

Julio 31, 2012

COPEINCA

COP

Seguimiento de Cobertura: Inversión Constante

Recomendación de Inversión: Comprar, Baja Probabilidad de Sobrevaluación.

Precio de la acción (NOK)	8.52	46.60	55.75	33.50
	2008	2009	2010	2011
Utilidad Neta (miles USD)	(3,450)	263	(6493)	47,769
Acciones en Circulación (miles)	58,500	58,500	58,500	58,500
Utilidad por Acción (UPA)	-0.0590	0.0045	(0.1110)	0.8166

Valuación (en millones de USD)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flujo de Caja Libre	89.6	51.9	63.7	72.6	72.5	72.5
VAN	967.1					

Costo de Capital

Tasa Libre de Riesgo	1.61%	Deuda	266.27 MM USD
Prima de Mercado	7.43%	Valor de mercado	325.69 MM USD
Tasa Riesgo País	2.26%	Beta apalancado	0.68
Costo del Accionista (Ke)	8.95%	Beta del Sector	0.48
WACC	7.41%		

Perfil General de la Empresa

Industria: Pesquera

Descripción: Producción y exportación de harina y aceite de pescado, incluyendo la extracción de anchoveta.

Productos y Servicios: Harina y aceite de pescado.

Dirección Oficina: Calle Francisco Graña 155, Urb. Santa Catalina, La Victoria

Dirección de Internet: <http://www.copeinca.com>

Analistas:

Thelma Maza
f0330813@pucp.edu.pe

Nidia Tresierra
f0077377@pucp.edu.pe

Director de Investigación:

Eduardo Court
ecourt@pucp.edu.pe

Asesor:

Juan O'brien
jobrien@pucp.edu.pe

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

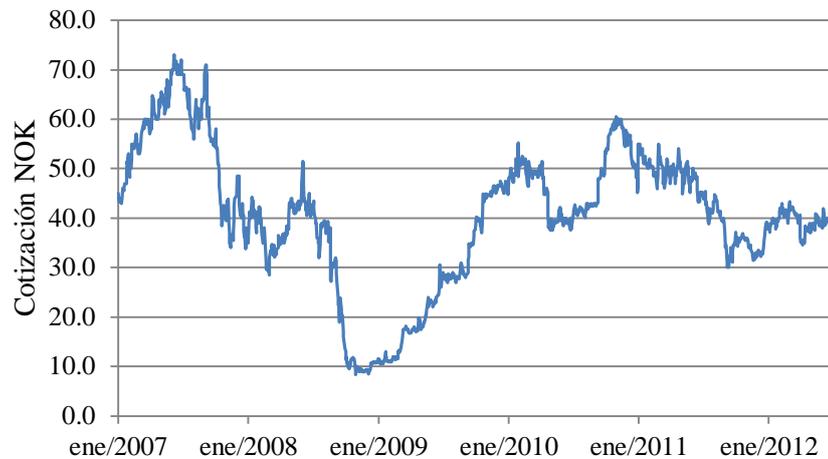


Figura 1. Cotización de la acción de Copeinca
Fuente: Bolsa Oslo

RESUMEN DE INVERSIÓN

Consideramos que el precio de la acción se encuentra subvaluado; el análisis del desempeño de la empresa, de los riesgos a los que se enfrenta y de los objetivos estratégicos de la misma, así como la valoración de la empresa mediante tres métodos distintos, el flujo de caja descontado, el precio/utilidad por acción y el ratio EV/EBITDA, dan como resultado un valor ponderado de la acción de USD 10.55, superior al precio actual del mercado. Por las razones expuestas, consideramos recomendable la inversión en acciones de esta compañía.

Los flujos de la empresa están expuestos a los cambios climáticos y a la demanda del producto principalmente de China. Por otro lado, el precio de la harina y aceite de pescado en los últimos años se ha incrementado por el menor crecimiento de la oferta, provocando mayores márgenes de venta por toneladas vendidas.

Dado que la empresa se encuentra operando bajo un nuevo sistema de captura desde el 2009 y considerando la estrategia que la empresa viene desarrollando en los últimos años, que se centra en mejorar los niveles de eficiencia, cuyos resultados empezaron a observarse durante el 2011, creemos que en el corto plazo el precio de la acción se incrementaría.

TESIS DE INVERSIÓN

La demanda creciente por proteína por parte de la acuicultura, así como de la industria avícola y porcícola así como del aceite de pescado en la industria farmacéutica, y la limitada oferta de estos productos aunado a los altos precios de las proteínas vegetales, han contribuido al continuo incremento del precio de la harina y aceite de pescado.

En el Perú, el sistema actual de cuotas individuales ha originado que las materias primas provenientes de terceros se coticen a precios muy altos,

por lo que Copeinca ha decidido priorizar el desarrollo de eficiencias internas y sinergias en lugar de competir por adquirir cuota adicional o materia prima de terceros a precios altos. Con lo cual la empresa sustenta su crecimiento en la reducción de costos y el incremento de precios.

La empresa considera que la inversión en nuevas cuotas no es compensada con los nuevos flujos generados por la sobrevaluación de las embarcaciones. Entre las acciones realizadas se encuentran la reestructuración de sus activos, la conversión de todas sus plantas al sistema de procesamiento Steam Dried, que permite la obtención de harina de mejor calidad y consecuentemente de mayor precio, la instalación de sistema de refrigeración (RSW) en el 75% de su flota, que permite contar con materia prima de mejor calidad reduciendo el nivel de merma y en la construcción de tres nuevas embarcaciones, cada una con 800 m³ de capacidad de bodega.

Desde el 2009 Copeinca ha iniciado la reestructuración de sus activos con el objetivo de alcanzar los mejores márgenes por TM de cuota propia, así como la más alta calidad de la harina y aceite de pescado, producida de manera eficiente al menor costo y vendida a los precios más altos, para lo cual la empresa ha realizado diversas inversiones que permitirán el logro de sus objetivos.

VALUACIÓN

La valorización de la empresa se ha realizado mediante dos métodos: el flujo de caja descontado y el método de valoración por múltiplos, en este último se han considerado el ratio precio/utilidad por acción y el ratio EV/EBITDA.

El método de flujo de caja descontado, permite estimar el valor actual de los flujos anuales futuros descontados a una tasa, WACC de 7.41%. El periodo de proyección considerado es de 10 años, del 2012 al 2021. Bajo este método se obtuvo que la valorización de la empresa asciende a USD millones 967.1

El método valoración por múltiplos, calcula el valor de una empresa a través del valor conocido de otras empresas comparables. Las empresas consideradas son Austral Group y Pesquera Exalmar.

Estos métodos fueron ponderados a fin de obtener una valor esperado de la acción para los próximos 12 meses.

Ponderación	Método	Precio Esperado (USD)
40.0%	Flujo de Caja Descontado	12.80
	Valorización por múltiplos	
30.0%	Precio/utilidad por acción	10.54
30.0%	EV/EBITDA	7.58
		10.55

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Hasta antes del 2009, la extracción de anchoveta se desarrollaba bajo un esquema de cuota global (carrera olímpica), en función de los permisos de pesca autorizados por el Ministerio de la Producción y dentro de las temporadas de pesca establecidas.

A partir del 2009, entra en vigencia el Decreto Legislativo N° 1084 "Límites Máximos de Captura por Embarcación - LMCE", que establece límites a la extracción de anchoveta destinada al Consumo Humano Indirecto (CHI), a través del establecimiento de un Porcentaje Máximo de Captura por Embarcación (PMCE).

El nuevo sistema ha originado una serie de adquisiciones y fusiones desde la aplicación del sistema de cuotas individuales, lo que ha concentrado aún más al sector donde siete (7) empresas pesqueras, mantienen más del 50% de participación en las cuotas de pesca. Asimismo, se tiene:

- Menor presión sobre el recurso anchoveta y ampliación de días de pesca.
- Mayor poder de negociación de los armadores.
- Planificación producción harina.
- Mayor control sobre industria y embarcaciones.
- Reducción de flota.
- Reducción contaminación.
- Mayor producción harina de mejor calidad.

En el 2011, las exportaciones de harina de pescado ascendieron a US\$ 1,766.6 millones, las empresas que realizaron ventas mayores a US\$ 15 millones fueron 13 empresas, de las cuales 4 empresas tuvieron exportaciones entre US\$ 100 y US\$ 200 millones, reduciéndose a 3 las empresas que tuvieron ventas mayores a US\$ 200 millones entre las que se encuentran Tecnológica de Alimentos S.A., Pesquera Diamante S.A. y Corporación Pesquera Inca SAC. Concentrando 7 empresas más del 80% de las ventas del sector.

Ventas de Empresas Exportadoras de Harina de Pescado



Figura 2. Ventas de Empresas Exportadoras de Harina de Pescado
Fuente: Superintendencia Nacional de Administración Tributaria - SUNAT

La pesca de anchoveta se realiza en dos zonas del litoral peruano diferenciadas: la zona centro-norte y la zona sur. Históricamente la región centro-norte del litoral concentra la mayor disponibilidad de biomasa, representando en promedio el 90% de la captura permitida, dada la poca profundidad (100 mt) del zócalo, lo que ha permitido un mayor afloramiento de la especie y de los nutrientes necesarios para su desarrollo, a diferencia de la zona sur del litoral, en que el zócalo tiene una mayor profundidad, lo que limita el desarrollo de la afloramiento y desarrollo de la anchoveta. Estas zonas corresponden a corrientes marinas diferentes, constituyéndose en hábitats diferentes que afectan las características de la anchoveta.

Desembarque de anchoveta 2011

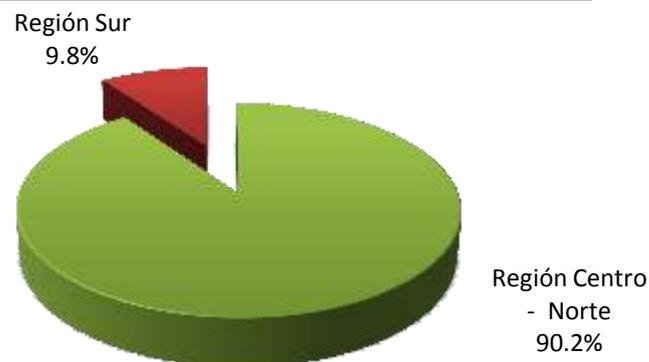


Figura 3. Desembarque de Anchoveta 2011
Elaboración propia
Fuente: Ministerio de la Producción - PRODUCE

Las líneas de producción establecidas son el Consumo Humano Indirecto (CHI) y el Consumo Humano Directo (CHD), el CHI lo constituye la harina y aceite de pescado y el CHD incluye principalmente congelados y conservas. El CHI concentra más del 90% de los ingresos del sector, contribuyendo la harina de pescado con poco más del 82 % del total de ingresos en esta línea de negocios.

La calidad de la harina de pescado es determinante en el precio de la misma, siendo éste influenciado por el nivel de impurezas, el que estará determinado principalmente por la rapidez de la descarga y tamaño de la anchoveta así como del sistema de producción. La anchoveta es un recurso limitado y su disponibilidad y características están determinadas por las condiciones del mar.

Los sistemas de producción utilizados en la industria son el sistema de secado a fuego directo (FAQ) y secado indirecto a vapor (Steam Dried)

El precio de la harina de pescado se ha incrementado en los últimos años fundamentado en el constante crecimiento de la demanda de la acuicultura así como de las industrias, porcícola (crianza de cerdos) y avícola a un ritmo mayor que el crecimiento de la oferta.

