



VALORIZACIÓN CAMANCHACA S.A.

MEDIANTE EL MÉTODO DE MÚLTIPLOS COMPARABLES

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL
GRADO DE MAGISTER EN FINANZAS**

**ALUMNO: SEBASTIÁN MUÑOZ NAVARRETE
PROFESOR GUÍA: FRANCISCO SÁNCHEZ MORALES
SANTIAGO, CHILE**

2023

DEDICATORIA

A mis amigos y círculo más cercano:

Francisco, Carolina, Patricia, Daniela y Digna por sus palabras de ánimo, apoyo y confianza desde el primer instante.

A Bill:

Mi compañero perruno que día a día me acompañó en las largas horas de trabajo, cuidándome y entregándome su amor incondicional.

A mi compañero:

Matías por la confianza, compromiso y profesionalismo en el desarrollo de la actividad formativa.

A mi profesor guía:

Francisco por su paciencia, dedicación y constancia en el alcance del objetivo.

“Sueña lo que quieres, ponle fecha de caducidad a tu sueño y luego trabaja para alcanzarlo”

Hemmi (2013).

Índice General

Resumen Ejecutivo.....	6
1. Metodología	7
1.1. Principales métodos de valoración	7
1.1.1. Método de múltiplos de empresas comparables	7
2. Descripción de la empresa e industria.....	10
2.1. Descripción de la empresa	10
2.1.1. Antecedentes del negocio.....	10
2.1.2. Historia del negocio	13
2.1.3. Principales accionistas.....	14
2.1.4. Estructura Corporativa	14
2.1.5. Filiales	15
2.2. Descripción de la industria	16
2.2.1. Estado actual	18
2.2.2. Regulación y Fiscalización.....	19
2.2.3. Riesgos.....	19
2.2.4. Empresas comparables	21
3. Estructura de Capital.....	26
3.1. Deuda financiera	26
3.2. Patrimonio económico.....	27
3.3. Valor económico.....	29
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo.....	29
4. Estimación del costo de capital.....	31
4.1. Costo de la deuda	31
4.2. Beta de la deuda	32
4.3. Estimación del Beta Patrimonial.....	32
4.4. Beta patrimonial sin deuda	34
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	35
4.6. Costo patrimonial	36

4.7 Costo de capital	36
5. Valoración por Múltiplos	38
5.1. Análisis de las empresas comparables.....	38
5.2. Múltiplos de la industria.....	41
5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	42
5.4. Análisis de los resultados	44
9. Conclusiones Generales:.....	45
Bibliografía.....	46
Anexos:	49

Índice de Tablas

Tabla N°1: Ficha técnica empresa Camanchaca S.A.....	10
Tabla N°2: Línea de negocio pesca	11
Tabla N°3: Línea de negocio salmones	11
Tabla N°4: Línea de negocio cultivos marinos	11
Tabla N°5: Ingresos y EBITDA Camanchaca S.A.	12
Tabla N°6: Ingresos por Segmentos y Geografía Camanchaca S.A.	12
Tabla N°7: Antecedentes históricos Camanchaca S.A.....	13
Tabla N°8: Principales accionistas junio 2022.....	14
Tabla N°9: Estructura Corporativa Camanchaca 30.06.2022.....	14
Tabla N°10: Filiales Camanchaca S.A. al 30.06.2022	15
Tabla N°11: Tipos de Acuicultura.....	16
Tabla N°12: Blumar S.A.....	21
Tabla N°13: Antecedentes Financieros de Blumar S.A.	21
Tabla N°14: Pesquera Exalmar S.A.A.....	22
Tabla N°15: Antecedentes Financieros de Pesquera Exalmar S.A.A.	22
Tabla N°16: Pesquera MOWI ASA	23
Tabla N°17: Antecedentes Financieros de MOWI ASA.....	23
Tabla N°18: MultiExport Foods S.A.	24
Tabla N°19: Antecedentes Financieros de MultiExport Foods S.A.....	24

Tabla N°20: Peso relativo Ingresos por Líneas de Negocio de Empresas Comparables	25
Tabla N°21: Peso relativo EBITDA por Líneas de Negocio de Empresas Comparables	25
Tabla N°22: Deuda Financiera Camanchaca S.A.	26
Tabla N°23: Patrimonio Económico de Camanchaca S.A.	27
Tabla N°24: Valor Económico Camanchaca S.A.	29
Tabla N°25: Razones Camanchaca S.A.	29
Tabla N°26: Costo de Capital Camanchaca S.A.	31
Tabla N°27: Regresión Lineal Camanchaca S.A.	33
Tabla N°28: Beta desapalancado de la Industria	33
Tabla N°29: Estructura de Financiamiento Camanchaca S.A.	35
Tabla N°30: Clasificación de riesgos a diciembre 2021	38
Tabla N°31: Comparación crecimiento de ventas y B/P empresas comparables	39
Tabla N°32: Detalle sobre el cálculo de múltiplos	39
Tabla N°33: Múltiplo empresa comparable Blumar S.A.	40
Tabla N°34: Múltiplo empresa comparable Exalmar S.A.A.	40
Tabla N°35: Múltiplo empresa comparable MultiExport Seafood S.A.	41
Tabla N°36: Equivalencia líneas de negocio empresas comparables	41
Tabla N°37: Indicadores financieros y valoración por múltiplos.	42
Tabla N°38: Comparación resultado valoración con precio de mercado	43

Índice de Figuras

Figura N°1: Producción acuícola mundial de animales acuáticos y algas	17
Figura N°2: Aumento de la Contribución Acuicultura a la producción Mundial	17
Figura N°3: Producción Acuícola Mundial	18
Figura N°4: Evolución Deuda Financiera Camanchaca S.A.	27
Figura N°5: Precio Acción Camanchaca S.A.	28
Figura N°6: Valor histórico del precio de la acción Camanchaca S.A.	43

Resumen Ejecutivo

El objetivo principal de este trabajo es realizar la valorización de la compañía Camanchaca S.A., a través del 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 la metodología de valorización, se procedió a realizar la descripción de la compañía y la industria en que opera, su financiamiento, la estimación de la estructura de capital, costo patrimonial y su costo de capital, para finalmente obtener la Valorización por Múltiplos. Donde, es importante destacar que, 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.

Finalmente, se obtuvo un valor estimado del precio de la acción para Camanchaca S.A. de \$50,84, existiendo una desviación de 6,96% en relación con el 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 mediante el método de Múltiplos Comparables.

