



VALORACIÓN CAMANCHACA S.A

MEDIANTE EL METODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

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

ALUMNO: MATIAS SEÑOR ZAPATA

PROFESOR GUIA: FRANCISCO SANCHEZ MORALES

SANTIAGO, CHILE

2023

DEDICATORIA

A mi señora Rosario, por apoyarme desde el primer minuto en todo este proceso, con palabras de apoyo, animo y sin importar el sacrificio de tiempo familiar, donde tenerla como constante apoyo y compañera, fue vital en poder realizar el Magister.

A Tito, mi fiel compañero perruno de estudio, que siempre me acompañó en esas largas horas de estudio nocturnas y sin importar que fuese muy tarde, con su cama acostado al lado del escritorio, cerca mío.

A Sebastián, mi compañero de estudio y tesis, por el compromiso, confianza, profesionalismo y paciencia en todo este proceso de estudio, que finalizamos con éxito.

A mis amigos, Jaime y Sebastián, que siempre me apoyaron e incentivaron a realizar el Magister y motivarme siempre.

A Diego y Lili, por haber confiado en mí, en mis habilidades, capacidades y las referencias entregadas para postular a este Magister.

Índice General

Resumen Ejecutivo.....	8
1. Metodología.....	9
1.1. Principales métodos de valoración	9
1.1.1. Método de Flujos de caja descontados	9
2. Descripción de la empresa e industria	11
2.1. Descripción de la empresa	11
2.1.1. Antecedentes del negocio.....	11
2.1.2. Historia del negocio	15
2.1.3. Principales accionistas	16
2.1.4. Estructura Corporativa.....	16
2.1.5. Filiales	17
2.2. Descripción de la industria	18
2.2.1. Estado actual.....	20
2.2.2. Regulación y Fiscalización	21
2.2.3. Riesgos.....	21
2.2.4. Empresas comparables	23
5. Análisis del Negocio	28
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa	28
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	36
5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	42
5.4. Análisis de márgenes de la empresa.....	43
5.5. Análisis de los activos de la empresa	46
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales.....	46
5.5.2. Capital de trabajo operativo neto	48
5.5.3. Inversiones	50
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	51
6. Proyección del Estado de Resultados	54
6.1. Ingresos operacionales proyectados	54
6.1.1. Segmento pesca:.....	54
6.1.2. Segmento salmón:.....	57

6.1.3. Segmento cultivos:	59
6.2. Costos y gastos operacionales proyectados	62
6.2.1. Segmento pesca:	62
6.2.2. Segmento salmón:.....	63
6.2.3. Segmento cultivos:	64
6.3. Resultado no operacional proyectado.....	66
6.4. Impuesto corporativo proyectado.....	67
6.5. Estado de resultados proyectado en miles de USD.....	68
6.6. Estado de resultados proyectado porcentual.....	70
7. Proyección de los Flujos de Caja Libre.....	71
7.1. Inversión en reposición.....	71
7.2. Nuevas inversiones de capital	72
7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	74
7.4. Flujos de caja libre proyectados	75
7.5. Valor terminal	75
8. Precio de la Acción Estimado.....	76
8.1. Valor presente de los flujos de caja libre	76
8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	77
8.3. Activos prescindibles y otros activos	78
8.4. Valorización económica de la empresa	79
8.5. Análisis de sensibilidad	81
8.5.1 Análisis de sensibilidad con tasas de crecimiento histórico promedio	83
10. Conclusiones Generales:	84
Bibliografía.....	85

Índice de Tablas

Tabla N°1: Ficha técnica empresa Camanchaca S.A.....	12
Tabla N°2: Línea de negocio pesca	13
Tabla N°3: Línea de negocio salmones	13
Tabla N°4: Línea de negocio cultivos marinos	13
Tabla N°5: Ingresos y EBITDA Camanchaca S.A.	14
Tabla N°6: Ingresos por Segmentos y Geografía Camanchaca S.A.	14
Tabla N°7: Antecedentes históricos Camanchaca S.A.....	15
Tabla N°8: Principales accionistas junio 2022.....	16
Tabla N°9: Estructura Corporativa Camanchaca 30.06.2022.....	16
Tabla N°10: Filiales Camanchaca S.A. al 30.06.2022.....	17
Tabla N°11: Tipos de Acuicultura.....	18
Tabla N°12: Blumar S.A.....	23
Tabla N°13: Antecedentes Financieros de Blumar S.A.	23
Tabla N°14: Pesquera Exalmar S.A.A.....	24
Tabla N°15: Antecedentes Financieros de Pesquera Exalmar S.A.A.	24
Tabla N°16: Pesquera MOWI ASA	25
Tabla N°17: Antecedentes Financieros de MOWI ASA.....	25
Tabla N°18: MultiExport Foods S.A.	26
Tabla N°19: Antecedentes Financieros de MultiExport Foods S.A.....	26
Tabla N°20: Peso relativo Ingresos por Líneas de Negocio de Empresas Comparables	27
Tabla N°21: Peso relativo EBITDA por Líneas de Negocio de Empresas Comparables	27
Tabla N°30: Ingresos ordinarios clasificados por segmentos operativos.....	28
Tabla N°31: Peso relativo por segmentos operativos.....	28
Tabla N°32: Análisis de crecimiento de Camanchaca S.A.	28
Tabla N°33: Ingresos por segmentos por Zona Geográfica	34
Tabla N°34: Peso relativo de ingresos por segmentos por Zona Geográfica	34
Tabla N°35: Costo de Venta, Distribución y GAV Camanchaca S.A.	36
Tabla N°36: Gastos sobre Ingresos (%) Camanchaca S.A.	36
Tabla N°37: Detalle de resultado no operacional Camanchaca S.A.....	42
Tabla N°38: Resultado no operacional sobre Ingresos (%) Camanchaca S.A.	42

Tabla N°39: Margen de resultado Camanchaca S.A.....	43
Tabla N°40: Representación de los márgenes sobre los ingresos de Camanchaca S.A.....	44
Tabla N°41: Análisis de Márgenes Camanchaca S.A.	44
Tabla N°42: Tipos de Activos de Camanchaca S.A.	46
Tabla N°43: Peso relativo de Activos Operacionales y No Operacionales	46
Tabla N°44: CTON y RCTON de Camanchaca S.A.	48
Tabla N°45: Inversiones en PPE, Activos Intangibles de Camanchaca S.A.	50
Tabla N°46: Crecimiento histórico por segmentos operativos	54
Tabla N°47: Relación ingreso segmento pesca sobre ingresos totales	54
Tabla N°48: Ponderación crecimiento histórico e industria pesca	55
Tabla N°49: Peso relativo crecimiento segmento pesca por área geográfica.....	55
Tabla N°50: Proyección de ingresos segmento pesca	56
Tabla N°51: Relación ingreso segmento salmón sobre ingresos totales.....	57
Tabla N°52: Ponderación crecimiento histórico e industria salmón	57
Tabla N°53: Peso relativo crecimiento segmento salmón por área geográfica.....	58
Tabla N°54: Proyección de ingresos segmento salmón	58
Tabla N°55: Relación ingreso segmento cultivos sobre ingresos totales.....	59
Tabla N°56: Ponderación crecimiento histórico e industria cultivos.....	59
Tabla N°57: Peso relativo crecimiento segmento cultivos por área geográfica	60
Tabla N°58: Proyección de ingresos segmento cultivos.....	60
Tabla N°59: Ingresos proyectados consolidados Camanchaca S.A.....	61
Tabla N°60: Relación costos segmento Pesca e ingresos totales.....	62
Tabla N°61: Proyección costos y gastos del Segmento Pesca.	62
Tabla N°62: Relación costos segmento Salmones e ingresos totales.	63
Tabla N°63: Proyección costos y gastos del Segmento Salmones.	64
Tabla N°64: Relación costos segmento Cultivos e ingresos totales.	65
Tabla N°65: Proyección costos y gastos del Segmento Cultivos.....	65
Tabla N°66: Peso relativo de los Costos No Operacionales sobre Ingresos Totales	66
Tabla N°67: Proyección del Resultado No Operacional	67
Tabla N°68: Gasto de impuesto corporativo Camanchaca S.A.	67
Tabla N°69: Estado de Resultado Proyectado en MUSD.....	68
Tabla N°70: Determinación depreciación y amortización proyectadas.....	68

Tabla N°71: Supuestos utilizado para proyección de Estado de Resultado.	69
Tabla N°72: Estado de Resultado Proyectado sobre los Ingresos Operacionales ..	70
Tabla N°73: Inversión de Reposición Camanchaca SA.	71
Tabla N°74: Proyección en Inversión de Reposición Camanchaca SA.	72
Tabla N°75: Nuevas Inversiones de Capital.....	72
Tabla N°76: Proyección de Nuevas Inversiones de Capital	73
Tabla N°77: Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Neto	74
Tabla N°78: Proyección Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Neto	75
Tabla N°79: Flujo de Caja Libre Proyectado	75
Tabla N°80: Flujo de Caja Libre y Valor Terminal Estimado de Camanchaca S.A. .	77
Tabla N°81: Déficit o Excedente CTON Proyectado de Camanchaca S.A.	77
Tabla N°82 Variación del CTON Proyectado de Camanchaca S.A.	78
Tabla N°83 Activos Prescindibles y otros activos.....	78
Tabla N°84 Variación Real de Activos Prescindibles y otros activos para 2022	79
Tabla N°85 Activos Prescindibles Totales para el 2022	79
Tabla N°86 Precio de la Acción Estimado para Camanchaca S.A.	80
Tabla N°87 Sensibilización del Precio de la Acción en relación con cambios del WACC/Ventas.	82
Tabla N°88: Análisis de sensibilidad con tasa de crecimiento histórica promedio ...	83

Índice de Figuras

Figura N°1: Producción acuícola mundial de animales acuáticos y algas	19
Figura N°2: Aumento de la Contribución Acuicultura a la producción Mundial	19
Figura N°3: Producción Acuícola Mundial.....	20
Figura N°6: Representación gráfica de los ingresos por segmento año 2017-2022	33
Figura N°7: Evolución de los ingresos ordinarios separados por segmentos	33
Figura N°8: Evolución de exportaciones de la Industria	51
Figura N°9: Participación del sector de la pesca en el PIB 1996 a 2020	52
Figura N°10: Estimaciones Crecimiento Camanchaca e Industria Chile	53
Figura N°11: Precio de la Acción 30.06.2022 al 31.12.2022	81

Resumen Ejecutivo

El objetivo principal de este trabajo es realizar la valorización de la compañía Camanchaca S.A., a través del método de flujo de caja libre descontados y el método de múltiplos, con la finalidad de obtener el precio estimado de la acción y así poder efectuar una comparación con el precio cotizado en bolsa al 30 de junio del año 2022.

Para facilitar la comprensión de los métodos de valorización utilizados, hemos presentado el desglose de los segmentos operativos en los que participa Camanchaca S.A., así como también los supuestos e indicadores utilizados para realizar la valorización por ambos métodos. Para el periodo de estudio, la compañía posee tres líneas de negocio, las cuales, se diferencian entre sí, producto de su naturaleza y el funcionamiento de sus actividades productivas, destacándose los segmentos operativos de Pesca, Salmones y Cultivos.

Luego de realizar las proyecciones futuras, determinación del precio estimado y cálculo de múltiplos, se obtuvo un valor estimado del precio de la acción para Camanchaca S.A. de \$48,01 (Método de flujos de cajas descontados) y \$50,84 (Método de múltiplos), existiendo una desviación de 1% y 6,96% respectivamente, en relación al valor de mercado de la acción (\$47,53), por lo que se determina que el valor de la empresa al 30.06.2022 se encuentra subvaluada, tras los resultados obtenidos en ambos estudios.

1. Metodología

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de Flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. 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 “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en

que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

2. Descripción de la empresa e industria

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio

Camanchaca S.A. (en adelante también “Camanchaca” o “la Sociedad”) es una sociedad anónima abierta que se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) con el número de registro N° 1060 (Camanchaca S.A., 2022).

Camanchaca cuenta con 74 concesiones acuícolas para salmones, 5 plantas productivas, 4 plantas de salmones, 2 plantas de procesamiento de otros cultivos, 5 oficinas comerciales y de representación, 19 pesqueros de alta mar, 1.100 hectáreas de mejillones en Chiloé y 1.000 estanques de abalones en Caldera. (Camanchaca S.A., 2022).

En la Tabla N°1 se muestra una ficha con información general de la empresa, para posteriormente realizar la descripción de cada una de sus líneas de negocio.

Tabla N°1: Ficha técnica empresa Camanchaca S.A.

Tipo de información	Descripción
Razón social	Camanchaca S.A.
Rol Único Tributario	93.711.000-6
Ticker o Nemotécnico	CAMANCHACA
Sector e industria	Pesqueras - Acuícola
Regulación	Regulada por las leyes N°18.045 sobre Mercado de Valores, N°18.046 sobre Sociedades Anónimas y N°21.437 sobre la Ley de Pesca. La Sociedad y sus filiales deben observar las normas aplicables a las actividades y negocios que cada segmento de negocio realiza.
Descripción de la empresa (profile)	Camanchaca cuenta con más de 50 años de experiencia alimentando al mundo desde el mar. Sus operaciones se desarrollan a lo largo de la costa chilena, bajo un estricto compromiso con el medio ambiente y la sociedad. Actualmente exporta pescados y mariscos a más de 60 países.
Clase de acción	Serie única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Países y negocios	EE.UU., Europa+Eurusia, Asia Ex Japón, Japón, Latam ex Chile, Chile (Negocios: Pesca, Salmón y Cultivos)
12 mayores accionistas	Los 12 principales mayores accionistas concentran el 94,81% de la propiedad de Camanchaca S.A.

Fuente: Memoria Anual año 2021, Camanchaca S.A. y Bolsa de Santiago

A continuación, en las Tablas N°2 a la N°5 se presentan más detalles de las diferentes líneas de negocios de la Sociedad:

Tabla N°2: Línea de negocio pesca

Línea de negocio	Descripción
Pesca	Participa en el negocio de la pesca extractiva ocupando una posición relevante en las dos principales áreas de pesca del país. En la zona Norte opera en las regiones, XV, I y II, en tanto que, la zona centro-sur contempla el resto del territorio nacional, con excepción de las regiones XI y XII, con base en Coronel, VIII Región.
Productos	Harina y aceite de pescado, Conservas de Jurel, Langostino congelado y Jurel Congelado
Mercado	La comercialización de la harina de pescado se realiza principalmente en los mercados asiáticos, especialmente China, el cual concentra en promedio cerca del 60% de las ventas de Camanchaca, como también para la industria nacional de alimentos de la salmicultura. Por su parte, el aceite de pescado para consumo humano se destina fundamentalmente al mercado europeo, donde es utilizado en la industria de aditivos alimenticios y farmacológicos. Las conservas de pescado, es un producto elaborado con jurel y caballa en envases de una libra. Su alto contenido de proteína y Omega 3, y su bajo costo lo convierten en un producto altamente demandado para el consumo humano. El jurel congelado, producto para consumo humano cuyo principal destino son los mercados emergentes. El langostino es un crustáceo muy apreciado por sus características de sabor y nutrición se comercializa, en formato IQF en distintos empaques, principalmente en los Estados Unidos de Norteamérica.

Fuente: Estado Financiero Intermedio Consolidado, Camanchaca S.A. - junio 2022

Tabla N°3: Línea de negocio salmones

Línea de negocio	Descripción
Salmones	Camanchaca ha procurado estar presente en cada etapa del proceso productivo, apuntando al desarrollo tecnológico en cada uno de los eslabones de la cadena de valor.
Productos	Salmones
Mercado	Los principales formatos de venta del salmón son el entero, filete Trim C, D, y E, HG y Dhon, en porciones de 4, 5, 6, y 8 oz. entre otros, tanto fresco como congelado. Camanchaca elabora sus distintos productos en las plantas ubicadas en la ciudad de Tomé y Calbuco, los cuales se comercializan principalmente en el mercado norteamericano, japonés y brasileño.

Fuente: Estado Financiero Intermedio Consolidado, Camanchaca S.A. - junio 2022

Tabla N°4: Línea de negocio cultivos marinos

Línea de negocio	Descripción
Cultivos marinos	Las concesiones donde se cultiva el mejillón se concentran en 3 grandes áreas de cultivo, todas ellas operativas y en la X Región de Los Lagos. Todas estas áreas cuentan con instalaciones propias en tierra y con acceso directo a las playas que permiten mejorar la logística de abastecimiento. Para la producción del Abalón, Camanchaca posee 2 centros de cultivo de tierra, ubicados en la III Región, además de una planta de proceso de abalón congelado.
Productos	Cultivo de mejillones y cultivo de abalones
Mercado	Camanchaca produce y comercializa mejillones en dos tipos de formatos, carne de mejillón congelado y mejillón entero congelado y empacado al vacío. La completa red de distribución de Camanchaca ha permitido acceder a diferentes mercados mundiales y clientes de primer nivel. Los principales mercados del abalón, donde Camanchaca comercializa sus productos son Japón y Estados Unidos.

Fuente: Estado Financiero Intermedio Consolidado, Camanchaca S.A. - junio 2022

En las Tablas N° 5 y 6 se muestran las ventas por país y por líneas de negocios de Camanchaca S.A. para el periodo junio 2022 y diciembre 2021. La gran mayoría de las ventas ocurren en EE.UU., que durante estos periodos representa entre un 36% y un 37% de las ventas totales. Luego, Asia Ex Japón y Mercado Nacional representan 14% y un 12% respectivamente en el primer semestre de 2022.

Tabla N°5: Ingresos y EBITDA Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2021	%	30-06-2022	%
Ingresos por segmento	640.309	100%	381.258	100%
Pesca	210.133	33%	149.673	39%
Salmón	391.601	61%	217.558	57%
Cultivos	38.575	6%	14.027	4%
EBITDA Empresa	39.100		63.594	

Fuente: Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

Tabla N°6: Ingresos por Segmentos y Geografía Camanchaca S.A.

Destino	31-12-2021						Total MUS\$
	Pesca MUS\$	%	Salmón MUS\$	%	Cultivos MUS\$	%	
EE.UU.	42.635	20%	218.900	56%	12.435	32%	273.970
Europa+Eurasia	9.033	4%	19.355	5%	16.916	44%	45.304
Europa	-	0%	-	0%	-	0%	-
Rusia	-	0%	-	0%	-	0%	-
Asia Ex Japón	62.522	30%	15.139	4%	1.795	5%	79.456
Japón	10.227	5%	28.539	7%	3.466	9%	42.232
LATAM ex Chile	8.872	4%	76.292	19%	927	2%	86.091
México	-	0%	-	0%	-	0%	-
Mercado Nacional	54.378	26%	32.344	8%	2.541	7%	89.263
Otros	22.466	11%	1.032	0%	495	1%	23.993
Total	210.133	100%	391.601	100%	38.575	100%	640.309

Destino	30-06-2022						Total MUS\$
	Pesca MUS\$	%	Salmón MUS\$	%	Cultivos MUS\$	%	
EE.UU.	26.219	18%	114.732	53%	5.515	39%	146.466
Europa+Eurasia	-	0%	-	0%	-	0%	-
Europa	14.534	10%	3.338	2%	4.037	29%	21.909
Rusia	-	0%	2.404	1%	419	3%	2.823
Asia Ex Japón	41.294	28%	11.335	5%	1.281	9%	53.910
Japón	1.707	1%	9.941	5%	1.216	9%	12.864
LATAM ex Chile	2.250	2%	19.428	9%	172	1%	21.850
México	12	0%	34.572	16%	267	2%	34.851
Mercado Nacional	30.697	21%	21.264	10%	940	7%	52.901
Otros	32.960	22%	544	0%	180	1%	33.684
Total	149.673	100%	217.558	100%	14.027	100%	381.258

Fuente: Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

2.1.2. Historia del negocio

El origen de la Sociedad se remonta a 1965, a la ciudad de Iquique, en el norte de Chile. Sin embargo, su operación se inicia dos años después en Tomé (Región de Bio Bio), miles de kilómetros al sur, con la captura y procesamiento de langostinos (Camanchaca S.A., 2022).

Dentro de los hechos más relevantes en la historia de la Sociedad, se destacan los siguientes (Refiérase a Tabla N°7):

Tabla N°7: Antecedentes históricos Camanchaca S.A.

Año	Antecedentes históricos
1980	Camanchaca construye su primera planta de secado indirecto de harina y aceite de pescado en Talcahuano, Región del Biobío; incorpora tecnología de punta en la flota, e incluye nuevas unidades oceánicas.
1987	Ingresa al negocio acuícola. Es el comienzo de la obtención de concesiones y la piscicultura de Polcura, donde produce los primeros smolts.
1993	Inicia operaciones pesqueras en la zona norte del país, con la construcción de una planta de harina de pescado en Iquique, Región de Tarapacá, y adquiere naves para la captura de anchoveta.
2001	Entra en operación la primera piscicultura de recirculación en Chile, en río Petrohué, Región de Los Lagos, con capacidad para 15 millones de smolts/año. Incorpora el negocio del cultivo de abalones en tierra en Caldera, con capacidad de 400 toneladas/año. Inicia operaciones Camanchaca Inc., oficina comercial en Miami, EE.UU.
2003	Incorpora el negocio de cultivo de mejillones, a través de la compra de Cultivos Marinos del Pacífico, hoy Camanchaca Cultivos Sur.
2005	La Compañía inaugura oficina comercial en Tokio, Japón. Inaugura en Rauco, Región de Los Lagos, una planta de mejillones con capacidad de 20 mil toneladas/año.
2010	La Compañía se abre en la Bolsa de Comercio de Santiago, colocando el 31,5% de la propiedad.
2011	Se crea la filial Camanchaca Pesca Sur, como resultado de la fusión de pesca de la zona centro-sur con Pesquera Bío Bío, sumando un 20% de la cuota de jurel y sardina de dicha zona.
2013	Camanchaca se incorpora a la iniciativa de líderes de productores globales de salmón, Global Salmon Initiative (GSI). Camanchaca crea el primer programa de sostenibilidad, Camanchaca Amiga, cuyo foco está en la cercanía, cuidado del entorno y vida sana.
2015	En operación cuatro puntos de venta para ofrecer sus productos en el mercado local: Santiago, Coronel, Tomé y Rauco.
2017	La Compañía recibe certificación internacional por parte de Marine Stewardship Council (MSC) para la pesca de langostinos.
2018	La subsidiaria Salmones Camanchaca concreta su apertura simultánea en las Bolsas de Oslo y Santiago por el 30% de la filial. Primera salmonera y empresa en Latinoamérica en cotizar en el principal mercado de seafood del mundo. Camanchaca suscribe el Acuerdo de Producción Limpia (APL) "Cero residuos al mar" y es la primera empresa pesquera en alcanzar tres APL.
2019	La Compañía inaugura nuevo centro logístico en isla Rocuant, ubicado en Talcahuano, Región del Biobío. La subsidiaria Salmones Camanchaca presenta el nuevo Modelo de Sostenibilidad. El jurel, principal pesquería chilena, alcanza la certificación Marine Stewardship Council (MSC), que certifica que es una pesquería sostenible y cumple con las mejores prácticas pesqueras a nivel mundial.
2020	Cambio de nombre de "Compañía Pesquera Camanchaca S.A." a "Camanchaca S.A." Apertura de la subsidiaria Camanchaca México S.A. de C.V. con el objetivo de fortalecer la distribución y venta de productos elaborados por la compañía en dicho país.