Evolución Exportaciones - Harina de Pescado

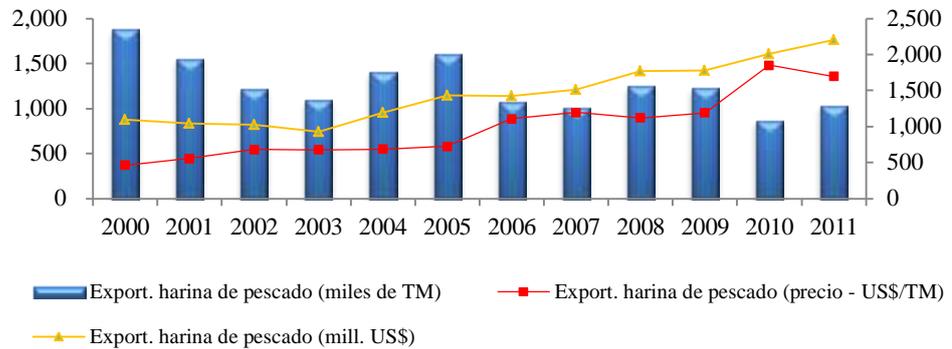


Figura 4. Evolución Exportaciones – Harina de Pescado
 Elaboración propia
 Fuente: Banco Central de Reserva del Perú - BCRP

Las exportaciones de harina de pescado a nivel mundial se incrementaron en un 2.8% en el 2011, siendo el crecimiento de la oferta peruana de 8.9%. La harina de pescado peruana representó el 41.8% del total exportado seguido por Chile con un 11.10%.

Países Importadores de Harina de Pescado

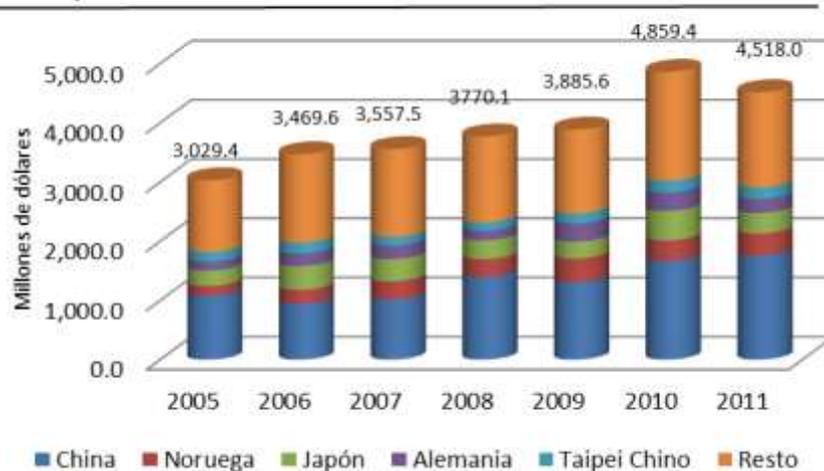


Figura 5. Países Importadores de Harina de Pescado
 Elaboración propia
 Fuente: Trademap - Trade statistics for international business development

El aumento del precio del aceite de pescado se ha visto impulsado por la industria farmacéutica y así como por la acuicultura al crecer su participación como nutriente de especies como el salmón y la trucha.

El exportaciones mundiales de aceite de pescado en el 2011 alcanzaron los US\$ 1.6 mil millones, 25.1% mayor al nivel registrado en el 2010. Los principales exportadores son Perú y Dinamarca que en conjunto acumularon el 39.4% de participación sobre el valor total. El Perú incrementó sus exportaciones el último año en 21.3%.

Evolución Exportaciones - Aceite de Pescado

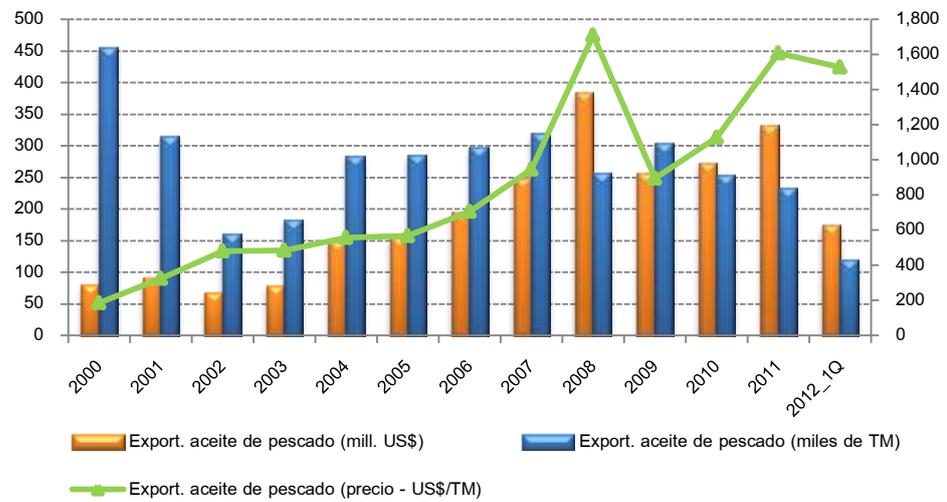


Figura 6. Evolución Exportaciones- Aceite de Pescado
Elaboración propia
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú - BCRP

Las importaciones de aceite de pescado, ascendieron a US\$ 1.7 mil millones, las que tuvieron un crecimiento respecto del 2010 de 28.1%.

Países Importadores de Aceite de Pescado

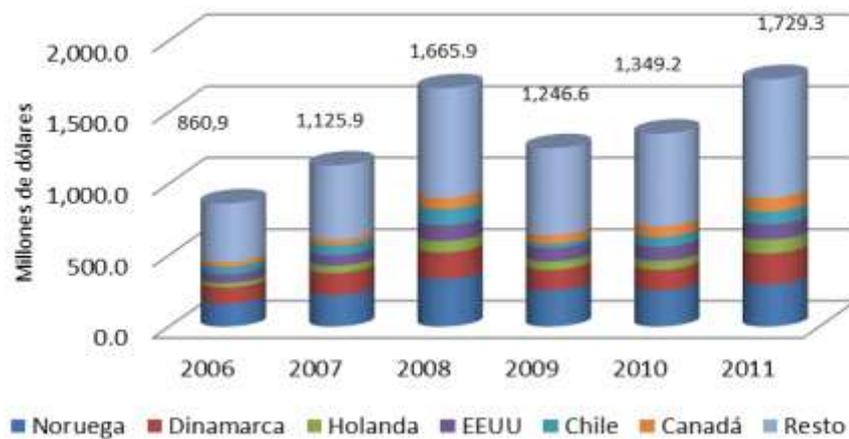


Figura 7. Países Importadores de Aceite de Pescado
Elaboración propia
Fuente: Trademap - Trade statistics for international business development

Drivers de la industria

Crecimiento de la demanda

La harina de pescado es la mejor fuente concentrada de proteína de alta calidad y grasa rica en ácidos grasos omega 3, DHA y EPA indispensables para el rápido crecimiento de los animales, de ahí que su

demanda se ha incrementado en los últimos años por el dinamismo en la industrias acuícola, porcícola y avícola. Asimismo, la industria farmacéutica ha contribuido al incremento en la demanda del aceite de pescado dado su alto contenido de omega 3.

Menor ritmo de crecimiento de la oferta

El menor ritmo de crecimiento de la oferta respecto a la demanda favorece la tendencia hacia un mayor precio promedio de exportación.

Limitada diversificación: productos y mercado

El 90% de las ventas del sector proviene de la producción de harina y aceite de pescado, cuyos mercados demandantes son limitados, exponiéndose los flujos de las empresas a la disponibilidad de la materia prima para la elaboración de los productos así como a las variaciones de la demanda, la misma que puede verse alterada por brotes de enfermedades en la industria demandantes. Industrias que se desarrollan principalmente en China y Europa.

Cambios en la regulación

Los volúmenes de producción y por lo tanto los flujos de efectivo están en función del nivel de captura de anchoveta, el cual depende del Límite Máximo de Captura establecido por Produce, para cada temporada. El estado peruano a fin de preservar la especie (anchoveta) ha establecido un nuevo sistema de captura y límites menores a los que se establecían hace algunos años. En el Perú, sólo está permitido producir harina y aceite de pescado a base de anchoveta.

Condiciones climáticas

La captura de anchoveta se ve afectada por las condiciones oceanográficas del mar peruano, como el fenómeno de El Niño que afecta el nivel de captura de anchoveta, representando un riesgo de gran impacto.

Migración de la biomasa

La migración de la anchoveta a zonas alejadas de la ubicación de las plantas de procesamiento, afecta el nivel de captura. Dada la posición del Perú como principal productor de harina de pescado del mundo y la limitada oferta del producto, el efecto de este tipo de fenómenos se ve compensado por el incremento en el precio de la harina de pescado.

Disminución en la cuota individual asignada

Las empresas pesqueras que no lleguen a capturar durante cuatro temporadas por lo menos el 80% de su cuota individual, verán disminuida su cuota en la cantidad equivalente al promedio de la cuota

dejada de capturar en cada una de las cuatro temporadas. La cuota perdida será reasignada de manera proporcional a todas las demás empresas que cuenten con cuota asignada.

Incremento del precio de la anchoveta proveniente de terceros

La captura de anchoveta por las empresas pesqueras en Perú, está limitada por la cuota individual. A fin de incrementar el nivel de materia prima, las empresas adquieren anchoveta de terceros, la misma que bajo el sistema de cuota individual ha incrementado sustancialmente su precio, llegando a representar el 20% del precio por tonelada de harina de pescado.

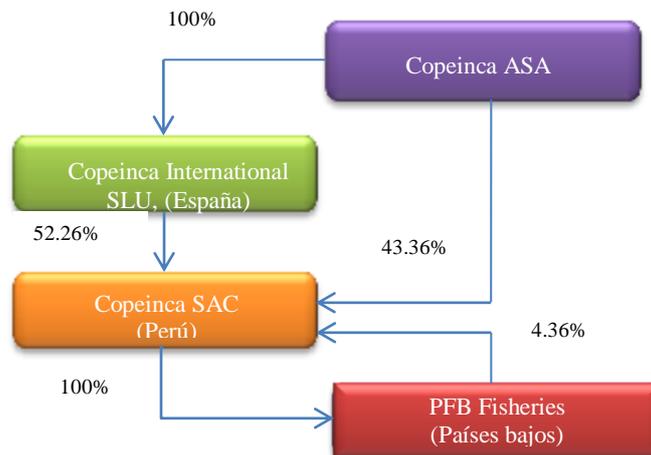
Incremento del precio de los combustibles y de la energía

El uso de combustible y energía es intensivo tanto en las actividades de extracción como en la de procesamiento, representando un porcentaje elevado en los costos, 34% del costo de extracción y 66% del costo de procesamiento y afectando directamente el flujo de caja de la empresa.

**DESCRIPCIÓN
DE LA
COMPAÑÍA**

Estructura del Grupo

Copeinca ASA es la Matriz del Grupo, propietaria de Copeinca SAC, principal empresa operativa del Grupo. Copeinca ASA tiene participación directa en Copeinca SAC (43.38%) e indirecta a través de Copeinca International SLU (52.26%) y PFB Fisheries (4.36%).



Copeinca ASA, es una sociedad de responsabilidad limitada constituida y domiciliada en Noruega, en adelante Copeinca. Sus acciones tienen cotización primaria en la Bolsa de Valores de Oslo, desde enero de 2007 y tienen cotización secundaria en la Bolsa de Valores de Lima, desde agosto 2008.