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 múltiplos de empresas comparables

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento

parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.1.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.1.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.1.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas

Donde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Ventas por acción*” son las ventas divididas por el total de acciones

en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “*Ventas*” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (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 Nemo-técnico	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

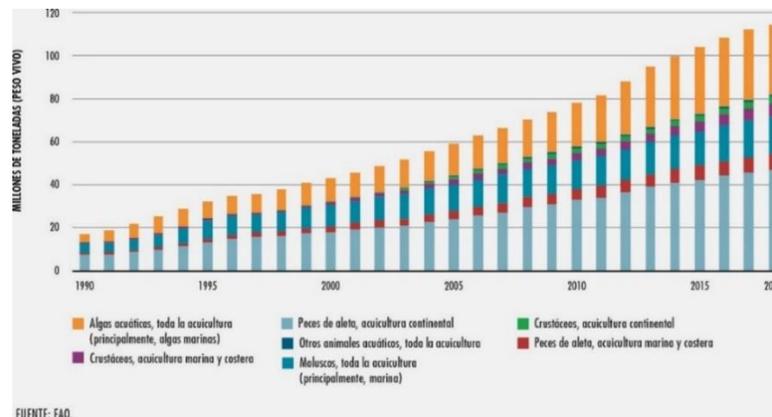
Tipos de Acuicultura	Descripción
Rural en Pequeña Escala	Enfocada en la empresa con un objetivo de desarrollo económico de zonas rurales y esta generalmente dirigida a pequeños productores, donde el factor productivo se distribuye entre los familiares.
Industrial en Gran Escala	Enfocada en empresas con 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.

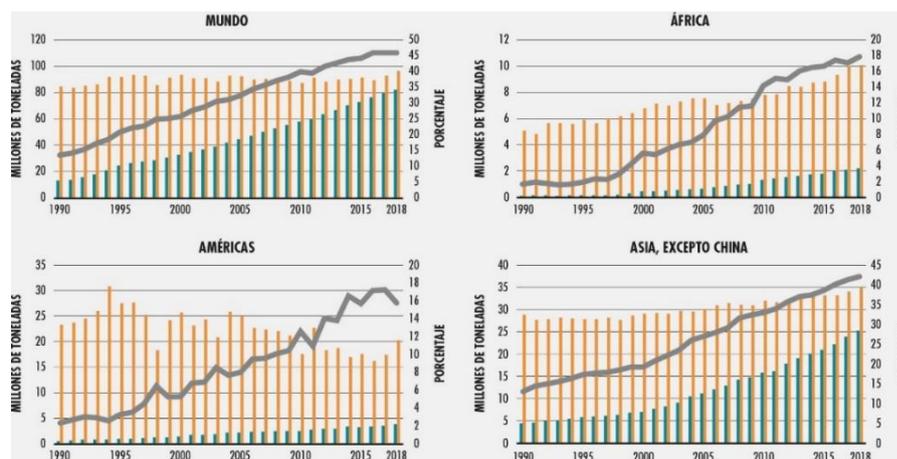
Figura N°1: Producción acuícola mundial de animales acuáticos y algas

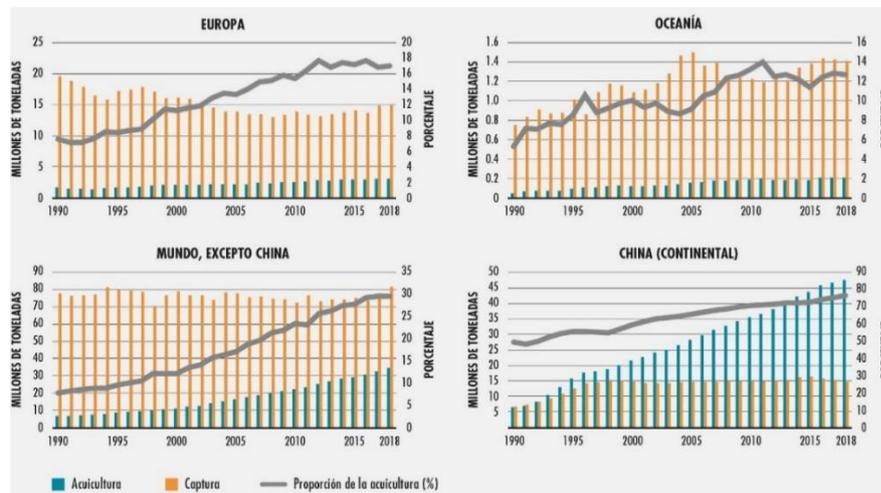


Fuente: FAO, 2020

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



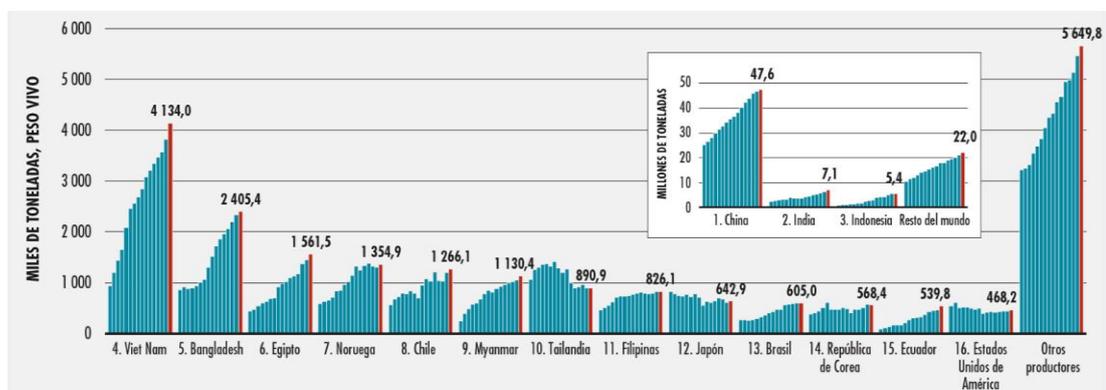


Fuente: FAO, 2020

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.

3. Estructura de Capital

3.1. Deuda financiera

La deuda financiera consolidada de Camanchaca S.A. se puede calcular directamente desde el Estado de Situación Financiera de la compañía, considerando las categorías “Otros pasivos financieros corrientes” y “Otros pasivos financieros no corrientes” desde diciembre de 2017 hasta junio de 2022, los que, están asociados a préstamos financieros que devengan intereses. Por otra parte, desde el 1° de enero de 2019, la compañía adoptó la entrada en vigor de la NIIF 16 “Arrendamientos⁵” reconociendo las obligaciones por arrendamiento financiero como pasivos por arrendamientos corrientes y no corrientes, por lo cual, se incorporó dicho concepto en el cálculo de la deuda. La Tabla N°22 muestra la deuda financiera de Camanchaca S.A. desde diciembre 2018 hasta junio 2022.

Tabla N°22: Deuda Financiera Camanchaca S.A.