Fuente: Memoria Anual año 2021, Camanchaca S.A.

2.1.3. Principales accionistas

En la Tabla N°8 se establece cierta información acerca de la propiedad de las acciones de Camanchaca S.A. al 30 de junio de 2022 con respecto a los 12 mayores accionistas (94,81% propiedad). Donde, es importante destacar que la Sociedad es controlada por don Jorge Fernández Valdés, a través de las sociedades Inversiones HFG Limitada, R.U.T. 76.076.557-0, propietaria directa del 33,17% de la Compañía, e Inversiones Los Fresnos SpA, R.U.T. 78.172.330-4, propietaria directa del 19,15% de la Compañía. La siguiente información se deriva de los registros e informes reportados a la Comisión para el Mercado Financiero.

Tabla N°8: Principales accionistas junio 2022

N°	Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
1	Inversiones HFG Ltda.	1.376.846.422	1.376.846.422	33,17%
2	Inversiones Los Fresnos Spa.	794.835.630	794.835.630	19,15%
3	Compass Small Cap Chile Fondo de inversión	402.324.154	402.324.154	9,69%
4	Inversiones HCL Ltda	300.544.260	300.544.260	7,24%
5	BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de inversión	282.657.208	282.657.208	6,81%
6	Toesca Small Cap Chile Fondo de inversión	156.602.044	156.602.044	3,77%
7	Banchile Administradora General de Fondos S.A.	152.394.257	152.394.257	3,67%
8	Siglo XXI Fondo de inversión	128.311.524	128.311.524	3,09%
9	Inversiones CIFCO Ltda.	102.520.160	102.520.160	2,47%
10	Banco de Chile por cuenta de Terceros CA	101.005.343	101.005.343	2,43%
11	Bci Small Cap Chile Fondo de inversión	85.814.042	85.814.042	2,07%
12	Larrain Vial Asset Management A.G.F. S.A.	51.744.131	51.744.131	1,25%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero, junio 2022

2.1.4. Estructura Corporativa

A continuación, en la Tabla N°9 se presenta la estructura corporativa de la Sociedad a junio 2022:

Tabla N°9: Estructura Corporativa Camanchaca 30.06.2022

RUT	Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
6.377.734-K	JORGE ANDRÉS FERNÁNDEZ GARCÍA	Presidente	21-04-2021
4.333.851-K	FRANCISCO DE BORJA CIFUENTES CORREA	Vicepresidente	21-04-2021
6.260.446-8	JAN STENGEL MEIERDIRKS	Director	21-04-2021
6.615.791-1	JUAN IGNACIO DOMINGUEZ ARTEAGA	Director	21-04-2021
6.980.834-4	MARÍA VERÓNICA MORALES MENA	Director	21-04-2021

RUT	Nombre	Cargo	Fecha Nombramiento
7.289.965-2	LUIS HERNÁN PAÚL FRESNO	Director	21-04-2021
14.504.615-7	CLAUDIO INGLESINI NIETO	Director	21-04-2021

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero, junio 2022

La estructura corporativa de la compañía no ha sufrido grandes cambios durante los periodos 2017-2022, donde, se han mantenido constantes los integrantes del directorio realizando reelecciones de un periodo de corte a otro (4 años). Sin embargo, es importante destacar que en el periodo 2018 se realizó el nombramiento e incorporación de la única mujer en el directorio doña María Verónica Morales y, mientras que, en el periodo de transición 2018-2021 se realizó el cambio del presidente del directorio don Jorge Fernandez Valdez por don Jorge Fernandez García.

La remuneración promedio recibida por los directores en los últimos 5 años equivale a MUS\$1.094, mientras que al 30.06.2022 asciende a MUS\$608.

2.1.5. Filiales

A continuación, en la Tabla N°10 se presenta el detalle de las subsidiarias incluidas en los estados financieros consolidados intermedios y su moneda funcional al 30.06.2022:

Tabla N°10: Filiales Camanchaca S.A. al 30.06.2022

Sociedad Consolidada	País Origen	Moneda Funcional	Porcentaje de participación		30.06.2022	31.12.2021
			Directo %	Indirecto %	Total %	Total %
Salmones Camanchaca S.A.	Chile	Dólar	70,29	-	70,29	70,29
Fiordo Blanco S.A.	Chile	Dólar	-	70,29	70,29	70,29
Fiordo Azul S.A.	Chile	Dólar	-	70,29	70,29	70,29
Camanchaca Cultivos Sur S.A.	Chile	Dólar	99,99	0,01	100,00	100,00
Transportes Interpolar Ltda.	Chile	Dólar	99,00	1,00	100,00	100,00
Aéreo Interpolar Ltda.	Chile	Dólar	99,00	1,00	100,00	100,00
Camanchaca SpA	Chile	Dólar	100,00	-	100,00	100,00
Camanchaca Pesca Sur S.A.	Chile	Dólar	70,00	-	70,00	70,00
Cannex S. A.	Chile	Peso Chileno	-	70,00	70,00	70,00
Camanchaca Inc.	EE.UU.	Dólar	0,05	99,95	100,00	100,00
Kabushiki Kaisha Camanchaca	Japón	Dólar	0,50	99,50	100,00	100,00
Camanchaca México S.A. de C.V.	México	Dólar	20,00	80,00	100,00	100,00
Camanchaca Europe S.L.	España	Dólar	1,00	99,00	100,00	-

Fuente: Estado Financiero Intermedio Consolidado, Camanchaca S.A. - junio 2022

Se puede observar que durante el año 2022 se ha incluido la adquisición de Camanchaca Europe S.L., siendo su participación 99% indirecta.

2.2. Descripción de la industria

La industria de la pesca como actividad, se remonta hace miles de años desde la aparición del ser humano, la cual ha permitido abastecerse de alimento en sus inicios, para luego transformarse en una industria consolidada a medida que los avances científicos e industriales han perfeccionado dicha actividad (FAO, 2020).

La industria de la Salmonicultura es una variedad de la Acuicultura que se enfoca en la producción de peces de la familia salmonidae, en específico salmónes para llegar al consumidor nacional como internacional. Camanchaca, se especializa en la producción y cultivo de Salmónes, Pesca Silvestre y el Cultivo de Mariscos para sus distintos mercados, de acuerdo con las regulaciones pertinentes (FAO, 2020).

En la actualidad, el negocio de la Salmonicultura se basa en la producción de peces, considerando activos biológicos, los cuales se les suministra alimentación, se resguardan de depredadores, se manejan con mejoras genéticas y los protegen de condiciones ambientales. Este proceso se realiza a través de un proceso de “engorda” entre 12-18 meses, para luego pasar a un proceso secundario para crear productos de valor agregado (filetes, porciones, etc) o eviscerados (FAO, 2020).

La Acuicultura se puede dividir en 2 categorías, la Acuicultura “Rural en Pequeña Escala” y la “Industrial de gran Escala” que se puede apreciar a continuación en la Tabla N°11.

Tabla N°11: Tipos de Acuicultura

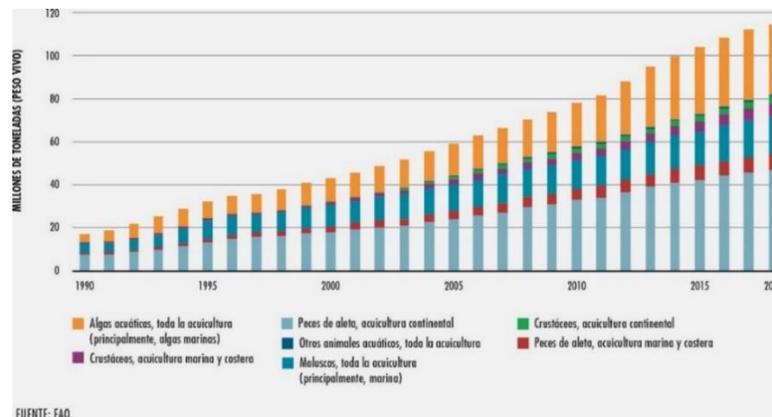
Tipos de Acuicultura	Descripción
Rural en Pequeña Escala	Enfocada en la empresa con un objetivo de desarrollo económico de zonas rurales y esta generalmente dirigida a pequeños productores, donde el factor productivo se distribuye entre los familiares.
Industrial en Gran Escala	Enfocada en empresas con una integración vertical, y es por donde va nuestra investigación, donde se necesita un alto nivel de aporte de capital para poder realizar la actividad. Por lo general concentra un alto capital humano con expertis en la materia, debido al alto costo inicial de la operación, como también la constante innovación y capacitación en nuevas tecnologías que van surgiendo.

Fuente: FAO,2020

El crecimiento de la industria ha ido aumentando en el transcurso del tiempo, como también la diversificación de los productos asociados, a medida que mayores

regulaciones, innovación industrial y científica, van permitiendo la posibilidad de extraer otros productos del mar, como también mejores formas de cultivarlos, como se puede apreciar en la Figura N°1.

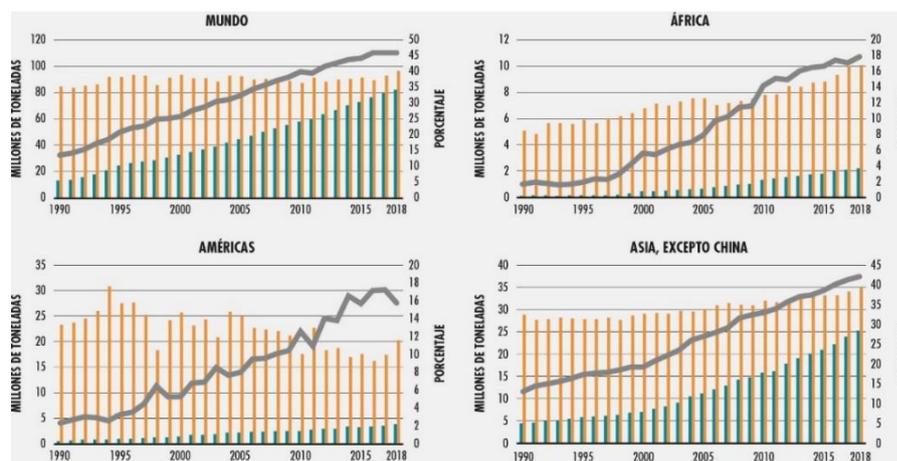
Figura N°1: Producción acuícola mundial de animales acuáticos y algas

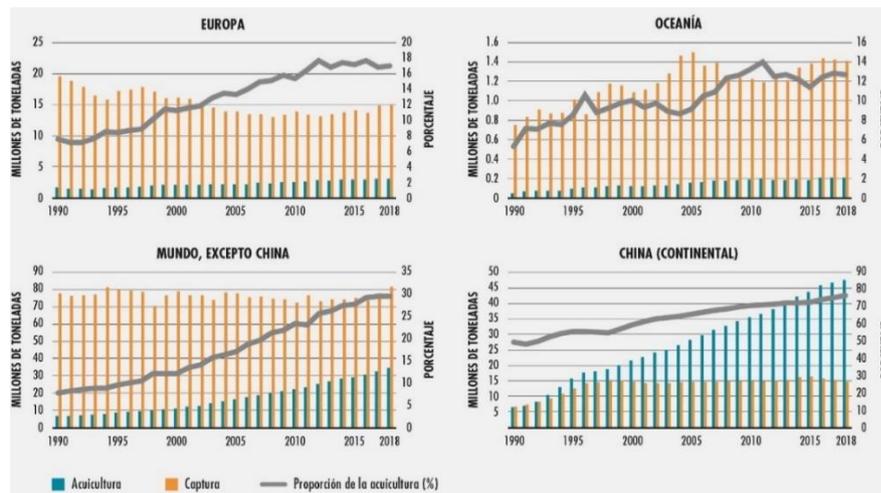


Fuente: FAO, 2020

Este crecimiento, potenciado por la mayor demanda por productos altos en proteína y bajos niveles de grasa, ha generado un aumento en la Acuicultura versus la Pesca por Captura o Extracción, esto a medida que el control del producto final es más alto en el proceso de la Acuicultura en todas sus variedades, como también es más probable de poder cumplir con ciertos niveles productivos para suplir la demanda. Esta información se desprende del “Estado Mundial de la Pesca y la Acuicultura 2020” creado por la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y Agricultura (FAO, 2020). Se puede apreciar dicho crecimiento en la Figura N°2.

Figura N°2: Aumento de la Contribución Acuicultura a la producción Mundial



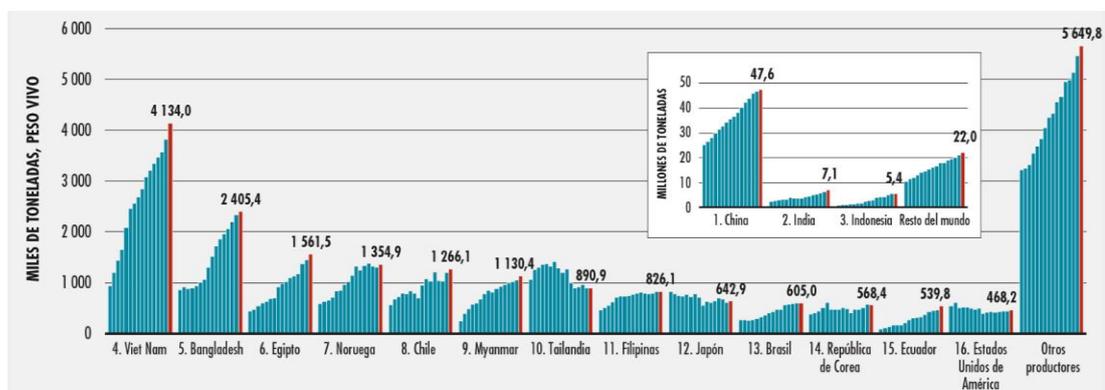


Fuente: FAO, 2020

2.2.1. Estado actual

Actualmente la industria vive un periodo de auge en términos de crecimiento, a medida que la demanda por estos productos va en aumento y generando que más países adopten este sistema productivo, esto genera una mayor competencia entre países, creando un ambiente de mayor innovación y de crear valor agregado en el producto. Esto es motivado por la llegada de grandes productores mundiales que se han integrado a esta industria, como China o India (FAO, 2020). Se puede apreciar en Figura N°3.

Figura N°3: Producción Acuícola Mundial



Fuente: FAO, 2020

Luego de sobrellevar la contingencia productiva, la industria cerró un 2021 con un alza del 18,2% en envíos de salmónes respecto al 2020, llegando a US\$ 5.180

millones y después de un 2020-2021 marcado por cierres de mercados y limitaciones productivas por la pandemia del COVID-19, la industria entro en una nueva contingencia por el conflicto en Ucrania, donde Rusia equivale el 7% de las exportaciones de Salmones y Truchas, tras EE.UU. , Japón y Brasil, por lo que la industria está expectante como las sanciones sobre Rusia pueden ir aumentando en el tiempo y estas ir atormentando nuevamente la industria (Camanchaca S.A., 2021).

Los retos a futuro para la industria apuntan hacia la sostenibilidad del negocio con el medioambiente, industria fuertemente critica por efectos contaminantes, para así ir acoplándose a las tendencias y exigencias internacionales de sostenibilidad, pero también no exento de retos relacionados a otras contingencias sanitaras que puedan mermar la productividad, el escenario política y regulatorio nacional en virtud de los cambios políticos actuales y la escasez de mano de obra en los centros productivos (Camanchaca S.A., 2021).

2.2.2. Regulación y Fiscalización

La empresa Camanchaca S.A es una sociedad anónima abierta que cotiza en bolsa y relacionada con el cultivo y explotación de peces, por lo que debe regirse a las siguientes regulaciones:

- Ley N°18.045 sobre el Mercado de Valores y normativa de la CMF
- Ley N°18.046 sobre las sociedades anónimas
- Ley N°21.437 sobre la Ley de Pesca

Para el caso de filiales que coticen en el extranjero, como los “Salmones Camanchaca” que cotiza en la bolsa de Oslo, Noruega, debe regirse también según la regulación que imponga dicho país.

2.2.3. Riesgos

De acuerdo con la Memorial Anual 2021 de Camanchaca S.A., la Sociedad se encuentra expuesta a diversos factores externos que pueden tener incidencias significativas en sus rendimientos, es por ello, que a continuación presentamos un resumen de sus principales riesgos:

- **Riesgos Fitosanitarios**, los cuales son riesgos por enfermedades o algún parásito que puede llegar a afectar la biomasa productiva, aumentando la

mortalidad y/o reduciendo el crecimiento de las especies producidas, mermando los volúmenes de producción y venta.

- **Riesgos de la Naturaleza**, aquellos que pueden afectar la normalidad en el funcionamiento del proceso productivo, como una erupción volcánica, marejadas, tsunamis, florecimientos de algas nocivas, bajas de oxígeno, terremotos u otro factor que pueda poner en riesgo la biomasa, la infraestructura de producción y las capturas pesqueras.
- **Riesgos de Mercado**, como la empresa exporta a varios mercados, esta expuesta a la variación constante de los precios en sus distintas líneas de producción, por lo que le es imposible mantener un stock de productos para esperar mejores precios, debido a esto, debe estar constantemente negociando precios. También está sujeta a la variación de los precios de los commodities como el petróleo o el bunker oil, y como Camanchaca y la industria no puede asegurar capturas futuras, no realiza derivados para poder mitigar este riesgo.
- **Riesgos Regulatorio**, donde los negocios realizados por Camanchaca están fuertemente dependientes del marco regulatorio, de la creación y reformas de leyes, por lo que es un factor de riesgo relevante para las proyecciones futuras sobre el crecimiento de la compañía, los cuales podrían afectar los resultados.
- **Riesgo Social y Política**, las condiciones sociales y políticas pueden crear interrupciones operativas que mermen la producción y la cadena de suministros, como la paralización de puertos, interrupción de plantas de procesamiento, acceso a servicios públicos o seguridad de las instalaciones, las cuales pueden afectar y retrasar cosechas, capturas, producción y envíos de la producción hacia otros mercados, generando incumplimientos de contratos.
- **Riesgo de Liquidez**, debido a posibles desajustes entre las necesidades de la compañía en temas de inversión de activos, gastos operativos o vencimiento de deudas frente a la fuente de los fondos, como lo son los ingresos por ventas, cuentas por cobrar y el acceso al financiamiento. Camanchaca combate este riesgo a través de una política financiera conservadora y prudente, manteniendo una liquidez estable, líneas de financiamiento y manteniendo foco en el cumplimiento de las obligaciones financieras.

- **Riesgo de Tasa de Interés**, este riesgo proviene de la línea de financiamiento de largo plazo, ya que posee un componente variable que se modifica semestralmente, donde según las condiciones que presente el mercado esta evalúa alternativas de cobertura, las que no han sido necesarias por las políticas monetarias expansivas de los principales Bancos Centrales del mundo en los últimos 20 años.

2.2.4. Empresas comparables

Como empresas comparables, hemos detectado 4 empresas que compiten con Camanchaca S.A y que pertenecen a países distintos entre sí, que son Blumar S.A (Chile), Pesquera Exalmar (Perú), MOWI ASA (Noruega) y MultiExport Foods S.A.(Chile).

En las Tablas N°12 y 13, se resume los antecedentes de Blumar S.A.

Tabla N°12: Blumar S.A.

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	BLUMAR
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa creada en 2011 tras la fusión de Pesquera Itata SA y Pesquera El Golfo SA, dedicada al negocio pesquero y acuícola, donde sus principales líneas de negocios son la Pesquera (Harina y aceite de Pescado, Jurel y merluza congelada) y Acuícola (Salmon, trucha y choritos) donde sus principales mercados son Asia y Norteamérica, como también Europa y Latinoamérica en menor medida. Poseen más de 2.100 colaboradores.
Países	Chile
Negocios	Se destaca las líneas de negocios Acuícola que corresponde al del Salmon, trucha y choritos y el negocio Pesquero, que incluye la Harina y aceite de pescado, Jurel y Merluza congelada.

Fuente: Memoria Anual año 2021, Blumar S.A. y Bolsa de Santiago

Tabla N°13: Antecedentes Financieros de Blumar S.A.

Cifras en MUSD	Blumar S.A.			
	31-12-2021	%	30-06-2022	%
Ingresos por segmento	\$ 626.269	100%	\$ 334.863	100%
Pesca	\$ 233.494	37%	\$ 159.238	48%
Acuícola	\$ 392.775	63%	\$ 175.625	52%
EBITDA por segmento	\$ 86.831	100%	\$ 81.758	100%
Pesca	\$ 74.931	86%	\$ 61.988	76%
Acuícola	\$ 11.900	14%	\$ 19.770	24%

Por país o geografía	\$	626.269	100%	\$	334.863	100%
Asia	\$	99.559	16%	\$	60.597	18%
América	\$	276.878	44%	\$	135.252	40%
Europa	\$	34.678	6%	\$	24.701	7%
África - Oceanía	\$	83.350	13%	\$	46.777	14%
Nacional	\$	131.804	21%	\$	67.536	20%

Fuente: Memoria Integrada año 2021, EEFF 2do trimestre 2022, Blumar S.A.