Corporación Pesquera Inca – Copeinca, según el nivel de exportaciones de harina a dic. 2011, es la tercera empresa productora de harina y aceite

de pescado en el Perú. Bajo el actual sistema de cuotas individuales.

Copeinca cuenta con una cuota individual de 10.7% de la captura total anual de la zona norte-centro y 3% de la zona sur. Sin embargo, la empresa logra incrementar su participación, a través de la adquisición de anchoveta a terceros, el 2011 capturó el 13.73% de la captura total autorizada por Produce de 6.9 millones de toneladas en todo el litoral.

Copeinca inicia sus operaciones en julio de 1994, a lo largo de estos años ha adquirido plantas productoras de harina y aceite de pescado. Entre el 2006 y 2007, Copeinca adquirió varios competidores locales por un total de USD378 millones, duplicando su tamaño, logrando contar con 64 embarcaciones y 10 plantas, lo que la convirtió en la segunda empresa pesquera del sector, permitiéndole enfrentar mejor posicionada la entrada en vigencia del sistema de cuotas individuales.

Asimismo, la empresa cuenta con embarcaciones que tienen permiso para la extracción de pescado para destinarlo al consumo humano directo, aunque a la fecha no cuenta con plantas para el procesamiento de pescado congelado y/o producción de conservas.

La implementación de las cuotas individuales llevó a Copeinca a optimizar sus operaciones y mejorar su eficiencia a través de la reestructuración de sus activos. Operando el 2011 con 28 embarcaciones, 5 plantas distribuidas a lo largo del litoral peruano y 1484 empleados.

A finales del 2011 Copeinca culminó su plan de inversiones, convirtiendo el 100% de sus plantas al sistema de secado a vapor Steam Dried, instalando un sistema de refrigeración (RSW) en el 75% de su flota y construyendo tres nuevas embarcaciones con mayor capacidad de bodega, 800 m3 cada una. Lo que le permite disponer de materia prima en mejores condiciones disminuyendo el nivel de merma, asimismo el sistema de secado a vapor disminuye el nivel de impurezas, contribuyendo ambas medidas a la mejora en la calidad de la harina que cotiza a un mayor precio.

Indicadores	2008	2009	2010	2011
Número de empleados	2,344	2,038	1,620	1,484
Número de plantas	10	6	6	5
Embarcaciones	64	64	30	28

Plantas	Capacidad de Procesamiento (TM/hora)
Bayóvar	170
Chicama	259
Chimbote	407
Chancay	80
Ilo	90
Total	1,006

En el 2011, el principal destino de la harina de pescado producida por Copeinca fue China con un 63%, incrementando considerablemente las cifras del año anterior debido a la captación de nuevos clientes. Seguido por Vietnam (12%), Taiwán (4.43%), Alemania (4.73%), Japón (4.29%) y Chile (4.16%), en el que destaca la disminución del consumo alemán (13.6%) y japonés (22.6%), este último debido a último terremoto que sufriera.

Principales Mercados Harina de Pescado - 2011

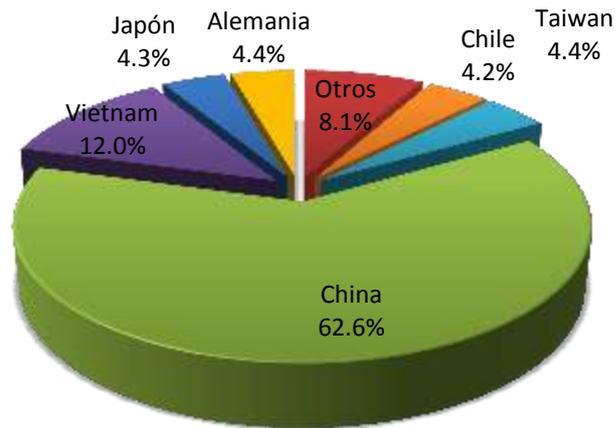


Figura 8. Principales Mercados Harina de Pescado 2011

Elaboración propia

Fuente: Informe Anual 2011 Copeinca

Respecto al aceite de pescado, el principal mercado de destino para este producto es el mercado nacional (43.57%), seguido por Dinamarca (17.38%), Bélgica (11.35%), Chile (8.79%) y Canadá (8.53%).

Principales Mercados Aceite de Pescado - 2011



Figura 9. Principales Mercados Aceite de Pescado 2011

Elaboración propia

Fuente: Informe Anual 2011 Copeinca

Durante el 2011, las ventas se realizaron a través de traders, quienes incrementaron su participación de un 46% en el 2010 a 56% el 2011, éstos se localizaron principalmente en China, las ventas a plantas de alimento balanceado disminuyeron pasando a representar un 28% luego de un 46% durante el 2010. El resto de la producción se dividió entre importadores de aceite con un 13.62% de participación y refinerías de aceite con un 1.72%, éstas últimas le dan valor agregado antes de exportar el producto a otros mercados.

Perfil de Clientes

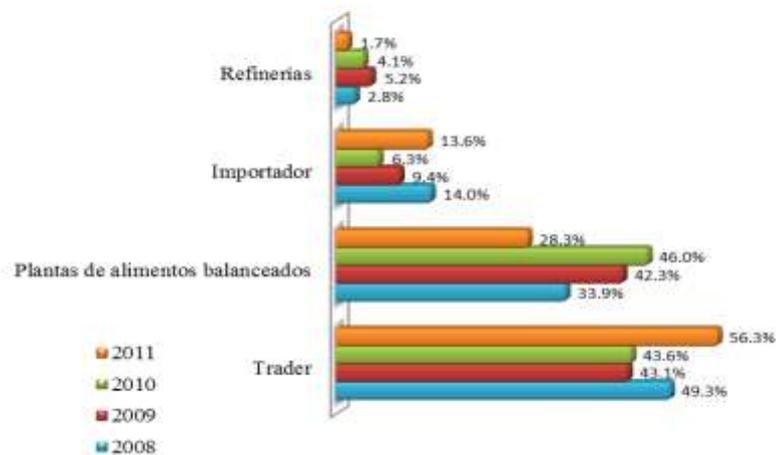


Figura 10. Perfil de Clientes
Fuente: Copeinca

Los canales de distribución utilizados son la venta directa con un 58% del total, las ventas a través de representantes alcanzaron un 30% y las ventas a través de brokers un 12%, esto en el 2011.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Luego de la consolidación de la industria pesquera realizada en el periodo 2006-2008, la aplicación de la ley de cuotas individuales y algunas transferencias de cuotas efectuadas en los últimos años, debido a fusiones y/o adquisiciones, el sector pesquero está compuesto principalmente por 7 empresas pesqueras, las que concentran más del 50% de participación bajo el sistema de cuotas individuales.

Límite Máximo de Captura por Embarcación Zona Centro Norte

	PMCE
Tasa	14.1 %
Copeinca	10.7 %
Diamante	8.5 %
Austral	6.9 %
Hayduk	6.6 %
Exalmar	6.4 %
CFG	6.1 %
Otros	40.7 %
Total	100.0 %

**Límite Máximo de Captura por Embarcación
Zona Sur**

	PMCE
Tasa	17.2 %
CFG	10.9 %
Diamante	8.0 %
Austral	3.9 %
Exalmar	3.5 %
Copeinca	3.0 %
Hayduk	3.0 %
Otros	50.5 %
Total	100.0 %

En adición a las cuotas individuales asignadas, las empresas a fin de incrementar su participación adquieren anchoveta de terceros, con lo cual la participación total de las empresas se incrementa así como el nivel de sus ingresos.

**Exportaciones de Harina de Pescado por Empresa
(millones de US\$)**

	2009	2010	2011
Tasa	321.6	396.2	438.9
Diamante	171.4	206.4	222.2
Copeinca	176.6	204.6	201.9
Austral	160.2	139.2	168.8
Exalmar	110.3	159.0	150.1
Hayduk	124.8	109.0	141.1
CFG	88.6	113.5	140.8
Otros	271.6	281.4	302.8
Total	1,425.1	1,609.3	1,766.6

**Exportaciones de Harina de Pescado por Empresa
(millones de US\$)**

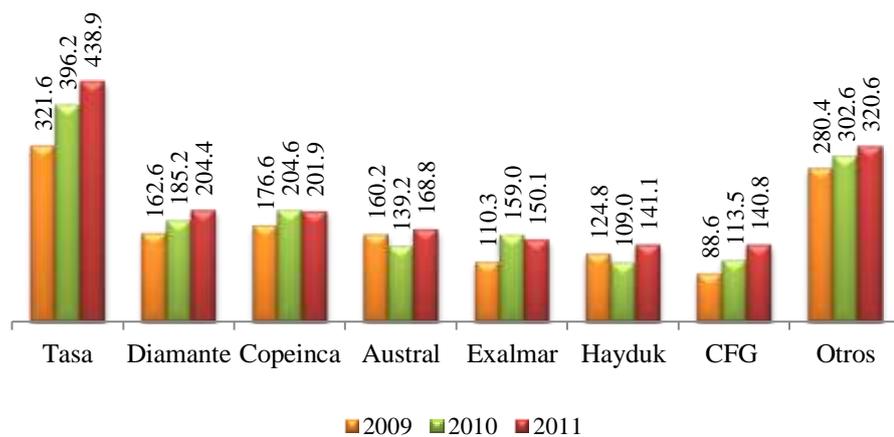


Figura 11. Exportaciones Harina de Pescado por Empresa

Fuente: Superintendencia Nacional de Administración Tributaria - SUNAT

Dinámica Empresas Exportadoras por Volúmen 2011

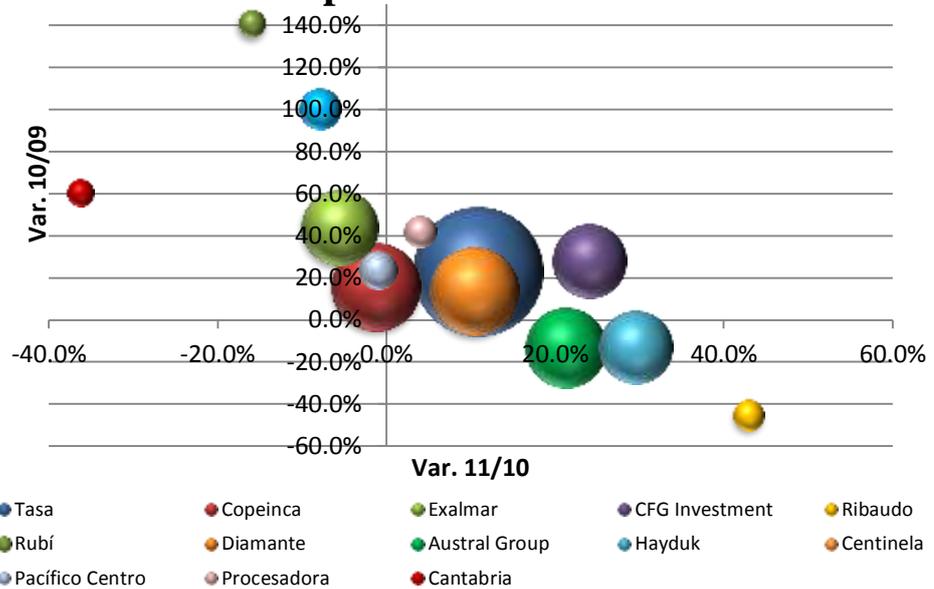


Figura 12. Exportaciones Harina de Pescado por Empresa

Elaboración propia

Fuente: Superintendencia Nacional de Administración Tributaria - SUNAT

Exportaciones de aceite de pescado por empresa (miles de US\$)

	2009	2010	2011
Tasa	43,568.3	46,858.3	60,426.2
Alicorp	53,780.5	55,245.0	51,767.1
Colpex Internacional	33,055.7	28,585.2	31,369.8
Copeinca	11,765.4	17,160.4	25,794.5
Austral	24,137.8	16,143.5	22,109.3
Blue Pacific Oils	7,124.1	12,721.7	20,237.8
Hayduk	15,426.6	19,858.7	16,765.0
BPO Trading			16,181.3
CFG	10,932.0	14,079.0	15,785.7
Exalmar	13,548.2	10,520.2	14,512.0
Diamante	13,310.4	12,197.5	11,714.1
Resto	31,153.1	47,953.9	38,859.0
Total	257,802.1	274,244.8	332,600.2

La posición de las empresas que cotizan sus acciones; Austral Group, Pesquera Exalmar y Copeinca, en función de su Deuda/EBITDA y nivel de ingresos totales.