Deuda Financiera	31-12-2017 MUS\$	31-12-2018 MUS\$	31-12-2019 MUS\$	31-12-2020 MUS\$	31-12-2021 MUS\$	30-06-2022 MUS\$
Pasivos corrientes	18.144	1.306	34.539	78.421	53.399	63.772
Otros pasivos financieros, corrientes	18.144	1.306	31.575	76.428	51.787	62.015
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	2.964	1.993	1.612	1.757
Pasivos no corrientes	153.819	80.406	127.227	129.270	173.645	147.425
Otros pasivos financieros, no corrientes	153.819	80.406	116.928	109.694	157.505	132.300
Pasivos por arrendamientos, no corrientes	-	-	10.299	19.576	16.140	15.125
Total Deuda Financiera	171.963	81.712	161.766	207.691	227.044	211.197

Fuente: Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

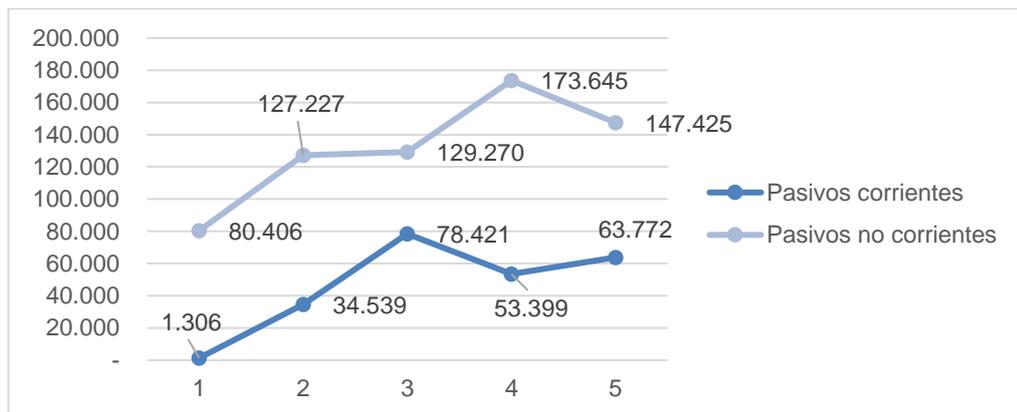
En base a la Tabla N°22, podemos observar que la compañía ha aumentado su nivel de deuda (préstamos) en los últimos 5 años manteniendo una mayor proporción en el largo plazo (74%). Lo anterior, ya que durante el año 2021 la sociedad realizó una reprogramación de su línea de financiamiento de largo plazo, modificando el tramo B que ascendía a US\$33,3 millones y se encontraba totalmente utilizado con un plan de amortizaciones que lo extinguía en el año 2024, dicha modificación incremento el

⁵ Fuente: Estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 2019

tramo en US\$40 millones en total y extendió el plazo de amortización, quedando otorgado a partir de esta fecha a un plazo de 5 años, con 3 años de gracia, dos reducciones de 10% cada una al término del tercer y cuarto año, y una reducción final al término del quinto año del 80% restante. En el caso del tramo C & D se reprogramo el plazo aumentando los años de amortización hasta el 2026. Lo anterior, permitió a la compañía mejorar el perfil de flujos de caja para los próximos 5 años (García, 2022).

A continuación, en la Figura N°4 podemos observar la evolución de la deuda financiera de la compañía:

Figura N°4: Evolución Deuda Financiera Camanchaca S.A.



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

3.2. Patrimonio económico

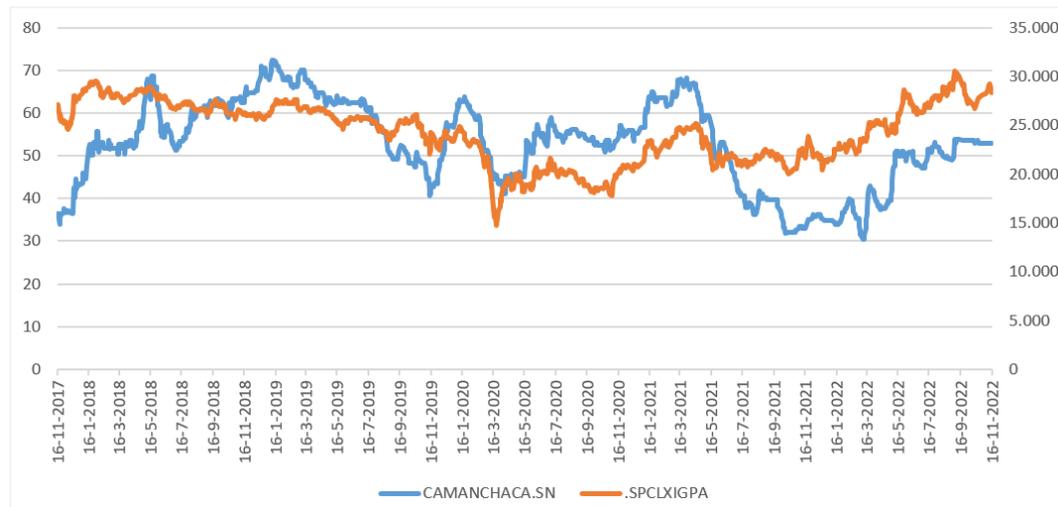
La Tabla N°23 muestra el patrimonio económico calculado a partir del número de acciones suscritas (y pagadas) por el precio de cierre de la acción obtenido de la Bolsa de Santiago desde diciembre 2018 hasta junio 2022.

Tabla N°23: Patrimonio Económico de Camanchaca S.A.

Patrimonio Económico	31-12-2017 MUS\$	31-12-2018 MUS\$	31-12-2019 MUS\$	31-12-2020 MUS\$	31-12-2021 MUS\$	30-06-2022 MUS\$
Número de Acciones (miles)	4.150.672	4.150.672	4.150.672	4.150.672	4.150.672	4.150.672
Precio de la acción	0,070	0,099	0,076	0,080	0,041	0,051
Total Patrimonio Económico	291.792	409.171	314.247	330.483	171.120	211.657

Fuente: Bolsa de Santiago

Figura N°5: Precio Acción Camanchaca S.A.



Fuente: Elaboración propia a partir de Refinitiv Eikon

En la Figura N°5 se puede observar el precio histórico de la acción de Camanchaca S.A., el cual, se mantuvo constante hasta principios del año 2019. Sin embargo, desde finales del mismo año (septiembre-octubre) se evidencia una baja asociada directamente a la crisis social vivida en el país, conjunto a la disminución de la demanda de productos (harina de pescado) desde china por la crisis sanitaria de cerdo, haciendo caer los precios a niveles de US\$ 1.270/ton, precios que posteriormente (finales de 2019) se recuperaron producto del aumento de los precios internacionales provenientes de China, afectando positivamente a la sociedad. Dicho escenario se vio interrumpido durante marzo de 2020 producto de la pandemia Covid-19 que afecto al país, la industria y al mundo entero. Finalmente, a inicios del 2022, se aprecia una caída en los precios de Camanchaca, debido a la disminución en los precios de la Harina de Pescado, como también lo sucedido con el conflicto entre Rusia y Ucrania, donde, a mediados de marzo se logró revertir el efecto a medida que los precios de la Harina de Pescado se fueron recuperando.