En las Tablas N°14 y 15, se resume los antecedentes de Pesquera Exalmar S.A.A.

Tabla N°14: Pesquera Exalmar S.A.A.

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	EXALMC1
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Valores de Lima S.A.A.
Descripción de la empresa	Es una empresa con más de 40 años dedicada a la extracción, transformación y comercialización de recursos marinos para el consumo humano directo e indirecto, como también todo lo que conlleva el proceso de harina y aceite de pescado. Posee más de 1330 trabajadores y exporta a todos los continentes del mundo.
Países	Perú
Negocios	Se destaca las líneas de Consumo Humano Directo que engloba la extracción de moluscos, peces y productos de valor agregado, como también el Consumo Humano Indirecto, que engloba la producción y distribución de Harina y Aceite de pescado.

Fuente: Memoria Anual año 2021, Pesquera Exalmar S.A.A., Bolsa de Valores de Lima.

Tabla N°15: Antecedentes Financieros de Pesquera Exalmar S.A.A.

Pesquera Exalmar S.A.A.						
Cifras en MUSD	31-12-2021		30-06-2022		%	
Ingresos por segmento	\$	397.042	100%	\$	192.508	100%
Harina Pescado	\$	291.939	74%	\$	146.387	76%
Aceite Pescado	\$	71.189	18%	\$	21.994	11%
Pescado Congelado	\$	16.628	4%	\$	19.801	10%
Otros	\$	17.286	4%	\$	4.326	2%
EBITDA Empresa	\$	56.398		\$	36.021	
Por país o geografía	\$	397.042	100%	\$	341.289	100%
Asia	\$	278.131	70%	\$	259.773	76%
América	\$	48.743	12%	\$	42.871	13%
Europa	\$	51.875	13%	\$	10.133	3%
Oceanía	\$	5.019	1%	\$	3.670	1%
África	\$	13.274	3%	\$	24.842	7%

Fuente: Memoria Anual año 2021, EEFF 2do trimestre 2022, Pesquera Exalmar S.A.A.

En las Tablas N° 16 y 17, se resume los antecedentes de MOWI ASA.

Tabla N°16: Pesquera MOWI ASA

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	MOWI
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Comercio de Oslo
Descripción de la empresa	Empresa creada en 1964, actualmente se dedica al negocio de la piscicultura, principalmente en el Salmon y Trucha, como también sus derivados. Posee actualmente más de 13900 trabajadores en todo el mundo, en sus respectivas operaciones.
Países	Noruega, Escocia, Canada, Islas Faroe, Irlanda y Chile.
Negocios	Se destaca las líneas de negocios la alimentación, producción y posterior distribución a nivel mundial de Salmon, con valor agregado, para el consumo humano.

Fuente: Informe Anual Integrado 2021, Pesquera MOWI ASA, Bolsa de Valores de Oslo.

Tabla N°17: Antecedentes Financieros de MOWI ASA

MOWI ASA				
Ingresos por segmentos	31-12-2022	%	30-06-2022	%
Ingresos por segmento	\$ 4.714.690	100%	\$ 2.438.013	100%
Feeds	\$ 6.439	0%	\$ 2.503	0%
Farming	\$ 28.130	1%	\$ 27.118	1%
Sales Mark	\$4.677.749	99%	\$2.397.440	98%
Others	\$ 2.372	0%	\$ 10.952	0%
EBITDA Empresa	\$ 779.832		\$ 638.316	
Por país o geografía	\$4.714.012	100%	\$2.438.743	100%
Europa	\$3.202.925	68%	\$1.612.374	66%
América	\$1.016.391	22%	\$ 559.048	23%
Asia	\$ 422.508	9%	\$ 228.417	9%
Resto del Mundo	\$ 72.188	2%	\$ 38.904	2%

Fuente: Informe Anual Integrado 2021, EEFF 2do trimestre 2022, MOWI ASA.

En las Tablas N° 18 y 19, se resume los antecedentes de Multiexport Foods S.A.

Tabla N°18: MultiExport Foods S.A.

Tipo de información	Descripción
Nemotécnico	Multifoods
Clase de Acción	Serie Única
Derechos de cada clase	Acciones comunes con derecho a dividendo
Mercados donde transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa pionera de la acuicultura Chilena y Mundial con 34 años de experiencia, marcados por el foco en crecimiento, sustentabilidad y rentabilidad.
Países	Chile, Estados Unidos, Brasil, China, Europa, Asia (ex. China) y otros.
Negocios	La Administración, y el Grupo, analiza y controla la información financiera en una única unidad de negocios, denominada Salmones y truchas, que cubre la totalidad de las operaciones.

Fuente: Memoria Anual año 2021, MultiExport Foods S.A. y Bolsa de Santiago

Tabla N°19: Antecedentes Financieros de MultiExport Foods S.A.

MultiExport Foods S.A.				
Ingresos por segmentos	31-12-2021	%	30-06-2022	%
Ingresos por segmento	\$ 633.595	100%	\$ 282.916	100%
Salmones	\$ 633.595	100%	\$ 282.916	100%
EBITDA Empresa	\$ 99.599		\$ 60.135	
Por país o geografía	\$ 633.595	100%	\$ 282.916	100%
Estados Unidos	\$ 362.018	57%	\$ 171.852	61%
Brasil	\$ 117.503	19%	\$ 39.973	14%
Chile	\$ 43.996	7%	\$ 21.514	8%
China	\$ 12.504	2%	\$ 4.343	2%
Asia (Excl. China)	\$ 27.829	4%	\$ 9.466	3%
Europa	\$ 12.991	2%	\$ 9.796	3%
Otros	\$ 56.754	9%	\$ 25.972	9%

Fuente: Memoria Integrada año 2021, EEFF 2do trimestre 2022, MultiExport Foods S.A.

Luego de realizar un análisis exhaustivo de las empresas comparables, se procedió a confeccionar la Tabla N°20 y N°21, donde, se puede apreciar las distintas líneas de negocio de Camanchaca S.A. conjunto a la equivalencia de las compañías comparables, las cuales, se detallan a continuación:

Tabla N°20: Peso relativo Ingresos por Líneas de Negocio de Empresas Comparables ¹²³⁴

	Camanchaca S.A. 30-06-2022		BLUMAR S.A. 30-06-2022		Pesquera Exalmar S.A.A. 30-06-2022		MOWI ASA 30-06-2022		MultiExport Foods S.A. 30-06-2022	
Ingresos por segmentos										
Pesca	\$ 149.673	39%	\$ 159.238	48%	\$ 188.182	98%	\$ -	0%	\$ -	0%
Salmón	\$ 217.558	57%	\$ 175.625	52%	\$ -	0%	\$ 2.397.440	98%	\$ 282.916	100%
Cultivos	\$ 14.027	4%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ 27.118	1%	\$ -	0%
Otros	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ 4.326	2%	\$ 13.455	1%	\$ -	0%
Total	\$ 381.258	100%	\$ 334.863	100%	\$ 192.508	100%	\$ 2.438.013	100%	\$ 282.916	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados de los comparables.

Tabla N°21: Peso relativo EBITDA por Líneas de Negocio de Empresas Comparables

	Camanchaca S.A. 30-06-2022		BLUMAR S.A. 30-06-2022		Pesquera Exalmar S.A.A. 30-06-2022		MOWI ASA 30-06-2022		MultiExport Foods S.A. 30-06-2022	
EBITDA										
Pesca	\$ 37.357	58,74%	\$ 61.988	76%	\$ 35.212	98%	\$ -	0%	\$ -	0%
Salmón	\$ 26.152	41,12%	\$ 19.770	24%	\$ -	0%	\$ 627.693	98%	\$ 60.135	100%
Cultivos	\$ 85	0,13%	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ 7.100	1%	\$ -	0%
Otros	\$ -	0%	\$ -	0%	\$ 809	2%	\$ 3.523	1%	\$ -	0%
Total	\$ 63.594	100%	\$ 81.758	100%	\$ 36.021	100%	\$ 638.316	100%	\$ 60.135	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados de los comparables.

En base a las Tablas N°20 y 21, se puede observar la realización de una equivalencia entre las líneas de negocios de las empresas comparables y Camanchaca S.A. con la finalidad de realizar un comparativo entre ambas. Lo anterior, de acuerdo con los tipos de producto y negocios en los que operan dichas compañías.

Por otra parte, se evidencia que ninguna de las tres compañías es ciento por ciento comparable con Camanchaca S.A., sin embargo, cada una de ellas posee un segmento dominante (% de los ingresos y EBITDA), el cual, sirve como base para ser considerada como comparable dentro de la industria acuícola.

¹ Segmento Pesca: Se incluyen las actividades tales como: pesca, harina de pescado, aceite de pescado, pescado congelado y Sales Mark.

² Segmento Cultivos: Se incluyen las actividades tales como: farming.

³ Segmento Otros: Se incluyen las actividades tales como: otros, feeds y others.

⁴ Segmento Salmón: Se incluyen las actividades tales como: acuicultura, salmones y truchas.

5. Análisis del Negocio

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Para realizar el análisis de crecimiento de la empresa, hemos confeccionado las Tablas N°30, N°31 y N°32, las cuales, se presentan a continuación:

Tabla N°22: Ingresos ordinarios clasificados por segmentos operativos

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos por segmento	469.674	626.481	620.030	539.322	640.309	381.258
Pesca	132.210	163.167	157.621	161.019	210.133	149.673
Salmón	309.964	433.406	435.576	345.445	391.601	217.558
Cultivos	27.500	29.908	26.833	32.858	38.575	14.027

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

Tabla N°23: Peso relativo por segmentos operativos

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Clasificación por segmento	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Pesca	28%	26%	25%	30%	33%	39%
Salmón	66%	69%	70%	64%	61%	57%
Cultivos	6%	5%	4%	6%	6%	4%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

Tabla N°24: Análisis de crecimiento de Camanchaca S.A.⁵

Cifras en MUSD	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2021	30-06-2022
Pesca	107.375	132.210	163.167	157.621	161.019	210.133	106.300	149.673
Salmón	352.751	309.964	433.406	435.576	345.445	391.601	185.139	217.558
Cultivos	28.064	27.500	29.908	26.833	32.858	38.575	20.756	14.027
Ingresos Ordinarios (Total)	488.190	469.674	626.481	620.030	539.322	640.309	312.195	381.258

Crecimiento	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Pesca	23,1%	23,4%	-3,4%	2,2%	30,5%	40,8%
Salmón	-12,1%	39,8%	0,5%	-20,7%	13,4%	17,5%
Cultivos	-2,0%	8,8%	-10,3%	22,5%	17,4%	-32,4%
Ingresos Ordinarios (Total)	-3,8%	33,4%	-1,0%	-13,0%	18,7%	22,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

⁵ Crecimiento junio 2022: Para realizar el análisis de crecimiento del primer semestre 2022, se utilizó como base comparativa el periodo anterior (junio 2021).

Análisis de los ingresos por periodo:

- **Año 2017:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos consolidados de Camanchaca cayeron en un 3,8% durante el periodo, alcanzando un total de US \$470 millones, producto de la caída de un 12,1% en el segmento de Salmones, el segmento Pesca subió un 23,1% en sus ingresos y el área de Cultivos tuvo una caída del 2% en sus ingresos en relación con el año anterior (Camanchaca S.A., 2017).

La caída de ingresos de Salmones fue dada por diversos factores, donde, los más relevantes fueron el menor volumen vendido (23,7%) y mejores precios en el mercado (16,8%). En el segmento de la Pesca y tras normalizarse las condiciones generadas por el Fenómeno del Niño, se produjo un efecto positivo producto de mejores capturas y mayores ventas, aunque de igual forma se vieron afectados por menores precios en sus principales productos, como el Aceite de Pescado (-24,3%), Harina de Pescado (-12,7%), Conservas Jurel (-9,5%) y Congelado de Jurel (-14,5%) (Camanchaca S.A., 2017).

En términos de márgenes, los Salmones equivalieron a un 66% de los Ingresos Ordinarios en el 2017, cuando la Pesca fue el 28% y los Cultivos un 6%, evidenciando la importancia del Segmento de Salmones para Camanchaca y la influencia que puede tener en sus resultados finales (Camanchaca S.A., 2017).

- **Año 2018:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos aumentaron en un 34% respecto del año 2017, registrando US\$ 626 millones en 2018, producto del aumento en las ventas del segmento de Pesca en 23,4%, Salmones 39,8% y Cultivos en un 8,8% respecto del año anterior. La variación significativa en el segmento de Salmones es provocada por el aumento en el precio de la Harina de Pescado (13%) y Aceite de Pescado (29%), recuperándose este último de la situación anómala de 2017, cuando hubo mayor oferta peruana de aceite en el segmento para acuicultura (Camanchaca S.A., 2018).

Durante el año 2018, aumentaron las capturas de Jurel (33%), alcanzando un total de 77 mil toneladas, trayendo consigo un incremento en las ventas de Jurel congelado (21%), con un aumento en el precio del producto de un 15%,

como consecuencia de la recuperación de los mercados africanos (Camanchaca S.A., 2018).

Respecto a los márgenes el segmento de Salmones sigue siendo el predominante con un 69%, seguido por la Pesca 28% y finalmente el segmento Cultivos con un 5%.

- **Año 2019:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos fueron similares a los del año 2018, con una disminución de un (-1%) registrando US\$ 620 millones, esto atribuido a menores ingresos en los segmentos de Pesca y Cultivos, que fueron compensados por mejores rendimientos en Salmones. Esto se generó por menores capturas de Pesca en la zona norte, que impactaron la producción y la venta final de Aceite de Pescado y Harina de Pescado, mientras que el segmento de Cultivos se vio perjudicado por menores rendimientos en sus procesos de mejillones. En el segmento Salmones, se obtuvo una mejor cosecha que el año 2018, con un 10,8% superior, llegando a las 20.288 toneladas de WFE (Salmon Atlántico) y en el Salmon del Pacífico (Coho) fue de 4.302 toneladas de WFE en su primer año de producción, donde, en términos de precios estuvieron un 2,4% por debajo del 2018 en US\$ 6,26/kg WFE (Camanchaca S.A., 2019).

En márgenes, el Salmon sigue aumentando su ponderación en los ingresos de Camanchaca, llegando a ser el 70% de los ingresos ordinarios (US\$ 435 millones). El segmento de Pesca tuvo un mejor rendimiento en capturas para el Jurel en un 6,6%, pero en Anchoqueta cayeron un 27,2% por las restricciones a las capturas por presencia de peces de talla baja. Los precios de la Harina y Aceite de Pescado cayeron un 10,8% y 11,8% respectivamente en el 2019, por mayores cuotas declaradas en Perú y menor consumo por parte de China. En márgenes, la Pesca disminuyó a un 25% del total de los ingresos de Camanchaca, evidenciando los problemas en las cuotas y la demanda internacional. En términos de márgenes para el segmento de Cultivos, se mantuvo en un porcentaje minoritario y disminuyendo a un 4% de los ingresos totales, por los problemas asociados a la eficiencia en sus centros de cultivos (Camanchaca S.A., 2019).

- **Año 2020:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos Ordinarios disminuyeron el 2020 a US\$ 539 millones, siendo un 13% inferiores a los del año 2019, donde, el Segmento de Cultivos tuvo un aumento del 22,5% ayudado por el cultivo de Truchas que contribuyó en US\$ 2,3 millones versus la pérdida de US\$ -2,5 millones en 2019, en términos de márgenes y también el mejoramiento de los cultivos en Mejillones en un 20,1%, género que el segmento de Cultivos aumentara su ponderación en los ingresos totales a un 6% como lo era en 2017, siendo US\$ 32.858 millones (Camanchaca S.A., 2020).

El segmento de Salmones bajo un -20,7% en sus ingresos, esto por la caída de los precios del Salmon Atlántico en un 8,3%, llevando a disminuir su ponderación en los ingresos totales a un 64% del total, esto por la caída de los precios generados por la pandemia, independientemente de que se produjo un tonelaje similar que el 2019. En el segmento de Pesca, se tuvo un aumento del 2,2% en sus ingresos, en términos de márgenes, siendo un 30% del total de ingresos, esto influenciado en la caída de los ingresos del Segmento Salmones. Estos resultados fueron potenciados por los aumentos en capturas de Jurel en un 27% en la zona centro-sur, alcanzando 92,7 mil toneladas que excedieron la cuota de 63 mil toneladas por compras internacionales a otros miembros de la ORP del Jurel, en cambio la zona norte redujo en un 60% sus capturas por el escaso ambiente de pesca (biomasa dispersa) y las limitaciones judiciales a las perforaciones en la zona dentro de las cinco millas. Los precios del Jurel cayeron un 6% respecto al 2019, por la menor demanda en los mercados, las ventas de Harina y Aceite de Pescado disminuyeron un 16% y aumentaron 41% respectivamente, por mayor producción de la zona centro-sur y el aumento en los precios de un 13,6% (Harina) y 28,4% (Aceite) (Camanchaca S.A., 2020).

- **Año 2021:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos aumentaron en un 18,7% respecto del año 2019, registrando US\$ 640 millones en 2021, producto del aumento en las ventas del segmento de Pesca en 30,5%, Salmones 13,4% y Cultivos en un 17,4% respecto del año anterior (Camanchaca S.A., 2021). Lo anterior, asociado directamente con el volumen de ventas de Harina y Aceite de pescado, el cual, aumentó en 36%

en 2021, impulsado por la buena temporada de pesca en la zona centro-sur tanto de Jurel como Sardina, en línea con las capturas del año 2020. Hubo una importante recuperación de capturas en la zona norte con más del doble respecto al año anterior, pero aun distante de niveles históricos y de las cuotas. Por su parte, la cantidad vendida de langostinos fue 30% superior a lo registrado en 2020, año en que se vieron afectados por restricciones operativas causadas por la pandemia. Los precios de la conserva de Jurel aumentaron en un 7% respecto a 2020, donde, el mercado nacional se convirtió en el principal destino. Por su parte, el precio del Jurel congelado aumentó un 36% (Camanchaca S.A., 2021).

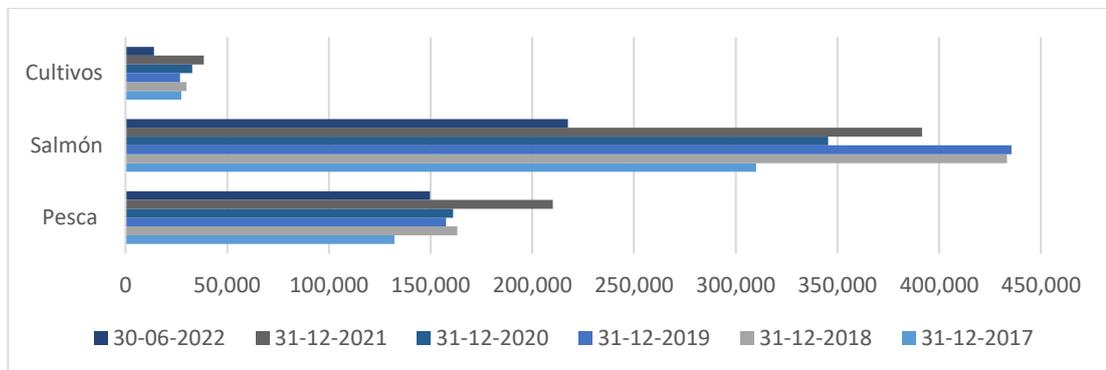
Las cosechas de Salmones alcanzaron 40.095 TM WFE, 24% menores al año anterior afectadas por las mortalidades y menores crecimientos asociadas a los eventos de algas y oxígeno del fiordo Reñihue y el Comau (X región) en el primer semestre del año. Las cosechas totales de la temporada de Coho del 2021 fueron 1.842 TM WFE en el año y de 2.505 TM WFE incluido el volumen cosechado en enero de 2022 (Camanchaca S.A., 2021).

En términos de márgenes para el segmento de Pesca aumento en un 3%, mientras que el de Salmones disminuyó en 3% asociado al menor crecimiento y mortalidad de los activos, por su parte el segmento de Cultivos se mantiene constante en el 6% (Camanchaca S.A., 2021).

- **Año 2022:** En las Tablas N°30, N°31 y N°32, se puede observar que los ingresos consolidados de Camanchaca para el primer semestre 2022 alcanzaron un total de US \$381, donde el segmento de Pesca representa un 39% del total, el segmento de Salmones un 57% y Cultivos un 4%. Durante el primer semestre, las capturas de Jurel en la zona centro-sur completaron un 82% de la cuota anual, alcanzando 75,4 mil toneladas. El precio del Jurel congelado alcanzó los US\$ 1.002 en 1S 2022, un 4,5% inferior al 1S 2021. Los precios de venta de Harina y Aceite de pescado aumentaron un 14,4% y un 47,5%, respectivamente en 1S 2022, principalmente por alzas de precios de sustitutos (aceites y proteínas vegetales), por la mayor demanda china, y por una menor captura en Perú, la que concluyó en julio después de capturar el 16% menos que la cuota asignada (Camanchaca S.A., 2022).