Ingresos vs Deuda/EBITDA

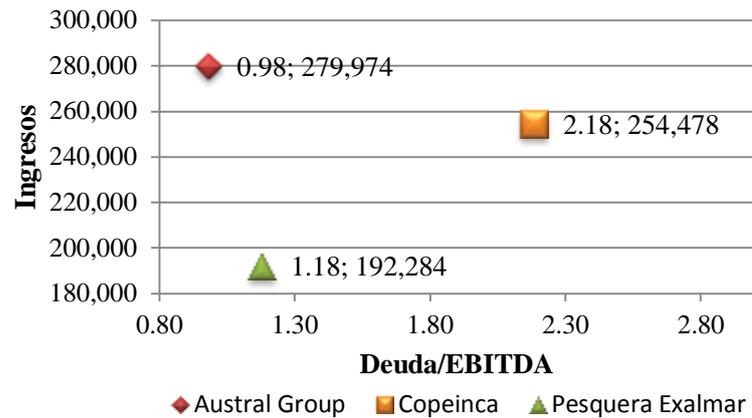


Figura 13. Ingresos vs Deuda/EBITDA

Elaboración propia

Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores - SMV

DESEMPEÑO Y CONOCIMIENTO DE LA GERENCIA

Directorio

El directorio de Copeinca está encabezado por el Sr. Samuel Dyer Coriat y se encuentra conformado por 8 miembros con amplia experiencia y trayectoria en el ámbito empresarial.

Directorio

Presidente	Sr. Samuel Dyer Coriat
Vice-Presidente	Sr. Kristjan Th. Davidson
Directores	Sr. Samuel Dyer Ampudia Sr. Luis Dyer Ampudia Sra. Sheyla Dyer Coriat Sr. Ivan Orlic Ticeran
Directores Independientes	Sra. Mimi Kristine Berdal Sra. Marianne Elisabeth Johsen

Plana Gerencial

Los principales ejecutivos de Copeinca cuentan con formación académica en universidades de prestigio así como amplia experiencia en su campo de acción y la mayoría de ellos en el sector pesquero.

Gerencias

<p>Sr. Pablo Trapunsky Gerente General</p>	<p>Gerente General desde 2011. Cuenta con un grado en ingeniería mecánica, Technion University – Israel con especialización en producción, materiales y sistemas robóticos.</p>
<p>Sr. Jorge Ramírez Gerente de Finanzas</p>	<p>Graduado de la Universidad de Loyola, Nueva Orleans, EEUU, en Administración de Negocios con especialización en Finanzas, también obtuvo su Maestría en Administración de Negocios de ITESM (Méjico) – ESPOL (Ecuador). Cuenta con amplia experiencia internacional en Planeamiento Estratégico, Finanzas Corporativas, Fusiones y Adquisiciones y Asuntos Internacionales.</p>
<p>Sr. Douglas Buchelli Gerente de Producción</p>	<p>Obtuvo el grado de bachiller en Ingeniería Alimentarias de la Universidad Nacional Agraria La Molina, tiene una especialización en técnicas de gestión de la Universidad de Piura y actualmente cursa un MBA en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas – UPC.</p>
<p>Sr. Diego Cateriano Gerente de Flota</p>	<p>Con un grado en Ingeniería Industrial de la Universidad de Lima y un MBA de la Universidad de Piura.</p>
<p>Sra. Clemencia Barreto Gerente de Logística</p>	<p>Obtuvo el grado de ingeniero industrial de la Universidad de Lima y cuenta con estudios de especialización en supply chain y planificación de recursos de fabricación.</p>
<p>Sra. Nathalie Mas Gerente de Recursos Humanos</p>	<p>Licenciatura en Psicología de la Universidad de Lima, con especialización en Recursos Humanos.</p>
<p>Sra. Giuliana Cavassa Gerente Legal</p>	<p>Obtuvo el grado de abogado de la Pontificia Universidad Católica y estudios de postgrado en Derecho Civil en la Universidad de Salamanca, España. Asimismo, cuenta con estudios de Gestión y Liderazgo de la Universidad de Piura.</p>
<p>Sra. Francesca Carnesella Gerente de Asuntos Corporativos</p>	<p>Economista de la Universidad del Pacífico, MBA de la Universidad de Piura y estudios de postgrado en Comunicaciones de la Pontificia Universidad Católica del Perú.</p>
<p>Sr. Carlos Cipra Controller</p>	<p>Contador Público colegiado y MBA de la Universidad San Ignacio de Loyola. Asimismo, cuenta con un Certified Internal Auditor (CIA), Certificado en Gestión de Riesgos (CIRM), Diplomado en Aseguramiento de Gestión de Riesgos (CRMA). También tiene una especialización en auditoría interna y gestión de la calidad.</p>

ROIC	2011	2010	2009
Austral Group	11.25%	6.52%	8.65%
Pesquera Exalmar	12.22%	10.44%	4.30%
Copeinca	12.21%	-2.33%	0.09%

Estos últimos tres años han sido años de adecuación a un nuevo sistema en el que Copeinca ha reestructurado sus activos, los gastos generados por dicha reestructuración principalmente los gastos por despido y pérdida por deterioro de activos fijos, generaron una disminución de las utilidades. La gerencia de la empresa ha estado enfocada en la búsqueda de eficiencia interna para a partir de ahí generar un mayor EBITDA, cuyos primeros resultados se empezaron a visualizar en el 2011.

ANÁLISIS DE LOS ACCIONISTAS

Copeinca posee 58,5 millones de acciones en circulación, con un valor nominal de 5 NOK (aprox. US\$ 0.87) que fueron emitidas en el 2007. Durante el 2010 se repartieron dividendos por un importe de 4.94 NOK (aprox. USD 0.85) por acción haciendo un total de USD 50 millones. Asimismo, a principios de 2012 se entregaron nuevamente dividendos de 3.9 NOK (aprox. USD 0.67) por acción y un total USD 39 millones.

A finales del 2011, Copeinca cuenta con 437 accionista, 13% noruegos y 87% extranjeros, siendo sus principales accionistas:

Accionistas	Acciones	Participación
Dyer Coriat Holding	19,098,000	32.65%
Andean Fishing LLC	8,118,075	13.88%
ETVE Veramar Azul S.L	6,223,782	10.64%
Weilheim Investments S.L.	2,929,130	5.01%
State Street Bank & Trust	2,018,434	3.45%
State Street Bank & Trust	1,528,436	2.61%
South Winds	1,489,750	2.55%
Fidelity Latin America Fund	1,312,251	2.24%
GMO Emerging Illiquid Fund	1,145,350	1.96%
State Street Bank & Trust	1,121,155	1.92%
DNB NOR SMB	1,108,901	1.90%
The Northern Trust	1,097,534	1.88%
Alfred Berg Gambak	943,134	1.61%
Verdipapirfondet Handelsbanken	700,000	1.20%
DNB NOR Bank ASA	600,039	1.03%
JP Morgan Clearing Corp	571,193	0.98%
Fidelity Funds Latin MERICA	470,386	0.80%
Alfred Berg Norge	401,158	0.69%
DERIS SA	400,000	0.68%
Credir Suisse Securities LLC	384,626	0.66%
Top 20	51, 661,334	88.31%
Otras	6,838,666	11.69%
Total	59,500,000	100.00%

Opción sobre acciones

Copeinca ha emitido dos programa de opciones sobre acciones:

i) El 30 de enero de 2008, el Directorio de Copeinca aprobó un Programa de Opción sobre Acciones para empleados en los términos siguientes:

- 690,000 opciones sobre acciones serán emitidas a doce miembros clave de la gerencia.
- El precio de ejercicio de las opciones es NOK 40.
- Las opciones otorgarán el derecho a cada empleado en el plazo de los siguientes cuatro años (sujeto al cese del empleado) a una tasa de 25% por año.
- Se ha establecido un precio tope por acción de NOK 120. Si el precio de la acción a la fecha de ejercicio es mayor a NOK 120, el precio de ejercicio se incrementará de manera que la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio (el valor de cada opción) no resulte mayor de NOK 80.

ii) El 11 de enero de 2010, el Directorio aprobó la distribución de las opciones de acciones restantes.

- 370,000 opciones sobre acciones serán emitidas a doce miembros clave de la gerencia de acuerdo con el cronograma II del programa.
- El precio de ejercicio de las opciones es NOK 45.
- Las opciones otorgarán el derecho a cada empleado en el plazo de los siguientes cuatro años (sujeto al cese del empleado) a una tasa de 33.33% al año.
- Se ha establecido un precio tope por acción de NOK 120. Si el precio de la acción a la fecha de ejercicio es mayor a NOK 120, el precio de ejercicio se incrementará de manera que la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio (el valor de cada opción) no resulte mayor de NOK 80.

A diciembre de 2011, las opciones en circulación ascienden a 794,400, de las cuales 465,710 pueden ser ejercidas.

ANÁLISIS DE RIESGO

Riesgos Financieros

Las operaciones de Copeinca llevan a la empresa a enfrentar distintos riesgos. La empresa cuenta con un programa de gestión de riesgos, que busca minimizar los potenciales efectos adversos de los mercados financieros en el desempeño de la empresa.

Riesgo de Mercado

a. Riesgo Cambiario

Copeinca exporta más del 90% de su producción, por lo que está expuesta al riesgo cambiario de distintas monedas, en particular el dólar

y el euro. Este factor de tipo sistémico, es controlado por la empresa cumpliendo con la siguientes pautas:

1. Manteniendo saldos deudores en moneda extranjera.
2. Manteniendo volúmenes de exportaciones y su rentabilidad.
3. Suscribiendo contratos de moneda extranjera a futuro (forwards) aunque al 31 de diciembre de 2011 la empresa no tiene ningún contrato a plazo firmado.

b. Riesgo de Tasa de Interés

A fin de mitigar el efecto de posibles variaciones, en febrero de 2010, Copeinca prepagó el 100% de sus préstamos a tasa variable con la emisión de bonos a tasa fija. Durante el 2010 y 2011 sus préstamos vigentes son a tasa fija y están denominados en dólares americanos.

Copeinca evalúa constantemente su exposición a variaciones en la tasa de interés a fin de evaluar el impacto de estas variaciones en sus resultados.

Al nivel de endeudamiento actual, una variación de la tasa de interés afecta directamente la generación de utilidades.