3.3. Valor económico

Considerando la deuda financiera y el patrimonio económico de Camanchaca S.A. desde diciembre 2018 a junio 2022, se puede determinar el valor económico de la compañía, presentado en la Tabla N°24.

Tabla N°24: Valor Económico Camanchaca S.A.

Valor Económico	31-12-2017 MUS\$	31-12-2018 MUS\$	31-12-2019 MUS\$	31-12-2020 MUS\$	31-12-2021 MUS\$	30-06-2022 MUS\$
Deuda Financiera (B)	171.963	81.712	161.766	207.691	227.044	211.197
Patrimonio Económico (P)	291.792	409.171	314.247	330.483	171.120	211.657
Total Valor Económico (V)	463.755	490.883	476.013	538.174	398.164	422.854

Fuente: Elaboración propia a partir los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

Se puede observar que el valor económico de la compañía disminuyó en 2021, asociado a la baja de los precios en el segmento de pesca (harina de pescado).

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Para calcular la estructura de capital objetivo de Camanchaca S.A. durante los periodos 2018 a 2002, se utilizaron las siguientes razones:

- **Razón de endeudamiento (B/V):** Proporción con que la compañía financia sus operaciones con deuda financiera.
- **Razón de patrimonio a valor de empresa (P/V):** Proporción con que la compañía financia sus operaciones con recursos propios y de los accionistas.
- **Razón deuda a patrimonio (B/P):** Muestra el nivel de apalancamiento de una empresa.

A continuación, en la Tabla N° 25 se puede observar la estructura de capital histórica y objetivo de Camanchaca S.A.:

Tabla N°25: Razones Camanchaca S.A.

Estructura Capital	31-12-2017 MUS\$	31-12-2018 MUS\$	31-12-2019 MUS\$	31-12-2020 MUS\$	31-12-2021 MUS\$	30-06-2022 MUS\$	E.C Promedio Historico 17-22	E.C Promedio Historico 20-22	E.C Promedio Objetivo 17-19
B/V	37,08%	16,65%	33,98%	38,59%	57,02%	49,95%	38,88%	48,52%	29,24%
P/V	62,92%	83,35%	66,02%	61,41%	42,98%	50,05%	61,12%	51,48%	70,76%
B/P	58,93%	19,97%	51,48%	62,84%	132,68%	99,78%	70,95%	98,44%	41,32%

Fuente: Elaboración propia a partir los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

De acuerdo con la Tabla N°25, se evidencia que existe una relación inestable en las razones financieras desde diciembre 2017 a 2022. Lo cual, se explica por el prepago de la deuda financiera efectuada en el 2018 (USD\$25 millones) y por las reprogramaciones de sus líneas de financiamiento de largo plazo en el año 2021, trayendo consigo la adquisición de nueva deuda (US\$40 millones) y extensión de plazo de amortización. Por otra parte, se debe considerar que dichos aumentos van de la mano con la disminución de la demanda de productos y las contingencias ocurridas durante los periodos de evaluación.

Adicionalmente, la compañía realiza inversiones destinadas a aumentar su capacidad productiva principalmente en activos fijos y concesiones con el propósito de cumplir con su plan de crecimiento y desarrollo estratégico, donde, en el año 2021 se evidencian altas por MUSD 54.706 superiores en un 15% al año anterior. Dichas inversiones son financiadas con recursos propios, ventas de activos y con préstamos de largo plazo otorgados por instituciones financieras.

La relación P/V tuvo variaciones a la baja desde el 2020 en adelante, principalmente por las variaciones del precio de la acción de Camanchaca, como también el precio del USD en Chile, debido a que, en los últimos 2 años, el USD ha tenido una tendencia alcista por factores como el riesgo país en Chile, como también el endurecimiento de la Política Monetaria de la Reserva Federal en EE.UU., generando una apreciación del USD a nivel internacional.

En base a lo anterior, se ha definido la estructura de capital objetivo para Camanchaca S.A. de 41,32%, considerando como mejor parámetro el promedio de las razones entre el año 2017 y 2019, con la finalidad de eliminar el efecto pandemia y riesgo país.

4. Estimación del costo de capital

4.1. Costo de la deuda

Para lograr realizar una estimación del Costo de la Deuda de Camanchaca, hemos utilizado la tasa promedio de los préstamos de largo plazo de la compañía (más de 3 años a 5 años), donde, asignamos una ponderación en base al valor del préstamo sobre el total del rango asignado y finalmente multiplicamos este valor por la tasa efectiva, para obtener el promedio ponderado del costo de la deuda. Lo anterior, puesto que la sociedad nunca ha emitido un bono corporativo.

A continuación, en la Tabla N °26 se presentan los préstamos vigentes al 30.06.2022 con sus respectivas tasas:

Tabla N°26: Costo de Capital Camanchaca S.A.

RUT entidad deudores	Sociedad Deudores	País	Acreedor	Moneda	Tipo de amortización	Tasa nominal	Tasa efectiva	No corriente		
								más de 1 año a 3 años	más de 3 años a 5 años	Total No corriente
93.711.000-6	Camanchaca S.A.	Chile	DNB Bank ASA Banco	US\$	Semestral y al vencimiento	4,32	4,32	6.724	-	6.724
93.711.000-6	Camanchaca S.A.	Chile	Santander Rabobank	US\$	Semestral y al vencimiento	4,32	4,32	3.956	-	3.956
93.711.000-6	Camanchaca S.A.	Chile	Cooperate U.A.	US\$	Semestral y al vencimiento	4,32	4,32	9.098	-	9.098
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	DNB Bank ASA Banco	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	-	33.460	33.460
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	Santander Rabobank	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	-	17.034	17.034
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	Cooperate U.A. DNB Bank	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	-	26.105	26.105
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	ASA	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	1.798	12.063	13.861
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	Banco Santander	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	934	6.141	7.075
76-065.596-1	Salmones Camanchaca S.A.	Chile	Rabobank Cooperate U.A.	US\$	Semestral y al vencimiento	5,70	5,70	1.571	9.416	10.987
77.970.900-0	Transportes Interpolar Ltda	Chile	Banco Estado	US\$	Mensual	3,00	3,00	242	0	242
77.970.900-0	Transportes Interpolar Ltda	Chile	Banco Santander	US\$	Mensual	3,00	3,00	530	224	754
77.970.900-0	Transportes Interpolar Ltda	Chile	Banco Santander	US\$	Mensual	4,70	4,70	1.337	1.667	3.004
								26.190	106.110	132.300
Promedio						4,12	4,12			
Promedio 3 a 5 años						4,99				
Promedio Ponderado						5,68				

Fuente: Elaboración propia a partir los Estados Financieros Consolidados, Camanchaca S.A.