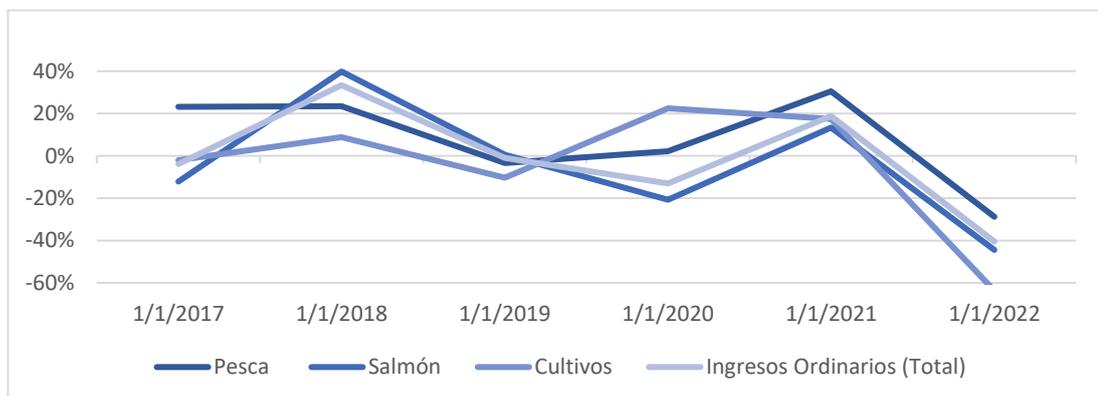
A continuación, en las Figuras N°6 y N°7 se puede observar el crecimiento de las distintas líneas de negocios de Camanchaca S.A.:

Figura N°4: Representación gráfica de los ingresos por segmento año 2017-2022



Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

Figura N°5: Evolución de los ingresos ordinarios separados por segmentos



Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

De acuerdo con los gráficos N°6 y N°7, podemos observar que a nivel general el segmento de Cultivos se ha mantenido constante en el tiempo, sufriendo un alza en 2021 asociada al aumento en las cosechas de materia prima con rendimientos excelentes en Cultivo Sur (mejillones) y la reducción de los costos. Por su parte, el segmento de Salmones ha aumentado gradualmente en los últimos 5 años, mientras que el segmento de Pesca ha experimentado su apogeo en el año 2021 producto del éxito en la producción en la zona centro-sur del país.

A continuación, en las Tablas N°34 y N°34 se presentan los ingresos por segmentos a partir de la Zona Geográfica:

Tabla N°25: Ingresos por segmentos por Zona Geográfica

Cifras por Zona Geográficas	31-12-2017				31-12-2018				31-12-2019			
	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$
EE.UU.	14.662	166.121	7.844	188.627	15.585	194.341	7.270	217.196	16.821	209.021	12.068	237.910
Europa+Eurasia	6.321	32.682	12.253	51.256	5.722	97.376	17.122	120.220	3.392	62.493	9.243	75.128
Europa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rusia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asia Ex Japón	40.085	16.814	1.180	58.079	53.574	28.188	1.290	83.052	36.485	24.802	1.114	62.401
Japón	4.678	28.396	4.405	37.479	6.046	16.500	2.844	25.390	8.820	37.913	3.260	49.993
LATAM ex Chile	15.703	50.271	656	66.630	8.994	74.037	530	83.561	9.201	69.727	303	79.231
México	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mercado Nacional	39.681	13.232	1.002	53.915	43.657	20.067	728	64.452	49.283	26.936	695	76.914
Otros	11.080	2.449	160	13.689	29.589	2.897	123	32.609	33.619	4.684	150	38.453
Total	132.210	309.965	27.500	469.675	163.167	433.406	29.907	626.480	157.621	435.576	26.833	620.030

Cifras por Zona Geográficas	31-12-2020				31-12-2021				30-06-2022			
	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$	Pesca MUS\$	Salmón MUS\$	Cultivos MUS\$	Total MUS\$
EE.UU.	27.442	189.459	10.973	227.874	42.635	218.900	12.435	273.970	26.219	114.732	5.515	146.466
Europa+Eurasia	8.798	20.085	14.380	43.263	9.033	19.355	16.916	45.304	-	-	-	-
Europa	-	-	-	-	-	-	-	-	14.534	3.338	4.037	21.909
Rusia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.404	419	2.823
Asia Ex Japón	32.758	17.466	1.567	51.791	62.522	15.139	1.795	79.456	41.294	11.335	1.281	53.910
Japón	11.213	35.636	3.456	50.305	10.227	28.539	3.466	42.232	1.707	9.941	1.216	12.864
LATAM ex Chile	6.442	57.068	608	64.118	8.872	76.292	927	86.091	2.250	19.428	172	21.850
México	-	-	-	-	-	-	-	-	12	34.572	267	34.851
Mercado Nacional	51.210	22.063	1.853	75.126	54.378	32.344	2.541	89.263	30.697	21.264	940	52.901
Otros	23.156	3.668	21	26.845	22.466	1.032	495	23.993	32.960	544	180	33.684
Total	161.019	345.445	32.858	539.322	210.133	391.601	38.575	640.309	149.673	217.558	14.027	381.258

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

Tabla N°26: Peso relativo de ingresos por segmentos por Zona Geográfica

Cifras por Zona Geográficas	31-12-2017				31-12-2018				31-12-2019			
	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %
EE.UU.	8%	88%	4%	40%	7%	89%	3%	35%	7%	88%	5%	38%
Europa+Eurasia	12%	64%	24%	11%	5%	81%	14%	19%	5%	83%	12%	12%
Europa	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rusia	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Asia Ex Japón	69%	29%	2%	12%	65%	34%	2%	13%	58%	40%	2%	10%
Japón	12%	76%	12%	8%	24%	65%	11%	4%	18%	76%	7%	8%
LATAM ex Chile	24%	75%	1%	14%	11%	89%	1%	13%	12%	88%	0%	13%
México	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Mercado Nacional	74%	25%	2%	11%	68%	31%	1%	10%	64%	35%	1%	12%
Otros	81%	18%	1%	3%	91%	9%	0%	5%	87%	12%	0%	6%
Total	28%	66%	6%	100%	26%	69%	5%	100%	25%	70%	4%	100%

Cifras por Zona Geográficas	31-12-2020				31-12-2021				30-06-2022			
	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %	Pesca %	Salmón %	Cultivos %	Total %
EE.UU.	12,0%	83,1%	4,8%	42%	15,6%	79,9%	4,5%	43%	17,9%	78,3%	3,8%	38%
Europa+Eurasia	20,3%	46,4%	33,2%	8%	19,9%	42,7%	37,3%	7%	0,0%	0,0%	0,0%	0%
Europa	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%	66,3%	15,2%	18,4%	6%
Rusia	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0,0%	85,2%	14,8%	1%
Asia Ex Japón	63,3%	33,7%	3,0%	10%	78,7%	19,1%	2,3%	12%	76,6%	21,0%	2,4%	14%
Japón	22,3%	70,8%	6,9%	9%	24,2%	67,6%	8,2%	7%	13,3%	77,3%	9,5%	3%
LATAM ex Chile	10,0%	89,0%	0,9%	12%	10,3%	88,6%	1,1%	13%	10,3%	88,9%	0,8%	6%
México	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	9%
Mercado Nacional	68,2%	29,4%	2,5%	14%	60,9%	36,2%	2,8%	14%	58,0%	40,2%	1,8%	14%
Otros	86,3%	13,7%	0,1%	5%	93,6%	4,3%	2,1%	4%	97,9%	1,6%	0,5%	9%
Total	29,9%	64,1%	6,1%	100%	33%	61%	6%	100%	39,3%	57,1%	3,7%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca

En las Tablas N°33 y N°34, se puede apreciar los Ingresos por Geografía de Camanchaca en todos sus segmentos, donde Estados Unidos mantiene una ponderación de un 39,5% promedio de los ingresos de Camanchaca en los 6 periodos de análisis, donde su principal segmento en termino de ingresos es el Salmon, coincidente con la mayor ponderación en los Ingresos de Camanchaca.

Es seguido por el Mercado Nacional que ha ido aumentando su ponderación e ingresos en términos relativos con las otras geografías, teniendo un promedio de 13% donde el mayor ingreso proviene desde la Pesca a diferencia de Estados Unidos, pero en los últimos años el segmento de Salmon ha ido aumentando su participación en el Mercado Nacional.

En tercer lugar, esta Asia Ex Japón, que en promedio equivale al 12% de los ingresos de Camanchaca, donde la Pesca se mantiene como el segmento más importante para dicha geografía y su ponderación en los ingresos totales ha ido en aumento los últimos años.

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Para realizar el análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa, hemos confeccionado las Tablas N°35 y N°36, las cuales, se presentan a continuación:

Tabla N°27: Costo de Venta, Distribución y GAV Camanchaca S.A.

Segmento/Categoría (en MUSD)	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Costo de Venta	-394.077	-491.765	-504.774	-505.219	-585.542	-298.092
Pesca	-124.265	-127.634	-140.003	-142.706	-177.522	-103.212
Salmón	-247.014	-338.215	-343.998	-339.412	-380.333	-183.629
Cultivos	-22.797	-25.916	-20.773	-23.101	-27.687	-11.250
Costo de Distribución	-24.792	-28.550	-28.528	-28.469	-31.683	-17.391
Pesca	-11.043	-11.124	-12.307	-11.051	-13.920	-8.218
Salmón	-9.769	-13.665	-13.125	-14.078	-13.638	-6.879
Cultivos	-3.980	-3.761	-3.096	-3.340	-4.125	-2.294
Gastos de Administración	-29.547	-31.230	-19.272	-16.215	-17.122	-8.799
Pesca	-13.866	-13.687	-7.426	-6.221	-6.594	-3.425
Salmón	-11.777	-13.928	-9.332	-7.836	-8.192	-4.298
Cultivos	-3.904	-3.615	-2.515	-2.158	-2.336	-1.076
Total GAV, Costos de Venta y Distribución	-448.415	-551.545	-552.574	-549.903	-634.347	-324.281

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Tabla N°28: Gastos sobre Ingresos (%) Camanchaca S.A.

Relación Gastos/Ingresos	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Costo de Venta	84%	78%	81%	94%	91%	78%
Pesca	26%	20%	23%	26%	28%	27%
Salmón	53%	54%	55%	63%	59%	48%
Cultivos	5%	4%	3%	4%	4%	3%
Costo de Distribución	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Pesca	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Salmón	2%	2%	2%	3%	2%	2%
Cultivos	1%	1%	0%	1%	1%	1%
Gastos de Administración	6%	5%	3%	3%	3%	2%
Pesca	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Salmón	3%	2%	2%	1%	1%	1%
Cultivos	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Total	95%	88%	89%	102%	99%	85%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Análisis de los costos y gastos por periodo:

- **Año 2017:** Durante el 2017, se evidenciaron menores costes de cosecha en el segmento de Salmones por un mayor eficiencia y rendimiento en el proceso de cosecha de Salmones, los cuales bajaron un 9% con respecto al 2016, siendo este segmento el 57% de los gastos sobre los ingresos totales, siendo

el más importante de la empresa. En el segmento de Pesca, que corresponde al 32% de la ponderación de gastos sobre ingresos totales para ese año, se vio fuertemente afectado por los precios de los combustibles que impactaron directamente en el proceso de pesca de todos los productos, que, sumado a la caída en los precios del Aceite y Harina de Pescado por la influencia de Perú en el mercado, perjudicó fuertemente al segmento Pesca, la cual generó pérdidas para la empresa llegando a US\$ 12,6 millones, menor que el 2016 que fue de US\$ 16,3 millones, donde el mayor volumen de captura fue lo que pudo mejorar los resultados. En la división de Cultivos, que corresponde al 7% de la relación gastos sobre ingresos totales del año, tuvo problemas asociados a fenómenos anormales oceanográficos propios del fenómeno de El Niño, con escasez de alimento en el mar y la consecuente baja de crecimiento y rendimiento del mejillón, además de los eventos de marea roja y bloqueos de carretera en Chiloé durante el mes de mayo, resultado que afectó en los márgenes por altos inventarios que influyeron en mayores costos de frigoríficos (US\$ 1 millón) (Camanchaca S.A., 2017).

Los gastos de administración como proporción de los ingresos aumentaron de 5,1% a 6,3%, mientras que los de distribución lo hicieron de 4,5% a 5,3%. En el apartado de administración, la Compañía pasó de usar el 9,6% de los ingresos, a utilizar el 11,6%, explicado por la baja de los ingresos en Salmones; afectados por la baja del tipo de cambio que afecta a las partidas de administración que son mayoritariamente en pesos; finiquitos de ajustes de personal; y la implementación de SAP. En distribución, por su parte, los mayores inventarios refrigerados que se han debido mantener en mejillones, al haberse cerrado temporalmente el principal mercado del producto “carne” y los mayores gastos por comisiones y etiquetado asociados a mayores ventas de conservas (Camanchaca S.A., 2017).

- **Año 2018:** Los gastos de administración como proporción de los ingresos disminuyeron desde 6,3% en 2017 a 5% en 2018, mientras que los de distribución pasaron de 5,3% a 4,5%. En el conjunto de actividades de administración y distribución, por lo tanto, la Compañía pasó de utilizar el 11,6% de los ingresos en 2017, a emplear el 9,5% en 2018. Dicha reducción se explica principalmente por los mayores ingresos percibidos durante el periodo 2018 y las mayores eficiencias. Para el caso de los gastos de

administración, existen componentes extraordinarios para ambos periodos, donde, la compañía realizó ajustes de personal por costos de indemnización en 2018, mientras que en 2017 realizó la implementación de la ERP SAP (Camanchaca S.A., 2018).

La relación costo de venta sobre ingresos a nivel consolidado, disminuyó en el segmento de Pesca (16%) producto de las mayores eficiencias de la compañía y normalización de las condiciones pesqueras en el norte, por su parte el segmento de Salmones se evidenció una disminución del costo en 2%, asociado a la mayor escala productiva y las inversiones en eficiencia y productividad llevadas a cabo en la planta de valor agregado. Finalmente, el segmento de Cultivos evidenció un aumento en la relación costo de venta sobre ingresos de 4%, asociado a los bajos rendimientos y calibres en las cosechas de mejillones (Camanchaca S.A., 2018).

- **Año 2019:** Para este periodo, los gastos de administración como proporción de los ingresos tuvieron una disminución desde un 5% a 3,1%, mientras que el apartado de distribución se mantuvo en un 4,6% y los costos de venta aumentaron del 89% al 91% de la proporción gastos sobre ingresos. La división de Salmones tuvo un aumento en sus costos de ser el 78% en relación con los ingresos, a ser un 79%, esto por el aumento esta principalmente explicado por mayor costo de smolt debido a medidas sanitarias (vacuna viva y lufenurón), costos generales asociados a medidas de mitigación de riesgos (oxígeno y surgencia para Bloom de algas) y mayor costo de alimento por mayor factor de conversión biológico de los centros del 4T 2019. Los costos de distribución y administración se mantuvieron en un 3% y se redujo de un 3% a un 2% respectivamente, debido a mayores niveles de actividad en las plantas de proceso (Camanchaca S.A., 2019).

El segmento de Pesca tuvo un aumento en sus costos de venta de un 78% el 2018 a ser un 89% en relación con los ingresos, en el apartado de distribución también hubo un aumento, de un 7% a un 8% y los gastos de administración que tuvieron una disminución de un 8% a ser un 5%. Esta alza en los costos de venta y distribución está fuertemente ligado a los costos de combustibles que afectan los costos de pesca y procesos de las materias primas, el nivel de capturas de pesca, que afecta los costos unitarios por la escala de producción y el precio de la harina de pescado, muy correlacionado con las

capturas de Perú y el precio del jurel congelado, muy influido por el precio internacional del petróleo (Camanchaca S.A., 2019).

La división de Cultivos, obtuvo una caída en sus costos de ventas, bajando en su equivalencia con los ingresos totales de la división de un 87% a un 77%, los costos de distribución de un 13% a 12% y los de gastos de administración tuvo una disminución de un 12% a un 9% en relación a los ingresos, estos resultados generaron que los gastos de administración y costos de distribución disminuyen un 30,4% y 17,7% respectivamente, lo que se refleja en ahorros por US\$ 1,8 millones en el total de los GAV principalmente por menores costos de frío asociados a una mayor rotación de inventarios y a precios 11% superiores en mejillones (Camanchaca S.A., 2019).

- **Año 2020:** A nivel consolidado, los gastos de administración como proporción de los ingresos disminuyeron levemente en un 3% en el periodo 2020, mientras que los de distribución aumentaron a 5,3% en 2020. En el conjunto de actividades de administración y distribución, por lo tanto, la Compañía, aunque redujo el nivel de gasto, pasó de utilizar el 7,7% de los ingresos en 2019, a emplear el 8,8% en 2020. Lo anterior, producto que los gastos de administración bajaron de US\$ 19,3 millones a US\$ 16,2 millones, mientras que los de distribución se mantuvieron en US\$ 28,5 millones, pese a un mayor uso de bodegaje de inventario y gastos logísticos (Camanchaca S.A., 2020). La relación costo de venta sobre ingresos a nivel consolidado, disminuyó en el segmento de Pesca (0,2%) producto del efecto de los costos del combustible y el precio de la harina de pescado, por su parte el segmento de Salomones presentó un aumento del 19,3%, asociado directamente por el efecto de la mortalidad masiva ocurrida en el centro Islotes en mayo 2020 y otros centros SRS. Finalmente, el segmento de Cultivos evidenció una disminución del 7,1%, producto de las mayores ventas de mejillones, cuya producción aumento por mayores rendimientos de la materia prima, permitiendo comprar menos a terceros, reduciendo los costos de materia prima procesada (Camanchaca S.A., 2020).
- **Año 2021:** Los costos para este periodo no tuvieron fuertes variaciones, los de venta se mantuvieron en un 92% en relación con los ingresos y el 2020,

los costos de distribución disminuyeron de un 5,3% a un 4,9% y los de distribución de un 3% a un 2,7%. En la división de Salmones, los costos de venta cayeron de un 98,3% a un 97,1% en relación con los ingresos, en el apartado de distribución cayeron de un 4% a 3% y en gastos de administración se mantuvieron en un 2% respecto al año anterior, donde fue un periodo fuertemente afectado por los eventos de algas donde los costos ex jaula alcanzaron los US\$ 4,15/kg pez vivo (US\$ 4,46/kg WFE), US\$ 0,9/kg superiores a los del año anterior. Como consecuencia de los menores volúmenes producidos por estos incidentes, y por ello procesados, y sumado a una mayor orientación hacia productos de valor agregado, los costos de proceso también subieron, registrando US\$ 1,08 /kg WFE durante el 2021, 8% mayor al objetivo de largo plazo y 14% superiores a los de 2020. En la división de Pesca, hubo una caída en los costos de venta, de un 88,6% a un 84,5% en relación con los ingresos, se mantuvo estable en los costos de distribución (7%) y los gastos de administración cayeron de un 4% a un 3% en relación con los ingresos. Esto fue generado por mejores rendimientos en la zona centro-sur en términos de producción y comerciales, a diferencia de la zona norte que aun presenta problemas relacionados a déficit de capturas. La zona Norte tuvo pérdidas por US\$4,5 millones a diferencia que el 2020 que fue de US\$ 14,3 millones, esta disminución fue generado por mayores capturas de jurel y caballa, resultado se vio beneficiado por los menores gastos de US\$ 3,6 millones por costos de activos sin actividad productiva (en “para”), los que se reflejan inmediatamente en resultados. La división de Cultivos mantuvo sus niveles de costos en relación con los ingresos, en comparación con el 2020, por lo que los costos de ventas solo pasaron de ser el 70,3% al 71,8%, los costos de distribución del 10% al 11% de los ingresos y los gastos de administración cayeron de un 7% a un 6% en relación con los ingresos impulsado por mayores cosechas de materia prima con buenos rendimientos en Cultivos Sur (mejillones), y la consiguiente reducción de costos. Como consecuencia de los menores volúmenes producidos por estos incidentes, y por ello procesados, y sumado a una mayor orientación hacia productos de valor agregado, los costos de proceso también subieron, registrando US\$ 1,08 /kg WFE durante el 2021, 8% mayor al objetivo de largo plazo y 14% superiores a los de 2020. En la división de Pesca, hubo una caída

en los costos de venta, de un 88,6% a un 84,5% en relación con los ingresos, se mantuvo estable en los costos de distribución (7%) y los gastos de administración cayeron de un 4% a un 3% en relación con los ingresos (Camanchaca S.A., 2021).

Esto fue generado por mejores rendimientos en la zona centro-sur en términos de producción y comerciales, a diferencia de la zona norte que aun presenta problemas relacionados a déficit de capturas. La zona Norte tuvo pérdidas por US\$4,5 millones a diferencia que el 2020 que fue de US\$ 14,3 millones, esta disminución fue generado por mayores capturas de jurel y caballa, resultado se vio beneficiado por los menores gastos de US\$ 3,6 millones por costos de activos sin actividad productiva (en “para”), los que se reflejan inmediatamente en resultados (Camanchaca S.A., 2021).

La división de Cultivos mantuvo sus niveles de costos en relación a los ingresos, en comparación con el 2020, por lo que los costos de ventas solo pasaron de ser el 70,3% al 71,8%, los costos de distribución del 10% al 11% de los ingresos y los gastos de administración cayeron de un 7% a un 6% en relación a los ingresos impulsado por mayores cosechas de materia prima con buenos rendimientos en Cultivos Sur (mejillones), y la consiguiente reducción de costos (Camanchaca S.A., 2021).

- **Año 2022:** A nivel consolidado, los gastos de administración se mantuvieron en línea con el 1S 2021, alcanzando los US\$ 8,8 millones, representando el 2,3% de los ingresos frente a 2,8% del 1S 2021. Por su parte los costos de distribución disminuyeron en relación con el 1S 2021 de 5,3% en 1S 2021 a 4,6% 2022. En el conjunto de actividades de administración y distribución, pasaron de utilizar el 8,1% de los ingresos en 1S 2021, a emplear el 6,9% en 1S 2022 (Camanchaca S.A., 2022).

La relación costo de venta sobre ingresos a nivel consolidado, disminuyo en el segmento de Pesca (8,3%) producto de las mayores eficiencias de la compañía, mayor volumen vendido de jurel congelado y mejores precios en las harinas y aceite de pescado. Por su parte, el segmento de Salmones evidenció una disminución del costo en 22,5%, asociado a la mayor escala productiva, mayor volumen de venta y menores mortalidades extraordinarias. Finalmente, el segmento de Cultivos evidenció un aumento en la relación costo de venta sobre ingresos de 13,9%, asociado principalmente a la menor

producción (-15,3%) y menor venta (-38,1%) de mejillones, en un contexto de menores calibres de materia prima cosechada y que generó mayores costos (Camanchaca S.A., 2022).