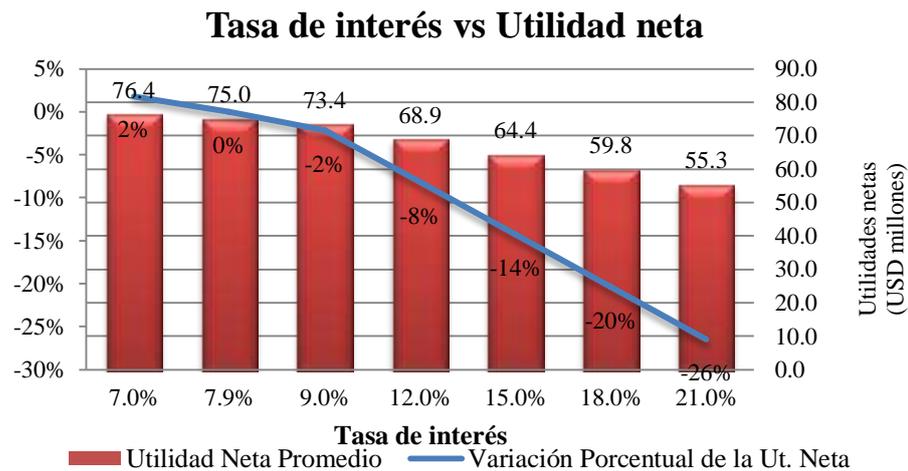


Figura 14.
Elaboración propia

Por otro lado, las variaciones en la estructura de capital aunado a variaciones en la tasa de interés afectan el valor de la acción.

Precio de la acción (USD)	12.8	Deuda (miles de USD)						
		200,000	225,000	250,000	266,276	300,000	325,000	350,000
Tasa de interés	7.50%	12.5	12.8	13.0	13.1	13.4	13.5	13.7
	7.92%	12.3	12.5	12.7	12.8	13.0	13.2	13.3
	9.00%	11.7	11.8	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4
	12.00%	10.3	10.3	10.3	10.3	10.4	10.4	10.4
	15.00%	9.1	9.0	9.0	9.0	8.9	8.9	8.8
	18.00%	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	7.6
	21.00%	7.3	7.1	7.0	6.9	6.7	6.6	6.5

Figura 15.
Elaboración propia

Riesgo de Crédito

Copeinca, vende al contado sobre la base de cartas de crédito de exportación, con lo cual este riesgo se encuentra limitado. No obstante, la empresa ha establecido políticas de venta a clientes que cuenten con historial crediticio adecuado.

Riesgo de Liquidez

La política de administración de los flujos en dólares americanos y en moneda nacional, contempla la proyección de liquidez necesaria para hacer frente a los niveles de producción en diversos escenarios, para ello, la empresa cuenta con líneas de crédito a corto plazo para cubrir los requerimientos parciales en capital de trabajo.

Asimismo, efectúa un monitoreo permanente de sus ratios de liquidez.

Riesgo de Precios

Copeinca cuenta con clientes claves con los que establece contratos sobre volúmenes de venta y los niveles de precio, por temporada. Esto permite mitigar los efectos de las fluctuaciones aunque se desaprovechan posibles subidas en el nivel de precios. Cabe señalar, que a la fecha Copeinca no cuenta con instrumentos financieros expuesto al riesgo de precios.

Dada la mezcla de producto de Copeinca, el nivel de precio de la harina afecta en mayor medida los ingresos de la empresa. El modelo financiero desarrollado nos permite visualizar el efecto en el valor presente de los flujos de Copeinca ante un crecimiento (decrecimiento) en los niveles de precio tanto de la harina como del aceite.

VAN (millones USD)		Variación en el Precio del Aceite de Pescado						
967.1		-23.94%	-10.00%	-5.00%	0.00%	2.50%	5.00%	10.00%
Variación del Precio de la Harina de Pescado	-15.00%	-626.0	-495.0	-407.0	-282.7	-202.9	-108.6	133.1
	-10.00%	-343.9	-213.0	-124.9	-0.6	79.2	173.4	415.1
	-2.82%	280.5	411.5	499.6	623.8	703.6	797.9	1,039.6
	0.00%	623.8	754.8	842.9	967.1	1,046.9	1,141.2	1,382.9
	2.50%	988.1	1,119.0	1,207.1	1,331.4	1,411.2	1,505.4	1,747.1
	5.00%	1,418.5	1,549.5	1,637.5	1,761.8	1,841.6	1,935.9	2,177.6
	10.00%	2,522.9	2,653.9	2,742.0	2,866.2	2,946.0	3,040.3	3,282.0

Figura 16.
Elaboración propia

Riesgo de Operativos

- Volatilidad en los precios de los combustibles.
- Uno de los insumos que mayor incidencia tiene en el costo de extracción y de procesamiento es el precio del combustible, el cual en los últimos

años ha mostrado una tendencia alcista aunque la crisis financiera que ha llegado a afectar el consumo, ocasionó que el precio de los combustibles cayera, sin embargo éste ha retomado su tendencia alcista.

- Variabilidad de biomasa: tamaño, contenido graso, ubicación y cambios climáticos.

Los volúmenes de captura de anchoveta dependen del límite máximo total de captura permisible (LMTCP); que es el total de la captura para consumo humano indirecto que PRODUCE (Ministerio de la Producción del Perú) autoriza como máximo de captura permitido por temporada de pesca, el cual depende de la biomasa y de la cuota individual asignada para cada empresa; Copeinca posee 10.7% para la zona centro-norte y 3% para la zona sur.

Desde 2002, la anchoveta es el único pez que se puede utilizar para la elaboración de harina y aceite de pescado en el Perú. Siendo la anchoveta la principal materia prima utilizada en la producción de harina y aceite de pescado, su flujo de caja depende fundamentalmente del nivel de captura de la misma.

Como factor adicional, se encuentra el aseguramiento de la captura por parte de las empresas, dado que si lo capturado no cubriese la cuota asignada durante cuatro temporadas consecutivas de pesca, esta sería reducida.

Se espera que el nivel de biomasa permita autorizaciones de pesca relativamente estables en niveles de 5,5 millones de toneladas para la región centro-norte y de 800 mil toneladas para la región sur. Sin embargo, la biomasa se puede ver afectada por las condiciones climáticas como la presencia de ondas Kelvin (corriente de agua caliente) y en mayor medida por la presencia del fenómeno del niño, ocasionando la dispersión o migración de la misma de su hábitat natural y/o ocasionando problemas en su desarrollo, pudiendo alejarse de las zonas donde Copeinca cuenta con plantas de procesamiento.

Este fenómeno climático, afecta la biomasa de la anchoveta debido a que altera las condiciones naturales de su hábitat. En consecuencia y de acuerdo a la intensidad del fenómeno el volumen de la biomasa se ve reducido. En los últimos años se han presentado corrientes de agua caliente, que no han llegado a convertirse en El Niño aunque si han afectado el nivel de biomasa. Este fenómeno es de gran impacto en la generación de flujo de caja al afectar considerablemente los niveles de captura.

Sin embargo, este efecto puede verse compensado en cierta medida a nivel de ingresos, por los elevados precios que se generan ante la disminución de la oferta. Cabe recordar, que el Perú es el principal productor de harina de pescado en el mundo.

	VAN (millones USD)		Precio de la Harina de Pescado					
	967.1	800	1,000	1,150	1,274	1,500	1,600	1,700
Variación Límite Máximo de Captura	-15.00%	-55.5	112.1	237.8	341.8	531.2	615.0	698.8
	-12.00%	-22.3	168.1	310.9	429.0	644.2	739.4	834.6
	-10.00%	2.7	210.8	366.9	495.9	731.1	835.2	939.2
	-6.71%	49.5	291.8	473.6	623.8	897.7	1,018.9	1,140.1
	-5.00%	76.7	339.6	536.8	699.8	996.9	1,128.3	1,259.8
	0.00%	169.7	506.2	758.5	967.1	1,347.3	1,515.6	1,683.8
	2.00%	213.0	585.4	864.7	1,095.5	1,516.3	1,702.4	1,888.6
	5.00%	285.3	719.7	1,045.5	1,314.8	1,805.7	2,022.9	2,240.1

Figura 17.
Elaboración propia

- Variación en la oferta y demanda de harina y aceite de pescado.
Los mercados de destino de Copeinca se encuentran concentrados en países de Asia y Europa, donde se desarrollan la acuicultura así como las industrias porcícola (crianza de cerdos) y avícola (aves de corral). La acuicultura ha tenido un crecimiento sostenido en los últimos años, lo que ha contribuido al crecimiento de la demanda de harina y aceite de pescado así como al incremento en la cotización de estos productos. Sin embargo, la demanda de los mismos se puede ver interrumpida por el brote de enfermedades, plagas y/o medidas restrictivas a la importación al tratarse de mercados extranjeros las que podrían afectar los flujos de efectivo de la empresa.

En el caso del aceite de pescado los riesgos vienen por el lado de la oferta, al contar este con un sustituto, el aceite de colza que se cotiza a menor precio.

- Variación en la oferta de anchoveta de terceros
El flujo de caja de Copeinca puede verse afectado por el costo de la anchoveta adquirida a terceros, debido a que la participación de mercado por empresa se determina por la cuota individual y el nivel de compra a terceros, lo que ha llevado a las empresas a comprar materia prima de terceros a precios cada vez más elevados, en los últimos años del total de pescado procesado aproximadamente el 25% corresponde a compra de terceros.

RESULTADOS FINANCIEROS Y PROYECCIONES

Ventas y Rentabilidad

2008. Las ventas pasaron de USD 129 millones a USD 249 millones, debido a que a partir de marzo de dicho año todas las compañías adquiridas en el año anterior se integraron a la operación.

2009. Los ingresos operacionales disminuyeron en 18.5% respecto al 2008, debido a la disminución en los precios de mercado durante la primera mitad del año como consecuencia de la crisis financiera internacional. A pesar de ello, el desempeño operacional medido como

la participación de mercado de captura de anchoveta pasó de 14% a 15%.

2010. Los ingresos por ventas se recuperaron considerablemente en 14.7%, alcanzando los USD 233 millones, a pesar del menor volumen de producción, originado por la presencia moderada de los fenómenos “El Niño” y “La Niña”. La menor oferta impulsó los mayores precios de la harina y aceite de pescado que alcanzaron niveles sin precedentes. Explicado por el terremoto en Chile, segundo productor de harina y aceite de pescado del mundo, y los menores límites de captura así como la suspensión de la segunda temporada en el Perú, principal productor del mundo.

2011. Los ingresos por ventas se incrementaron en 9.2% debido a una mayor límite de captura de anchoveta así como a la producción de harina de mejor calidad, el 100% bajo el sistema Steam Dried. El 79% de los ingresos fueron generados por la venta de harina y el 18% por la venta de aceite de pescado.

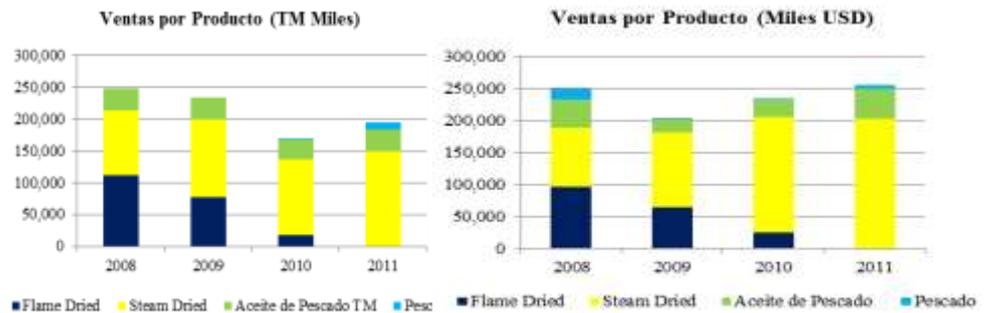


Figura 18.
Elaboración propia
Fuente: Memoria Copeinca

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Ingresos operacionales (US\$ MIL)	254,478	233,042	203,161	249,425	129,067	89,888
EBITDA (US MIL)	100,014	75,704	46,757	78,147	28,618	35,678
EBITDA %	39.30%	32.71%	29.04%	30.34%	22.00%	39.70%
Rentabilidad (Pérdida) antes de impuestos	64,235	-17,125	3,315	-10,096	5,715	15,934
Deuda/Capital	63.0%	61.0%	27.9%	46.71%	67.5%	111.8%
Precio de Acciones (NOK)	32.90	55.75	46.6	8.5	48.5	40
Producción Total (TM)	253,156	138,826	213,544	205,340	128,611	80,000
Número de personas	1484	1,606	2,093	2,443	2,000	800

Los menores costos producto de la eficiencia lograda nos proporciona un mayor margen bruto.