Es importante destacar, que la asignación de promedio ponderado se realizó puesto que los préstamos de más de 3 años a 5 años poseen valores distintos y su porcentaje alocado sobre el total no es homogéneo, generando desviaciones en la tasa final determinada.

4.2. Beta de la deuda

Para obtener el Beta de la Deuda, utilizamos el Capital Asset Pricing Model (CAPM), que se define de la siguiente manera:

$$K_b = R_f + B_d * PRM$$

Donde:

K_b : Costo de la Deuda

R_f : Tasa libre de Riesgo

B_d : Beta de la Deuda

PRM : Prima por riesgo de Mercado

Para poder determinar el Beta de la Deuda, utilizamos la información ya obtenida, como el Costo de la Deuda (K_b) que equivale a 5,68%, por otro lado, la Tasa Libre de Riesgo utilizamos un US Treasury 5Y, esto al estar evaluando Camanchaca en dólares y al compararla con empresas internacionales, usando una tasa del 3,0060% por lo que también agregamos el spread de los Credit Default Swaps de Chile a 10 años (CDS) que es de 1,6879% para el 30.06.2022. En el caso, de la Prima por Riesgo de Mercado, utilizamos información de Damodaran, que es de 7,00% al 01.07.2022.

Con esta información, despejamos la ecuación para obtener el Beta de la Deuda:

$$5,68\% = 4,69\% + B_d * 7,00\%$$

$$B_d = 0,14$$

4.3. Estimación del Beta Patrimonial

Para la determinación del Beta de la acción de Camanchaca, realizamos una regresión lineal simple entre los retornos de los precios semanales de Camanchaca y el IGPA, entre los periodos 1 de julio 2020 y 30 de junio 2022, considerando 104 observaciones, datos obtenidos de Refinitiv Eikon.

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \epsilon_{t,i}$$

Donde:

$R_{t,i}$: Retorno de las acciones de Camanchaca

α : Intercepto

β : Beta de la acción

$R_{t,m}$: Retornos del IGPA

$\varepsilon_{t,i}$: Errores de la Medición

De la regresión, obtuvimos los siguientes datos:

Tabla N°27: Regresión Lineal Camanchaca S.A.

Estadística	2016	2018	2020	2022
Beta de la acción	0,609	0,913	0,445	0,635
P-Value	0,181	0,006	0	0
Número de Observaciones	104	104	104	104
r ²	0,008	0,062	0,135	0,127
Presencia Bursátil	35,00%	54,44%	42,22%	32,78%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Refinitiv Eikon

Tabla N°28: Beta desapalancado⁶ de la Industria

Empresas	Beta Observado	Deuda Financiera MUS\$	Patrimonio Económico MUS\$	Beta Desapalancado
Blumar S.A.	0,79	297.235	365.664	0,50
Pesquera Exalmar S.A.A.	-0,55	257.643	19.594	-0,05
MOWI ASA.	1,06	1.429.953	11.774.516	0,97
MultiExport Foods S.A.	0,96	203.334	292.008	0,64
Mediana	0,88			0,57
Promedio	0,57			0,51

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Refinitiv Eikon

A partir de la información obtenida, podemos interpretar que la muestra analizada es estadísticamente significativa, es decir, posee un P-Value <0,05, por ende, rechazamos la hipótesis nula con un nivel de confianza del 95%. Por otra parte, el beta financiero de Camanchaca respecto al IGPA es positivo, es decir, ante un

⁶ Beta desapalancado: Para realizar el cálculo del beta, se utilizó la tasa de impuesto de cada país de las empresas comparables (Chile 27%, Perú 29,5% y Noruega 22%)

aumento del 1% del IGPA, Camanchaca se mueve en un 0,635%, infiriendo que la compañía es más defensiva ante movimientos del mercado chileno.

Cabe mencionar, que los resultados obtenidos con la regresión entregaron que existe poca sensibilidad por parte de Camanchaca con el IGPA, donde, el valor de R^2 explica el modelo en un 12,7%, asociado a la baja presencial bursátil de la compañía, lo cual, indica que el modelo necesita ajustarse. Por ello, en la Tabla N° 27 realizamos regresiones de periodos anteriores (104 observaciones), con la finalidad de identificar si el Beta utilizado y el R^2 poseían alguna distorsión, sin embargo, las regresiones nos entregaron que el Beta está dentro de los rangos de la historia de la compañía.

Para complementar, en la Tabla N°28 calculamos el beta de las empresas comparables, realizando las regresiones de cada empresa con su respectivo índice de referencia (104 observaciones), donde la Mediana nos entregó un Beta de 0,88, el cual, no presenta una gran diferencia con nuestro Beta de 0,635. También, realizamos el desapalancamiento del Beta de cada empresa con su tasa corporativa respectiva, (27% Blumar), (22% MOWI ASA), (29,5% Exalmar) y (27% MultiExport Seafood), dando como resultado un beta desapalancado de la industria de 0,57 (Mediana).

4.4. Beta patrimonial sin deuda

El Beta Patrimonial sin Deuda de Camanchaca $B^{(s/d)}$, fue calculado al despejar el apalancamiento del Beta de la Acción que se calculó en el punto anterior, utilizando el modelo de Rubenstein (1.973), que se expresa en la siguiente ecuación:

$$B = B^{(s/d)} * (1 + (1 + T_c) * B/P) - B_d * (1 - T_c) * B/P$$

Donde:

B : Beta Patrimonial con Deuda

$B^{(s/d)}$: Beta Patrimonial sin Deuda

T_c : Tasa de Impuestos Corporativos

B/P : Relación Deuda – Patrimonio Objetivo

B_d : Beta de la Deuda

En este caso, el Beta Patrimonial con Deuda equivale al Beta de la acción calculado anteriormente (0,635), el Impuesto Corporativo (27%), la relación Deuda – Patrimonio

de Camanchaca promedio 2020-2022 es 0,9844 (Tabla N°29) y el Beta de la Deuda es de 0,14.

Tabla N°29: Estructura de Financiamiento Camanchaca S.A.