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Par realizar el análisis del resultado no operacional de la sociedad, hemos realizado la Tabla N°37, donde, se presenta el resumen de las principales partidas no operacionales:

Tabla N°29: Detalle de resultado no operacional Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Costos financieros	-6.841	-10.171	-8.081	-6.564	-7.939	-4.999
Participación de asociadas	1.565	1.650	1.654	1.876	1.419	395
Diferencia de cambio	635	-2.993	-3.074	1.012	-3.023	-130
Otras ganancias (pérdidas)	-1.164	-1.168	-13.923	-7.565	10.380	-1.114
Ingresos financieros	56	53	37	-	2.658	179
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	-5.883	-16.156	-11.460	9.235	-3.263	-16.111
Total resultado no operacional	-11.632	-28.785	-34.847	-2.006	232	-21.780

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Tabla N°30: Resultado no operacional sobre Ingresos (%) Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Costos financieros	1,5%	1,6%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%
Participación de asociadas	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Diferencia de cambio	0,1%	0,5%	0,5%	0,2%	0,5%	0,0%
Otras ganancias (pérdidas)	0,2%	0,2%	2,2%	1,4%	1,6%	0,3%
Ingresos financieros	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
(Gasto) ingreso por impuesto a las ganancias	1,3%	2,6%	1,8%	1,7%	0,5%	4,2%
Total resultado no operacional	2,5%	4,6%	5,6%	0,4%	0,0%	5,7%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

A partir de la Tabla N°37 y N°38, se puede evidenciar la composición del resultado no operacional de la compañía, donde, los importes más relevantes se encuentran asociados a costos financieros, los cuales, presentan una tendencia sobre el 1% sobre los ingresos ordinarios de Camanchaca S.A. entre el año 2017 al 30.06.2022. Lo anterior, está directamente relacionado con la estructura de financiamiento de la compañía, las reprogramaciones de sus líneas de financiamiento y la adquisición de nuevas deudas.

Adicionalmente, se puede observar que el otro ítem relevante es el de “Otras Ganancias (pérdidas)”, donde, en los 6 periodos analizados, solo el 2021 se obtuvo saldo positivo, producto de una indemnización de seguros por US\$12,1 millones.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Para efectuar el análisis de márgenes de la sociedad, hemos realizado la Tabla N°39, N°40 y N°41, donde, se evidencian los resultados de márgenes a nivel total como en porcentaje sobre los ingresos:

Tabla N°31: Margen de resultado Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos de actividades ordinarias	469.675	629.370	620.030	539.322	640.309	381.258
Costos de ventas	-394.077	-491.766	-504.774	-505.219	-585.542	-298.091
Margen Bruto	75.598	137.604	115.256	34.103	54.767	83.167
Gastos de administración	-29.547	-31.230	-19.272	-16.215	-17.122	-8.799
Costos de distribución	-24.792	-28.550	-28.528	-28.469	-31.683	-17.390
Gastos de administración y ventas	-54.339	-59.780	-47.800	-44.684	-48.805	-26.189
EBIT antes de Fair Value	21.259	77.824	67.456	-10.581	5.962	56.978
EBITDA antes de Fair Value	46.973	102.255	96.314	22.487	39.077	74.303
Utilidad (pérdida) valor justo activos biológicos	54.362	95.455	-	-	1.285	25.667
Costo activos biológicos cosechados y vendidos	-	-	-	-	4.840	-17.538
Ajuste neto valor justo activos biológico	-49.061	-100.281	311	-18.991	6.125	8.129
EBIT con ajuste Fair Value	26.561	72.999	67.767	-29.572	12.087	65.106
EBITDA con ajuste Fair Value	52.274	97.429	96.625	3.497	45.202	82.431
Costos financieros	-6.841	-10.171	-8.081	-6.564	-7.939	-4.999
Participación de asociadas	1.565	1.650	1.654	1.876	1.419	395
Diferencia de cambio	635	-2.993	-3.074	1.012	-3.023	-130
Otras ganancias (pérdidas)	-1.164	-1.168	-13.923	-7.565	10.380	-1.114
Ingresos financieros	56	53	37	-	2.658	179
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	20.811	60.370	44.380	-40.813	15.582	59.437
(Gasto) ingreso por impuesto	-5.883	-16.156	-11.460	9.235	-3.263	-16.111
Ganancia (pérdida) del periodo	14.928	44.214	32.920	-31.578	12.319	43.326
Depreciación	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Tabla N°32: Representación de los márgenes sobre los ingresos de Camanchaca S.A.

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de ventas	-84%	-78%	-81%	-94%	-91%	-78%
Margen Bruto	16%	22%	19%	6%	9%	22%
Gastos de administración	-6%	-5%	-3%	-3%	-3%	-2%
Costos de distribución	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Gastos de administración y ventas	-12%	-9%	-8%	-8%	-8%	-7%
EBIT antes de Fair Value	5%	12%	11%	-2%	1%	15%
EBITDA antes de Fair Value	10%	16%	16%	4%	6%	19%
Utilidad (pérdida) valor justo activos biológicos	12%	15%	0%	0%	0%	7%
Costo activos biológicos cosechados y vendidos	0%	0%	0%	0%	1%	-5%
Ajuste neto valor justo activos biológico	-10%	-16%	0%	-4%	1%	2%
EBIT con ajuste Fair Value	6%	12%	11%	-5%	2%	17%
EBITDA con ajuste Fair Value	11%	15%	16%	1%	7%	22%
Costos financieros	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
Participación de asociadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras ganancias (pérdidas)	0%	0%	-2%	-1%	2%	0%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	4%	10%	7%	-8%	2%	16%
(Gasto) ingreso por impuesto	-1%	-3%	-2%	2%	-1%	-4%
Ganancia (pérdida) del período	3%	7%	5%	-6%	2%	11%
Depreciación	5%	4%	5%	6%	5%	5%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Tabla N°33: Análisis de Márgenes Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Margen Bruto	16%	22%	19%	6%	9%	22%
Margen Operacional	6%	12%	11%	-5%	2%	17%
Margen Neto	3%	7%	5%	-6%	2%	11%
ROA	2%	6%	4%	-4%	1%	5%
ROE	4%	9%	7%	-7%	3%	9%
Margen EBITDA	11%	15%	16%	1%	7%	22%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Es importante destacar, que, para efectuar en análisis de los márgenes en los periodos estudiados, hemos asumido que tanto los costos del periodo por conceptos de depreciación y amortización se encuentran en el costo de venta (considerando que es una empresa productiva y que dichos costos debiesen estar involucrados directamente al costo de los productos vendidos de acuerdo con la NIC 2). Dado que en la Nota N°17 Propiedades Plantas y Equipos, en el apartado b) se indica el método de depreciación y la distribución de esta en resultado, siento el 97% asociado a producción.

De acuerdo con las Tablas N°39 y N°40, se puede apreciar que el promedio de los Costos de Venta de Camanchaca es 84% de los Ingresos Ordinarios por venta, con un fuerte aumento durante el 2020-2021, producto de las restricciones sanitarias y la

volatilidad en los costos productivos. Estos datos nos indica, que en promedio deja 15-16% de margen para poder cubrir los otros costos de la empresa y las distintas necesidades para funcionar.

En términos de Ganancias del periodo, Camanchaca solo tiene perdidas en el año 2020, pero el resto de los años presenta resultados positivos, evidenciando ser una empresa que mantiene flujos estables y puede adaptarse a fenómenos naturales que afectan la producción como el fenómeno de “El Niño”, sobreexplotación de vedas en zonas de pesca y volatilidades en los precios de venta y costos productivos.

Como análisis general, podemos afirmar que Camanchaca, pese a las externalidades negativas que la pueden afectar de distintas formas (COVID, El Niño, precios internacionales, etc), posee márgenes netos bajo un 10%, donde su estructura productiva y la forma de manejarla eficiente, es fundamental para el rendimiento final de la compañía.

De acuerdo con lo mostrado en la Tabla N°41, del análisis se muestra que la rentabilidad del negocio en todos los periodos estudiados ha ido variando, donde el Rendimiento sobre los Activos (ROA) y el Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE) en los años 2016-2017 iban al alza, pero la llegada del COVID y las medidas sanitarias, generaron caídas en dichos rendimientos, que recientemente en el periodo del 2022 se han ido recuperando. Casos similares ocurren en los Márgenes Bruto, Operacional y Neto, donde hubo resultados negativos durante el 2020 y bajos el 2021, que luego fueron recuperándose a mediados del 2022.

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, en la Tabla N°42 y N°43 se presenta el detalle de los activos operacionales y no operacionales de Camanchaca S.A., conjunto a su peso relativo:

Tabla N°34: Tipos de Activos de Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	30-06-2022	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	60.179		
Otros activos financieros, corrientes	320		
Otros activos no financieros, corrientes	19.153		
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	97.683		
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	116		
Inventarios	104.684		
Activos biológicos, corrientes	147.505		
Activos por impuestos corrientes	8.047		
Total activos corrientes	437.687		
Otros activos financieros, no corrientes	671		
Otros activos no financieros no corrientes	8.993		
Derechos por cobrar no corrientes	4.804		
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	2.077		
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	3.327		
Activos intangibles distintos de la plusvalía	49.557		
Activos intangibles	998		
Propiedades, plantas y equipos	323.975		
Activos biológicos, no corrientes	-		
Impuestos diferidos a largo plazo	22.590		
Total activos no corrientes	416.993		
Total activos	854.680		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Tabla N°35: Peso relativo de Activos Operacionales y No Operacionales

Cifras en MUSD	30-06-2022	Ponderación
Total Activos Operacionales	768.726	89,94%
Total Activos No Operacionales	85.954	10,06%
Total Activos	854.680	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

En base a las Tablas N°42 y N°43, podemos concluir que los activos operacionales representan un 89,94% del total de los activos, los cuales, corresponden principalmente a Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, Inventarios, Propiedades Plantas y Equipos y Activos Biológicos (correspondiente a los peces en agua mar/dulce y cultivos de mejillones/abalones). Por el lado de los

activos no operacionales son aquellos que no tienen una relación directa con la producción de la empresa y representan un 10,06% del total de los activos.

Adicionalmente, es importante destacar que los activos operacionales se componen de la siguiente forma:

- **Otros activos no financieros, corrientes y no corrientes:** Se reconocen principalmente seguros vigentes, patentes pesqueras, permisos de pescas de langostinos y otros gastos anticipados.
- **Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes:** Registra todas aquellas transacciones relacionadas a la venta de productos con terceros.
- **Inventarios:** Corresponde al principal activo de la compañía, donde, se registra desde la materia prima hasta el producto terminado.
- **Activos biológicos, corrientes y no corrientes:** La sociedad registra aquellos peces de agua mar/dulce, cultivos mejillones/abalones que se encuentran en proceso y aun no pueden ser cosechar.
- **Activos por impuestos corrientes y derechos por cobrar no corrientes:** Corresponde a los impuestos regulares (Pagos provisionales mensuales, Impuestos por recuperar e Impuesto al valor agregado) y derechos por cobrar (Créditos por donaciones y Créditos de capacitación cense) a los cuales la empresa se encuentra afecta.
- **Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación:** Utilizado para registrar las inversiones en asociadas que posee Camanchaca S.A. en las compañías Surproceso S.A. (sociedad que proporciona servicios relacionados con la acuicultura, prestando servicios de matanza y eviscerado a Camanchaca) y Soc Inmobiliaria Cabilantago Ltda (sociedad que administra bienes inmuebles propios).
- **Activos intangibles distintos de la plusvalía:** Se registran los derechos de agua, concesiones salmónidas, concesiones mitílicos y las concesiones de ostiones abalones y microalgas.
- **Activos intangibles:** Relacionado a proyectos de desarrollo (relacionados con el diseño y prueba de productos nuevos o mejorados), los cuales, sean completados para usarlos o venderlos, genere beneficios futuros y se puedan valorar fiablemente.

- **Propiedad, planta y equipo:** Registra la maquinaria y equipos directamente relacionados a la producción y fabricación de los productos terminados.

En relación con los activos no operacionales, estos se componen de los siguientes rubros:

- **Efectivo y equivalentes al efectivo:** Considera los recursos de uso inmediato por la compañía, caja, saldos en entidades financieras e inversiones bancarias a corto plazo.
- **Otros activos financieros, corrientes y no corrientes:** La compañía registra instrumentos financieros derivados y de cobertura para cubrirse ante riesgos asociados a fluctuaciones de tipo de cambios y por otra parte mantiene boletas de garantías y garantías de arriendo.
- **Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes y no corrientes:** Corresponde a transacciones asociadas a arriendo de frigoríficos, arriendo de inmuebles, venta de productos y compra de semillas entre partes relacionadas.
- **Impuestos diferidos a largo plazo:** Corresponde principalmente al registro de la Pérdida Tributaria de la compañía, conjunto a provisiones por deudores incobrables, vacaciones, IAS y pasivos por arrendamientos operativos.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

A continuación, en la Tabla N°44 se presenta el resumen del capital de trabajo operativo neto:

Tabla N°36: CTON y RCTON de Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021
Activos Operacionales	253.853	261.333	323.187	291.099	314.643
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	80.021	88.046	95.777	70.628	96.880
Inventarios	71.853	55.297	76.669	98.383	94.428
Activos biológicos, corrientes	101.979	117.990	150.741	122.088	123.335
Pasivos Operacionales	106.981	108.548	100.953	85.721	110.633
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes	106.981	108.548	100.953	85.721	110.633
CTON	146.872	152.785	222.234	205.378	204.010
Ingresos Operacionales	469.675	629.370	620.030	539.322	640.309
RCTON (en %)	31,27%	24,28%	35,84%	38,08%	31,86%
RCTON Promedio 2017-2021	32,27%				

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

En base a la Tabla N°44, podemos evidenciar el Capital de Trabajo Operativo Neto, donde, seleccionamos aquellos activos y pasivos que tuvieran relación directa con las operaciones y el sistema producto – cultivo de Camanchaca.

Para el estudio, utilizamos las cuentas de Activos Operativos Corrientes: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, inventarios y Activos Biológicos Corrientes. Para los Pasivos Operativos Corrientes utilizamos la cuenta de: Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes.

Para efectuar los cálculos de capital de trabajo operativo neto, utilizamos las siguientes formulas:

$$CTONt = \text{Activos corrientes operativos} - \text{Pasivos corrientes operativos}$$

$$RCTONt = CTONt / \text{Ventast}$$

Los resultados de la Tabla N°44, nos muestra que el Capital de Trabajo en relación con los Ingresos es inestable en los periodos evaluados, donde, en el año 2017 tenemos una gran diferencia por el bajo monto que contribuye los Pasivos Operacionales provocado por una disminución de US\$ 12,1 millones en las cuentas por cobras con empresas relacionadas asociadas a la consolidación en Camanchaca Pesca Sur S.A. de Cannex S.A. y pagos realizados al negocio de truchas, creando una fuerte diferencia en los otros años, que se asemejan más al promedio de 32,27%, que finalmente está viciado por el 2017.

Para el periodo del 2018, pasamos de un RCTON de un 31,27% a un 24,28%, por un aumento en los Pasivos Operacionales, como también un aumento en los Ingresos Ordinarios de US\$ 469.675 millones a US\$ 629.370 millones, generando la diferencia en el RCTON. Para el año 2019, este aumenta a un 35,84%, por un aumento en los Activos Operacionales, con un aumento de un 23,67% en relación con el periodo anterior y los Pasivos Operacionales solo aumentaron un 1,13%.

En el año 2020, no hubo una gran diferencia en términos de rendimiento del Capital de Trabajo, pasando de un 35,84% a un 38,08%, donde hubieron caídas en los Activos Operacionales (-9,93%) y los Pasivos Operacionales (-15,09%), de la misma forma los Ingresos cayeron un -13,02% por motivos de la pandemia, por lo que explica la baja variación del RCTON.

Para el periodo 2021, hubo un aumento en los Ingresos Ordinarios de un 18,72% en relación con el 2020, generando una caída en el RCTON a un 31,86%, evidenciando la magnitud que poseen los ingresos en los márgenes operativos, ya que los Activos y Pasivos, aumentaron un 8,09% y 29,06% respectivamente.

5.5.3. Inversiones

En la Tabla N°45, se puede evidenciar el detalle de las principales inversiones de la sociedad:

Tabla N°37: Inversiones en PPE, Activos Intangibles de Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Compras de PPE	29.205	50.687	73.585	47.463	54.706	35.487
Compras de Activos Intangibles	-	-	-	-	24	24
Total Inversiones	29.205	50.687	73.585	47.463	54.730	35.511
Ingresos Operacionales	469.675	629.370	620.030	539.322	640.309	381.258
% inversiones sobre los ingresos	6,22%	8,05%	11,87%	8,80%	8,55%	9,31%
Depreciación	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326
Amortización	-	-	-	-	-	-
Depreciación + Amortización	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326
% Depreciación y Amortización sobre inversiones	88,04%	48,20%	39,22%	69,67%	60,51%	48,79%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

En base a la Tabla N°45 se puede extraer que los desembolsos que realiza Camanchaca S.A. en cada periodo están asociados directamente a la compra o construcción de un activo, donde, se detallan los importes asociados a depreciación y amortización en los distintos periodos.

Por lo anterior, podemos concluir que los egresos asociados a las compras de PPE han ido aumentando en los últimos años (sobre el 5% por periodo), evidenciándose el mayor impacto en 2019 asociado al plan de crecimiento que tiene la compañía (ampliación de capacidad productiva de 50-55 a 65-70 mil toneladas). Por otra parte, los importes asociados a la depreciación van de la mano con las variaciones de PPE, ya que mientras se realizan altas, se van incorporando al monto existente de depreciación.

Adicionalmente, es importante destacar que dichas inversiones representan la fuente futura de generación de ingresos, por lo tanto, es relevante que la compañía realice constantes mejoras de sus activos o adquisiciones nuevas para perdurar en el tiempo.

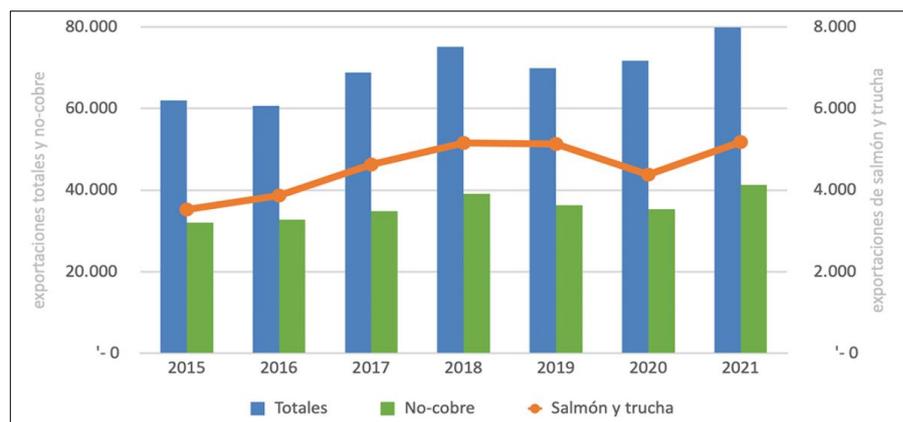
En términos de ponderaciones, las inversiones sobre los ingresos tienen una ponderación promedio de un 8,80% lo cual se ha mantenido estable, salvo en los periodos del 2017 y 2019, con diferencias en relación con el promedio de los 6 periodos analizados, donde la diferencia del 2017 se evidencia por los menores ingresos en relación con los otros periodos y en el 2019 por un aumento en las compras de PPE.

Para el análisis del porcentaje de la Depreciación y Amortización sobre la Inversión, hay que diferenciar más importantes, por motivos de periodos de mayores compras de PPE como en el 2019, que en adelante generó mayores depreciaciones de activos.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

A continuación, se presentan las Figuras N°8, N°9 y N°10 con el análisis del crecimiento de la industria:

Figura N°6: Evolución de exportaciones de la Industria

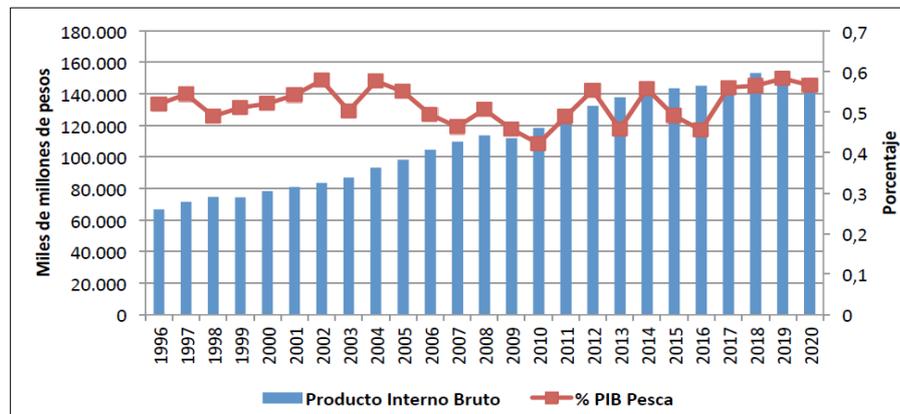


Fuente: (Consejo del Salmón, 2021)

Analizando la Figura N°8, se puede apreciar el crecimiento que ha ido experimentando la industria de la acuicultura en términos de Exportaciones, con una altísima participación en relación con las exportaciones totales, donde, en el periodo 2020, se evidencia una caída asociada a factores sanitarios y logísticos generados por la Pandemia del COVID 19, mientras que en el año 2021 se evidencia una recuperación en las exportaciones y se retoma la tendencia de años anteriores, volviendo a superar los 5.100 millones de dólares (FOB).