	2011	2010	2009	2008
Margen Bruto	43.77%	35.19%	28.82%	36.86%
Margen Neto	18.77%	-2.79%	0.13%	-1.38%
ROA	6.02%	-0.97%	0.04%	-0.5%
ROE	12.29%	-1.96%	0.07%	-0.98%

La reducción del margen neto en el 2010, obedece al afecto de los gastos de despido de personal y pérdidas por la reestructuración de los activos.

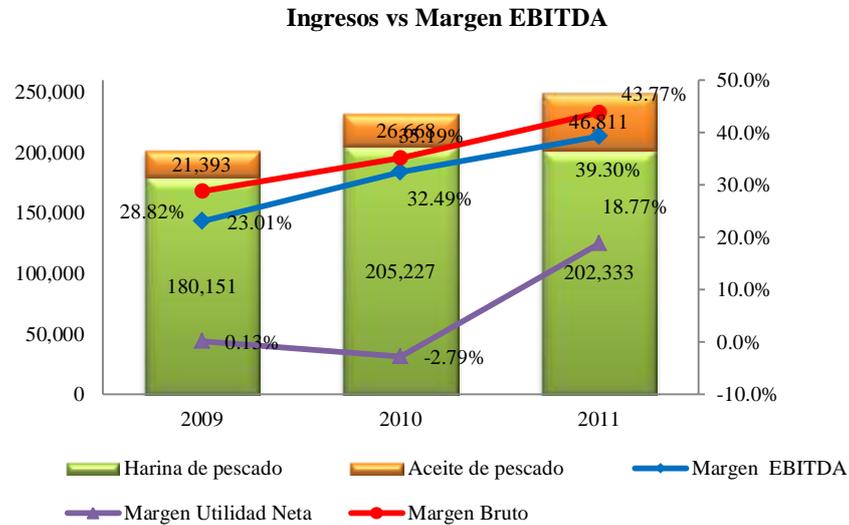


Figura 19.
Elaboración propia
Fuente: Memoria Copeinca

Liquidez

La liquidez de la empresa se ve afectada por la regulación en el sector, los fenómenos naturales, la migración de la biomasa, así como la volatilidad en los precios de sus productos. La liquidez promedio de los últimos cuatro años ha estado en niveles de 1.5v, aunque los dos últimos años observamos niveles de 1.91 y 1.7, para el 2010 y 2011 respectivamente, explicado principalmente por

	2011	2010	2009	2008
Ratio corriente	1.70	1.91	1.12	1.26
Capital de trabajo	132,572	40,319	51.92	60.99
Días de cobro	34.1	11.94	51.79	26.71
Días de inventario	160.74	37.01	99.60	95.64
Días de cuentas por pagar	40.02	40.86	74.15	50.97

2011

Inventario. Los mayores stocks y días de inventario se debieron a la recuperación de la oferta, incentivada por el mayor límite de captura y por temporadas de mayor duración que aunadas a los altos stocks de harina en China y al retraso de la temporada acuícola motivaron un retraso en la demanda de China.

Capital de trabajo. El mayor nivel de efectivo provino principalmente de financiamiento de corto y largo plazo que excedió el financiamiento de las operaciones de inversión. Siendo el financiamiento de corto plazo el que afecta a la baja el ratio de liquidez a pesar de los mayores nivel del activo corriente.

2010

Capital de trabajo. El incremento del capital de trabajo obedece a una mayor generación de ingresos provenientes de operación por el mayor precio de mercado y al efectivo recibido por un préstamo de mediano plazo que permitió solventar las operaciones de inversión.

Los niveles de capital de trabajo varían para tomar en cuenta el nivel de mercado en el cual opera la compañía, en el año 2011 la demanda se dio con cierto retraso (altos niveles de inventario) haciéndose uso de la facilidades crediticias de corto plazo para cubrir parte del capital de trabajo necesario durante los periodos de producción.

Solvencia

Consistente con la industria, Copeinca monitorea su solvencia sobre la base del ratio de apalancamiento, que consiste en dividir la deuda neta entre el capital total. Siendo la deuda neta igual a la deuda de corto y largo plazo menos el efectivo y equivalente de efectivo y el capital total igual al patrimonio neto más la deuda neta. El objetivo de la compañía es mantener este ratio en niveles de 0.4 – 0.35.

El incremento del apalancamiento en el año 2010 respecto al 2009 se explica por un efecto combinado del pago de financiamiento de largo plazo, la emisión de bonos y la distribución de dividendos. El nivel de apalancamiento se ha mantenido en el último año, siendo en promedio de 0.49 para el periodo de análisis. En el 2009, la disminución obedece al uso de la reserva de contingencias para capital de trabajo.

Endeudamiento	2011	2010	2009	2008
Grado de endeudamiento	0.51	0.50	0.44	0.49
Ratio de apalancamiento	0.35	0.36	0.26	0.35

Proyecciones

Copeinca a fin de enfrentar la transformación de la industria pesquera del 2009 (cuotas individuales), se preparó incrementando su capital con la emisión de acciones, adquiriendo empresas en el 2007, fusionándose y reduciendo costos en el 2008 y entre el 2009 y 2010 la empresa completó la reestructuración del uso de sus activos, reduciendo el número de plantas y embarcaciones, de 12 a 5 y de 64 a 32 respectivamente. La reestructuración incluyó la construcción de tres nuevas embarcaciones de última tecnología, la dotación de sistemas de refrigeración (RSW) al 75% de la flota y la operación bajo el sistema de Secado al Vapor (Steam Dried) en todas sus plantas. Las nuevas embarcaciones permitirían el ahorro de combustible y contar con materia prima de mejorar calidad y frescura.

La estrategia de la empresa está enfocada en la eficiencia y la generación de ahorros, siendo su objetivo lograr el mayor margen operativo por tonelada producida de la industria. No estando dentro de los planes de la empresa en el corto plazo la adquisiciones de cuota. La empresa tiene por objetivo alcanzar un EBITDA entre 35% y 40%.

Las condiciones macroeconómicas del país, el ofrecen el marco adecuado para el logro de sus objetivos estratégicos, las perspectivas macroeconómicas son favorables, para el periodo 2010-2021 según el estudio efectuado por Bruno Seminario, muestran una tasa de crecimiento promedio anual de 5,5%, con variaciones propias del comportamiento cíclico de la economía, que se sustenta en la tendencia creciente de los niveles de productividad del capital y del trabajo, en los adecuados niveles de inversión, así como en un mayor flujo comercial internacional, con términos de intercambio favorables a los productos peruanos.

Consideraciones del modelo financiero:

Ventas, el nivel de ventas depende principalmente del nivel de cuota global aprobado por PRODUCE por temporada y zona de pesca, así como de la cuota individual propia de la empresa y del porcentaje de materia prima que adquiere de terceros.

El nivel cuota global estimada es de 5.5 millones de toneladas para la zona centro-norte y 800 mil toneladas para la zona sur, monto que se sustenta en el nivel de desembarque de anchoveta de los últimos años, periodo 2005 - 2011. Esta cuota global se distribuye en dos temporadas de pesca, el modelo considera que el 58.5% del límite máximo de captura se asigna a la primera temporada y el 41.5% a la segunda temporada.

No se ha considerado incremento de la biomasa, la variación de la misma se ha evaluado a través de su sensibilización. Para el 2012 se ha utilizado la cuota ya establecida para la primera temporada, 2.7 millones de TM y las proyecciones de acuerdo a ella para la segunda temporada.

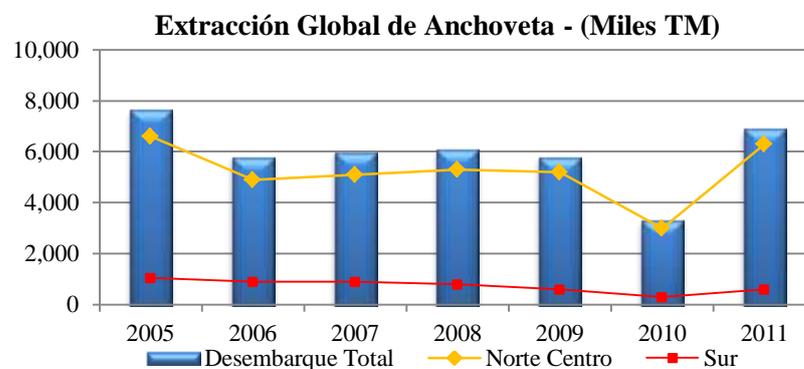


Figura 20.

Elaboración propia

Fuente: Ministerio de la Producción - PRODUCE

Por otro lado, el nivel de cuota individual propia, zona centro-norte 10.7% y zona sur 3%, se mantiene en el nivel actual dada la política de inversión de la empresa. Asimismo, se ha considerado que se mantiene la participación de las compras de anchoveta a terceros, zona centro-norte 2.7% y zona sur 3%.

Cabe señalar que, el año biológico de la anchoveta no coincide con el año calendario, por lo que la segunda temporada de pesca se extiende a los primeros meses del año siguiente, representando este desfase el 30% de la cuota de la segunda temporada. Lo que ocasiona que en un año calendario el proceso productivo podría contemplar la utilización de materia prima de más de dos temporadas de pesca.

Costo de Ventas, compuesto principalmente por el costo de extracción y de procesamiento, los cuales se han considerado en niveles de US\$ 80 por tonelada de anchoveta extraída y US\$ 180 por tonelada procesada. El costo de la materia prima de terceros se ha proyectado en función del precio por TM de la harina de pescado, representando el 20% del mismo. Asimismo, se ha considerado los rendimientos de pescado por harina (P/H) de 4.3 y de pescado por aceite de 5%.

Gasto de Ventas, compuesto principalmente por el costo de embarque, se ha considerado el gasto del último año, equivalente a US\$ 61.9 por tonelada de producto embarcado.

Gastos Administrativos, proyectado en función del gasto efectuado en el 2011, debido a que en los últimos años se ha ido reduciendo el número de personal aunque por otro lado se han equiparado los sueldos a niveles de mercado.

CAPEX, la empresa tiene proyectado invertir en los próximos 3 años US\$15 millones anuales, para cumplir con las nuevas regulaciones ambientales y mejoras en la infraestructura (plantas y embarcaciones) y US\$ 5 millones para los siguientes 7 años.

WACC:

Kd, costo de la deuda, se ha realizado una ponderación de tasas de interés sobre los préstamos vigentes al 31 de diciembre de 2011.

Ke, costo del accionista, se ha utilizado el modelo CAPM considerando: La tasa libre de riesgo spot (tasa de rendimiento de los bonos americanos a 10 años)

La prima por riesgo de mercado como el diferencial entre la rentabilidad del índice S&P 500 y la rentabilidad de bonos del Estado (Estados Unidos) a largo plazo, 1926-87.