Año	Deuda Financiera MUS\$	Precio por acción US\$	N° Acciones	Patrimonio Económico MUS\$	B/P
2020	207.691	0,08	4.150.672	330.483	0,6284
2021	227.044	0,04	4.150.672	171.120	1,3268
2022	211.197	0,05	4.150.672	211.657	0,9978
<u>Relación B/P 2020-2022</u>					<u>0,9844</u>

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la Bolsa de Santiago & CMF.

Se resuelve la siguiente ecuación:

$$0,635 = B \left(\frac{S}{D} \right) \cdot (1 + (1 + 27\%) \cdot 0,9844) - 0,14 \cdot (1 - 27\%) \cdot 0,9844$$

El Beta Patrimonial sin Deuda es de 0,2955.

Las diferencias entre el Beta Desapalancado de la Industria obtenido en el punto 4.3 y el de Camanchaca, se explica principalmente por las diferencias en las estructuras de financiamiento de las compañías y el hecho de que Camanchaca no posee emisiones de deuda directa, si no que préstamos bancarios que suelen aumentar la carga financiera de la empresa.

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para el Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo, utilizamos las mismas variables calculadas en el modelo de Rubenstein (1973), pero reemplazamos la relación Deuda – Patrimonio Histórica, por la Objetivo que fue obtenida a través de los datos de Damodaran, ya que creemos que es una media válida de cómo está el mercado internacional y a cómo debería llegar Camanchaca, utilizando una relación de 41,32%.

Donde:

$$B = B^{(s/d)} * (1 + (1 + T_c) * B/P) - B_d * (1 - T_c) * B/P$$

$$B = 0,2955 * (1 + (1 + 27\%) * 41,32\%) - 0,14 * (1 - 27\%) * 41,32\%$$

Generando un Beta Patrimonial con Estructura de Capital Objetivo de 0,4081.

4.6. Costo patrimonial

El Costo Patrimonial, se obtiene utilizando el modelo de Capital Asset Pricing Model, con las variables ya obtenidas anteriormente, como el Beta Patrimonial con Deuda, la tasa libre de riesgo y la prima por riesgo de mercado.

$$K_p = R_f + B * PRM + PRili$$

Donde:

K_p : Variable

R_f : Tasa Libre de Riesgo (4,69%)

B: Beta (0,4081)

PRM: Prima Por Riesgo de Mercado (7,00%)

PRili: Premio por Riesgo Iliquidez (2,208%)⁷

$$K_p = 4,69\% + 0,4081 * 7,00\% + 2,208\%$$

$$K_p = 9,76\%$$

Utilizamos una Prima por Riesgo de Iliquidez, basándonos en el Paper de Ahimud et al (2015), utilizando un valor de 2,208%. El Costo Patrimonial es de 9,76%.

4.7 Costo de capital

Para el caso del Costo de Capital, utilizaremos la formula del Costo de Capital Promedio Pondera o WACC, para lograr determinar la tasa que logra ponderar los financiamientos utilizados entre la deuda financiera y el patrimonio.

$$K_0 = K_p * P/V + K_b * (1 - T_c) * B/V$$

Donde:

K_0 : WACC

K_p : Costo Patrimonial (9,76%)

P/V: Relación Patrimonio Valor de la Empresa (70,76%)

K_b : Costo de la Deuda (5,68%)

⁷ Premio por Riesgo Iliquidez: Valor anualizado.

T_c : Tasa de Impuesto Corporativo (27%)

B/V : Relación Deuda a Valor de la Empresa (29,24%)

Generando la siguiente ecuación, al reemplazar los datos:

$$K_0 = 9,76\% * 70,76\% + 5,68\% * (1 - 27\%) * 29,24\%$$

$$K_0 = 8,12\%$$

Con el WACC o Costo de Capital Promedio Ponderado, podemos utilizarlo para realizar el descuento de los flujos de caja proyectados.

5. Valoración por Múltiplos

5.1. Análisis de las empresas comparables

Al momento de realizar el análisis de empresas comparables, hemos considerado como base la información presentada en el punto 2.2.4 “Empresas comparables”, de Camanchaca S.A., destacándose tres compañías que se encuentran presentes en segmentos similares: Blumar S.A. (pesca y salmónes), Pesquera Exalmar S.A.A. (pesca), MOWI ASA (salmónes y cultivos) y finalmente MultiExport Seafood S.A. (salmónes).

Por otra parte, hemos analizado la clasificación de riesgo de cada empresa comparable a diciembre 2021, tal como se presenta en la Tabla N°30.

Tabla N°30: Clasificación de riesgos a diciembre 2021

	Feller.Rate	Humphreys	Moody´s	S&P Global
Blumar S.A.	BBB+	A-		
Pesquera Exalmar S.A.A			B3	CCC+
MOWI ASA		A		
MultiExport Seafoods S.A.	BBB+			

Fuente: Elaboración propia

A partir de la Tabla N°30, se puede observar que las empresas comparables poseen distintas clasificaciones crediticias, siendo la más cercana a Camanchaca S.A. (A-) Blumar S.A. Sin embargo, la compañía Mowi ASA, posee una fuerza económica superior a la compañía y empresas comparables, distorsionando así los resultados del método de múltiplos. Por ello, se decidió utilizar como parte de los cálculos a las compañías Blumar S.A., Pesquera Exalmar S.A.A. y MultiExport Seafood S.A., al ser estas más similares en tamaño, segmento y fuerza económica.

Por otra parte, en la Tabla N°30, se pueden apreciar los indicadores del porcentaje de crecimiento de las ventas de las empresas comparables como el B/P (Deuda sobre patrimonio económico), donde nuevamente MOWI presenta diferencias muy sustanciales con el resto de las empresas, las cuales, al ser de un menor tamaño, presentan mayor variabilidad o debilidad ante los cambios que se generan en el mercado y MultiExport Seafood S.A presente una variabilidad en sus ratios similar a las otras empresas comparables.

Tabla N°31: Comparación crecimiento de ventas y B/P empresas comparables

Indicador	Empresa	2017	2018	2019	2020	2021
% Crecimiento Ventas	Blumar S.A.	-16,79%	34,72%	-28,83%	15,75%	25,98%
	Pesquera Exalmar S.A.A	46,54%	-5,81%	9,56%	2,22%	31,46%
	MOWI ASA	14,13%	2,00%	6,24%	-0,72%	-0,45%
	MultiExport Seafood S.A.	19,72%	5,30%	5,48%	-19,41%	24,87%
B/P	Blumar S.A.	44,13%	32,54%	23,84%	49,59%	83,92%
	Pesquera Exalmar S.A.A	466,32%	384,95%	454,11%	307,91%	459,79%
	MOWI ASA	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,02%
	MultiExport Seafood S.A.	74,05%	38,52%	22,66%	33,91%	69,17%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de Blumar S.A., Pesquera Exalmar S.A.A., Mowi ASA. Y MultiExport Seafood S.A.