Para analizar el crecimiento de la industria, es importante conocer la evolución de la participación del sector en el PIB de Chile, donde las estimaciones, se presentan en la Figura N°9:

Figura N°7: Participación del sector de la pesca en el PIB 1996 a 2020



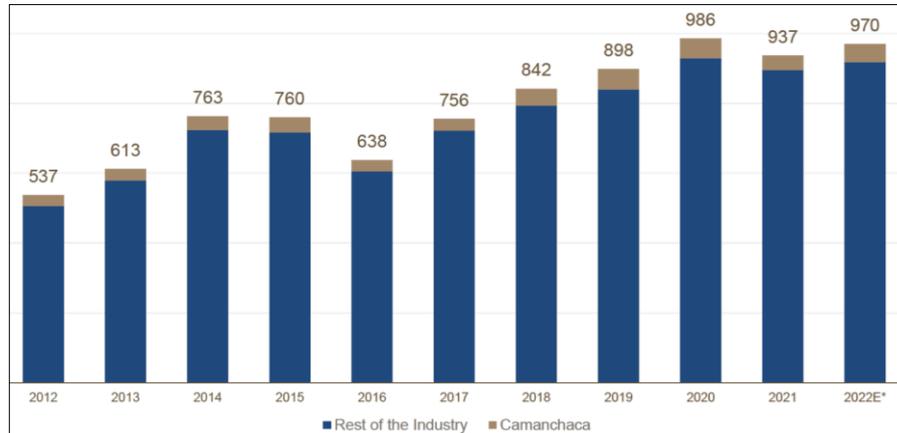
Fuente: CITA (Terram, 2021)

Tras analizar la Figura N°9, podemos observar que la ponderación de la industria en relación con el Producto Interno Bruto de Chile se ha mantenido constante en el tiempo, donde, el PIB nacional ha ido aumentando los últimos 25 años, mientras que no ha sido lo mismo con la ponderación de la Pesca en relación con el PIB.

Por ende, esto nos indica que el crecimiento de la Industria no ha crecido en mayor porcentaje que el PIB de Chile, pero si nos muestra que es un sector con una consistencia, la cual, ha permitido una constancia del crecimiento en términos generales.

Para analizar el crecimiento de la industria, es vital conocer la estimación de crecimiento de Camanchaca y también las de la Industria, estas se presentan en la Figura N°10:

Figura N°8: Estimaciones Crecimiento Camanchaca e Industria Chile



Fuente: (FAO, 2022)

En relación con la Figura N°10, la cual, presenta las estimaciones de crecimiento de la Industria y Camanchaca para el segmento de salmones (equivalente a casi el 60% de los ingresos de la compañía), se prevé que, para el cierre del 2022, la Industria y Camanchaca tengan mejores resultados en relación con el 2021, cercanos al 2020, asociado a las mejores condiciones logísticas y potenciales normalizaciones de los costos de productos del sector.

Por ende, podemos concluir tras analizar las Figuras N°8, N°9 y N°10, se espera que la industria crezca para el año 2022, llegando a niveles cercanos a los del 2020. Sin embargo, no se espera que sea un crecimiento exponencial en el sector y que este posea un rol más importante en relación con el PIB de Chile, manteniendo su participación actual y recuperando los rendimientos de crecimiento de periodos pre-COVID.

6. Proyección del Estado de Resultados

6.1. Ingresos operacionales proyectados

Para determinar los ingresos operacionales proyectados, hemos confeccionado la Tabla N°46, donde, se puede evidenciar el crecimiento histórico de los segmentos operativos de Camanchaca S.A.:

Tabla N°38: Crecimiento histórico por segmentos operativos

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022	Promedio 17 a 19	Promedio
Pesca	23,13%	23,42%	-3,40%	2,16%	30,50%	40,80%	14,38%	19,43%
Salmón	-12,13%	39,82%	0,50%	-20,69%	13,36%	17,51%	9,40%	6,40%
Cultivos	-1,90%	8,76%	-10,28%	22,45%	17,40%	-32,42%	-1,14%	0,67%
Total	50,38%	33,39%	-1,03%	-13,02%	18,72%	6,01%	7,55%	15,74%

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

A partir de la Tabla N°46, calculamos el crecimiento promedio histórico por la línea de negocio, desde el año 2017 al 2019, con la finalidad de alocar dicho crecimiento para ser comparado con el crecimiento de la industria y aislar los efectos del COVID y posteriores eventos relacionados a la crisis sanitaria que provocaron distorsiones en los mercados. Podemos, destacar que el segmento de pesca es el que presenta el mayor crecimiento 14,38% promedio, seguido de salmónes 9,40% y cultivos -1,14%

Para realizar un análisis más exhaustivo, hemos detallado por segmento operativo la determinación de la proyección de ingresos, la cual, se detalla a continuación:

6.1.1. Segmento pesca:

En la Tabla N°47, se aprecia la relación ingreso del segmento pesca sobre los ingresos ordinarios totales, para evidenciar la magnitud del segmento en el tiempo.

Tabla N°39: Relación ingreso segmento pesca sobre ingresos totales

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos Pesca	132.210	163.167	157.621	161.019	210.133	149.673
Ingresos Totales	469.675	626.480	620.030	539.322	640.309	381.258
Relación Pesca/Ingresos Totales	28,1%	26,0%	25,4%	29,9%	32,8%	39,3%
Promedio 2017-2019	26,5%					

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Luego de calcular el promedio histórico, se confeccionó la Tabla N°48, donde, hemos alocado el porcentaje (ingresos pesca/ingresos ordinarios totales) 26,5% correspondiente al histórico versus el 73,5% asociado a la industria. Dichos porcentajes, fueron asignados al crecimiento histórico (14,38%) y al proyectado de la industria (1,2%), dando como resultado un total de 4,70%, el cual, consideramos coherente analizando la volatilidad que posee el crecimiento (decrecimiento) de los ingresos del segmento en relación con los ingresos totales, puesto que históricamente Camanchaca ha crecido más que la industria, por ende, un crecimiento mayor al de la industria promedio nos parece asertivo.

Tabla N°40: Ponderación crecimiento histórico e industria pesca

Cifras en %	Actual	Ponderación
Histórico	14,38%	26,5%
Industria	1,20%	73,5%
Total	4,70%	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, hemos alocado la ponderación de crecimiento anual (4,70%), en base al área geográfica. Por ello, en la Tabla N°49 se evidencia el porcentaje de asignado a cada segmento geográfico, donde, Camanchaca posee operaciones en el segmento de pesca:

Tabla N°41: Peso relativo crecimiento segmento pesca por área geográfica

Cifras en %	2S 2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Pesca					
EE.UU.	0,82%	0,63%	0,63%	0,63%	0,63%
Europa+Eurasia	0,00%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%
Europa	0,46%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
Rusia	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Ex Japón	1,30%	1,42%	1,42%	1,42%	1,42%
Japón	0,05%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%
LATAM ex Chile	0,07%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
México	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Mercado Nacional	0,96%	1,35%	1,35%	1,35%	1,35%
Otros	1,03%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%
Total Pesca	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°50, se proyectan los ingresos del segmento pesca por cada zona geográfica en la que opera Camanchaca.

Tabla N°42: Proyección de ingresos segmento pesca

	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Pesca					
EE.UU.	38.540	38.783	39.028	39.274	39.522
Europa+Eurasia	-	-	-	-	-
Europa	21.364	21.377	21.391	21.404	21.418
Rusia	-	-	-	-	-
Asia Ex Japón	60.698	61.561	62.435	63.322	64.222
Japón	2.509	2.514	2.518	2.523	2.528
LATAM ex Chile	3.307	3.315	3.322	3.330	3.337
México	18	18	18	18	18
Mercado Nacional	45.122	45.729	46.344	46.968	47.600
Otros	48.448	48.776	49.106	49.439	49.773
Total Pesca	220.006	222.072	224.162	226.277	228.417

Fuente: Elaboración propia

En las Tablas N°49 y N°50, se muestra que, a través de nuestras proyecciones, las zonas geográficas más relevantes como Estados Unidos, Asia Ex Japón y Nacional, se mantendrán como las más relevantes, donde, en la Tabla N°49 se ve el peso relativo en las proyecciones de Ingresos y en la Tabla N°50 el Ingreso que efectivamente aportara, utilizando el 4,70% de proyecciones de crecimiento en los ingresos.

Es importante destacar que, en las zonas geográficas de Europa+Eurasia y Rusia, no se presentan resultados con crecimiento producto que, históricamente en el sector de Rusia Camanchaca no ha participado con el segmento de salmones, mientras que en Europa+Eurasia las relaciones internacionales han cesado durante el periodo 2022 según los estados financieros del 2Q 2022, por lo que, al momento de proyectar, tomando como base el periodo anterior se evidencian valores en cero.

6.1.2. Segmento salmón:

En la Tabla N°51, se aprecia la relación ingreso del segmento salmón sobre los ingresos ordinarios totales, para evidenciar la magnitud del segmento en el tiempo.

Tabla N°43: Relación ingreso segmento salmón sobre ingresos totales

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos Salmón	309.965	433.406	435.576	345.445	391.601	217.558
Ingresos Totales	469.675	626.480	620.030	539.322	640.309	381.258
Relación Salmón/Ingresos Totales	66,0%	69,2%	70,3%	64,1%	61,2%	57,1%
Promedio 2017-2019	68,5%					

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Luego de calcular el promedio histórico, se confeccionó la Tabla N°52, donde, hemos alocado el porcentaje (ingresos salmón/ingresos ordinarios totales) 68,5% correspondiente al histórico versus el 31,5% asociado a la industria. Dichos porcentajes, fueron asignados al crecimiento histórico (9,40%) y al proyectado de la industria (2,00%), dando como resultado un total de 7,07%, el cual, consideramos coherente analizando la historia de Camanchaca en términos de crecimiento, donde, la compañía siempre ha crecido más que la industria, considerando que dicho segmento es el que menores variaciones posee en relación con los ingresos en el tiempo, por lo que tener un crecimiento mayor que la industria es asertivo. Sin embargo, se mantiene una visión más conservadora en el futuro, a medida que la industria se va haciendo cada vez más competitiva.

Tabla N°44: Ponderación crecimiento histórico e industria salmón

Cifras en %	Actual	Ponderación
Histórico	9,40%	68,5%
Industria	2,00%	31,5%
Total	7,07%	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, hemos alocado la ponderación de crecimiento anual (7,07%), en base al área geográfica. Por ello, en la Tabla N°53 se evidencia el porcentaje de asignado a cada segmento geográfico, donde, Camanchaca posee operaciones en el segmento de salmónes:

Tabla N°45: Peso relativo crecimiento segmento salmón por área geográfica

Cifras en %	2S 2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Salmón					
EE.UU.	3,73%	3,47%	3,47%	3,47%	3,47%
Europa+Eurasia	0,00%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%
Europa	0,11%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Rusia	0,08%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Asia Ex Japón	0,37%	0,64%	0,64%	0,64%	0,64%
Japón	0,32%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%
LATAM ex Chile	0,63%	1,09%	1,09%	1,09%	1,09%
México	1,12%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Mercado Nacional	0,69%	0,41%	0,41%	0,41%	0,41%
Otros	0,02%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Total Salmón	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°54, se proyectan los ingresos del segmento salmones por cada zona geográfica en la que opera Camanchaca.

Tabla N°46: Proyección de ingresos segmento salmón

Cifras en MUSD	Proyectado 2S-2022	Estimado 31-12-2022	Estimado 31-12-2023	Estimado 31-12-2024	Estimado 31-12-2025	Estimado 31-12-2026
Salmón						
EE.UU.	106.377	221.109	228.770	236.697	244.899	253.385
Europa+Eurasia	-	-	-	-	-	-
Europa	3.095	6.433	6.438	6.443	6.449	6.454
Rusia	2.229	4.633	4.633	4.634	4.634	4.634
Asia Ex Japón	10.510	21.845	21.985	22.127	22.269	22.412
Japón	9.217	19.158	19.243	19.329	19.416	19.502
LATAM ex Chile	18.013	37.441	37.851	38.265	38.684	39.107
México	32.054	66.626	66.735	66.843	66.952	67.060
Mercado Nacional	19.715	40.979	41.148	41.317	41.487	41.658
Otros	504	1.048	1.049	1.050	1.051	1.052
Total Salmón	201.714	419.272	427.853	436.706	445.840	455.266

Fuente: Elaboración propia

En las Tablas N°53 y 54, muestra que, a través de nuestras proyecciones, las zonas geográficas más relevantes como Estados Unidos, México y Nacional se mantendrán como las más relevantes, donde, en la Tabla N°53 se ve el peso relativo en las proyecciones de Ingresos y en la Tabla N°54 el Ingreso que efectivamente aportara, utilizando el 7,07% de proyecciones de crecimiento en los ingresos.

6.1.3. Segmento cultivos:

En la Tabla N°55, se aprecia la relación ingreso del segmento Cultivos sobre los ingresos ordinarios totales, para evidenciar la magnitud del segmento en el tiempo.

Tabla N°47: Relación ingreso segmento cultivos sobre ingresos totales

Cifras en %	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos Cultivos	27.500	29.907	26.833	32.858	38.575	14.027
Ingresos Totales	469.675	626.480	620.030	539.322	640.309	381.258
Relación Cultivos/Ingresos Totales	5,9%	4,8%	4,3%	6,1%	6,0%	3,7%
Promedio 2017-2019	5,0%					

Fuente: Elaboración propia a partir de los Análisis Razonados, Camanchaca

Luego de calcular el promedio histórico, se confeccionó la Tabla N°56, donde, hemos alocado el porcentaje (ingresos cultivos/ingresos ordinarios totales) 5% correspondiente al histórico versus el 95,0% asociado a la industria. Dichos porcentajes, fueron asignados al crecimiento histórico (-1,148 y al proyectado de la industria (2,70%), dando como resultado un total de 2,51%, el cual, consideramos coherente analizando la historia de Camanchaca en términos de crecimiento. Lo anterior, ya que, al ser cultivos un segmento de baja participación en los ingresos, pero no menos importante, se evidencia una tendencia positiva en relación con el desempeño del segmento.

Tabla N°48: Ponderación crecimiento histórico e industria cultivos

Cifras en %	Actual	Ponderación
Histórico	-1,14%	5,0%
Industria	2,70%	95,0%
Total	2,51%	100,0%

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, hemos alocado la ponderación de crecimiento anual (2,95%), en base al área geográfica. Por ello, en la Tabla N°57 se evidencia el porcentaje de asignado a cada segmento geográfico, donde, Camanchaca posee operaciones en el segmento de cultivos:

Tabla N°49: Peso relativo crecimiento segmento cultivos por área geográfica

Cifras en %	2S 2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Cultivos					
EE.UU.	0,99%	0,81%	0,81%	0,81%	0,81%
Europa+Eurasia	0,00%	0,89%	0,89%	0,89%	0,89%
Europa	0,72%	0,16%	0,16%	0,16%	0,16%
Rusia	0,07%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Asia Ex Japón	0,23%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Japón	0,22%	0,24%	0,24%	0,24%	0,24%
LATAM ex Chile	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
México	0,05%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Mercado Nacional	0,17%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%
Otros	0,03%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Total Cultivos	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%	2,51%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°58, se proyectan los ingresos del segmento Cultivos por cada zona geográfica en la que opera Camanchaca.

Tabla N°50: Proyección de ingresos segmento cultivos

Cifras en MUSD	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Cultivos						
EE.UU.	10.032	15.547	15.673	15.800	15.927	16.056
Europa+Eurasia	-	-	-	-	-	-
Europa	7.343	11.380	11.398	11.416	11.434	11.452
Rusia	762	1.181	1.181	1.181	1.181	1.181
Asia Ex Japón	2.330	3.611	3.618	3.626	3.633	3.640
Japón	2.212	3.428	3.436	3.444	3.452	3.460
LATAM ex Chile	313	485	485	485	485	486
México	486	753	753	753	753	753
Mercado Nacional	1.710	2.650	2.654	2.658	2.661	2.665
Otros	327	507	508	508	508	508
Total Cultivos	25.516	39.543	39.706	39.870	40.036	40.202

Fuente: Elaboración propia

En las Tablas N°57 y 58, muestra que, a través de nuestras proyecciones, las zonas geográficas más relevantes como Estados Unidos, Europa y Asia Ex Japón se mantendrán como las más relevantes, donde en la Tabla N°57 se ve el peso relativo en las proyecciones de Ingresos y en la Tabla N°58 el Ingreso que efectivamente aportara, utilizando el 2,51% de proyecciones de crecimiento en los ingresos.

Luego de analizar cada segmento individualmente, hemos elaborado la Tabla N°59, donde, se presentan los ingresos consolidados proyectados:

Tabla N°51: Ingresos proyectados consolidados Camanchaca S.A.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
EE.UU.	128.729	275.195	283.226	291.524	300.100	308.963
Europa	17.268	39.177	39.214	39.250	39.287	39.324
Rusia	2.991	5.814	5.814	5.815	5.815	5.816
Asia Ex Japón	32.244	86.154	87.164	88.188	89.224	90.274
Japón	12.231	25.095	25.193	25.292	25.391	25.490
LATAM ex Chile	19.383	41.233	41.651	42.072	42.499	42.930
México	32.546	67.397	67.505	67.613	67.722	67.831
Mercado Nacional	35.850	88.751	89.531	90.319	91.117	91.924
Otros	16.320	50.004	50.333	50.664	50.998	51.333
Total Consolidado	297.563	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885

Fuente: Elaboración propia

Al momento de analizar la Tabla N°59, donde, se presenta el consolidado de las proyecciones de ingresos por el segmento de pesca, salmones y cultivos, se puede apreciar que el área geográfica de EE.UU. se mantiene como la más relevante para Camanchaca S.A., representando el 41,8% de los ingresos totales proyectados, luego el Mercado Nacional se posiciona en el segundo lugar con un 12,75%, seguido de Asia Ex Japón con un 12,29%. Estas tres zonas, equivalen al 66,92% de las proyecciones, siendo congruentes con los resultados históricos de la compañía y su visión de mercado.

6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

6.2.1. Segmento pesca:

Para determinar los costos y gastos operacionales proyectados del segmento Pesca, hemos confeccionado la Tabla N°60, donde, se aprecia la relación de los costos del segmento Pesca sobre ingresos totales de la compañía durante los años estudiados.

Podemos destacar que la relación costos y gastos operacionales del segmento pesca para el primer semestre del 2022 es de un 77% y el promedio para el periodo estudiado (2017-2019) es de 103% en relación con los ingresos.

Tabla N°52: Relación costos segmento Pesca e ingresos totales.

Costos y gastos operacionales proyectados (en %)	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022	Promedio
Costo de Venta	94%	78%	89%	89%	84%	69%	84%
Costo de Distribución	8%	7%	8%	7%	7%	5%	7%
Gastos de Administración	10%	8%	5%	4%	3%	2%	5%
Segmento Pesca	113%	93%	101%	99%	94%	77%	96%

Costos y gastos operacionales proyectados (en % Promedio)	Peso 1S %	Peso 17-19 %
Costo de Venta	69%	87%
Costo de Distribución	5%	8%
Gastos de Administración	2%	8%
Segmento Pesca	77%	103%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°61, se aprecia la proyección de los costos de venta, distribución y gastos de administración del segmento pesca hasta el año 2026.

Tabla N°53: Proyección costos y gastos del Segmento Pesca.

Costos y gastos operacionales proyectados (en MUSD)	Proyectado 2S-2022	Estimado 31-12-2022	Estimado 31-12-2023	Estimado 31-12-2024	Estimado 31-12-2025	Estimado 31-12-2026
Costo de Venta	-48.500	-151.712	-193.229	-195.048	-196.889	-198.750
Costo de Distribución	-3.862	-12.079	-17.009	-17.169	-17.331	-17.495
Gastos de Administración	-1.609	-5.034	-17.460	-17.625	-17.791	-17.959
Segmento Pesca	-53.971	-168.826	-227.699	-229.842	-232.011	-234.205

Costos y gastos operacionales proyectados	2022	Peso relativo %
Costo de Venta	-151.712	90%
Costo de Distribución	-12.079	7%
Gastos de Administración	-5.034	3%
Segmento Pesca	-168.826	100%

Fuente: Elaboración propia

Para determinar la proyección de costos y gastos operaciones del periodo 2022, hemos utilizado los datos de la Tabla N°60, donde, el costo de venta equivale al 69% sobre los ingresos, los costos de distribución un 5% y los gastos de administración un 2%. Proyectamos el primer semestre 2022 multiplicando los ingresos por venta del segmento pesca por los porcentajes promedios mencionados anteriormente, luego de obtener el resultado del año 2022, determinamos el peso relativo en la Tabla N°61 y alocamos el diferencial entre el año completo versus el primer semestre 2022 multiplicándolo por el peso relativo calculado.

Para los otros periodos de proyección (2023-2026), utilizamos el 87% de peso del Costo de Venta, 8% del Costo de Distribución y el 8% de Gastos de Administración promedios del 2017-2019 en relación con los ingresos, para obtener las proyecciones evidenciados en la Tabla N°61.

6.2.2. Segmento salmón:

Para determinar los costos y gastos operacionales proyectados del segmento Salmones, hemos confeccionado la Tabla N°62, donde, se aprecia la relación de los costos del segmento Salmones sobre ingresos totales de la compañía durante los años estudiados.

Podemos destacar que la relación costos y gastos operacionales del segmento Salmones para el primer semestre del 2022 es de un 90% y el promedio para el periodo estudiado es de 85% en relación con los ingresos.

Tabla N°54: Relación costos segmento Salmones e ingresos totales.

Costos y gastos operacionales proyectados (en %)	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022	Promedio
Costo de Venta	80%	78%	79%	98%	97%	84%	86%
Costo de Distribución	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%
Gastos de Administración	4%	3%	2%	2%	2%	2%	3%
Segmento Salmón	87%	84%	84%	105%	103%	90%	92%

Costos y gastos operacionales proyectados (en % Promedio)	Peso 1S %	Peso 17-19 %
Costo de Venta	84%	79%
Costo de Distribución	3%	3%
Gastos de Administración	2%	3%
Segmento Salmón	90%	85%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°63, se aprecia la proyección de los costos de venta, distribución y gastos de administración del segmento Salmones hasta el año 2026.