La prima de riesgo país, considera el Spread - Embi+ Perú (pbs) al 31 de mayo último, de 226 pbs.

El beta del sector considera las acciones pesqueras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, Copeinca, Austral y Exalmar. Sin embargo, se

descartó la acción de Exalmar por falta de presencia bursátil. Se determinó la correlación existente en el rendimiento de las acciones de Copeinca y Austral respecto al IGBVL, así como las estructuras de capital vigente al 31 de diciembre de 2011 y una estimación de la ponderación o peso relativo de cada deuda en el total de las deudas de cada empresa, y finalmente el costo promedio de las deudas de cada empresa.

D, deuda, se considera la deuda vigente al 31 de diciembre de 2011

E, equity, considera la capitalización bursátil de Copeinca al 31 de diciembre 2011.

Sensibilidad:

El precio de la acción se ha sensibilizado a través de variaciones en las variables más relevantes que afectarían el valor actual neto de la empresa: límite máximo de captura (LMC), precio de la harina y aceite de pescado, costo de extracción y procesamiento, entre otras.

La variación del Límite Máximo de Captura de anchoveta y su efecto sobre el precio de la acción, indica que la cotización actual se alcanzaría con una disminución del LMC de 6.71%.

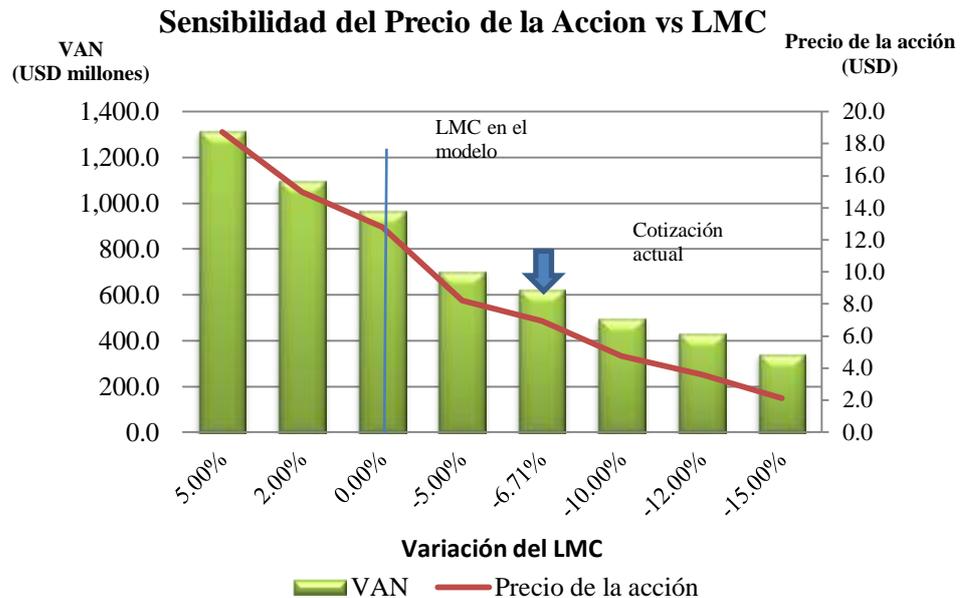


Figura 21.
Elaboración propia

El flujo de fondos es altamente sensible al precio de la harina, la cotización actual de la acción se alcanza con un precio de la harina de US\$1,069.9 por tonelada, 16.04% por debajo del precio de US\$ 1,274 considerado como input del modelo financiero.

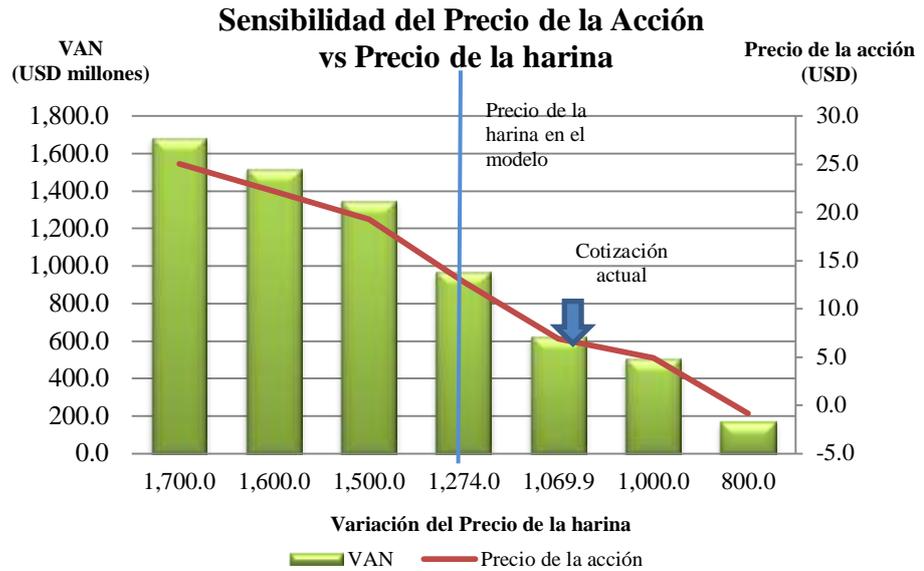


Figura 22.
Elaboración propia

El costo de extracción por TM de anchoveta, soporta un incremento de US\$ 60.5 con el cual el precio de la acción proyectado igualaría la cotización de la acción en la bolsa.

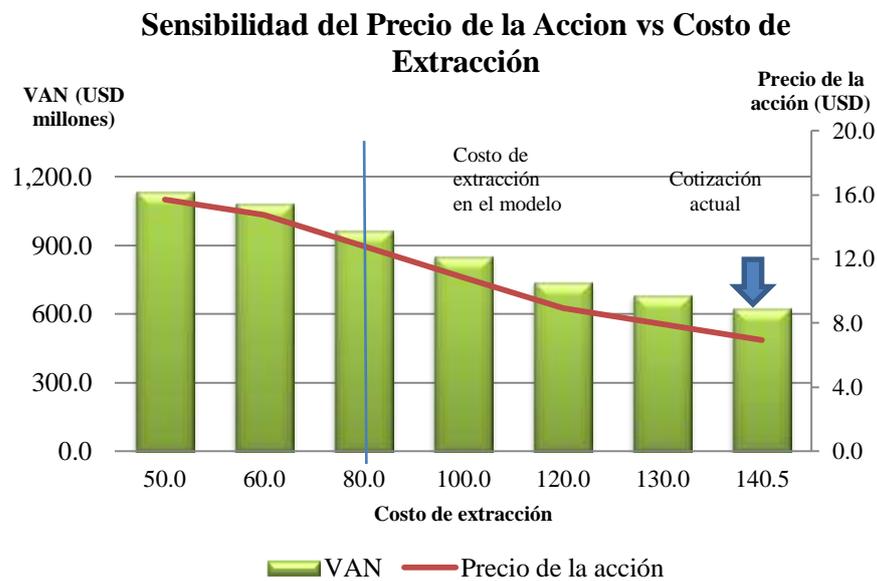


Figura 23.
Elaboración propia

El costo de procesamiento que igualaría el precio de la acción proyectado con la cotización de la acción es de US\$ 380.5, manteniéndose constante las demás variables involucradas.

Sensibilidad del Precio de la Accion vs Costo de Procesamiento

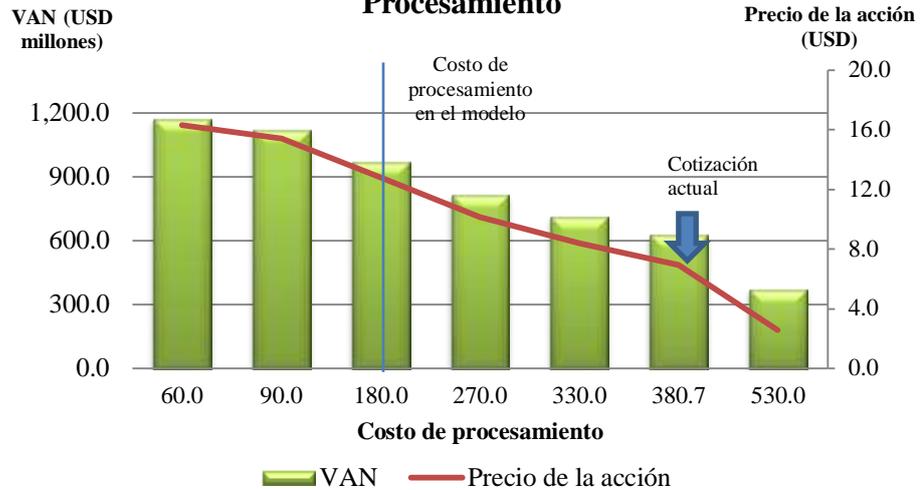


Figura 24.
Elaboración propia

El valor actual de la cotización de la acción en la bolsa se alcanzaría con un Costo Promedio de Capital de 11.47%

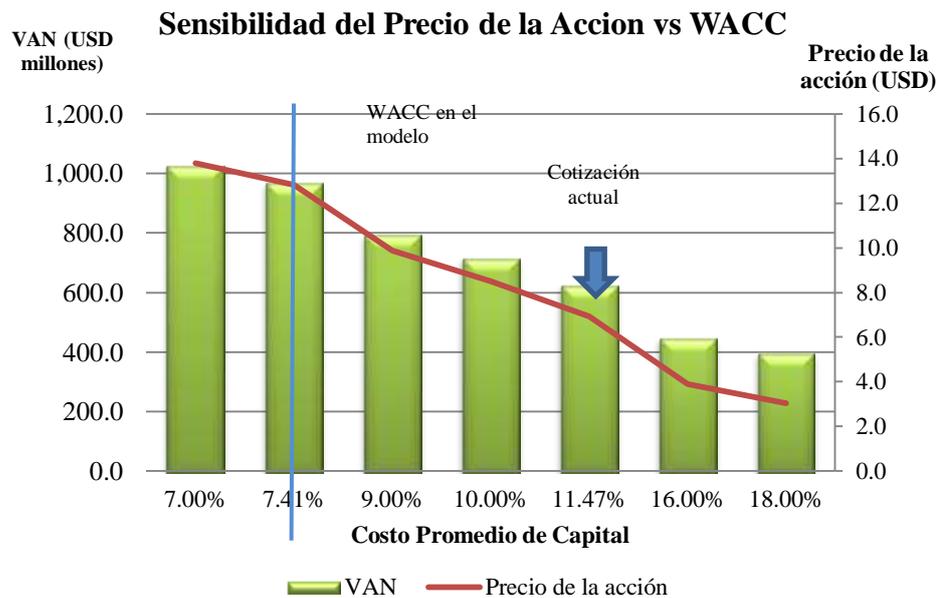


Figura 25.
Elaboración propia

Se destaca del análisis de sensibilidad que el valor de la compañía es altamente sensible a variaciones en el Límite Máximo de Captura y en el precio de la harina.

Análisis de Riesgos:

Dada la incidencia en el flujo proyectado de variaciones en el límite de captura máxima y el precio de la harina de pescado, el análisis de riesgo

se realiza considerando que dichas variables siguen una distribución normal. La media y la distribución estándar para el límite de captura máxima en la zona centro – norte es de 5.2 millones de TM y 1.16 millones de TM respectivamente y de 735.7 mil TM y 252.8 mil TM para la zona sur respectivamente. El precio de la harina considera una media de US\$ 1,264.80 y una desviación estándar de US\$ 204.4 por TM.