Tras el análisis realizado en las Tablas N°30 y N°31, hemos considerado retirar como empresa comparable a Mowi ASA, por ser estructuralmente muy distinta a Camanchaca y al resto de las empresas, en términos comerciales, balances e información financiera, lo que puede generar distorsiones en los resultados por múltiplos.

A continuación, en la Tabla N°32 se presenta el detalle de los múltiplos a utilizar:

Tabla N°32: Detalle sobre el cálculo de múltiplos

Múltiplos	Definición
Price-Earnings Ratio	Precio por acción / Resultado por acción
Enterprise Value to EBITDA	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / EBITDA
Enterprise Value to EBIT	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / EBIT
Price to Book Equity	Valor Mercado Patrimonio / Valor Libro Patrimonio
Value to Book Ratio	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda) / (Valor Libro Patrimonio + Valor Libro Deuda)
Price to Sales Ratio	Valor Mercado Patrimonio / Ingresos
Enterprise Value to Sales Ratio	(Valor Mercado Patrimonio + Valor Mercado Deuda Neta) / Ingresos

Fuente: Fernández, 2000

En la Tabla N°33, presentamos los múltiplos calculados para la empresa Blumar S.A con los datos correspondientes al 30.06.2022 (últimos 12 meses) y 30.06.2021 (últimos 12 meses) en MUSD.

Tabla N°33: Múltiplo empresa comparable Blumar S.A.

Blumar S.A.				
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	30.06.2022 (Últimos 12 meses)	30.06.2021 (Últimos 12 meses)	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	8,31	18,52	13,42
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	4,93	37,00	20,97
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,13	-73,43	-33,15
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,79	1,06	0,93
	Value to Book Ratio (VBR)	0,87	1,03	0,95
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,58	0,81	0,70
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,05	1,41	1,23

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°34, presentamos los múltiplos calculados para la empresa Pesquera Exalmar S.A.A. con los datos correspondientes al 30.06.2022 (últimos 12 meses) y 30.06.2021 (últimos 12 meses) en MUSD.

Tabla N°34: Múltiplo empresa comparable Exalmar S.A.A.

Pesquera Exalmar S.A.A.				
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	30.06.2022 (Últimos 12 meses)	30.06.2021 (Últimos 12 meses)	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	0,91	2,49	1,70
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2,07	2,84	2,45
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	2,43	3,72	3,07
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,07	0,17	0,12
	Value to Book Ratio (VBR)	0,52	0,50	0,51
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,06	0,17	0,11
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,78	0,82	0,80

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla N°35, presentamos los múltiplos calculados para la empresa MultiExport Seafood S.A. con los datos correspondientes al 30.06.2022 (últimos 12 meses) y 30.06.2021 (últimos 12 meses) en MUSD.

Tabla N°35: Múltiplo empresa comparable MultiExport Seafood S.A.

MultiExport Seafood S.A.				
Tipo de Múltiplo	Múltiplos	30.06.2022 (Últimos 12 meses)	30.06.2021 (Últimos 12 meses)	Promedio
De Ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	8,77	18,89	13,83
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,54	-22,66	-9,56
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	3,96	-11,57	-3,81
De Valor Libro	Price to Book Equity (PBV)	0,46	1,00	0,73
	Value to Book Ratio (VBR)	0,59	1,00	0,80
De Ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,46	0,60	0,53
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,78	1,01	0,90

Fuente: Elaboración propia

5.2. Múltiplos de la industria

En la Tabla N°36, se presenta el resultado del Promedio Comparables, el cual, se obtiene a partir del promedio de los múltiplos obtenidos en las Tablas N°33, 34 y 35 de las comparables: Blumar S.A., Pesquera Exalmar S.A.A. y MultiExport Seafood S.A.

Tabla N°36: Equivalencia líneas de negocio empresas comparables

Porcentaje de Equivalencia	Promedio Comparables 30.06.2022 (Últimos 12 meses)	Promedio Comparables 30.06.2021 (Últimos 12 meses)	Promedio Ponderado
Price-Earnings Ratio (PER)	6,00	13,30	9,65
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,51	5,73	4,62
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	4,51	-27,10	-11,30
Price to Book Equity (PBV)	0,44	0,74	0,59
Value to Book Ratio (VBR)	0,66	0,84	0,75
Price to Sales Ratio (PS)	0,37	0,53	0,45
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,87	1,08	0,98

Fuente: Elaboración propia

A partir de la Tabla N°36, se ha definido utilizar la columna Promedio Comparables 30.06.2022 (últimos 12 meses), debido a que los resultados obtenidos al 30.06.2021 se encuentran distorsionados producto del efecto pandemia, el cual, provocó variaciones en los costos de los factores productivos y en la demanda de los mercados internacionales, afectando la valoración final, producto que, los resultados económicos más importantes (EBIT-EBITDA), son negativos. Por ello, para realizar

una valorización adecuada y consistente hemos considerado los múltiplos de la primera columna como base de valoración.

5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

En la Tabla N°37, se presenta los indicadores financieros y la valoración por múltiplos, la que, fue confeccionada a partir del Promedio Comparables 30.06.2022 (últimos 12 meses) presentado en la Tabla N°36. Para ello, se ha realizado el cálculo del precio de la acción para los distintos múltiplos, tomando como base el patrimonio (Valor de la empresa menos deuda financiera), el cual, se divide por el número de acciones de Camanchaca al 30.06.2022, dando como resultado el precio por acción en USD, donde, finalmente se multiplica por la paridad USD/CLP (932,05), obteniéndose el precio en CLP.

Para determinar el sector en que se encuentra inmerso Camanchaca, se utilizó como base los múltiplos más utilizados sugeridos por Fernández, P. (2000), asignándose el sector de Alimentación y tabaco – subsector: Productores de alimentos – Múltiplo: EV/EBITDA. Dichos cálculos se presentan en la Tabla N°37.

Tabla N°37: Indicadores financieros y valoración por múltiplos

Indicadores Camanchaca	30.06.2022 (Últimos 12 meses)	Tipo de Múltiplo	Múltiplo Calculado	Valor Empresa (MUSD)	Patrimonio (MUSD)	Precio Acción (USD)	Precio Acción (\$)	Recomendados
Resultado por Acción	0,0073	Price-Earnings Ratio (PER)	6,00			0,04	40,80	
EBITDA	103.971	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,51	365.115,05	226.394,86	0,05	50,84	x
EBIT	56.977	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	4,51	256.699,28	117.979,08	0,03	26,49	
Valor Libro Patrimonio	284.134	Price to Book Equity (PBV)	0,44		125.634,54	0,03	28,21	
Valor Libro Empresa	422.854	Value to Book Ratio (VBR)	0,66	280.162,82	141.442,62	0,03	31,76	
Ingresos	381.258	Price to Sales Ratio (PS)	0,37	139.337,10		0,03	31,29	
Ingresos por Acción	0,0919	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,87	332.604,30	193.884,11	0,08	74,69	

Fuente: *Elaboración propia*

Como se puede evidenciar en la Tabla N°37, se ha seleccionado como múltiplo recomendado el Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), de acuerdo con el sector en que opera Camanchaca, dando como resultado un precio por acción de \$50,84.