Tabla N°55: Proyección costos y gastos del Segmento Salmones.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Costos y gastos operacionales proyectados (en MUSD)	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Costo de Venta	-170.256	-353.885	-337.581	-344.566	-351.773	-359.209
Costo de Distribución	-6.378	-13.257	-13.289	-13.564	-13.848	-14.140
Gastos de Administración	-3.985	-8.283	-13.057	-13.327	-13.606	-13.894
Segmento Salmón	-180.620	-375.426	-363.927	-371.457	-379.227	-387.244
Costos y gastos operacionales proyectados	2022	Peso relativo %				
Costo de Venta	-353.885	94%				
Costo de Distribución	-13.257	4%				
Gastos de Administración	-8.283	2%				
Segmento Salmón	-375.426	100%				

Fuente: Elaboración propia

Para determinar la proyección de costos y gastos operaciones del periodo 2022, hemos utilizado los datos de la Tabla N°62, donde, el costo de venta equivale al 84% sobre los ingresos, los costos de distribución un 3% y los gastos de administración un 2%. Proyectamos el primer semestre 2022 multiplicando los ingresos por venta del segmento Salmones por los porcentajes promedios mencionados anteriormente, luego de obtener el resultado del año 2022, determinamos el peso relativo en la Tabla N°63 y alocamos el diferencial entre el año completo versus el primer semestre 2022 multiplicándolo por el peso relativo calculado.

Para los otros periodos de proyección (2023-2026), utilizamos el 94% de peso del Costo de Venta, 3% del Costo de Distribución y el 3% de Gastos de Administración promedios del 2017-2019 en relación con los ingresos, para obtener las proyecciones evidenciados en la Tabla N°63.

6.2.3. Segmento cultivos:

Para determinar los costos y gastos operacionales proyectados del Segmento Cultivos, hemos confeccionado la Tabla N°64, donde se aprecia la relación de los costos del segmento Cultivos con los ingresos totales de la compañía durante los años estudiados.

Podemos destacar que la relación costos y gastos operacionales del segmento Cultivos para el primer semestre del 2022 es de un 104% y para todo el periodo estudiado es de 107% en relación con los ingresos.

Tabla N°56: Relación costos segmento Cultivos e ingresos totales.

Costos y gastos operacionales proyectados (en %)	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022	Promedio
Costo de Venta	83%	87%	77%	70%	72%	80%	78%
Costo de Distribución	14%	13%	12%	10%	11%	16%	13%
Gastos de Administración	14%	12%	9%	7%	6%	8%	9%
Segmento Cultivos	112%	111%	98%	87%	89%	104%	100%

Costos y gastos operacionales proyectados (en % Promedio)	Peso 1S %	Peso 17-19 %
Costo de Venta	80%	82%
Costo de Distribución	16%	13%
Gastos de Administración	8%	12%
Segmento Cultivos	104%	107%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°65, se aprecia la proyección de los costos de venta, distribución y gastos de administración del segmento Cultivos hasta el año 2026.

Tabla N°57: Proyección costos y gastos del Segmento Cultivos.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Costos y gastos operacionales proyectados (en MUSD)	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Costo de Venta	-20.465	-31.715	-32.687	-32.822	-32.958	-33.095
Costo de Distribución	-4.172	-6.466	-5.107	-5.128	-5.149	-5.171
Gastos de Administración	-1.958	-3.034	-4.719	-4.739	-4.759	-4.778
Segmento Cultivos	-26.595	-41.216	-42.513	-42.689	-42.866	-43.044

Costos y gastos operacionales proyectados	2022	Peso relativo %
Costo de Venta	-31.715	77%
Costo de Distribución	-6.466	16%
Gastos de Administración	-3.034	7%
Segmento Cultivos	-41.216	100%

Fuente: Elaboración propia

Para determinar la proyección de costos y gastos operaciones del periodo 2022, hemos utilizado los datos de la Tabla N°64, donde, el costo de venta equivale al 80% sobre los ingresos, los costos de distribución un 16% y los gastos de administración un 8%. Proyectamos el primer semestre 2022 multiplicando los ingresos por venta del segmento Salmones por los porcentajes promedios mencionados anteriormente, luego de obtener el resultado del año 2022, determinamos el peso relativo en la Tabla

N°64 y alocamos el diferencial entre el año completo versus el primer semestre 2022 multiplicándolo por el peso relativo calculado.

Para los otros periodos de proyección (2023-2026), utilizamos el 82% de peso del Costo de Venta, 13% del Costo de Distribución y el 12% de Gastos de Administración promedios del 2017-2019 en relación con los ingresos, para obtener las proyecciones evidenciados en la Tabla N°65.

6.3. Resultado no operacional proyectado

En la Tabla N°66, hemos calculado el promedio histórico que poseen los Costos No Operacionales en relación con los ingresos totales, donde, podemos apreciar el peso relativo promedio tanto para el año 2022, como también para las proyecciones futuras (promedio 2017-2022).

Podemos destacar que la relación Costos No Operacionales de la compañía para el primer semestre del 2022 es de un 1% y para todo el periodo estudiado es de 2% en relación con los ingresos.

Tabla N°58: Peso relativo de los Costos No Operacionales sobre Ingresos Totales

Resultado no operacional proyectados (en %)	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022	Promedio
Costos financieros	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Participación de asociadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras ganancias (pérdidas)	0%	0%	-2%	-1%	2%	0%	0%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total resultado no operacional	-1%	-2%	-4%	-2%	1%	-1%	-2%

Resultado no operacional proyectados (en %)	Peso 1S %	Peso 17-19 %
Costos financieros	-1%	-1%
Participación de asociadas	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%
Otras ganancias (pérdidas)	0%	-1%
Ingresos financieros	0%	0%
Total resultado no operacional	-1%	-2%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°67, proyectamos el Resultado No Operacional con los promedios obtenidos en la Tabla N°66, donde para obtener el segundo semestre 2022 proyectamos cada ítem del Resultado No Operacional con los Ingresos Proyectados para el 2022 y luego descontamos el resultado final con la información del primer semestre.

Para los siguientes periodos, se proyecta utilizando los promedios calculados en la Tabla N°66, por los ingresos proyectados consolidados, obteniendo las proyecciones expuestas en la Tabla N°67.

Tabla N°59: Proyección del Resultado No Operacional

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Resultado no operacional proyectados (en MUSD)	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Costos financieros	-3.902	-8.901	-10.076	-10.239	-10.405	-10.577
Participación de asociadas	308	703	1.985	2.017	2.049	2.083
Diferencia de cambio	-101	-231	-1.927	-1.958	-1.990	-2.023
Otras ganancias (pérdidas)	-869	-1.983	-6.160	-6.259	-6.361	-6.466
Ingresos financieros	140	319	61	62	63	64
Total resultado no operacional	-4.425	-10.094	-16.119	-16.378	-16.645	-16.919

Fuente: Elaboración propia

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Debido a que la tasa de impuestos de primera categoría para Chile es de un 27% y no se espera modificaciones en el corto plazo, utilizaremos dicho porcentaje asociado a la tributación futura de Camanchaca S.A.

A continuación, en la Tabla N°68 se presenta el gasto de impuestos, el cual, se calcula como la ganancia antes de impuestos, multiplicado por la tasa de impuestos de largo plazo (27%).

Tabla N°60: Gasto de impuesto corporativo Camanchaca S.A.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	31.952	83.260	39.374	40.372	41.405	42.473
(Gasto) ingreso por impuesto	-8.627	-22.480	-10.631	-10.900	-11.179	-11.468
Ganancia (pérdida) del período	23.325	60.780	28.743	29.472	30.225	31.005

Fuente: Elaboración propia

6.5. Estado de resultados proyectado en miles de USD

A continuación, en la Tabla N°69 se presenta la proyección del estado de resultados en miles de USD, en base a los supuestos presentados anteriormente.

Tabla N°61: Estado de Resultado Proyectado en MUSD

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ingresos Segmento Pesca	70.333	220.006	222.072	224.162	226.277	228.417
Ingresos Segmento Salmón	201.714	419.272	427.853	436.706	445.840	455.266
Ingresos Segmento Cultivos	25.516	39.543	39.706	39.870	40.036	40.202
Total Ingresos Ordinarios	297.563	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885
Costo de Venta Pesca	-48.500	-151.712	-193.229	-195.048	-196.889	-198.750
Costo de Venta Salmón	-170.256	-353.885	-337.581	-344.566	-351.773	-359.209
Costo de Venta Cultivos	-20.465	-31.715	-32.687	-32.822	-32.958	-33.095
Total Costo de Venta	-239.221	-537.313	-563.497	-572.436	-581.620	-591.055
Margen Bruto	58.341	141.508	126.134	128.302	130.534	132.830
Gastos de administración Pesca	-1.609	-5.034	-17.460	-17.625	-17.791	-17.959
Gastos de administración Salmón	-3.985	-8.283	-13.057	-13.327	-13.606	-13.894
Gastos de administración Cultivos	-1.958	-3.034	-4.719	-4.739	-4.759	-4.778
Total Gastos de administración	-7.552	-16.352	-35.237	-35.691	-36.156	-36.631
Costos de distribución Pesca	-3.862	-12.079	-17.009	-17.169	-17.331	-17.495
Costos de distribución Salmón	-6.378	-13.257	-13.289	-13.564	-13.848	-14.140
Costos de distribución Cultivos	-4.172	-6.466	-5.107	-5.128	-5.149	-5.171
Total Costos de distribución	-14.412	-31.803	-35.405	-35.861	-36.328	-36.806
Gastos de administración y ventas	-21.964	-48.154	-70.642	-71.552	-72.484	-73.438
EBIT	36.377	93.353	55.492	56.750	58.050	59.392
EBITDA	52.852	127.154	89.831	91.643	93.510	95.437
Costos financieros	-3.902	-8.901	-10.076	-10.239	-10.405	-10.577
Participación de asociadas	308	703	1.985	2.017	2.049	2.083
Diferencia de cambio	-101	-231	-1.927	-1.958	-1.990	-2.023
Otras ganancias (pérdidas)	-869	-1.983	-6.160	-6.259	-6.361	-6.466
Ingresos financieros	140	319	61	62	63	64
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	31.952	83.260	39.374	40.372	41.405	42.473
(Gasto) ingreso por impuesto	-8.627	-22.480	-10.631	-10.900	-11.179	-11.468
Ganancia (pérdida) del período	23.325	60.780	28.743	29.472	30.225	31.005
Depreciación y Amortización	16.475	33.801	34.339	34.892	35.461	36.045

Fuente: Elaboración propia

Para determinar la depreciación y amortización futura, se analizó cuanto representan dichos conceptos sobre los ingresos proyectados de la compañía, dando como resultado un 4,98% promedio (Tabla N°70). Dicha tasa se empleó para realizar la proyección de la depreciación en los periodos 2022 2S al 2026.

Tabla N°62: Determinación depreciación y amortización proyectadas.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Ingresos	469.675	626.481	620.030	539.322	640.309	381.258
Depreciación + Amortización	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326
Depreciación + Amortización/ Ingresos	5%	4%	5%	6%	5%	5%
Promedio	4,98%					

Fuente: Elaboración propia

6.5.1 Supuestos utilizados

En la Tabla N°71, se presenta el detalle de los supuestos utilizados para efectuar la proyección del estado de resultados.

Tabla N°63: Supuestos utilizado para proyección de Estado de Resultado.

Cuenta	Supuestos
Ingresos Segmento Pesca	Tasa crecimiento de la producción en el periodo 2022-2026 un 4,70%.
Ingresos Segmento Salmón	Tasa crecimiento de la producción en el periodo 2022-2026 un 7,07%.
Ingresos Segmento Cultivos	Tasa crecimiento de la producción en el periodo 2022-2026 un 2,51%.
Costo de Venta Pesca	87% del ingreso ordinario del segmento Pesca.
Costo de Venta Salmón	79% del ingreso ordinario del segmento Salmón.
Costo de Venta Cultivos	82% del ingreso ordinario del segmento Cultivos.
Gastos de administración Pesca	8% del ingreso ordinario del segmento Pesca.
Gastos de administración Salmón	3% del ingreso ordinario del segmento Salmón.
Gastos de administración Cultivos	12% del ingreso ordinario del segmento Cultivos.
Costos de distribución Pesca	8% del ingreso ordinario del segmento Pesca.
Costos de distribución Salmón	3% del ingreso ordinario del segmento Salmón.
Costos de distribución Cultivos	13% del ingreso ordinario del segmento Cultivos.
Costos financieros	1,46% del ingreso ordinario total.
Participación de asociadas	0,29% del ingreso ordinario total.
Diferencia de cambio	0,28% del ingreso ordinario total.
Otras ganancias (pérdidas)	0,89% del ingreso ordinario total.
Ingresos financieros	0,01% del ingreso ordinario total.

Fuente: Elaboración propia

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, en la Tabla N°72 se presenta el Estado de Resultado proyectado porcentual, donde, se detalla la participación de cada partida sobre los Ingresos ordinarios totales.

Tabla N°64: Estado de Resultado Proyectado sobre los Ingresos Operacionales

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ingresos Segmento Pesca	24%	32%	32%	32%	32%	32%
Ingresos Segmento Salmón	68%	62%	62%	62%	63%	63%
Ingresos Segmento Cultivos	9%	6%	6%	6%	6%	6%
Total Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costo de Venta Pesca	-16%	-22%	-28%	-28%	-28%	-27%
Costo de Venta Salmón	-57%	-52%	-49%	-49%	-49%	-50%
Costo de Venta Cultivos	-7%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Total Costo de Venta	-80%	-79%	-82%	-82%	-82%	-82%
Margen Bruto	20%	21%	18%	18%	18%	18%
Gastos de administración Pesca	-1%	-1%	-3%	-3%	-2%	-2%
Gastos de administración Salmón	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
Gastos de administración Cultivos	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Total Gastos de administración	-3%	-2%	-5%	-5%	-5%	-5%
Costos de distribución Pesca	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Costos de distribución Salmón	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Costos de distribución Cultivos	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Total Costos de distribución	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Gastos de administración y ventas	-7%	-7%	-10%	-10%	-10%	-10%
EBIT	12%	14%	8%	8%	8%	8%
EBITDA	18%	19%	13%	13%	13%	13%
Costos financieros	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Participación de asociadas	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencia de cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras ganancias (pérdidas)	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	11%	12%	6%	6%	6%	6%
(Gasto) ingreso por impuesto	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
Ganancia (pérdida) del período	8%	9%	4%	4%	4%	4%
Depreciación y Amortización	6%	5%	5%	5%	5%	5%

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con Tabla N°72, al momento de comparar el Estado Resultado Proyectado en relación con el histórico, apreciamos que el Margen Bruto Promedio Proyectado es de 19%, en relación con el histórico que es de 16%, esto es debido a que en las proyecciones hemos incluido las variaciones históricas de fenómenos naturales que afectan los volúmenes de ventas, como también el costo de las ventas de la compañía, que genera disminuciones en los márgenes.

En los EBIT y EBITDA proyectados, se evidencia un promedio del 10% y 13% respectivamente, los cuales, en relación con los históricos son superiores (6% EBIT – 15% EBITDA). Lo anterior, debido a que en las proyecciones hemos aislado los efectos por Fair Value, ya que estos son ajustes contables previos a la cosecha y por ende antes de ser vendidos, por ello se produce el efecto de variación positiva en ambos indicadores.

7. Proyección de los Flujos de Caja Libre

7.1. Inversión en reposición

Para determinar la inversión por reposición, hemos confeccionado la Tabla N°73, donde, se puede evidenciar la composición de la Propiedad Plantas y Equipos, conjunto a los Activos Intangibles, con sus respectivas amortizaciones y depreciaciones a lo largo de la historia. Se puede destacar, que las compras de activos fijos e intangibles han ido aumentando en el tiempo producto del plan de inversión de la compañía, invirtiendo un monto mayor que el desgaste por uso. Es por lo que, se asumirá que la inversión en reposición equivale al 100% de la depreciación y amortización.

Tabla N°65: Inversión de Reposición Camanchaca SA.

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Compras de PPE	29.205	50.687	73.585	47.463	54.706	35.487
Compras de Activos Intangibles	-	-	-	-	24	24
Compras PPE + Activos Intangibles	29.205	50.687	73.585	47.463	54.730	35.511
Depreciación	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326
Amortización	-	-	-	-	-	-
Depreciación + Amortización	25.713	24.431	28.858	33.068	33.115	17.326
Compras PPE-Intangibles / Depreciación+Amortización	114%	207%	255%	144%	165%	205%
Depreciación + Amortización/ Ingresos	5%	4%	5%	6%	5%	5%

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°74, proyectamos la Inversión en Reposición para los próximos años utilizando el promedio de la depreciación de los periodos históricos, entregando un resultado de 4,98% sobre los ingresos, dicho resultado se aplicó sobre los ingresos proyectados.

Tabla N°66: Proyección en Inversión de Reposición Camanchaca SA.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ingresos proyectados	297.563	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885
% sobre ingresos	4,98%	4,98%	4,98%	4,98%	4,98%	4,98%
Inversión por reposición	-16.475	-33.801	-34.339	-34.892	-35.461	-36.045

Fuente: Elaboración propia

7.2. Nuevas inversiones de capital

Para determinar la inversión en capital físico, hemos confeccionado la Tabla N°75, donde, se presenta el stock de Propiedades Plantas y Equipos conjunto a los Activos Intangibles de cada periodo, de los cuales, calculamos la relación sobre los Ingresos Ordinarios Totales de Camanchaca S.A. por año, obteniendo el su peso relativo.

Podemos destacar que el periodo 2017-2022 posee un peso mayor al calculado para el periodo 2019-2022, en un 54,1% vs 49,6%. Donde, para proyectar las Nuevas Inversiones de Capital, hemos utilizado el promedio del 2019-2022, que es un 49,6%, esto debido a que representa de mejor manera como se encuentra actualmente las valorizaciones de las inversiones de capital, por los acontecimientos internacionales (COVID, Inflación y Recesión).

Tabla N°67: Nuevas Inversiones de Capital

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
PPE	232.356	255.462	287.683	290.532	308.180	323.975
Activos Intangibles	834	1.214	1.214	1.214	-	1.048
PPE e Intangibles	233.190	256.676	288.897	291.746	308.180	325.023
Variación		23.486	32.221	2.849	16.434	16.843
Ingresos Ordinarios	469.675	626.481	620.030	539.322	640.309	381.258
PPE/Ingresos	49,6%	41,0%	46,6%	54,1%	48,1%	85,3%
Promedio 2017-2022	54,1%					
Promedio 2019-2021	49,6%					

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°76, proyectamos las Nuevas Inversiones de Capital de Camanchaca para los próximos años, utilizando el 49,6% calculado en la Tabla N°75, utilizándolo como peso relativo con los Ingresos Ordinarios Proyectados ya calculados.

Tabla N°68: Proyección de Nuevas Inversiones de Capital

	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ingresos proyectados	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885
PPE / Ingresos (%)	50%	50%	50%	50%	50%
PPE e Intangibles	336.738	342.100	347.610	353.273	359.092
Variación	-5.363	-5.510	-5.662	-5.820	-

Fuente: Elaboración propia

Para proyectar el segundo semestre 2022, proyectamos el PPE e Intangibles para el 2022, multiplicando el 49,6% por los ingresos del 2022 y luego descontamos los valores ya obtenidos en el primer semestre del 2022. La variación del segundo semestre se obtuvo calculando el peso relativo del PPE e Intangibles del segundo semestre del 2022, con los ingresos ordinarios proyectados del 2022, obteniendo un 2% que luego se multiplica por la variación que se tiene del 2022 con el 2021 (Tabla N°76).

Para los siguientes años, se utiliza el 49,6% como peso relativo con los ingresos proyectados de cada año, así obteniendo las Nuevas Inversiones de Capital de cada año, se proyecta la variación con respecto al año anterior, que se evidencia en la Tabla N°76.

Es importante destacar que, si bien la inversión histórica sobre los ingresos operacionales equivale al 54,1%, con una variación promedio de MUSD 18.367, esta posee ingresos superiores a los proyectados (2% de crecimiento promedio). Donde, la inversión proyectada tiene una variación promedio de MUSD 5.590, asociada directamente a ingresos más conservadores que los históricos (16% de crecimiento promedio).

En el caso de utilizar un crecimiento promedio histórico, se justificaría una inversión de capital más elevada, ya que el nivel de crecimiento sería superior, sin embargo, la relación PPE/Ingresos actual supone un crecimiento menor y más acorde al mercado nacional e internacional en el futuro próximo.

7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

La inversión de Capital de Trabajo es equivalente al Capital de Trabajo Operativo Neto o CTON, donde, para proyectar los próximos años se necesitan obtener el promedio RCTON que esta relación con los ingresos de cada año.

Podemos destacar que el RCTON promedio del periodo 2018-2021 es de 32,9% y el del periodo 2017-2022 es de 41,5%.

A continuación, se presenta la Tabla N°77 con la Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Neto:

Tabla N°69: Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Neto

Cifras en MUSD	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	30-06-2022
Activos Operacionales	253.853	261.333	323.187	291.099	314.643	349.872
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	80.021	88.046	95.777	70.628	96.880	97.683
Inventarios	71.853	55.297	76.669	98.383	94.428	104.684
Activos biológicos, corrientes	101.979	117.990	150.741	122.088	123.335	147.505
Pasivos Operacionales	106.981	108.548	100.953	85.721	110.633	107.525
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar corrientes	106.981	108.548	100.953	85.721	110.633	107.525
CTON	146.872	152.785	222.234	205.378	204.010	242.347
Ingresos Operacionales	469.675	629.370	620.030	539.322	640.309	381.258
RCTON (en %)	31,3%	24,3%	35,8%	38,1%	31,9%	63,6%
RCTON Promedio 2017-2022	37,5%					
RCTON Promedio 2018-2021	32,5%					

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°78, utilizamos el 32,5% calculado previamente en la Tabla N°77 para proyectar los años siguientes, con la finalidad de obtener el segundo semestre del 2022 proyectamos el año 2022 y restamos el valor obtenido en el primer semestre dando como resultado un CTON de 112, equivalente al 3% de los ingresos proyectados para 2022. Luego, para obtener la variación del CTON, multiplicamos el 32,5% sobre la variación anual, dando como resultado el 2do semestre 2022.

