5	15.3%	22.5
Poland	12.9	17.5	16.9	17.8	20.9	17.4%	17.2
Philippines	18.3	21.6	10.0	9.1	12.3	35.2%	14.3
Egypt	6.3	14.9	17.1	13.9	8.7	-37.4%	12.2
Sub - total 25	2,615.7	2,904.1	2,669.2	2,665.6	3,213.1	20.5%	2,813.5
Other	272.1	238.5	235.9	231.4	187.2	-19.1%	233.0
Total	2,887.9	3,142.6	2,905.1	2,897.0	3,400.3	17.4%	3,046.6

Source: IFFO and ISFA Media Centre. OH-WORLD. Hamburg. <http://www.iffoworld.de>

4.6. Importaciones de aceite de pescado por país

	2013	2014	2015	2016	2017	% change 2017-2016	Average 2016-2013
Norway	168.3	178.3	186.5	191.9	193.1	0.6%	183.6
Denmark	98.4	122.3	89.8	94.6	97.8	3.4%	100.6
Chile	41.3	58.6	70.6	50.5	60.6	20.0%	56.3
China,PR	65.5	45.9	48.7	33.8	54.6	61.5%	49.7
Turkey	36.4	43.4	45.5	44.9	40.1	-10.8%	42.1
Canada	33.8	36.9	31.0	39.0	51.1	31.1%	38.4
France	28.5	33.9	36.6	35.6	36.9	3.6%	34.3
Greece	28.2	28.5	34.7	29.8	33.4	12.2%	30.9
Singapore	23.0	19.6	25.1	26.0	28.5	9.6%	24.4
Netherlands	21.3	22.4	23.5	26.1	23.7	-9.3%	23.4
Japan	19.1	17.5	21.4	20.2	18.6	-7.5%	19.4
U.S.A	21.7	16.7	18.1	18.9	20.8	10.5%	19.2
Spain	16.4	11.8	17.8	22.2	23.4	5.4%	18.3
Taiwan	37.2	24.6	8.7	8.4	9.5	13.0%	17.7
U.K	11.8	10.4	25.8	18.7	19.4	3.7%	17.2
Italy	14.4	13.8	16.1	15.1	15.9	5.6%	15.0
Belgium-Lux	14.2	5.4	7.0	13.2	18.2	37.9%	11.6
Indonesia	11.1	10.2	6.9	7.9	12.2	54.4%	9.7
Australia	12.0	8.7	8.1	7.5	9.5	26.7%	9.2
Germany	8.2	8.8	6.7	9.4	8.8	-7.3%	8.4
Vietnam	7.7	8.9	10.4	10.7	0.0	-100.0%	7.5
Faeroe Islds	9.0	7.9	7.9	8.0	4.4	-45.6%	7.4
Malaysia	6.8	5.2	7.5	5.7	9.0	56.9%	6.8
Peru	5.5	3.0	6.5	6.8	3.1	-55.0%	5.0
Korea,South	2.0	2.1	2.6	0.8	6.8	800.3%	2.9
Sub - total 25	741.8	744.7	763.4	745.5	799.1	7.2%	758.9
Other	50.1	42.0	61.7	55.8	53.2	-4.8%	52.6
Total	791.9	786.7	825.1	801.3	852.3	6.4%	811.5