En el caso de considerar un promedio entre el múltiplo Price-Earnings Ratio (PER) y Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), obtenemos un precio por acción de \$45,82, el cual, presenta una desviación de -3,6% en comparación con el precio real de mercado a la fecha de valoración. Lo anterior, nos indica que existe una diferencia de un 11% entre los precios obtenidos entre usar el PER con un promedio junto al EV/EBITDA y no usarlo, por lo que nosotros concluimos, que es mejor no utilizarlo

por ser un factor que distorsiona la valoración de la compañía y, además, que el precio de la acción esta más susceptible a fuertes variaciones en su precio, que no siempre afectan sus resultados operacionales.

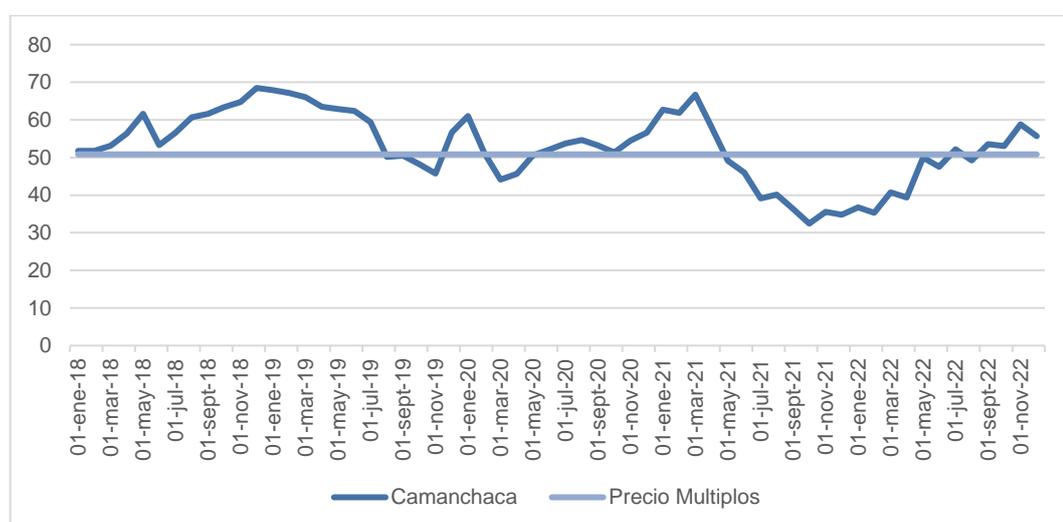
Tabla N°38: Comparación resultado valoración con precio de mercado

Fecha o Rango Histórico	Precio Valoración (\$)	Precio Mercado (\$)	Diferencia %
Precio Acción al 30 Junio 2022	50,84	47,53	7,0%
Precio Acción al 30 Junio 2021	50,84	46,89	8,4%
Precio Acción al 30 Junio 2020	50,84	52,12	-2,5%
Precio Acción al 30 Junio 2019	50,84	62,36	-18,5%
Precio Acción al 30 Junio 2018	50,84	53,29	-4,6%
Precio Acción al 30 Junio 2017	50,84	52,46	-3,1%

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, se confeccionó la Tabla N°38 para realizar una comparación con la banda de precios al 30 de junio 2022 y hasta 5 años en el pasado, donde, observamos que, en dichas fechas establecidos, el precio obtenido en el Método de Múltiplos está por debajo en los primeros 4 años de estudio, pero durante el último año y medio estuvo por sobre el precio de mercado en esos respetivos periodos, lo cual se puede apreciar en la Figura N°6.

Figura N°6: Valor histórico del precio de la acción Camanchaca S.A.



Fuente: Elaboración propia

5.4. Análisis de los resultados

Podemos analizar que los resultados obtenidos tras la valorización por el método de múltiplos, nos entrega un precio de \$50,84 al 30 de junio del 2022, evidenciando un 6,96% por sobre el precio de mercado a esa fecha.

Inferimos, que esto es resultado de la dispersión generada por la volatilidad de los resultados generados con las empresas comparables, producto que ninguna de las compañías se ajusta ciento por ciento a los segmentos operativos de Camanchaca, creando descuentos por diversificación en los múltiplos.

Finalmente, con el Método de Múltiplos, observamos a una empresa que se encuentra subvaluada a la fecha de los cálculos en un 6,96%, donde podemos inferir una peor apreciación por el mercado, relacionado a los precios de los derivados de la pesca, salmón y las expectativas del mercado, que se fue desarrollando en el transcurso del año o 6 meses en adelante (30 de diciembre 2022), el precio de Camanchaca llegó a \$58,8, por lo que la valorización de la empresa creció un 14% en relación al precio establecido por el Método de Múltiplos. Por lo que, consideramos que, al 30 de junio del 2022, Camanchaca se encuentra con un descuento de 6,96% y que, en 6 meses, se podría llegar a obtener un rendimiento del 23,7%, siendo una oportunidad de compra en el mercado bursátil.

9. 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.

Anexos:

Anexo I: Múltiplos más utilizados por sector

Sector	Subsector	Múltiplos más utilizados
Automóvil	Fabricantes	PS
	Componentes	PS
Bancos		PVB
Materiales	Papel	PVB
	Químico	EV/EBITDA; VS
	Metales y minería	EV/EBITDA
Construcción		PER; EV/EBITDA
Servicios		PER; EV/EBITDA
Bienes de equipo	Ingeniería	PER; EV/EBITDA; VS
	Defensa	PER; EV/EBITDA; VS
Alimentación y tabaco	Productores de alimentos	EV/EBITDA
	Pubs y cervecerías	PER
	Bebidas alcohólicas	EV/EBITDA
Sanidad		PER; EV/EBITDA
Seguros		P/AV
Ocio		EV/EBITDA
Media		PER; EV/EBITDA
Gas y petróleo		PER
Inmobiliarias		EV/EBITDA
Minoristas y bienes de consumo	Ropa	PER; EV/EBITDA
	Comida	PER
	Bienes de lujo	PER; VS
Tecnología	Software y equipos	PER
Telecomunicaciones		VS
Transporte		EV/EBITDA
Utilities		PER

Fuente: Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.* (Capítulo 6, p. 185)