Para los años siguientes, se utilizó el 32,5% para obtener el CTON proyectado y así calcular la variación de un año en relación con el periodo anterior.

Tabla N°70: Proyección Inversión o Liberación de Capital de Trabajo Neto

	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	31-12-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026
Ingresos Proyectados	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885
RCTON Proyectado (%)	33%	33%	33%	33%	33%
CTON proyectado	220.719	224.234	227.846	231.557	235.372
Variación CTON	-3.515	-3.612	-3.711	-3.815	-

Fuente: Elaboración propia

7.4. Flujos de caja libre proyectados

A continuación, en la Tabla N°79 se presenta la proyección de Flujos de Caja Libre en MUSD, en base a las proyecciones mencionadas anteriormente:

Tabla N°71: Flujo de Caja Libre Proyectado

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
EBIT (después de impuestos)	23.325	28.743	29.472	30.225	31.005	31.005
Depreciación y amortización	16.475	34.339	34.892	35.461	36.045	36.045
Inversión de reposición	-16.475	-34.339	-34.892	-35.461	-36.045	-36.045
Inversión en capital físico (nueva inversión)	-5.363	-5.510	-5.662	-5.820	-	-
Inversión en capital de trabajo	-3.515	-3.612	-3.711	-3.815	-	-
Flujos de caja libre	14.448	19.621	20.098	20.591	31.005	31.005

Fuente: Elaboración propia

7.5. Valor terminal

Para determinar el Valor Terminal del Flujo de Caja Libre, utilizamos la proyección del Estado de Resultado, desde el punto “EBIT (después de impuestos)” donde consideramos la depreciación y amortización, inversión de reposición, inversión en capital físico (nueva inversión) e inversión en capital de trabajo. Posteriormente calculamos el valor terminal a perpetuidad (sin crecimiento) del periodo 2027, esto debido a que, tras el estudio de la historia de Camanchaca y la industria, hay periodos de fuerte volatilidad en los factores productivos, por lo que es más pertinente mantener un crecimiento constante a perpetuidad para tener expectativas más estables en el largo plazo.

Al obtener el Flujo de Caja Libre, descontamos los flujos mediante una Tasa WACC del 8,12%, trayendo los flujos de caja a valor presente, dando como resultado en el

periodo E2027 MUSD 31.005, los que se dividen por la tasa WACC obteniendo un valor terminal de MUSD \$381.957.

Fórmula Utilizada:

$$VT = \frac{FLC_{2026}}{k_0}$$

Formula Aplicada:

$$VT = \frac{31.005}{8,12\%} = 381.957$$

8. Precio de la Acción Estimado

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para determinar el Valor Presente de los Flujos de Caja Libre futuro al 30 de junio de 2022, se calculó como el valor presente del periodo desde la proyección del último semestre del año 2022 hasta el periodo 2026 a partir de la tasa de descuento WACC que se determinó anteriormente (8,12% anual). Posteriormente calculamos el valor terminal a perpetuidad del periodo 2026. Por ende, la sumatoria del Valor Presente del Flujos de Caja Libre, considera tanto el cálculo de valor presente como el valor terminal de la compañía, obteniendo un resultado de MUSD 354.075. Adicionalmente, hay que considerar que el primer flujo que corresponde al último semestre del periodo 2022, se descuenta a 0,50 (considerando como 1 un año completo y 0,50 a un semestre), para el segundo periodo se descuenta a 1,50 y los siguientes años siguen el mismo orden.

Hemos utilizado las siguientes fórmulas para los cálculos:

8.1.1 Valor Presente de los Flujos de Caja Libre

Ahora con el Valor Terminal calculado, procedemos a obtener el Valor Presente de los Flujos de Caja Libre que hemos proyectado.

$$VP = \frac{FCL_{2S_2022}}{(1 + 8,12\%)^{0,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + 8,12\%)^{1,5}} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + 8,12\%)^{2,5}} + \frac{FCL_{2025}}{(1 + 8,12\%)^{3,5}} + \frac{FCL_{2026} + VP_VT}{(1 + 8,12\%)^{4,5}}$$

$$VP = 354.075$$

Tabla N°72: Flujo de Caja Libre y Valor Terminal Estimado de Camanchaca S.A.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2S-2022	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Flujos de caja libre	14.448	19.621	20.098	20.591	31.005	31.005
Valor Terminal a 2026					381.957	
Valor presente FCL	13.895	17.453	16.535	15.669	290.656	
Valor presente total (WACC = 8,12%)	354.209					

Fuente: Elaboración propia

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para el calcular del Déficit o Exceso de Capital de Trabajo al 30 de junio del año 2022, se obtuvo el CTON real a la fecha del 30 de junio y realizamos el comparativo con el proyectado al 31 de diciembre 2022.

En el cálculo, utilizamos el RCTON promedio que calculamos en el punto 7.3, el cual es el promedio de los años 2018-2021 (32,5%) y luego se multiplica por los ingresos proyectados y así obtener el CTON Proyectado, con las variaciones pertinentes.

Tabla N°73: Déficit o Excedente CTON Proyectado de Camanchaca S.A.

	Proyectado	Estimado	Estimado	Estimado	Estimado
Cifras en MUSD	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos Proyectados	678.821	689.631	700.738	712.153	723.885
RCTON Proyectado (%)	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
CTON Proyectado	220.719	224.234	227.846	231.557	235.372
Variación CTON (MUSD)	-3.515	-3.612	-3.711	-3.815	-

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°81, podemos apreciar el Exceso de CTON para el periodo 2022, por lo que es un valor que aumenta el Valor Total de Activos para el punto 8.4 de la Valorización Económica de la Empresa.

Para el cálculo se utilizó el CTON ya obtenido en el punto 5.5.2 de Capital de Trabajo, para el periodo primer semestre del 2022, para luego proyectar el año 2022 completo, multiplicando el 32,5% con los ingresos.

Tabla N°74 Variación del CTON Proyectado de Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	
CTON real al 30 de junio de 2022	242.347
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2022	220.719
Exceso de CTON	21.628

Fuente: Elaboración propia

El resultado de la Tabla N °82, representa un excedente de capital de trabajo de MSUD 21.628, lo que significa que hubo un exceso de inversión por parte de la compañía, por ende, este valor se sumará del valor presente de los flujos de caja proyectados.

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Camanchaca S.A. cuenta con seis activos prescindibles (no operacionales): Efectivo y equivalentes al efectivo, Otros activos financieros, corrientes y no corrientes, Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes y no corrientes e impuestos diferidos a largo plazo. Los cuales, se encuentran definidos en la Tabla N°83:

Tabla N°75 Activos Prescindibles y otros activos

Cifras en MUSD	Activo	30-06-2022
Corrientes	Efectivo y equivalentes al efectivo	60.179
	Otros activos financieros, corrientes	320
	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	116
No Corrientes	Otros activos financieros, no corrientes	671
	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	2.077
Total activos prescindibles		63.363

Fuente: Elaboración propia

Luego de obtener los activos prescindibles en la Tabla N°83, hemos calculado la variación real de los otros activos en la Tabla N°84, determinando la diferencia entre el PPE e Intangibles estimados al 31.12.2022 versus el valor real al 30.06.2022, de acuerdo con la siguiente formula:

$$PPE \text{ e Intangibles Estimado}_{al\ 31.12.2022}(336.738) - PPE \text{ e Intangibles Real}_{al\ 30.06.2022}(325.023) \\ \text{Otros Activos: } - 11.715$$

Tabla N°76 Variación Real de Activos Prescindibles y otros activos para 2022

Cifras en MUSD	
PPE e Intangible estimado al 31.12.2022	336.738
PPE e Intangible real al 30.06.2022	325.023
Otros activos	-11.715

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, en la Tabla N°85 se calculó el valor de los activos prescindibles totales a ser incorporados en la determinación del precio de la acción, el cual, es la diferencia entre los activos prescindibles menos los otros activos, dando como resultado MUSD 51.649.

Tabla N°77 Activos Prescindibles Totales para el 2022

Cifras en MUSD	
Activos prescindibles	63.363
Otros activos	-11.715
Total	51.649

Fuente: Elaboración propia

8.4. Valorización económica de la empresa

Para poder llegar al precio de la acción estimada de Camanchaca, hemos realizado la suma del Valor Presente de los Flujo de Caja Libre, el Exceso (Déficit) del CTON y Activos Prescindibles Totales, para así lograr obtener el Valor Total de Activos.

Para obtener el Patrimonio Económico, restamos al Valor Total de Activos, la deuda financiera ya utilizada en puntos anteriores del informe, llegando a un valor de MUSD

216.289, el cual dividimos por el número de acciones emitidas (4.150.672) y luego multiplicar el precio en USD por el valor del dólar de cierre a la fecha del 30 de junio del 2022 (\$932), como resultado un precio de \$48,57, el cual, está un 2,2% sobre el precio de la acción observado a la fecha de estudio.

Tabla N°78 Precio de la Acción Estimado para Camanchaca S.A.

Cifras en MUSD	30.06.2022
VP FCL	\$ 354.209
Exceso capital de trabajo operativo neto (CTON)	\$ 21.628
Activos prescindibles y otros activos	\$ 51.649
Valor total de activos	\$ 427.486
Deuda financiera	\$ -211.197
Patrimonio Económico	\$ 216.289
Número de acciones	4.150.672
Precio acción estimado USD	\$ 0,05
Precio acción estimado CLP (USD/CLP = 932)	\$ 48,57
Precio acción real en CLP	\$ 47,53
Diferencia de precio (en %)	2,2%
Diferencia de precio (CLP)	\$ 1,04

Fuente: Elaboración propia

Como podemos apreciar en la Figura N°11, hemos concluido que el precio calculado es razonable al tener una pequeña variación en relación con el precio observado, lo que además nos indica los infravalorada que estaba la empresa en ese minuto, ya que, en los meses siguientes hasta el 31 de diciembre del 2022, Camanchaca llego a estar a \$55.65. En la Figuera N°11, apreciamos la línea recta en nuestro precio calculado y la variación del precio de la acción en el tiempo, evidenciando la tendencia alcista en los meses posteriores.

Figura N°9: Precio de la Acción 30.06.2022 al 31.12.2022



Fuente: Elaboración Propia a partir de Refinitiv Eikon.

8.5. Análisis de sensibilidad

Al momento de realizar la valorización de Camanchaca S.A, un punto importante a considerar fue el cálculo de la Tasa de Descuento o WACC, esto producto de la ausencia de emisión de deuda por parte la compañía, ya que, sus instrumentos de deuda están relacionados con créditos bancarios directos, los que finalmente son más caros en relación con las tasas que pueden obtener en el mercado.

Otro factor importante que destacar corresponde a las variaciones que presentan los ingresos operacionales de la compañía en el periodo de estudio, las cuales, presentan diversas volatilidades dependiendo del segmento operativo. Lo anterior, producto de factores naturales como el fenómeno del “El Niño”, las fiscalizaciones en temporadas de vedas, las variaciones del mercado (demanda) y los efectos en la producción de la compañía. Es por esto, que realizamos una proyección de ingresos más conservadora, ya que, si bien Camanchaca crece en promedio un 16% (2017-2022) entre sus tres segmentos operativos, esto no quiere decir que el crecimiento se mantenga constante en el tiempo, tal como se puede observar en la Tabla N°46, donde, si bien el año 2017 la compañía creció un 50,38% en el año 2019 bajo a un -1,03% llegando a un 6,01% al promedio el año 2022.

Por lo anterior, se puede apreciar en la Tabla N°87, que tener una mejor tasa de descuento o WACC, permitiría tener una mejor valorización final para la compañía y su efecto en el Valor Presente de los Flujos de Caja es evidente, como también lo es

un aumento en los ingresos de Camanchaca que generan un mayor valor de la acción, incluso cuando se combina con un aumento de la tasa WACC.

Tabla N°79 Sensibilización del Precio de la Acción en relación con cambios del WACC/Ventas.

Ko/Ventas	2,00%	4,00%	6,00%	8,00%	10,00%	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%	22,00%
6,12%	78,29	80,07	82,25	84,34	86,52	84,34	81,36	82,18	83,00	83,82	84,64
6,62%	69,60	71,21	73,22	75,15	77,16	73,62	72,80	73,62	74,43	75,25	76,06
7,12%	62,14	63,61	65,47	67,25	69,12	66,27	65,46	66,27	67,08	67,89	68,70
7,62%	55,67	57,01	58,75	60,40	62,14	59,89	59,08	59,89	60,69	61,49	62,30
8,12%	50,01	51,24	52,87	54,40	56,03	54,29	53,49	54,29	55,09	55,89	56,69
8,62%	45,01	46,14	47,67	49,11	50,64	49,35	48,56	49,35	50,14	50,94	51,73
9,12%	40,56	41,61	43,05	44,40	45,85	43,37	44,16	44,95	45,74	46,53	47,32
9,62%	36,58	37,55	38,92	40,19	41,56	39,45	40,23	41,02	41,80	42,58	43,37
10,12%	33,01	33,91	35,20	36,41	37,70	35,91	36,69	37,47	38,25	39,03	39,81

Fuente: Elaboración propia

En el caso de utilizar el beta desapalancado de la industria (0,5661), se obtendría un WACC de 10,16%, el cual, fue apalancado con el EC objetivo de Camanchaca S.A, para que fuese comparable con el beta de la compañía, donde, posteriormente se utilizaría para obtener el flujo de caja descontado, obteniéndose un precio por acción de \$31,05, es decir, un -34,7% bajo el valor de mercado (\$47,53). Por lo anterior, podemos inferir que, existe una gran diferencia entre usar el Beta desapalancado de la industria y el de Camanchaca S.A, ya que se obtienen resultados muy diferentes entre sí, evidenciándose que ante una mayor variación de la tasa WACC, se generan mayores movimientos en el precio de la acción, donde, la compañía se ve perjudicada por dichas variaciones.

Es importante mencionar que en nuestros cálculos del WACC, utilizamos un costo de la deuda (K_b) subvalorado, es decir, el spread no se encontraba a valor de mercado a la fecha de valorización, esto producto que Camanchaca S.A. no posee emisiones de deuda en el mercado y utiliza créditos bancarios con una tasa referencial más alta que si hubiesen emitido deuda. Por lo anterior, nuestro calculo considero los prestamos declarados en la sección 4.1. Costo de la deuda.

8.5.1 Análisis de sensibilidad con tasas de crecimiento histórico promedio

Al momento de realizar el análisis de sensibilidad utilizando como base la tasa de crecimiento histórica promedio de la compañía, se puede evidenciar que el resultado obtenido es muy distinto al obtenido con las estimaciones del punto 8.5, donde, en la Tabla N°88 se observa que con un crecimiento promedio del 16% el precio de la acción aumenta considerablemente.

Tabla N°80: Análisis de sensibilidad con tasa de crecimiento histórica promedio

Ko/Ventas	16%	32%	48%	64%	80%	96%	112%	128%	144%	160%	176%
6,12%	93,62	110,63	128,09	145,41	162,86	145,41	121,53	128,09	134,65	141,21	147,77
6,62%	83,74	99,38	115,48	131,45	147,53	119,24	112,72	119,24	125,76	132,27	138,79
7,12%	75,26	89,73	104,66	119,46	134,37	111,59	105,12	111,59	118,07	124,54	131,02
7,62%	67,90	81,36	95,27	109,05	122,95	104,92	98,49	104,92	111,36	117,79	124,22
8,12%	61,46	74,03	87,05	99,94	112,96	99,04	92,65	99,04	105,43	111,83	118,22
8,62%	55,77	67,56	79,80	91,90	104,13	93,82	87,46	93,82	100,17	106,52	112,87
9,12%	50,71	61,81	73,35	84,75	96,28	76,51	82,83	89,14	95,45	101,76	108,08
9,62%	46,19	56,66	67,58	78,36	89,26	72,38	78,65	84,93	91,20	97,47	103,74
10,12%	42,12	52,03	62,38	72,60	82,95	68,64	74,87	81,11	87,34	93,57	99,81

Fuente: Elaboración propia

Luego de realizar una comparación entre los resultados obtenidos en el análisis de sensibilidad con estimaciones de crecimiento conservador (punto 8.5) versus el con una tasa de crecimiento histórica (punto 8.5.1), se obtiene una diferencia sustancial entre el precio real a la fecha (\$47,93) y las estimaciones, donde, sí utilizamos la tasa WACC del 8,12% y el primer tramo de crecimiento estimado en ambos puntos, obtenemos una diferencia del 1% con el método conservador y un 13,93% con el crecimiento histórico, dando como resultado una desviación sustancial entre ambas proyecciones.

En base a lo anterior, confirmamos nuestra tesis de que es más factible utilizar un criterio conservador para realizar las proyecciones, ya que los resultados históricos son demasiado volátiles (aumentos y decrementos) y producen un efecto promedio superior al mercado, pero con expectativas menos realistas.

10. Conclusiones Generales:

La compañía Camanchaca S.A, es una empresa que presenta una baja volatilidad en relación con el IGPA o al mercado chileno, por su fuerte exposición a los mercados internacionales, que finalmente van marcando una pauta en los ingresos de la compañía, donde su segmento principal es la división de Salmones.

En base a nuestro análisis, podemos observar que la compañía posee crecimientos históricos por sobre el mercado en sus tres segmentos operáticos (pesca, salmón y cultivos), con una fuerte diversificación de sus socios comerciales, donde, se espera que a futuro los mayores ingresos provengan del segmento Salmones y Cultivos, con la finalidad de para mitigar fenómenos exógenos a Camanchaca.

Por lo anterior, se puede concluir que la compañía se encuentra reorganizando sus flujos de ingresos hacia futuro, como también adhiriéndose a las tendencias mundiales en relación al medioambiente y potenciando su participación internacional, donde la división Salmones Camanchaca cotiza en la bolsa de Oslo, lo que con una mejora en sus fuentes de financiamiento externo, podría permitirle ir ampliando sus zonas productivas y potenciar los negocios de Salmones y Cultivos que a nivel mundial siguen aumentando su demanda, lo que traería como resultado aumentar sus ingresos totales a futuro.

Bibliografía

1. Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). *La brecha entre la Teoría y la Práctica de la Valoración Empresarial: Encuesta de Expertos Europeos*. Revista de Finanzas Corporativas Aplicadas, 26(4), 106-117.
2. Blumar S.A. (2021). *Memoria Integrada 2021*. Santiago.
3. Blumar S.A. (2022). *Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
4. Bolsa de Santiago. (Octubre de 2022). *Bolsa de Santiago*. Obtenido de https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/CAMANCHACA
5. Bolsa de Santiago. (Octubre de 2022). *Bolsa de Santiago*. Obtenido de https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/BLUMAR
6. Bolsa de Santiago. (23 de Enero de 2022). *Bolsa de Santiago*. Obtenido de https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/MULTI%20X
7. Bolsa de Valores de Lima. (17 de Octubre de 2022). *Bolsa de Valores de Lima*. Obtenido de <https://www.bvl.com.pe/emisores/detalle?companyCode=50400>
8. Bolsa de Valores de Oslo. (17 de Octubre de 2022). *Euronext*. Obtenido de <https://live.euronext.com/en/product/equities/NO0003054108-XOSL>
9. Camanchaca S.A. (2017). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
10. Camanchaca S.A. (2018). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
11. Camanchaca S.A. (2019). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
12. Camanchaca S.A. (2020). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
13. Camanchaca S.A. (2021). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
14. Camanchaca S.A. (2021). *Memoria Anual Camanchaca S.A.* Santiago.
15. Camanchaca S.A. (2022). *Análisis Razonado de los Estados Financieros Consolidados*. Santiago.
16. Camanchaca S.A. (09 de Octubre de 2022). *Camanchaca.cl*. Obtenido de <https://www.camanchaca.cl/la-empresa/>
17. Camanchaca S.A. (2022). *Estados Financieros Intermedios Consolidados*. Santiago, Chile.

18. Consejo del Salmón. (2021). *Consejo del Salmón*. Obtenido de <https://www.consejodelsalmon.cl/informacion-de-la-industria/principales-datos-de-la-industria/>
19. Damodaran. (2002). *Valoración de Inversiones: Herramientas y Técnicas para Determinar el Valor de Cualquier Activo*.
20. Exalmar S.A. (2021). *Memoria Anual 2021*. Lima.
21. Exalmar S.A. (2022). *Estados financieros al 30 de junio de 2022 y del 31 de diciembre de 2021*. Lima.
22. FAO. (2020). *El estado mundial de la pesca y la agricultura 2020. La sostenibilidad en acción*. Roma. Obtenido de <https://www.fao.org/documents/card/en/c/ca9229es>
23. FAO. (2020). *Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura*. Obtenido de https://www.fao.org/3/ca9229es/online/ca9229es.html#chapter-1_3
24. FAO. (2022). *2022. El estado mundial de la pesca y la acuicultura 2022. Hacia la transformación azul*. Santiago. doi:<https://doi.org/10.4060/cc0461es>
25. Fernández, P. . (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
26. Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión.
27. García, R. (02 de Septiembre de 2022). *Salmonexpert*. Obtenido de <https://www.salmonexpert.cl/banca-camanchaca-creditos/camanchaca-logra-reprogramar-sus-creditos-con-la-banca/1408231>
28. Maquieira C., y Espinosa, C. . (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
29. Mowi ASA. (2022). *Informe Anual Integrado 2021*. Oslo.
30. Mowi ASA. (2022). *Q2 2022*. Oslo.
31. Multiexport Foods S.A. (2021). *Memoria Anual 2021 Multi X* . Santiago.
32. Multiexport Foods S.A. (2022). *Estados financieros consolidados intermedios al 30 de junio de 2022*. Santiago.
33. Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Análisis y Valoración de Empresas: Edición NIIF*. Aprendizaje Cengage.

34. Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). *Valoración de la equidad: una encuesta de la práctica profesional*. . Revista de Economía Financiera, 37(2), 219-233.
35. Terram. (2021). *El aumento de la producción de Salmónidos en Chile (1990-2020)*. Santiago.