Los estadísticos para el precio de la acción, obtenidos con base a 500 interacciones, nos muestra que la probabilidad de que la cotización de la acción supere el nivel de US\$ 10.55, cotización proyectada por los métodos de valorización utilizados, es de 92.7%.

Estadística Descriptiva

Media	1,264.80			
Error típico	9.14	VAN	z	probabilidad
Mediana	1,249.28	0.0	-6.19	0.00%
Moda	#N/A	500.0	-3.74	0.01%
Desviación estándar	204.40	967.1	-1.46	7.26%
Varianza de la muestra	41,780.51	1,250.0	-0.07	47.11%
Curtosis	0.16	1,500.0	1.15	87.51%
Coficiente de asimetría	0.12			
Rango	1,307.37			
Mínimo	678.71			
Máximo	1,986.08			
Suma	632,401.53			
Cuenta	500.00			
Nivel de confianza (95.0%)	17.96			

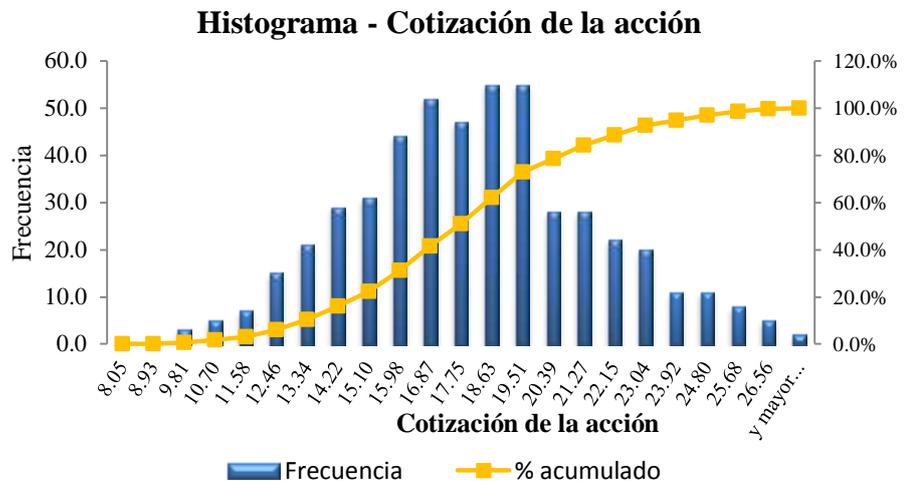


Figura 26.
Elaboración propia

Estado de Situación
(En miles de dólares americanos)

	2011	2010	2009	2008
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	60,490	34,201	12,478	22,949
Cuentas por Cobrar Comerciales	24,103	7,732	29,225	18,507
Otras Cuentas por Cobrar	17,958	19,828	12,672	13,647
Existencias	63,886	15,528	40,009	41,840
Held to maturity investment				24,790
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	166,437	77,289	94,384	121,733
Goodwill	144,824	138,996	132,738	121,364
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	258,525	237,953	244,377	261,695
Licencia de pesca	222,936	213,964	205,938	189,592
Otros Activos	792	1,317	1,845	1,971
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	627,077	592,230	584,898	574,622
TOTAL ACTIVO	793,514	669,519	679,282	696,355
Obligaciones Financieras CP	25,355	1,010	-	21,631
Cuentas por Pagar Comerciales	15,907	17,142	29,786	22,297
Otras cuentas por pagar	21,141	7,202	8,957	9,516
Impuesto a la renta por pagar	13,220		7,541	2,200
Porción corrientes de préstamos a LP	22,433	15,032	38,239	40,779
TOTAL PASIVO CORRIENTE	98,056	40,386	84,523	96,423
Obligaciones Financieras LP	218,488	201,500	105,580	143,141
Pasivo por impuesto a la renta diferido	82,270	86,038	95,425	90,653
Otras cuentas por pagar	6,057	9,858	15,338	13,386
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	306,815	297,396	216,343	247,180
TOTAL PASIVO	404,871	337,782	300,866	343,603
Participación de Capital	55,589	55,717	55,717	55,717
Prima de emisión	285,648	286,462	304,990	304,990
Utilidades retenidas	46,337	-	37,345	36,710
Otras Reservas				
Ajuste de conversión acumulado	1,069	(10,442)	(19,727)	(44,770)
Interés minoritario			91	105
TOTAL PATRIMONIO NETO	388,643	331,737	378,416	352,752
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	793,514	669,519	679,282	696,355

Estado de Resultado
(En miles de dólares americanos)

	2011	2010	2009	2008
Ventas	254,478	233,042	203,161	249,425
Costo de Ventas	(143,085)	(151,037)	(144,615)	(157,497)
UTILIDAD BRUTA	111,393	82,005	58,546	91,928
Gastos de Venta	(12,596)	(9,971)	(13,658)	(22,330)
Gastos de Administración	(13,780)	(12,311)	(16,399)	(17,756)
Otros Ingresos	9,138	12,017	9,692	8,621
Otros gastos	(19,896)	(73,280)	(31,750)	(47,174)
UTILIDAD OPERATIVA	74,259	(1,540)	6,431	13,289
Ingresos Financieros	608	502	1,428	1,473
Gastos Financieros	(21,007)	(23,457)	(14,601)	(22,522)
Diferencia de cambio	10,375	7,370	10,057	(2,336)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	64,235	(17,125)	3,315	(10,096)
Impuesto a la Renta	(16,466)	10,632	(3,060)	6,646
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	47,769	(6,493)	255	(3,450)

Flujo de Caja Proyectado (En millones de dólares americanos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
VENTAS	256.2	295.3	290.9							
Consumo Humano Indirecto	251.7	290.8	286.4							
Harina FAQ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Harina STEAM	221.7	224.4	235.1	235.1	235.1	235.1	235.1	235.1	235.1	235.1
Aceite	30.0	66.4	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3	51.3
Consumo Humano Directo	4.5									
Fresco	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
COSTO DE VENTAS	147.4	160.7	159.9	159.8	159.9	160.1	160.2	160.4	160.5	160.6
Consumo Humano Indirecto	145.2	158.5	157.6	157.6	157.7	157.8	157.9	158.1	158.2	158.3
Harina	132.5	130.2	135.6	135.5	135.6	135.7	135.9	136.0	136.1	136.2
Aceite	12.6	28.3	22.0	22.0	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
Consumo Humano Directo	2.2	2.3								
Fresco	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
UTILIDAD BRUTA	108.7	134.5	131.0	131.0	130.9	130.8	130.7	130.5	130.4	130.2
Gasto de Ventas	12.2	14.0	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8
Gastos Administrativos	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2
EBIIDA	84.4	108.3	105.0	105.0	104.9	104.8	104.7	104.5	104.4	104.2
Depreciación	11.9	12.4	12.9	13.4	13.6	13.8	14.0	14.1	14.3	14.5
EBIT	72.5	96.0	92.1	91.6	91.3	91.0	90.7	90.4	90.1	89.7
Impuestos	21.8	28.8	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	26.9
Depreciacion	11.9	12.4	12.9	13.4	13.6	13.8	14.0	14.1	14.3	14.5
NOPAT	62.6	79.6	77.4	77.5	77.5	77.5	77.4	77.4	77.4	77.3
CAPEX	(15.00)	(15.00)	(15.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
Inv k de w	42.03	(12.63)	1.34	0.01	(0.01)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)	(0.02)
Perpetuidad										975
FCF	89.6	51.9	63.7	72.6	72.5	72.5	72.4	72.4	72.3	1,047.2

Estado de Situación Proyectado
(En millones de dólares americanos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Efectivo y Equivalentes de efectivo	49.2	56.8	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9	55.9
Cuentas por Cobrar Comerciales	22.2	25.5	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2	25.2
Otras Cuentas por Cobrar	17.0	17.0	17.1	16.9	16.6	16.4	16.2	15.9	15.7	15.4
Existencias	40.2	43.9	43.6	43.6	43.6	43.7	43.7	43.8	43.8	43.8
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	128.6	143.2	141.8	141.6	141.4	141.2	141.0	140.7	140.5	140.3
Goodwill	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8	144.8
Inmuebles, Maquinaria y Equipo	261.7	264.3	266.4	257.9	249.3	240.5	231.6	222.4	213.1	203.7
Licencia de pesca	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9	222.9
Otros Activos	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	630.2	632.8	634.9	626.5	617.9	609.1	600.1	591.0	581.7	572.2
TOTAL ACTIVO	758.8	776.0	776.7	768.0	759.2	750.2	741.1	731.7	722.2	712.5
Obligaciones Financieras CP	12.1	12.1	12.2	12.0	11.9	11.7	11.5	11.3	11.2	11.0
Cuentas por Pagar Comerciales	21.1	23.0	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	22.9	23.0	23.0
Otras cuentas por pagar	8.2	8.3	8.4	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7
Impuesto a la renta por pagar	12.5	19.7	18.5	18.6	18.6	18.6	18.5	18.5	18.4	18.4
Porción corrientes de prestamos a LP	13.7	14.9	16.7	7.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
TOTAL PASIVO CORRIENTE	67.5	78.1	78.7	69.0	64.4	64.1	63.8	63.6	63.3	63.0
Obligaciones Financieras LP	213.7	214.7	207.0	202.7	202.8	202.9	203.0	203.1	203.1	203.2
Pasivo por impuesto a la renta diferido	74.9	67.6	60.2	52.9	45.6	38.2	30.9	23.5	16.2	8.9
Otras cuentas por pagar	5.8	5.9	5.9	5.9	5.8	5.7	5.7	5.6	5.5	5.4
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	294.5	288.2	273.2	261.5	254.2	246.8	239.5	232.2	224.9	217.5
TOTAL PASIVO	362.0	366.4	351.8	330.5	318.6	311.0	303.4	295.7	288.1	280.5
Participación de Capital	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6	55.6
Prima de emisión	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6	285.6
Utilidades retenidas	49.3	55.1	63.5	69.4	65.8	57.6	49.3	40.8	35.7	33.7
Reserva legal	6.3	13.3	20.1	26.9	33.7	40.5	47.2	54.0	57.1	57.1
Ajuste de conversión acumulado										
Interes minoritario										
TOTAL PATRIMONIO NETO	396.8	409.7	424.9	437.6	440.7	439.3	437.7	436.0	434.1	432.1
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	758.8	776.0	776.7	768.0	759.2	750.2	741.1	731.7	722.2	712.5

Estado de Resultado Projectado
(En millones de dólares americanos)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ventas	256.2	295.3	290.9	290.9	290.9	290.9	290.9	290.9	290.9	290.9
Costo de Ventas	(147.4)	(160.7)	(159.9)	(159.8)	(159.9)	(160.1)	(160.2)	(160.4)	(160.5)	(160.6)
UTILIDAD BRUTA	108.7	134.5	131.0	131.0	130.9	130.8	130.7	130.5	130.4	130.2
Gastos de Venta	(12.2)	(14.0)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)
Gastos de Administración	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)
Otros Ingresos										
Otros gastos										
UTILIDAD OPERATIVA	84.4	108.3	105.0	105.0	104.9	104.8	104.7	104.5	104.4	104.2
Ingresos Financieros										
Gastos Financieros	(18.4)	(18.2)	(18.8)	(18.7)	(18.4)	(18.5)	(18.5)	(18.5)	(18.5)	(18.5)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	66.0	90.1	86.2	86.3	86.5	86.3	86.2	86.1	85.9	85.8
Impuesto a la Renta corriente	(19.8)	(27.0)	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(25.8)	(25.8)	(25.7)
Impuesto a la Renta diferido	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34	7.34
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	53.5	70.4	67.7	67.8	67.9	67.8	67.7	67.6	67.5	67.4